

PERFORMANS ÖLÇÜMLEME VE EKONOMİK KATMA DEĞER

*PERFORMANCE MEASURING AND ECONOMIC
VALUE ADDED*

Yrd. Doç. Dr. Metin SABAN*

Arş. Gör. Sedat ERDOĞAN**

ÖZ

Performans bilgisi çoğu işletme için birçok nedenden dolayı çok önemli bir konudur. Muhasebe temelli performans ölçüm metodlarının genellikle ihmal ettiği değer kavramı günümüzde hatırı sayılır bir önem kazanmıştır. Pay sahiplerinin daha yüksek katma değere sahip işletmelere yatırım yapma isteği ve karşılaştırılabilir bilgi ihtiyacı, değer kavramına bağlı performans ölçüm metodlarının gelişimine katkı sağlamıştır. Ekonomik Katma Değer Metodunun kullanımı performans ölçümünde değer kavramını göz önünde bulundurduğu için oldukça yaygınlaşmıştır. EVA metodu yaklaşımlarında kara bakış, muhasebecilerinkinden ziyade ekonomistlerin bakış açısına yaklaşmaktadır. Tek bir sonuç hedeflenerek (pozitif bir EVA), bu metod performans hakkında hayati bilgiler önerebilmekte ve iş süreçleri, verimsiz faaliyetler ve yatırımın yapılabilişliği hakkında öneriler sunabilmektedir.

Anahtar Kelimeler: Performans Ölçümleme, Ekonomik Katma Değer, Değer Odaklı Yönetim.

* Zonguldak Karaelmas Üniversitesi, İşletme Bölümü, Muhasebe ve Finansman ABD

** Zonguldak Karaelmas Üniversitesi, İşletme Bölümü, Muhasebe ve Finansman ABD

ABSTRACT

Information on performance is a very important issue for companies for many reasons. Nowadays, the value concept which is generally disregarded in accounting based performance measurement methods has gained a considerable importance. Desire of shareholders to invest in the higher value added companies and the need for comparable information, contribute to the development of performance measurement methods based on the value concept. The use of Economic Value Added Method (EVA) has become very common as this method considers value concept in measuring performance. Instead of accountants' approach, the EVA method approaches to the profit with the economist's point of view. Targeting a single result (a positive EVA), this method can propose some vital information for performance and make suggestions on working procedures, unproductive activities and investment feasibility.

Keywords: Performance Measurement, Economic Value Added, Value Based Management.

1. GİRİŞ

İşletmeler kendi faaliyet alanlarında çok yoğun ve ulusal sınırların ötesinde bir rekabet ortamında hayatta kalmaya çalışmaktadırlar. İşletmenin sadece iş yapıyor olması ve buna bağlı olarak sadece kazanıyor olması per-

formans değerlendirmesi açısından çok anlamlı bir sonuç değildir. Öncelikle gerçek anlamda kazancın nasıl hesaplanacağına ya da kazancın neye göre belirlendiğinin bilinmesi oldukça önemlidir. İş dünyasında edinilen tecrübeler göstermiştir ki, gelir tablosunda dönem net karı kalemi işletmenin performansını tamamen yansıtmamaktadır. Çünkü işletmenin performansının değerlendirilebilmesi için en azından bir kıstasa göre ne durumda olduğunu görüyor olması gerekmektedir. Eğer sektördeki diğer şirketlerin net karları çok daha yüksekse bu durumda sadece kar elde etmiş olmak yeterli değildir.

Performanslarının ne olduğunu bilmek isteyen işletmelerin mevcut durumları karşılaştırma arayışı neticesinde ortaya çıkan ekonomik olarak “kar” kavramı, ölçüm stratejisinin odak noktasını oluşturmaya başlamıştır. Nedeni ise; ekonomik olarak kar elde edebilmek için alternatif kazançlardan daha yüksek bir geri dönüşe sahip olunması gerekliliğidir. Eğer işletmeye pay koyanlar veya işletmenin kendisi, yapılan faaliyet neticesinde diğer alternatif yatırım kararlarından daha fazla bir katma değer yaratabilirse bu durum işletmenin performansının gerçekten de iyi olduğunu gösterecektir.

Performans ölçümlemeye yeni bir anlam katan “değer” boyutu hem sayısal hem de sayısal olmayan betimlemele-

re ve sonuçlara ulaşmayı sağlamaktadır. Bir yatırımcı açısından alternatif yatırım kararlarından vazgeçmeye neden olabilecek kadar yüksek bir getiri beklentisi işletmenin performansı hakkında olumlu bir çıkarımda bulunmaya tamamen olmasa da bir gösterge sayılmaktadır. Yine işletme açısından duruma bakacak olursak, iyi bir performansın ölçüsü karşılaştırmalı olarak alınmış iyi bir neticedir. Böyle bir sonuç hem yönetimin hem de işletme fonksiyonları ve iş yapma süreçlerinde yeterince verimli olduğunun bir göstergesi olabilir (varsayımlar serbest piyasa koşullarında ve iyi işleyen bir piyasa ortamında değerlendirilmiştir). Eğer bekleneni aşmayan bir sonuçla karşılaşırsa, hem yönetimin başarısına şüphe okları saplanabilir hem de yapılan iş yapma usulleri ve verimliliği hakkında soru işaretleri oluşabilmektedir. Dolayısıyla değer odaklı yönetim sadece ölçme yapmakta bunun yanı sıra durum tespitin de başarılı bir bakış açısı oluşturmaktadır.

Performans ölçümünde kullanılan birçok yöntem mevcuttur. Bu çalışmada, performans ölçümünde kullanılan yöntemler incelenerek, EVA'nın bu yöntemler içerisinde önemini ortaya çıkartılması amaçlanmıştır. Çalışmada öncelikle, EVA dışındaki diğer performans ölçüm yöntemleri ile yapılan karşılaştırmalar sayesinde diğer-

lerinin neleri cevaplayamadığı ve EVA'nın bu sorulara nasıl cevap bulabileceği üzerinde durulmuştur. Geleneksel muhasebe temelli performans ölçüm yöntemleriyle EVA karşılaştırılarak, değerlemedeki farkın nereden kaynaklandığı üzerinde nitel bir değerlendirme yapılmıştır. EVA'nın sadece finansal bir performans ölçüm yöntemi olmasının performansın değerlendirilmesinde ne tür bir açmaz ortaya çıkarabileceği üzerine durulmuş ve muhtemel dezavantajları incelenmiştir. Yöntemi diğer yöntemlerden ayıran özelliklerine değinilerek finansal başarının değerlendirilmesinde neden bu kadar çok tercih ediliyor sorusuna cevap aranmıştır. Son olarak da Piyasa Katma Değeri (MVA) üzerinde durularak, ekonomik karlılık beklentilerinin işletmelerin piyasa değeri üzerinde nasıl bir etki oluşturduğuyla ilgili bulgulara değinilmiştir.

2. PERFORMANS ÖLÇÜMLEME

İşletmeler performanslarını değerlendirmek amacıyla birçok ölçüm tekniğinden yararlanmaktadırlar. Kullandıkları ölçüler çoğu zaman işletmelerin asıl ihtiyaç duydukları konuyla ilgili olmayan ölçümler yapılabilmektedir (Solomou ve Gustavsson, 1999, 7). İşletmenin performansının değerlendirilmesi açısından ölçüm tekniğini neden kullandığının bilinmesi oldukça önemlidir. Aksi halde işletme

açısından anlamlı bir sonuç gibi görülen hesaplamalar aslında aranan sonuçlar üretmeyecektir. Böyle bir durum ise; işletme için gereksiz belki hatalı fakat önemsenen değerler üretmektedir.

İşletmeler performans ölçüm tekniklerinden; karar verme, sermaye bütçeleme, planlama, kıyaslama ve diğer önemli süreçlerinde yararlanma yoluna gitmektedirler. İşletme bünyesinde farklı konularda yapılan birçok ölçüm, kullanılan ölçülerin çeşitliliğinin fazla olması, değerlendirmede karışıklığa neden olmaktadır. Bu durumda, sistemin parçalanmış yapısındaki anlaşılabilirliği ve hesap verebilirliği imkânsız hale getirmektedir. İşletmelerin performans ölçümünde karşılaştıkları bu sorunun farkına varan Solomou ve Gustavsson (1999,7) ölçüm yöntemleri kategorize etmişler ve şu şekilde sıralamışlardır:

Finansal Olmayan Ölçüler: Bu tür ölçüler özellikle finansal bilgiler elde etme olanağının zor olduğu alanlarda başvurulan ölçülerdir. Nadir satın almalarda olduğu gibi müşteri memnuniyetinin ölçülmesinin çok zor olduğu alanlarda başvurulabilen bir yöntemdir.

Muhasebe Geliri Temelli Ölçüler: Muhasebe temelli ölçüler (faaliyet karı, net gelir ve hisse başına kar vb.) muhasebe verilerinden yola çıkılarak oluşturulan ölçülerdir. Pay sahipleri-

nin performansını değerlendirmeleri açısından etkin ölçüler değildir. Bu tür ölçüler sermayenin fırsat maliyetini göz ardı eder veya en fazla borçlunun maliyetini göz önünde bulunduran bir bakış açısına sahip olabilirler.

Büyüme Temelli Ölçüler: Büyüme temelli ölçüler belirli değerler üzerindeki büyümeyi ölçmektedir. Hisse başına kar ve gelir büyümelerinin değer yaratma katkısı açısından düşünüldüğü zaman önemsiz bir korelasyonun olduğu görülmektedir. Muhasebe temelli karı gösteren ölçülerde olduğu gibi büyüme ölçülerinde de aşırı yatırımı artırıcı bir etki göstermektedir..

Geri Dönüş Ölçüleri: Kullanılan sermayenin geri dönüşü ve kar marjı gibi ölçüler geri dönüş ölçüleri olarak bilinmektedir. Geri dönüş ölçüleri değer oluşturma açısından yetersiz bir korelasyona sahiptirler (Garvey ve Milburn, 2000, 211). Geri dönüş ölçüleri zayıf işlerde aşırı yatırımlara neden olabilmektedir. Modern şirket finansmanında değer yaratmak ancak, sermaye maliyetinden fazla bir geri dönüş elde ediliyorsa sağlanabilir. Tek başına geri dönüş oranlarının yüksek olması işletmenin değer yarattığı anlamına gelmemektedir (Solomou ve Gustavsson, 1999, 9).

Ekonomik Kar: Muhasebeciler ve ekonomistler arasında karın tanımlanması açısından bakış açısı farklılıkları bulunmaktadır. Muhasebeci açısından

kar; maliyet ve vergiyi aşan gelir olarak ifade edilir, kazanç ölçüleri de en iyi temsilini sağlarlar. Ekonomistler açısından baktığımızda; sadece karlılık ölçülerinin karı belirlemede yeterli olmadığı, sermayenin alternatif kullanımının da dikkate alınması gerektiği ve sermaye maliyetini aşmayan karlılığı yüksek yatırımların dönüşleri dahi kar olarak ifade edilemeyeceği görüşü hakimdir. Kar olabilmesi için yatırım alternatiflerinin getiri oranları karşısında seçili olan en iyi alternatifin, rakiplerine göre getiri oranının daha yüksek olması gerekmektedir (Kimball, 1998, 36).

2.1. Geleneksel Performans Ölçüm Sistemleri ve Bünyelerinde Barındırdıkları Problemler

İşletme eğitimi verilen okullarda uzun yıllardır değerlemeyle ilgili kavramlardan bahsedilmesine rağmen işletmeler; performanslarının değerlendirilmesinde geleneksel performans ölçüm yöntemlerini kullanmaya devam etmektedirler. Hisse başına kazanç gibi geleneksel performans ölçüm yöntemleri, taşıdıkları birçok riske karşı kullanım üstünlüğünü ellerinde bulundurmaktadır. Aslında yöneticiler yönetimini üslendikleri işletmelerin performanslarını değerlendirirken kullandıkları argümanların neden olabilecekleri problemleri de dikkate almaları gerekmektedir (Pettit, 2000, 2). İşletmeler birçok yöntem kullanarak

karlarını artırmaya çalışmaktadırlar. Örnek verecek olursak; bir işletme yeni bir ürün üretmeyle ilgili dikey bütünleşme yolunu seçerek karını artırmaya çalışabilir. Böyle bir alternatif karşısında işletmeleri asıl üzerinde durmaları gereken konu; sermaye ve maliyetidir. Yeni bir ürün üretmeyle ilgili dikey bütünleşmeye giden işletme ürettiği ürün sayesinde karlarını artırma şansına sahip olacaktır. Genellikle bu tür bir alternatifi seçen işletmeler büyük hatta çok büyük yatırım yapmak durumunda kalır. İşletme yönetimi sermaye maliyetinin ve sermaye geri dönüşünü göz önünde bulundurmaması durumunda geri dönüşlerle kar artmış gibi görünse dahi işletme değerinde büyük bir azalmaya karşı karşıya kalınabilmektedir. (Pettit, 2000, 2). Yine ölçek ekonomisinden yararlanmak isteyen işletmeler üretimi ne kadar arttırırsa birim maliyeti o denli azaltacağı aşikârdır. Mevcut talebin göz ardı edilmesi durumunda aşırı üretim nedeniyle birim maliyetlerde bir azalma görülmesine rağmen yatırılan sermayenin maliyetinde bir yükselme olacaktır. Aşırı üretim nedeniyle stoklama maliyetlerinde karşılaşılan artış işletme değerine negatif etkide bulunacaktır (Pettit, 2000, 2).

Günümüze kadar geçen süreçte işletmelerin performanslarının değerlendirilmesinde muhasebe ve finans fonk-

siyonlarının nasıl daha yüksek değer yaratarak işletmeye yardımcı olacakları üzerinde durulmuştur. Çoğu zaman işletmelerin finans ve muhasebe fonksiyonu, ekonomik performansın değerlendirilmesi açısından farklı bakış açılarına sahip oldukları gözden kaçırılmaktadır. Bu tür dezavantajlardan uzaklaşabilmek için işletme performansının ölçümünde ekonomik kazanç açısından düşük korelasyona sahip hisse başına kazanç gibi ölçütlerin başarılı bir şekilde işletmeyi değerlendirebilecekleri savında direten geleneksel muhasebe temelli modellerin artık bir tarafa bırakılması ve gelecek nakit akışlarının bugünkü değerinin bunların yerini alması gerekmektedir (Evans, 1999, 6).

Mevcut ekonomik ve finansal sistemi içerisinde herhangi bir işletmenin değeri bilançoda yer alan dönem karına bakılarak ortaya koyulamamaktadır. İşletmelerin değeri; yatırımcının gelecekte beklenen, değerlendirme zamanına indirgenen gelirlerine dayanmaktadır. Böylelikle paranın zaman değerine ve uzun vadeli geleceğe uygun olarak sorumluluk alınmış olur. İşletmelerin uyguladığı finansal muhasebe üzerinden elde edilen işletme karı gibi geleneksel performans ölçüm yöntemleri, öz sermaye maliyetlerini ve buna bağlı olarak da hissedarların riske uygun kar beklentilerini aynı zamanda da alacaklarını göz önüne al-

mıyor olması, muhasebe temelli geleneksel ölçüm yöntemlerinin geçerliliğini ve güvenilirliğini iyiden iyiye azaldığının en önemli göstergesidir (Argun, 2004, 118).

İşletmenin ekonomik kazancının ölçüm işini üstlenen finansal fonksiyonun yapacağı en önemli adımlardan bir tanesi değer kaynağını geleneksel muhasebe modelinden ayırmaktır. Finansal yönetimde önemli olan değer yükselmesini vurgulamaktır, tek başına kazanç önemli değildir. İşletme finansının asıl ilgilenmesi gereken indeks, değerdir. Değer kavramının işletme finansı içinde bu denli sahip olduğu önemli fonksiyon neticesinde değer odaklı yönetim çok önemli bir yer edinmeye başlamıştır.

3. DEĞER ODAKLI YÖNETİM

Değer odaklı finansal yönetim günümüz finans yönetiminde hatırı sayılır bir üne kavuşmuştur. Değer kavramı tüketici tarafından algılanan kalite anlamına gelmektedir. Değerin kalite bileşeniye; hem ürün veya hizmeti oluşturan temel unsurların kalitesini hem de müşteri hizmetleri gibi yardımcı unsurların kalitesini içermektedir. Değer bu şekilde tanımlandığı zaman göz önüne alınması gereken başka bir durum da tüketici tarafından satın alınan ürün veya hizmetin fiyatı en azından algılanan değerine eşit olması gerekliliğidir. Asıl beklenense de-

ğerin fiyattan yüksek olmasıdır. Bu varsayım gerçekleşmezse; tüketici satın aldığı ürün veya hizmetten tatmin olmayacaktır (Türker, 2005, 125).

Değer odaklı yönetim uygulama alanı sürekli artan bir mahiyet göstermektedir. Özellikle Amerika'da, ayrıca yükselen bir değer olarak da Almanya, Japonya gibi dünyada önde gelen ülkelerin büyük işletmeleri tarafından da kullanım alanı hızla gelişmeye başlamıştır. Değer odaklı yönetim hakkında ilk akademik yorumlar ölçüm avantajları üzerinde yoğunlaşmıştır (Pettit, 2003, 59).

Değer odaklı yönetimde asıl nokta değer artırılmasıdır. Herhangi bir faaliyet veya işletme fonksiyonunun değer yaratabilmesi için; varlıktan elde edilen nakit akımlarını artırması, gelirden beklenen büyüme oranını yükseltmesi, büyüme süresini uzatması, indirgenmiş nakit akımlarında kullanılan sermaye maliyetini azaltması gibi etkilerde bulunması gerekmektedir. Yine bir faaliyet veya işletme fonksiyonu nakit akımlarını ve/veya büyüme oranını etkilemiyorsa değer yaratmış sayılmamaktadır (Hacırüstemoğlu, Şakrak ve Demir, 2002, 2).

İşletmelerin yöneticilerinin ve işletmeye ortak olan kişi veya kurumların amaçları birbirinden farklıdır. Yönetici ve pay sahiplerinin, mülkiyet hakkı ve temsil maliyeti nedeniyle devam eden çatışmaları işletmelerin değer kaybet-

mesiyle sonuçlanmaktadır. Böyle bir durumda da pay sahipleri kaybedecektir. Değer odaklı yönetimin sağladığı entegre yönetim stratejisi ve finansal kontrol sistemi işletmelerin temsil maliyeti nedeniyle karşılaştıkları sıkıntının önüne geçmekte ve pay sahiplerinin değerini yükseltmektedir. Değer odaklı yönetim sistemi yöneticilere sağladığı bir dizi karar verme ölçüsü (metrik) ile işletmelerin karşısındaki hangi alternatiflerin işletme değerini yükselteceği veya düşüreceğinin tespit edilmesinde onlara yardımcı olmaktadır. İşletmeler bu ölçüleri kullanarak yönetimin performansını görme imkanına sahip olmaktadır (Ryan ve Trahan, 2003, 4).

Ryan ve Trahan (2003, 5) değer odaklı yönetimde kullanılan yöntemlerden en bilinenlerini şu şekilde açıklamaktadır:

İskonto Edilmiş Nakit Akışı Metodları:

Pay sahiplerinin katma değeri, değer kavramını; gelecekte beklenen nakit akışlarının sermaye maliyetinin gerçekleştiği döneme indirgenmesini suretiyle bulunabileceğini ifade etmektedir.

Yatırım Karlılığının Nakit Akışları:

Toplam yatırımların yüzdesi olarak şirketin tek dönemli nakit akışlarının hesaplanması yöntemidir.

Yatırılan Sermaye Üzerinden Sağ-

lanan Getiri: Vergi sonrası faaliyet karının yatırılan sermayeye oranlanması olarak ifade edilir.

Artık Gelir: Benzer risk seviyesine sahip yatırım alternatiflerine yatırılan sermaye maliyetinden daha yüksek bir kazanç elde edilmesi olarak ifade edilir.

Değer odaklı yönetim stratejisiyle beraber hissedarların değeri kavramı da dikkate alınmaya başlamıştır. Hissedarların mevcut fonlarını kaynak olarak transfer etmesinde çok önemli bir kavramdır hissedarların değeri. Bu açıdan bakacak olursak hissedarların değeri; mevcut alternatifler içerisinde en akıllıca seçimi yapmak suretiyle hissedarların, değer maksimizasyonu peşine koşması anlamına gelmektedir. Hissedarların değeri kavramı 1980'li yılların sonunda ABD ve İngiltere'de başlamıştır. Daha sonraki süreçte Avrupa, Latin Amerika ve Asya'yı etkilemiştir. Hissedar değerinin bu denli önem kazanmasında, küreselleşen sermaye piyasaları ve deregülasyon, sermaye kontrollerinin son bulması, bilgi teknolojilerinde meydana gelen gelişmeler, yatırımlarda ve menkul kıymet kazançlarındaki yeni davranışlar, özelleştirme uygulamalarıyla birlikte kurumsal yatırımcı sayısının artması gibi etkenler gösterilebilmektedir (Ercan, Öztürk ve Küçükkaplan, 2006, 7). Başarının değerlendirilmesinde en anlamlı ölçü yatırımcıların değerinin artırılıp artırılmadığıdır. Hissedarın değerine odaklanma anlayışı yerleşmeden önce yatırımcılar genellikle

hisse getirileri üzerinde durmaktaydılar (Glassman, 2001, 7). Son yıllar ise finans dünyasında köklü değişmelerin yaşandığı süreç olmuştur. Öncelikle Amerika'da başlayan bu süreç gittikçe dünyadaki tüm ülkelerde hissedilmeye başlamıştır. Yaşanan gelişmeler neticesinde işletmelerin yönetim ekibi ve işletmeyi oluşturan fonksiyonlar yaratılan değere yaptıkları katkı hakkında yeniden düşünmeye başlamışlardır. Hissedarların değerini içeren kültürün işletmeler tarafından bu şekilde benimsenmesinde, küreselleşme ve sermaye piyasaları üzerindeki sınırlamaların kaldırılması, sermayenin sınırlı oluşu ve döviz sınırlaması, bilgi teknolojilerinde yaşanan gelişmeler, sermaye piyasası düzenlemelerindeki gelişmeler ve kurumsal yatırımlardaki gelişmelerin etkisi görülmektedir. (Young, 2000, 6).

Finansal yöneticiler yeni bir ürünün potansiyel yatırımıyla ilgili değerlendirme yaparken; yatırım nedeniyle katlanılan riskleri, maliyetleri ve işletmeye sağlayabileceği yararları göz önüne alması gerekmektedir. Belirli bir risk içinde beklenen fayda katlanılacak maliyetten daha yüksek değilse bu durumda yatırım alternatifinden vazgeçilecektir. Böyle bir durumda yatırım alternatifi başka bir yöne kayacaktır (Drake, 2006, 6). Pay sahiplerinin davranışları da tıpkı yöneticilerin olaylara bakışı gibi olacaktır.

Belirli bir risk seviyesinde fayda maliyet analizi yapacaktır ve en faydalı alternatifi seçmeye çalışacaktır. Bu nedenle finans yöneticileri ve işletmelerin üst düzey yöneticileri, yatırım alternatiflerini değerlendirirken bir taraftan da kaynak sağlayanların yatırım alternatiflerini şekillendirecektir.

Asya ekonomik krizi kurumsal yönetim ikliminin yerleşmemesi neticesinde sosyal ve ekonomik istikrar ve standartların pay sahiplerinin değerini maksimize etmeye dönük bir şekilde ölçümler, amaçlar, araçlar ve kontrol mekanizmalarının geliştirilmediğini gözler önüne sermiştir. Aslında kapitalizmin en temel ve esaslı ilkelerinden bir tanesi pay sahiplerinin değerinin en üst noktaya ulaştırılmasıdır. Pay sahibi açısından yatırım yapma veya yatırımdan çekilme kararı verme aşamasında, aynı risk düzeyine sahip diğer alternatif yatırım fırsatlarından daha fazla bir katma değer oluşturan yatırım alternatifinin seçilmesi en akıllıca olanıdır. Bu durumsa bize, pay sahiplerinin değerinin yeni bir şey olmadığını, maksimum kazanma peşinde hareket eden bir fon sahibinin her zaman en akıllıca seçimi yapma tercihini göstereceğini ifade etmektedir. (Pettit, 2000, 1; Pettit, 2003, 60).

Pay sahiplerinin değerinin yükseltilmesi amacıyla hareket ederken değer kavramının menşei hakkındaki bilgilerin çok önemli olduğu göz önünden

kaçmamalıdır. Pay sahiplerinin değer olarak algıladıkları asıl kıstas nasıl belirlenecek tarzında bir soru karşısında değeri ifade eden karın belirlenmesinde ekonomik kar ve muhasebe karı ayırımına dikkat edilmesi gerekmektedir.

5. EKONOMİK KAR VE MUHASEBE KARI

Finansal yönetimin amacı işletme sahiplerinin varlıklarını en üst seviyeye çıkarmaktır. Bunu başarmanın yolu da ekonomik karı en üste seviyeye çıkarmaktan geçmektedir. Dikkat edilmesi gereken başka bir nokta ise ekonomik karın muhasebe karından farklı bir kavram olduğudur (O'Hanlon ve Peasnell, 1998, 432). Ekonomik kar açısından olaya bakıldığında sadece maliyet göz önüne alınmamakta buna ilave olarak alternatif maliyet de dikkate alınmaktadır. Alternatif maliyet, tahsis edilen fonların en iyi kullanımı için yapılan seçim neticesinde seçilmeyen en iyi alternatif nedeniyle katlanılan maliyettir. Muhasebe karı alternatif maliyeti yok saydığı için gerçek anlamda nakit akımlarını ve ekonomik gerçeklikleri tam olarak yansıtamayacaktır (Drake, 2006, 7).

Ekonomik kar açısından maliyet hem işletmenin normal işlemleri neticesinde katlandığı maliyetler hem de görünmeyen maliyetlerce oluşur. Görünmeyen maliyetten kastedilen, gereksi-

nimler neticesinde tahsis edilen sermayenin maliyetidir (Brigham ve Houston., 2004, 55). Muhasebe karının hesaplanmasında sermaye maliyeti üzerinden herhangi bir hesaplama yapılmasına gerek duyulmazken, ekonomik karlılığın hesaplanmasında sermaye maliyeti çalışmanın en önemli kısımlarından birini oluşturmaktadır. İşletmeler kaynaklarını hep en yüksek kazanç elde edecekleri alanlara yatırım yapmak isteyeceklerdir. Geleneksel performans ölçüm tekniklerinin göz önüne almadığı ve bir maliyet taşıyor gibi gösterdikleri sermaye aslında büyük bir maliyet taşımaktadır ki bu da “alternatif maliyet” kavramıyla ifade edilmektedir. (Stewart, 2002, 4)

Herhangi bir işletmede fonları veya sermayeyi işletme sahipleri, girişimci, banka, tahvil sahipleri veya pay sahipleri koyabilir. Değerlendirme açısından fon ve sermaye sahipleri hem paranın zaman değerini hem de risksiz yatırım alternatifinin ne kadar kazanç getireceğini bilmek isterler. Tipik bir yatırımcı davranışını incelediğimizde, hisse senedi sahibinin aldığı hisselerle gelecekte işletmenin kar elde edeceğini ve bundan da kendine bir pay düşeceğini düşünür. Bu yatırımcı elindeki fonları başka alanlara yatırmış da olabilirdi. Bu durumda sorulması gereken soru: Neden başka bir alana değil de sizin işletmenize yatırım yaptı? Böyle bir durumda verilebilecek ce-

vap, yatırımcının diğer alanlara yatırım yapması durumunda işletmemize yaptığı yatırım neticesinde elde edeceği gelirden daha yüksek bir gelir elde edeceğini beklememesidir. Eğer yatırımcının beklentileri gerçekleşmez ise yatırımcı şirket içerisindeki payını çekecek ve daha yüksek beklentilerin olduğu başka bir alana kaydıracaktır (Drake, 2006, 7).

Muhasebe karıyla ifade edilmeye çalışılan işletmenin gelir tablosunda yer alan karının ne olduğudur. Muhasebe anlamında kar ne kadar yüksekse performans o denli olumludur. Muhasebe kar kavramı incelenirken sayısal veriler önemli olmaktadır. Eğer bir işletme çalışanlarının, mesleki yeterliliklerini ve sosyal gelişimlerini artırmak üzere çalışma saati içerisinde kurslar düzenliyorsa bu durumda katlanılan masraflar gider olarak muhasebeleştirilecektir. Durumu daha derin bir şekilde incelediğimizde aslında gelecekte işlerin daha verimli bir şekilde yapılmasına yardımcı olacak bu ve benzeri beşeri yatırımların muhasebe açısından gider olarak yansıtılması, değerlemede gözden kaçırılan bir eksikliği gösterecektir ki bu nokta ekonomik karın başlangıç noktasını oluşturmaktadır (Evans, 1999, 2).

İşletmelerin finansal performansı değerlendirilirken asıl üzerinde durulması gereken verilerin başlı başına muhasebe kalemlerinden elde edile-

meyeceğini anlıyoruz. Muhasebe kararının göz önüne almadığı çok önemli kalemler ekonomik kar açısından asıl odak noktasını oluşturmaktadır. Yine pay sahiplerinin değer algılamasında meydana gelen farklılıklarla birlikte beklentilerin yorumunda meydana gelen değişimlere yukarıda değinilmiştir. Şu ana kadar üzerinde durduğumuz bu iki kavramın yani ekonomik kar ve değer kavramının bir araya gelmesiyle performans değerlendirilmesinde tüm dünyaca tanınan ve kabul edilen bir yöntem olan EVA kavramının omurgası oluşmaktadır.

6. EKONOMİK KATMA DEĞER (EVA)

EVA ile ilgili ilk çalışmalar Hamilton (1777) ve Marshall (1890) tarafından yapılmıştır. Yaptıkları çalışmada işletmenin değer yaratabilmesi için borçlanma ve öz sermayenin maliyetinden daha fazla bir gelir elde edilmesi gerektiğini savunmuşlardır. 1920'li yılların hemen başlarında General Motors EVA yaklaşımını kullanmaya başlamıştır. 1950'li yıllarda General Electric etiketli "artık gelir"; işletmenin ademi merkezi bir şekilde örgütlenmiş yapısındaki bölümlerin performanslarının ölçülmesinde kullanılmıştır. 1965'de Solomons artık gelirin işletmelerce iç performans ölçüsü olarak kullanılabileceğini ileri sürmüştür ve 1973'de ise Anthony ar-

tık gelirin dış performans ölçüsü olarak kullanılabilmesi için öne sürmüştür. (Anderson, Bey ve Weaver, 2005, 2). Bennett Steward'ın 1991 yılında yazdığı "The Quest for Value" adlı kitapla birlikte EVA (Economic Value Added) ve Piyasa Katma Değeri (Market Value Added) kavramları artık sıkça kullanılmaya başlanmıştır. (Lovata ve Costigan, 2002, 216).

(EVA, bir işletmenin veya herhangi bir bölümünün yatırılan sermaye çıkarıldıktan sonraki net karını ifade eder. EVA'nın arkasındaki temel strateji; bir işletmenin değer yaratabilmesi için, yatırımcıların benzer risk seviyesindeki yatırım alternatiflerinden elde ettikleri kazançtan daha yüksek bir sermaye kazancı elde etmesi gerekliliğidir.

Şaşırtıcı bir şekilde birçok işletme yöneticisi ne kadar sermaye kullandıkları ve maliyetinin ne olduğu hakkında hiçbir fikre sahip değillerdir. Borçlanma maliyetinin elde edilmesi çok daha kolay olmaktadır çünkü işletmeler gelir tablolarında finansman giderleri kalemini oluştururken borçlanma nedeniyle katlandıkları maliyeti karlarından ve dolayısıyla da ödeyecekleri vergiden düşürürler. Sermayenin maliyetinin borçlanmanın maliyetinden çok daha yüksek olmasına rağmen gelir tablosunda gösterilmez. Bu durum da bize, belirli bir nedenle sermaye maliyeti hesaplanana kadar işletmenin

gerçek sermaye maliyetini ve dolayısıyla da işletme değerini tam olarak belirleme imkânının olmadığını göstermektedir (Brigham ve Houston, 1999, 48).

Geleneksel muhasebe temelli performans ölçüm tekniklerinin neden olduğu sorunlar ve hoşnutsuzluklar nedeniyle birçok yeni performans ölçüm yöntemi geliştirilmiştir. Bunlardan en çok bilineni ise EVA'dır (Garvey ve Milbourn, 2000, 211). EVA, işletme performansını kapsamlı olarak ölçen bir ölçüdür. Herhangi bir işletmenin yıldan yıla, finansal değerinde meydana gelen değişmeyi ölçmektedir (Peak ve Milton, 2001, 5).

EVA, uzun dönemli maliyet ve faydalara yoğunlaşarak karar verme sürecinde değerlendirme aracı olarak kullanılmaktadır. Odak noktasını kısa dönemli muhasebe sonuçlarından uzun dönemli değer oluşturmaya doğru yöneltmiştir. EVA ile ilgili her kararın etkisi açık bir şekilde hesaplanabilir (Peak ve Milton, 2001, 5).

EVA, yöneticilere, yatırdıkları sermaye üzerinden yeterli bir geri dönüş elde edip edemediklerini gösteren bir ölçüdür. Eğer geri dönüşler, akla uygun beklenen bir değer altında veya benzer risk ölçüsündeki yatırımlardan aşağıda bir geri dönüş sağlıyorsa, EVA negatiftir. Bu durum sermayenin eksildiğini ve hisse senedi fiyatlarında da bir düşüş olduğunu gösterir (Pettit, 2003, 63).

Muhasebeci kazanılmış kara bakarken, ekonomist kazanılmış olanın ne olduğuna bakar. EVA bakışıyla, yatırımcıların kredi sınırlarını belirleyen, en azından sermaye maliyeti kadar bir geri dönüş sağlanmasıdır. Yapılan her iş yatırımcılar tarafından incelenir. Bu nedenle pay sahiplerinin sorumluluğu işletmenin her biriminde ekonomik değer yanlışı yansıtılmasına neden olabilecek anormal durumlara yol açmayacak şekilde yapıldığının bulunmasıdır (Pettit, 2003, 64).

Herhangi bir işte değer yaratan sayısız bireysel durum olmasına karşın, aşağıda sayılan dört kategori, EVA'nın yüksek çıkmasına neden olacaktır (Pettit, 2003, 65):

Mevcut Sermayeden Geri Dönüşlerin Geliştirilmesi: Mevcut sermayeden geri dönüşlerin artırımı; fiyatları, marjları yükselterek ya da maliyetler düşürerek yapılabilir.

Karlı Büyüme: Ek sermaye maliyetini yeteri kadar karşılayacak alanlara yatırım yapılarak kar artırılabilir. Çalışma sermayesine ve ürün kapasitesine yapılan yatırımlar, satışları artırmak, yeni ürünler ve yeni pazarlarla bu durum mümkün olabilir.

Sermaye Maliyetini Optimize Etmek: Bunu başarabilmek için, sermaye maliyetlerinin azaltılması gerekiyor. Maliyetlerin azaltılırken, borçların kullanımı, risk yönetimi ve diğer finansal araçlar açısından esnek bir işletme stratejisi kurgulanmalıdır.

Ürün: Sermaye maliyetinin altında bir getiri oranına sahip yatırımların akılcı bir şekilde tasfiyesi veya azaltılmasıyla ve karlılığı düşük piyasalardan çıkılmak suretiyle başarılabilir.

EVA; sadece bir performans ölçüsü değildir. Aynı zamanda, geliştirilmiş bir performans ölçüm ve yönetim işinin her yerinde karar verme ve her bir karar alternatifinde hisse sahiplerinin sorumluluğunu taşıyan bir yöntemdir (Pettit, 2003, 65).

EVA, hesaplamanın yapılacağı yıl içindeki yönetimin etkinliğini ölçen bir sistemdir. EVA işletmenin karşı karşıya kaldığı yatırım alternatiflerinden değerlendirme yaparken ve yine mevcut işin katma değerini hesaplarken odak noktası sermaye maliyetidir (Roztockı, 2000, 1). Özet bir şekilde EVA aşağıdaki gibi hesaplanabilmektedir (Durant, 1999, 3):

EVA = NOPAT – Sermaye Maliyeti

NOPAT = FVÖK – Vergiler

Sermaye Maliyeti = Yatırılan Sermaye x Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

EVA'nın hesaplanmasıyla ilgili örnek:

Tablo 1: X İşletme'sinin Gelir Tablosu Ve Bilançosundan Seçilmiş Özet Bilgileri

Brüt Satışlar		10.000.000 YTL.
(Satıştan iadeler)	(2.000.000 YTL.)	
Net Satışlar		8.000.000 YTL.
(Satışların Maliyeti)	(4.000.000 YTL.)	
Brüt Satış Karı		4.000.000 YTL.
(Faaliyet Giderleri)	(1.000.000 YTL.)	
Faaliyet Karı(FVÖK)		3.000.000 YTL.
(Finansman Giderleri)	(585.000 YTL.)	
Dönem Karı(VÖK)		2.415.000 YTL.
Vergi (%20)	(483.000 YTL.)	
Dönem Net Karı		1.932.000 YTL.
Sermaye Bilgileri		
Kısa Vadeli Borçlar	3.000.000 YTL.	
Öz Sermaye	6.000.000 YTL.	

Yukarıda verilen bilgilerden yola çıkarak ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin hesaplanması şu şekilde yapılır (Kara, 2002, 71):

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti = (Borcun ağırlığı) x (Vergi Sonrası Borç

Maliyeti) + (Öz Sermayenin Ağırlığı) x (Öz Sermaye maliyeti)

Vergi Sonrası Borç Maliyeti= (Finansman Gideri/Kısa Vadeli Borçlar) x (1-vergi oranı)

Sermaye Maliyeti= (1/3) x (585.000/3.000.000) x (1-0.2) + (2/3) x (0.1488) = 0,1512

Öz sermaye maliyetiyle ilgili veriler şu şekildedir: Devlet tahvilinin faizi %10, piyasa risk primi %4 ve kaldıraçsız hisse senedi riski-beta'sı 1,22 olduğu bilinmektedir. Öz sermaye maliyeti aşağıdaki gibi hesaplanır (Kara, 2002, 72; Bozkurt vd., 2005, 302):

Öz Sermaye Maliyeti= Risksiz Faiz Oranı + Piyasa Risk Primi x Beta

Öz Sermayenin Maliyeti = 0.10 + 0.04 x (1.22) = 0.1488

Toplam Sermaye Maliyeti = 9.000.000 x (0.1512) = 1.360.800 YTL.

EVA = 1.932.000 - 1.360.800 = 571.200 YTL.

Yukarıda X İşletmesi'nin gelir tablosu ve kaynak yapısı verilmiştir. Muhasebe temelleri üzerine bir analiz yapılmış olduğu durumu gösteren dönem net karı işletmenin karlılığını göstermede yeterli bir ölçü olmadığı göstermek için piyasa bilgileri de analize katılmıştır. Görüldüğü gibi sermayenin alternatif kullanım alanının göz önüne alınmadığı durumda işletme çok daha karlı durumda görülmektedir. Sermaye maliyetinin dikkate alınmasıyla ekonomik karlılık göz

önüne serilmiş olur ki bu da işletmenin asıl değerini hesaplanmasında oldukça anlamlı bir bilgidir. Mevcut piyasa bilgileri içerisinde X İşletmesi'nin dönem net karı olan 1.360.800 YTL ekonomik karlılığın başlangıç noktasını vermektedir. Bu tutara kadar oluşan tüm karlar aslında ekonomik olarak kar olarak ifade edilmektedir..

Yukarıda hesaplandığı gibi EVA işletmelerin ekonomik performanslarının hesaplanmasında önemli bir ölçüdür. Yöntemin anlamlı bilgiler vermesi ve olumlu katkılar sağlamanın yanı sıra bazı kısıt ve dezavantajlı yönleri de bulunmaktadır ki aşağıda iki alt başlık halinde gösterilmiştir.

6.1. Ekonomik Katma Değerin Olumlu Yönleri

EVA hisse senetlerinin fiyatlarındaki yüksek ilişki nedeniyle yatırımcı geri dönüşünü artıran alternatifler üzerinde durur. Yapılan araştırmalar neticesinde, EVA'nın hisse senetleri fiyatıyla olan ilişkisi, pay başına kazanç gibi diğer muhasebe performans ölçümlerinde görülenden çok daha yüksektir. EVA ile Net Bugünkü Değer arasında yüksek bir ilişki vardır. Net Bugünkü Değer (NBD)'nin yüksek olması işletme değerini artıran bir neden olduğu varsayımı altında yüksek korelasyon nedeniyle EVA'nın da yüksek çıkacağı kuşkusuzdur (Shrievs ve Wachowicz, 2000, 9-11).

EVA yönetim ve yönetimin değerlendirilmesindeki temeller açısından çok iyi bir performans aracıdır. Hisse başına fiyat gibi ölçüleri belirleme ve yönlendirme imkanı çok daha sınırlı iken EVA'yı yüksek çıkarmak üst yönetimin elindedir. Bu durum da üst yönetime karar verme ve başarısını ortaya koyma açısından çok önemli bir fırsat vermektedir (Damodaran, 2000, 6).

EVA, sayısız bütçe hesaplarının neden olduğu karışıklıkları elimine eder ve en üst yöneticisinden en altta çalışanına kadar herkes açısından ortak bir ağız yaratılmasına neden olur. EVA'yı diğer performans değerlendirme sistemlerinden ayıran bir diğer fark da, kolay bir yöntem olmasıdır. Diğer muhasebe temelli ölçülerin yöneticilere açıklanması çok daha zor olmaktadır. Aynı zamanda EVA, pay sahiplerinin değerinin artırılmasının hesaplanmasında direkt olarak bir etkiye sahiptir. Yine EVA, piyasa değerine bağlıdır ve aynı zamanda işletimsel kararlar açısından bir rehber görünümündedir.

6.2. Ekonomik Katma Değerin Kısıtları ve Dezavantajları

EVA'nın geleneksel muhasebe temelli performans ölçüm kriterlerine göre daha olumlu bir adım olmasına rağmen, muhasebe verilerinden yararlandığı için muhasebe temelli performans ölçülerinde karşılaşılan bazı sınırlamalar devam etmektedir (Evans, 1999, 13).

EVA'nın kısıtlarına baktığımızda, yönetimin birkaç alternatifinin olduğunu görmekteyiz. Borçların öz sermayeye oranı yükseldikçe EVA'nın da yükseldiği görülmektedir ki bu çok sağlıklı bir durum değildir. Çok yüksek bir borç-öz sermaye oranı başlı başına bir finansal sıkıntıdır. Yüksek sermaye maliyetinin kullanılması geri dönüşlerin çok yüksek olmasına neden olmaktadır. Bu açıdan bakacak olursak çok riskli alternatifler daha az riskli alternatiflere göre tercih edilmektedirler. EVA, dönemler halinde hesaplanabilmekte ve bir yılı aşamamaktadır. Yine EVA tekil bir performans ölçüdür, zaman kavramları üzerinde durmamaktadır. (Keys, Azamhuzjaev ve Mackey, 2001, 69 -70).

EVA'nın tüm pazar içerisindeki işletmenin göreceli değerini nasıl ölçeceği açısından olaya bakıldığında zaman yine bir eksiklikle karşılaşmaktayız. EVA'yla belirlenmeye çalışılan işletmenin performansında sadece pozitif bir EVA anlamlı olmamaktadır. Aynı zamanda da tüm pazar içerisindeki işletmenin payı ne kadardır bunun incelenmesi gerekmektedir. EVA pozitif olmasına rağmen işletmenin pazar payında bir düşme olabilir. Dolayısıyla sadece EVA'ya bakarak işletmenin durumu tam ve net olarak belirlenmemektedir (Evans, 1999, 13).

EVA'nın tarihi temelleri, büyüme fırsatlarının hesaplanmasına olanak vermemektedir. EVA geçmiş verilerden yararlanılan bir bakış açısına sahiptir, dolayısıyla yöneticilere mevcut stratejilerin işletmenin değerine katkısını ölçmelerine olanak vermeyecektir.

7. PİYASA KATMA DEĞERİ (MVA)

EVA ile birlikte MVA da, finansal yönetimde çok önemli bir ölçüt olarak kullanılmaya başlanmıştır. EVA ile genel olarak veya bölümler bazında işlemenin değer yaratıp yaratmadığı ölçülürken Piyasa Katma Değeri ile işletmenin piyasadaki değeri belirlenmeye çalışılmaktadır. Her iki kavram da birbiriyle çok yakından ilişkilidir.

Birçok işletmenin en temel amacı pay sahiplerinin değerini maksimize etmektir. Bu amaç pay sahiplerinin yararınadır. Fakat bunun sağlanabilmesi için işletme içerisindeki kaynakların etkin bir şekilde kullanılması gerekmektedir ki ekonomik bir faydadan söz edilebilsin. Pay sahiplerinin değerinin maksimize edilebilmesi için; işletmenin piyasa değeri ile işletmenin defter değeri arasındaki farkın en çoklanması gerekmektedir. İşte bu fark, MVA olarak ifade edilir ve şu şekilde hesaplanır (Brigham vd, 1999, 47, Brigham vd., 2004, 55)

$MVA = \text{Yatırılmış Sermayenin Piyasa Değeri} - \text{Yatırılmış Sermayenin Defter Değeri}$

Öz sermayenin piyasa değeri aynı zamanda piyasa kapitalizasyonu olarak da adlandırılmaktadır. Herhangi bir andaki bir hisse senedinin değeri, satmayı ve satın almayı düşünen yatırımcıların serbest piyasa da o hisse senedi için ödemeye istekli oldukları fiyattır (Drake, 2006, 2). Bu açıdan baktığımızda işletmenin kayıtlı değeriyle işletme ile ilgili kanaatlere sahip olan yatırımcıların işletme hakkındaki değer takdirleri farklı olabilmektedir.

İşletmelerin sermayeleri borçlardan ve öz sermayeden oluşmaktadır. MVA, hisse senedi piyasasında yönetimin sermaye kullanma etkinliğini ölçen bir yöntemdir. MVA'nın pozitif olması demek; şirketin pay sahiplerinin değerini yükselttiği anlamına gelmektedir. Negatif MVA ise pay sahiplerinin değerinde bir düşüş olduğunu göstermektedir (Spivey ve McMillan, 2005, 10).

8. SONUÇ

EVA, performans ölçüm yöntemleri arasında kullanım alanı sürekli artan bir yöntemdir. Sahip olduğu bu ünü sağlayansa, değer odaklı bir strateji seçmesi suretiyle alternatif kazanç ve kaybı da göz önüne almasıdır. Geleneksel muhasebe temelli ölçülerin kar kavramını sınırlandırmasına karşın EVA'nın kar kavramını çok daha geniş bir biçimde incelediğini görmekteyiz. İşletmenin performansını değer-

lendirirken sadece dönem net karına bakmış olsaydık yapılan örnek çalışmada da görüldüğü gibi sadece bir kar verisine ulaşmış olacaktık. Fakat gerçek anlamda karlılığı incelemeye çalıştığımız EVA ile işletmenin kullandığı sermayenin de bir maliyeti olduğunu ve dolayısıyla da bu maliyetin hesaplanmadan gerçek karlılık hakkında bir kanaat oluşturulamayacağı sonucunu görmekteyiz.

EVA, işletmenin ekonomik anlamda karlılığını hesaplamaktadır. Değer odaklı bir bakış açısıyla hareket ettiği için aynı zamanda da yatırımcıları ilgilendiren bir veridir. Yatırımcıların bakış açısını daha da netleştirmektedir. Çünkü EVA'nın pozitif çıkması için iki ana unsur vardır. Bunlardan birincisi, EVA'sıyla ilgilenilen dönemin veya alt dönemin net karlılığının pozitif olarak oluşması ve ikinci olarak da sermayenin alternatif maliyetinin pozitif çıkan net karlılıktan daha yüksek olması. Bu iki veri karşılaştırılmalı bir sonucunu veren EVA, görüldüğü gibi hem finansal hem de muhasebe verilerini birlikte kullanmaktadır. Böylelikle yatırımcılar ve/veya yöneticiler her iki fonksiyonun verilerini kullanarak daha bütünsel bir bakış açısına ulaşmaktadırlar.

Elbette hiçbir sistem gibi EVA'da mükemmel değildir. Yöntemin daha rasyonel uygulanabilmesi için eleştirilerin göz ardı edilmemesi gerekir. İş-

letmelerin kaynak yapısının kurulmasında ve korunmasında borçlanmanın EVA'yı daha yüksek çıkarıyor olması finansal analiz açısından ciddi bir sorun olarak ortada durmaktadır. EVA'nın finansal olmayan ölçütleri dikkate almadığı da gözden kaçmamalıdır. Bu nedenle daha kapsamlı bir performans değerlendirmesi için Balanced Scorecard gibi finansal olmayan yönleri ölçmeye çalışan yöntemlerle entegre kullanılması yöntemin başarı şansını artıracakları kanısındayız.

KAYNAKÇA

Anderson, M. Anne, Bey, Roger P. ve Weaver, Samuel C. (2005). **“Economic Value Added Adjustments: Much to Do About Nothing?”**, Erişim: 24.07.2007 www.lehigh.edu/~incbeug/Attachments/Anderson%20EVA%204-7-05.pdf.

Argun, Doğan (2004). “Ekonomik Katma Değer”, **Muhasebe ve Denetim Bakış** 11 (2005): 117-123.

Brealey A. Richard, Myers, Stewart C. ve Marcus, Alan J. (2005). *İşletme Finansının Temelleri*, (Çevirenler: Ünal Bozkurt, Türkan Arkan, Hatice Doğukanlı), Dördüncü Baskı, McGraw-Hill-Literatür Ortak Yayını.

Brigham, F. Eugene ve Houston, Joel F. (2004). **Fundamentals Of Financial Management**, USA: Thomson, South-Western .

Brigham, F. Eugene., Gapenski, Louis C ve Ehrhardt, Michael C. (1999). **Financial Management**, USA, Orlando, Florida: The Dryden Press,

- Damodaran, Aswath (2000). “**Economic Value Added**”, Erişim: 25.07.2007 http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/Lectures/eva.html.
- Drake, Pamela, Peterson (2006). “**The Objective Of Financial Management**”, Erişim: 17.07.2007, <http://www.fau.edu/~ppetter/personal/teaching.htm>.
- Durant, Michael (1999). “**Economic Value Added: The Invisible Hand At Work**”, Erişim: 23.08.2007, www.crfonline.org/orc/pdf/ref8.pdf.
- Ercan, M. Kemal ve Ötekiler (2006). **Firma Değerlemesi: Banka Uygulaması**, 1. Baskı, İstanbul: Literatür Yayınları.
- Garvey, T. Gerald ve Milbourn, Todd T. (2000), “**EVA Versus Earnings: Does It Matter Which Is More Highly Correlated With Stock Returns?**”, Erişim:26.07.2007, <http://econpapers.repec.org/paper/clmclmeco/2000-52.htm>.
- Glassman, David (2001). “Herman Miller: “Growth In The New Economy””, **Evaluation** 3: 1-9.
- Hacıüstemoğlu, Rüstem, Şakrak, Münir ve Demir, Volkan (2002), “Etkin Performans Ölçüm Aracı (EVA) (Ekonomik Katma Değer- Ekonomik Kar Yaklaşımı)”, **Mali Çözüm** 59: 1-9.
- Kara, Hatice (2002). **Katma Değer Yaratmaya Dayalı Finansal Performans Ölçütü Olarak EVA (Economic Value Added): İMKB Şirketleri Üzerine Bir Uygulama**, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Ankara, Hacettepe Üniversitesi.
- Keys, E. David, Azamhuzjaev, Mumin ve Mackey, James (2001). “Economic Value Added: A Critical Analysis”, **Journal Of Corporate Accounting And Finance**, 12: 65-71.
- Kimball, C. Ralph (1998). “**Economic Profit And Performance Measurement In Banking**”, Erişim: 28.07.2007, <http://www.bosfed.org/economic/near/near1998/near498c.htm>.
- Lovata, M. Linda ve Costigan, Michael L. (2002). “Empirical Analysis Of A Adopters Of Economic Value Added”, **Management Accounting Research**, 13: 215-228.
- O’Hanlon, John ve Peasnell, Ken (1998). “Wall Street’s Contribution to Management Accounting: The Stern Stewart EVA Financial Management System”, **Management Accounting Research**, 9: 421-444.
- Peak, M. Donna ve Suzanne H. Milton (2001). “Ekonomik Value Added”, United States Postal Service, Erişim:22.07.2007, <http://blue.usps.gov/cpim/ftp/hand/f6.pdf>.
- Pettit, Justin (2000). “Eva and Strategy”, Erişim: 15.07.2007, **Evaluation**, <http://www.sternstewart.com/evaluation>.
- Pettit, Justin (2003). “Applications in Real Options and Value-Based Strategy”, Erişim: 22.07.2007, www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/eqnotes/opt3.pdf.
- Roztock, Narcyz (2000). “The Integrated Activity-Based Costing And Economic Value Added Information System”, **Society For Advancement Of Management (SAM) 2000 International Management Conference**, Florida, St. Augustine, 1-9.

Ryan, E. Harley ve Trahan, Emery A. (2003). "Corporate Control Mechanisms And Firm Performance: The Case Of Value-Based Management Systems", Erişim: 28.07.2007, <http://www.bus.isu.edu/.../working%20papers/Corporate%20Control%20Mechanisms%20and%20Firm%20Performance.pdf>.

Shrieves, E. Ronald ve Wachowicz, M. John (2000) "Free Cash Flow (FCF), Economic Value Added (EVA), and Net Present Value (NPV): A Reconciliation of Variations of Discounted-Cash-Flow (DFC) Valuation", Erişim: 23.07.2007, <http://bus.utk.edu/finance/WP/eva.pdf>.

Solomou, Phani ve Gustavsson, Fredrik (1999). "UK Remuneration Practices: Do UK Incentives Align Managers With Shareholders?", **Evaluation**, 1: 1-20.

Spivey, F. Michael ve McMillian, Jeffrey J. (2005). "Economic Value Added and the Valuation of Small Businesses", Erişim: 22.07.2007, <http://www.clemson.edu/spiro/reseWork.htm>.

Stewart, G. Bennett (2002), "Accounting is Broken Here's How to Fix It A Radical Manifesto", **Evaluation**, 5: 1-32.

Türker, İpek (2005), "Ekonomik Katma Değer (EVA)'in Hesaplanması Ve Gerekli Muhasebe Düzeltmeleri", **Muhasebe ve Denetim Bakış** 15: 125-151.

Young, S. David (2000). "EVA and Value-Based Management: A Practical Guide to Implementation", Erişim: 23.07.2007, <http://site.ebrary.com/lib/karaelmas/Doc?id=5004707&ppg=22>

