

T.C.
KADİR HAS ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANA BİLİM DALI
FİNANS VE BANKACILIK DOKTORA PROGRAMI

**EKONOMİK KATMA DEĞER VE PİYASA KATMA DEĞER
YÖNTEMLERİNİN İMKB-30 ENDEKSİNE UYGULANMASI**

Doktora Tezi

BİRSEN AKTAŞ

İstanbul, 2012

T.C.
KADİR HAS ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANA BİLİM DALI
FİNANS VE BANKACILIK DOKTORA PROGRAMI

**EKONOMİK KATMA DEĞER VE PİYASA KATMA DEĞER
YÖNTEMLERİNİN İMKB-30 ENDEKSİNE UYGULANMASI**

Doktora Tezi

BİRSEN AKTAŞ

Danışman : PROF.DR. DOĞAN ARGUN

İstanbul, 2012

ÖN SÖZ

Geleneksel muhasebeye dayanan performans ölçümlerinin şirketlerin gerçek karını ve başarısını ölçmede yetersiz kalması özellikle Türkiye’de ekonomik katma değer, piyasa katma değer ve hisse senedi getirileri konusunda kısıtlı sayıda teorik ve ampirik araştırmalar olması bu çalışmanın yapılmasındaki temel amaçlardandır.

Bu çalışmaya katkıda bulunan hocam Sayın Prof. Dr. Doğan Argun’a çok teşekkür eder, çalışmanın tüm ilgililere yararlı olmasını temenni ederim.

İstanbul, 2012

Birsen AKTAŞ

ÖZET

Şirketlerin gerçek karını ve başarısını ölçebilecek ölçüm göstergelerine olan gereksinimin artması üzerine Ekonomik Katma Değer(EVA) ve Piyasa Katma Değer(MVA) performans ölçüm göstergeleri gündeme gelmiştir. EVA şirketlerinin emirlerine tahsis edilen yabancı ve öz kaynakların maliyetini dikkate alarak AG & GE ve eğitim gibi harcamaları şirketlerin gelecekte yaratacağı değer olarak ele alır. EVA, şirketin kaynaklarının iç etkinliğini ölçerken; MVA şirketin dış başarısına odaklanmaktadır.

EVA Stern & Stewart danışmanlık şirketi tarafından finansal performansın ölçülmesinde kullanılmak üzere geliştirilmiş olup 1990'lı yıllardan günümüze değin şirketlerin etkin yönetilmesi için EVA ve MVA gibi analiz yöntemleri başta Amerikan Şirketleri olmak üzere birçok şirket tarafından kullanılmaya başlanmıştır.

Bu çalışma 2001–2009 yılları arasında İMKB-30'daki şirketlerin hisse senedi getirileri ile EVA ve MVA arasındaki ilişki araştırılarak hisse senedi getirilerinin EVA ve MVA'yı açıklama gücü regresyon analizi yardımı ile yapılmıştır. Bu amaçla oluşturulmuş modeller üzerinden bakıldığında hisse senedi getirileri EVA ve MVA tarafından değil ancak bu iki ölçütteki değişim tarafından daha anlamlı bir şekilde açıklanabilmektedir.

Türkiye'deki hisse senedi pazarının işlem bakımından üst sıralarında bulunan şirketlerin verilerinin kullanıldığı çalışma sonucunda EVA ve MVA'nın literatür araştırmalarının büyük bir çoğunluğunda sanılanın aksine hisse senedi getirileri üzerinde bir etkisi olmadığı görülmüştür. Ülkemiz açısından düşünüldüğünde, İMKB'nin yeterli finansal etkinliğe sahip olmadığı, hissedar değeri perspektifinin henüz ülkemizin gündemine yeterince gelmediği, finansal performansa bakışın halen büyük ölçüde muhasebe tabanlı ve kısa vadeli olduğu görülmektedir. Ekonomik katma değer hesaplamalarında şirketlerin borçlanma yapılarının neticesi olarak ortaya çıkan faiz oranlarının toplu değerlerinin Türkiye'de açıklanmış değerlerinin olmaması çalışmada mevduat faiz oranlarının kullanılmasını gerektirmiştir. Bu gibi verilerde kullanılan yaklaşımların yanı sıra Türkiye'de sermaye piyasasının zayıf etkinlik düzeylerine sahip olması, ekonomik katma değer ve piyasa katma değer göstergeleri ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkinin kuvvetini düşürücü bir etkiye neden olabilmektedir.

Küreselleşme ve AB. adaylık süreci gibi etkenlerin hızlandırıcı etkileri ile kurumsal yönetim Basel 2 gibi küresel standartların etkileri düşünüldüğünde EVA ve MVA'ya ilişkin gelişmelerin izlenmesi ampirik ve teorik çalışmaların yapılması büyük önem taşımaktadır.

ABSTRACT

Upon the increase of interest in measurement indicators which can measure the firms' real profit and performance, the Economic Value Added (EVA) and the Market Value Added (MVA) performance measurement indicators were brought to the agenda. Taking into account the cost of foreign and their own resources allocated to companies, EVA considers expenses such as R&D and training expenses as value to be created by the firms in the future. Whereas EVA measures the internal efficiency of the firms' resources, MVA focuses on firms' external performance.

EVA was developed by the consultancy firm Stern & Stewart in order to be used in measuring financial performance, and from the 90s up to the present, analysis methods such as EVA and MVA were used for the efficient management of firms, mostly by many American firms.

This study was realized by analyzing the relationship between the proceeds from securities of firms quoted on the Istanbul Stock Exchange (IMKB-30) between the years 2001–2009 and the EVA and MVA; the power of the proceeds from securities to explain EVA and MVA was analyzed by using regression. Considering models created to this end, the proceeds from securities can be explained, not by EVA and MVA, but by the variation in these two criteria, to a more significant extent.

As a result of the study where data on firms ranking at the top of the securities market in Turkey, in terms of transactions, were analyzed, it has been observed, contrary to the expectations in most literature on research, that EVA and MVA had no effect on the proceeds from securities. In the case of our country, it is observed that the Istanbul Stock Exchange does not have sufficient financial efficiency, that the shareholder value perspective is not yet on our country's agenda, and that financial performance is still based mainly on accounting and the short run. In the calculation of the economic value added, as the overall values of interest rates arising from the debt structure of firms are not values declared in Turkey, the use of deposit interest rates in the study was required. Besides approaches used for such data, as the capital market in Turkey has a low level of efficiency, it has a reducing impact on the strength of the relationship between the economic value added and market value added indicators and proceeds from securities.

Considering the accelerating impact of factors such as globalization and the EU accession process, as well as the impact of global standards such as Basel 2 corporate management – the follow-up of developments related to EVA and MVA – the realization of empirical and theoretical studies bears great importance.

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ	I
ÖZET	II
ABSTRACT	III
KISALTMALAR	VI
TABLolar	VII
ŞEKİLLER	VIII
GRAFİKLER	IX
EKLER	X
1. GİRİŞ	1
2. LİTERATÜR ARAŞTIRMASI	4
3. EKONOMİK KATMA DEĞER (EVA)	21
3.1 EVA'nın Tarihsel Gelişimi	22
3.2 EVA'nın Tanımı	23
3.3 EVA'nın Hesaplanması	24
3.4 EVA ile Geleneksel Performans Kriterlerinin Karşılaştırılması	26
3.4.1 Getiri Oranının Finansman Açısından Değerlendirilmesi	30
3.4.2 Getiri Oranının Faaliyet Açısından Değerlendirilmesi	34
3.4.3 Eva ile Değere Dayalı Ölçülerin Karşılaştırılması	35
3.5 EVA'nın Uygulama Alanları	39
3.5.1 Değer Yaratın Bir Faktör Olarak EVA	41
3.5.2 EVA ve Hisse Senedi Değeri Arasındaki İlişki	46
3.5.3 Finansal Gösterge Olarak EVA'nın Etkinliği ve Klasik Göstergelerle İlişkisi	52
3.6 Performans Ölçüsü Olarak EVA	56
3.6.1 Faaliyet Performansını Ölçmede EVA'nın Yeri	60
3.6.2 EVA'nın Artırılması	66
3.6.3 EVA ve Sermaye Tahsisi	67
3.7 EVA ve Şirket Değerlemesi	73

3.7.1 Mevcut Faaliyetlerin Değeri	77
3.7.2 Borçla Finansmanın Vergi Avantajı	78
3.7.3 Özsermaye Maliyetindeki Finansal Risk Primi.....	82
3.7.4 Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti(WACC).....	83
3.7.5 Gelecek ile İlgili Planların Değeri	86
3.7.6 Değerleme Yaklaşımları	90
4. PİYASA KATMA DEĞER (MVA).....	93
4.1 MVA'nın Tanımı	93
4.2 MVA'nın Oluşumu	95
4.3 MVA'nın Uygulama Alanları	96
4.4 MVA ve Hisse Senedi Değeri Arasındaki İlişki	97
4.5 Finansal Gösterge olarak MVA ve Klasik Göstergelerle Olan İlişkisi.....	98
5. EVA VE MVA GÖSTERGELERİ ARASINDAKİ İLİŞKİ	100
6. MODEL KURULMASI	105
6.1 İMKB Şirket Verilerinin Derlenmesi	105
6.2 Metodoloji.....	106
6.2.1 Ekonomik Katma Değer'in (EVA) Hesaplanması	106
6.2.2 Piyasa Katma Değer'in(MVA) Hesaplanması.....	111
6.2.3 Hisse Senedi Getirileri.....	112
6.3 Modelleme Aşaması.....	113
6.3.1 Modellerin Kurulması	114
6.3.2 Hisse Senedi Getirileri ile Kurulan Modellerin Değerlendirilmesi	116
6.4 Hisse Senedi Getirileri ile Kurulan Modellerin Analizi	118
SONUÇ.....	121
EKLER.....	126
KAYNAKÇA	250

KISALTMALAR

A.B.D.	: Amerika Birleşik Devletleri
AEVA	: Düzeltilmiş EVA
CAPM	: Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli
CFO	: Faaliyet Nakit Akımı
CFROI	: Yatırımın Nakit Akım Karı
CVA	: Nakit Katma Değer
DCF	: İndirgenmiş Nakit Akımları
EBITDA	: Faiz, Vergi ve Amortisman Öncesi Kar
EER	: Özsemaye Benzeri Karşılıklar
EPS	: Hisse Başına Kar
EVA	: Ekonomik Katma Değer
FCF	: Serbest Nakit Akımı
IRR	: İç Getiri Oranı
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
LBA	: Stern & Stewart Co.' nun Türkiye Temsilciliğini yapmakta olan LBA Management Concultancy Şirketi
MVA	: Piyasa Katma Değeri
NI	: Net Kar
NOPAT	: Vergiden Sonraki Net Faaliyet Karı
RIM	: Artık Gelir
ROA	: Aktif Karlılığı
ROE	: Öz Sermaye Karlılığı
ROI	: Yatırım Karlılığı
ROIC	: Tüm Sermayenin Getiri Oranı
WACC	: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

TABLULAR

Tablo 3.4.1.1 RRTC ve ROE Karşılaştırılması	32
Tablo 3.4.1.2. EER Kaynakları	34
Tablo 3.4.3. Değer Dayalı Yönetim ve Şirketin Piyasa Değeri Arasındaki İlişki	36
Tablo 3.5.1.1. Değer Yaratma Kavramı	42
Tablo 3.5.1.2. EVA Hesaplanması	45
Tablo 3.5.2. EVA Model Sonuçları.....	51
Tablo 3.7.1. Borcu Olmayan Bir Şirketin Özet Gelir Tablosu	77
Tablo 3.7.2.1. Borçla Finansmanın Vergi Avantajı	79
Tablo 3.7.2.2. Kaynaklar ve Kullanımlar.....	80
Tablo 3.7.5. Yıllara Göre Refah Endeksi.....	86
Tablo 4.5. Klasik Göstergelerin MVA ile Korelasyonu.....	99
Tablo 5. Δ MVA Korelasyonu	104
Tablo 6.3. İMBK-30 Şirketlerin EVA-MVA Korelasyonu.....	113
Tablo 6.3.2.1. Hisse Senedi Getirileri ile Kurulan, Model 1, Model 2, Model 3, Regresyon Analizi Sonuçları.....	116
Tablo 6.3.2.2. Hisse Senedi Getirileri İle Kurulan Model 4 , Model 5, Model 6 Regresyon Analizi Sonuçları.....	117

ŞEKİLLER

Şekil 3.7. Değerleme Modelleri	73
Şekil 5. EVA – MVA Şekil ile Açıklama	101

GRAFİKLER

Grafik 3.4. Yatırım Fırsatları	28
Grafik 3.7.4. Sermaye Maliyetleri.....	85
Grafik 3.7.5. Refah Endeksi	87

EKLER

EK 1	İMKB ve Hisse Senedi Getirileri Hesaplamaları	126
EK 2	EVA Hesaplamaları	135
EK 3	MVA Hesaplamaları	181
EK 4	Hisse Senedi Getirileri ile Kurulan Model 1, Model 2, Model 3, Regresyon Analizi Sonuçları	204
EK 5	Hisse Senedi Getirileri ile Kurulan Model 4, Model 5, Model 6 Regresyon Analizi Sonuçları	227

1. GİRİŞ

Günümüzde artan rekabet koşulları ve globalleşmenin etkisiyle şirketler, kıt kaynaklarını daha etkin kullanarak şirketin değerini artırmaya çalışmaktadır. Bu nedenle yatırımcıların kaynaklarını en etkin şekilde değerlendirmelerinde değer bazlı yaklaşımlar ve bu değeri ölçmede kullanılabilecek göstergeler önem kazanmaktadır. Değer için yapılan araştırmalar, yöneticilerin varlık getirisi, özkaynak getirisi, satış getirisi gibi geleneksel muhasebe ölçümlerinin sınırlılıklarının farkına varma oranının arttığını göstermektedir. Geleneksel performans ölçümleri değer yaratmada şirketlerin kullandığı tüm kaynakların maliyetini dikkate almamaktadır. Oysa gerçek kar, yabancı kaynakların yanı sıra öz kaynakların da maliyetleri dikkate alınarak ortaya konulmalıdır.

Şirketlerin gerçek karını ve performansını ölçebilecek ölçüm göstergelerine olan gereksinimin artması üzerine EVA ve MVA gibi performans ölçüm göstergeleri gündeme gelmiştir. EVA şirketlerin emirlerine tahsis edilen yabancı ve özkaynakların maliyetini dikkate alarak AR&GE ve eğitim harcamaları gibi şirketlerin gelecekte yaratacağı değere katkı sağlayacak harcamaları bir gider değil yaratılan değer olarak dikkate almaktadır. EVA bir şirketin kaynaklarının iç etkinliğini ölçerken MVA ise şirketin dış başarısına odaklanmaktadır.

Yönetimsel ödemeleri belirleyici etkenleri tanımlamak için, birçok araştırmacı şirket performansını gösteren ölçümler ve yönetimsel ödemeler arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Bu araştırmaların birçoğunda muhasebe tabanlı performans ölçütleri olan ROA ve ROE kullanılmıştır. Ancak bu ölçütler şirketin yüklendikleri sermaye maliyetlerini göz önüne almadıkları için ekonomik getiriyi şirkette göstermekte yetersiz kalmışlardır. Bu nedenle son çalışmalar, EVA ve MVA'nın kullanılmasıyla gerçekleştirilmektedir. Bunun nedeni ise bu iki yeni ölçütün geleneksel muhasebe ölçütlerinin sahip olmadıkları özelliklere sahip olmalarıdır.

Bu çerçevede Stern & Stewart danışmanlık şirketi tarafından finansal performansın ölçülmesinde kullanılmak üzere EVA olarak isimlendirilen bir ölçüm aracı geliştirilmiştir. 1990'lı yıllardan günümüze değin şirketlerin etkin yönetilmesi için ekonomik katma değer (EVA) ve piyasa katma değeri (MVA) gibi analiz yöntemleri başta Amerikan şirketleri olmak üzere bir çok şirket tarafından kullanılmaktadır. Bunların başında Coca-Cola, AT & T, Eli Lilly & Co., United States Postal Service, Quaker Oats gibi birçok üretim ve hizmet şirketi gelmektedir.

Hisse senedi getirileri ile EVA ve MVA arasındaki ilişki finans literatüründe birçok araştırmaya konu olmuştur. Yurt dışında yabancı şirketler üzerinde yapılan araştırmaların bir kısmında hisse senedi getirileri ile EVA ve MVA arasında ilişki belirtilirken bir kısım çalışmalarda ilişkinin bulunmadığı ortaya konmuştur. Bu çalışmaların büyük çoğunluğu A.B.D.'de yapılmıştır.

Bu konuda çalışma yapılmasının nedeni; geleneksel muhasebeye dayanan performans ölçümlerinin şirketlerin gerçek karını ve başarısını ölçmede yetersiz kalması ve özellikle Türkiye'de EVA, MVA ve hisse senedi getirileri konusunda kısıtlı sayıda teorik ve ampirik araştırma olmasıdır.

Bu çalışma, 2001 – 2009 yılları arasında İMKB -30'daki şirketlerin hisse senedi getirileri ile EVA ve MVA arasındaki ilişki araştırılarak hisse senedi getirilerinin EVA ve MVA'yı açıklama gücü regresyon analizi yardımı ile yapılmıştır. Bu çalışma , altı ana bölümden oluşmuştur.

İkinci bölümde literatür taraması yapılarak bu konuda yapılmış çalışmalara yer verilmiştir.

Üçüncü bölümde, EVA'nın tarihçesi, tanımı hesaplanması, geleneksel performans kriterleriyle karşılaştırılması, uygulama alanları, performans ölçüsü olması ve EVA ile şirket değerlemesi anlatılmaya çalışılmıştır.

Dördüncü bölümde, MVA'nın tanımı, hesaplanması, uygulama alanları., hisse senedi ve klasik göstergelerle olgu ilişkisi ele alınmıştır.

Beşinci bölümde EVA ve MVA göstergeleri arasındaki ilişki açıklanmaya çalışılmıştır.

Altıncı bölümde, yapılan literatür taramasının sonucunda oluşturulacak olan model ile EVA ve MVA ölçütleri ile hisse senedi getirileri arasında herhangi bir ilişki olup olmadığı ya da varsa bu ilişkinin türü anlatılmaya çalışılmıştır.

Sonuç bölümünde ise, elde ettiğimiz bulgularla ilgili değerlendirilmelere yer verilmiştir.

2. LİTERATÜR ARAŞTIRMASI

EVA ile bir şirketin piyasa değeri arasındaki ilişkiyi araştıran ilk çalışma, Stewart'ın 613 A.B.D. şirketinin piyasa verisini kullanarak yaptığı çalışmadır. 1980'li yılların sonundaki verilerin kullanıldığı bu çalışmanın sonucunda EVA ve MVA'nın gerçekte yüksek uyum içinde olduğu belirtilmektedir. Sadece negatif MVA ve EVA'nın ilişkisinin tam olarak belirlenemediği durumda, Stewart bunun nedeninin şirketin tasfiye edilme potansiyelinin, iyileştirme olasılığının, yeniden sermaye artırımı veya satınalma olanaklarının şirketin piyasa değerine bir taban oluşturması olduğu kanısındadır.

EVA'nın istatistiksel olarak bir şirketin MVA'sındaki hareketin %50'sini açıkladığını bulan Stewart, bu oranı ROE, FCF, EPS ve satışlar için sırasıyla %35, %21, %18 ve %8 bulmuştur. Stewart genel kabul görmüş muhasebe standartlarında çeşitli düzenlemeler yapmak suretiyle testlerini yapmıştır. Ancak EVA'nın her şirket için ayrı ayrı hesaplanması gerekmektedir. Belirli sektörlerde kendilerine özgü muhasebe düzeltmeleri yaparak EVA-MVA korelasyonunu bulmaya çalışan Stewart, bazı sektörlerde EVA'nın MVA'daki değişmelerin %70'inden fazlasını açıklayabildiğini bulmuştur¹. Lehn ve Makhija EVA ve MVA'yı performansölçüsü ve stratejik değişim sinyali olarak çalışmalarında kullanmışlardır. Veri setleri 241 A.B.D. şirketini ve 1987, 1988, 1992 ve 1993 yıllarını kapsamaktadır. Her iki ölçüde de hisse senedi getirileri ile pozitif korelasyona sahip olduğunu ve korelasyonun ROA ve ROE gibi geleneksel performans ölçülerinden biraz daha fazla olduğunu tespit etmişlerdir. Ek olarak, şirketlerin EVA ve MVA olarak ölçülen performanslarının üst yöneticilerin işten atılmalarını nasıl etkilediğini araştırmışlardır. Düşük MVA ve EVA rakamlarının üst yönetimin işine son verilme olasılığını iki kattan fazla artırdığını bulmuşlardır¹.

¹ Ehrbar, Al, "Using Eva to measure performance and assess strategy". Strategy & Leadership. May/June 1999. ss.78.

Stern & Stewart Co.'dan Uyemura, Kantor ve Pettit; 100 banka holding şirketinin EVA ve MVA'ları arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Kullandıkları veri 1986-1995 yıllarını kapsamaktadır. 5 performans ölçüsü (EPS, NI, ROE, ROA ve EVA) ile ilgili regresyon çalışması yapmışlardır. Bu performans ölçüleri ve MVA arasındaki korelasyonları, (EVA) % 40, (ROA) %13, (ROE) %10, (NI) %8 ve (EPS) %6 olarak bulmuşlardır. Aynı oranları, MVA'daki değişimler açısından değerlendirdiklerinde ise sırasıyla, (standart EVA) %40, (ROA) %25, (ROE) %21, (NI) %3 ve (EPS) %6 olarak bulmuşlardır².

Damien yapmış olduğu çalışmada, EVA'yı banka ve diğer finans kurumlarına uygulamış ve bankalar arası finansal performans karşılaştırması yapılabilmesi için gerekli altyapıyı hazırlamıştır. Ayrıca, yaptığı regresyon çalışmasında bankaların EVA'sı ile piyasa kapitalizasyonu (dolayısıyla hisse senedi fiyatı) arasında çok yüksek bir ilişki ($R^2 = \%98$) tespit etmiştir. Kurduğu model bankalar arasındaki büyüklük gibi farkları elimine etmekle kalmamış, aynı zamanda EVA'nın piyasa değerine yansımadaki gecikmeleri de dikkate almıştır³.

² Uyemura, Dennis G., Kantor, Charles C. Ve Pettit, Justin M., "EVA for Banks: Value Creation, Risk Management, and Profitability Measurement", Journal of Applied Corporate Finance, Summer 1996, ss. 110-113.

³ Damien, Paul, "Economic Value Added Model to Assess Bank Performance", University of Michigan Business School Working Paper, May 1997. ss. 1-4.

Worthington ve West, 110 Avustralya şirketinin 1998 dönemine ait veri setinden faydalanarak, EVA'nın olağanüstü gelir ve giderlerden önceki kar, faaliyetlerden doğan nakit akımı ve artık kar gibi muhasebe temelli klasik ölçülerden ziyade, hisse senedi getirileriyle daha yüksek ilişki içinde olduğunu ortaya koyan bir çalışma yapmışlardır. Çalışmada, EVA'ya özgü hisse senedi getirisinin açıklanmasında faydalı olan beş bileşen, net nakit akımı, faaliyetlerle ilişkili tahakkuklar (operating accruals), vergi sonrası finansman gideri (faiz), sermaye maliyeti ve hesap (muhasebe) düzeltmeleri incelenmiştir. İlave bilgiyi içeren testler (incremental information content test) getirilerin sırasıyla artık kar, net nakit akımı ve EVA'dan ziyade kazançlarla ilgili olduğunu ortaya koymuştur. Ancak -EVA'nın yapısı ile tutarlı olarak incelendiğinde- ilave bilgiyi içeren testlerin EVA'nın karı açıklamada net nakit akımı ve artık kardan daha yeterli olduğunu gösterdiği sonucuna varmıştır⁴.

Dodd ve Chen; A.B.D.'li 566 şirket üzerine yaptıkları çalışmada bu şirketlerin EVA performanslarını, muhasebe karları ve artık kar rakamlarının bilgisel faydalarını test etmişler, EVA'nın iyileştirilmesi ile yüksek hisse senedi getirisi arasında bir ilişki olsa da bunun EVA taraftarlarınca iddia edilen kadar yüksek olmadığını, EVA hisse senedi getirilerini açıklamada muhasebe karlarından daha üstün olsa da muhasebe karlarının ek bilgi değerinin en az EVA kadar olduğunu ve EVA'nın artık kar kavramına çok yakın olmakla kalmayıp, ampirik olarak karşılaştırılabilir olduğunu ifade etmişlerdir.

⁴ Worthington, A; West, T. "The Usefulness of Economic Value Added (EVA) and its components in the Australia context", Journal of Accountability & Performance Wall ; 7, 2001.

Dodd ve Chen; hisse senedi getirileri EVA, düzeltilmemiş artık kar, ROA, EPS ve ROE gibi karlılık ölçüleri arasındaki korelasyonu da araştırmışlardır. Hisse senedi getirisini en iyi açıklayan %24,5 R² ile ROA oluştur. Eva %20,2, artık kar %19,4 ve EPS ile ROE yaklaşık olarak %5-7 ile ROA'yı izlemiştir. 1983-1992 yılları arasında 566 A.B.D.'li şirketi kapsayan çalışma sonucunda, araştırmacılar EVA'yı kullanan şirketlerin aslında basit "artık kar" kavramını da kullanabileceklerini zira, EVA'nın "artık kar"ın düzeltilmiş versiyonu olduğunu ve hisse senedi getirileri ile en az EVA kadar korelasyonu olduğunu savunmuşlardır⁵.

Dodd ve Chen yaptıkları bir başka araştırmada; faaliyet karı, "artık gelir" ve EVA'nın değer ilişkisini araştırmışlardır. Sonuç olarak, değerlendirme açısından EVA'nın en iyi ölçü olmadığını hatta faaliyet karının daha iyi bir ölçü olduğunu bulmuşlardır⁶.

Dodd ve Chen yaptıkları bir başka araştırmada faaliyet karı, artık kar ve EVA'nın değer ilişkisini araştırmışlardır. Sonuç olarak, değerlendirme açısından EVA'nın en iyi ölçü olmadığını, üstelik faaliyet karının daha iyi bir ölçü olduğunu bulmuşlardır⁷.

⁵ Dodd, James L. ve Chen, Shimin, "Economic value added (EVA): An empirical examination of a new corporate performance measure" Journal of Managerial Issues. Fall 1997 ss.20-25.

⁶ Dodd, James L. ve Chen, Shimin, "Usefulness of Operating Income, Residual Income, and EVA: A Value-Relevance Perspective", Working Paper 1998.

⁷ Ocak Dergisi 2004. ss.33-42

Kramer ve Pushner yaptıkları çalışmada, EVA'nın MVA'yı açıklama gücünü test etmişlerdir. 1982-1992 arası 1.000 şirketin verilerini kullanarak yaptıkları çalışmada MVA'yı NOPAT'in daha iyi açıkladığını bulmuşlar ve sonuç olarak piyasanın EVA gibi uzun dönemli değil, kar rakamı (NOPAT) gibi kısa dönemli beklentilere tepki verdiğini ifade etmişlerdir⁸.

Fernandez, 582 Amerikan şirketi üzerinde yaptığı çalışmada MVA'daki senelik artışların EVA, NOPAT ve WACC'daki senelik artışlarla olan korelasyonunu incelemiştir. Toplam 10 senelik veriye sahip olan bu çalışmada 296 şirketin NOPAT senelik artışı MVA senelik artışı arasındaki korelasyonun, EVA ile söz konusu değişkenler arasındaki korelasyonun eksi çıktığı firma sayısı 210'a ulaşmaktadır. MVA senelik artışı ile EVA, NOPAT ve WACC arasındaki ortalama korelasyon değerleri, sırasıyla %16, %21 ve -%21,4 olarak bulunmuştur. Aynı zamanda 1994-1998 döneminde dünyanın en karlı 100 şirketinin ortaklarının sağladığı getiri ile –Boston Consulting Group tarafından tanımlanan- CVA (Cash Value Added) değerindeki artış arasında %1,7 korelasyon tespit edilmiştir. Bu çalışmada 1991-1997 döneminde İspanya'nın en büyük 28 şirketinin hissedarlarına kazandırdığı değer ile ekonomik kar ve EVA gibi bazı parametrelerin arasındaki ilişki de araştırılmıştır. Ekonomik kar ile pay sahiplerine yaratılan değer arasındaki korelasyonun, 4 şirket için en yüksek seviyede olduğu saptanırken; EVA ile korelasyonu en yüksek çıkan şirket sayısı 2'de kalmıştır. Bununla birlikte, faiz oranları ile arasındaki korelasyon araştırıldığında yalnızca 18 şirkette söz konusu katsayı en yüksek seviyede çıkmıştır. Bulunan sonuçlar doğrultusunda ayrıca muhasebeye dayalı ölçme kriterlerinin (EVA, ekonomik kar ve CVA) firma değerini ölçmede kullanılmasının olanaksızlığı da vurgulanmıştır.

⁸ Stark Andrew W. Ve Thomas, Hardy M., "On the Empirical Relationship Between Market Value and Residual Income in the UK", Management Accounting Research, December 98, ss. 1-18.

Peixoto, Lizbon Borsası'na kote edilmiş halka açık şirketleri kapsayan bir araştırma yapmıştır. Araştırmanın sonuçları, yöneticilerin net kara dayalı ölçüleri tercih ettiğini göstermiştir. Bu çalışmanın önemli bir katkısı da, halka açık 39 Portekiz şirketinin 1995-1998 döneminde, faaliyet karı, net kar ve EVA'ya ilişkin bilgi kapsamının incelemeye/araştırmaya alınmış olmasıdır. Sonuçlar, EVA'nın sermaye piyasası değerini açıklamada diğer geleneksel ölçülerden daha iyi olmadığını ortaya koymuştur. Ancak yine de EVA ile MVA arasındaki ilişki istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur.

Mampane (2005) süt endüstrisinde faaliyet gösteren şirketlerde performans ölçmek için EVA ve MVA ölçütlerini kullanmıştır. Güney Afrika'da faaliyet gösteren 6 şirket üzerine analizlerde bulunan yazar daha çok EVA ve MVA'yı geleneksel performans ölçütleri olan aktiflerin karlılık oranı, özsermayenin karlılık oranı, net faaliyet geliri ve faaliyet kar marjı gibi ölçütlerle karşılaştırmıştır.

Biddle ve Wallace yaptıkları çalışmada; EVA'nın özsermaye getirileri veya şirket değeri ile ilişkisinin net kar'dan daha fazla olduğuna dair herhangi bir sonuç elde edilemediğini belirtmişlerdir.

Stern & Stewart Co.'dan O'Byrne; kapitalize edilmiş EVA'nın bağımsız değişken, Piyasa değeri/Sermaye'nin bağımlı değişken olduğu bir regresyon analizi yapmıştır. EVA seviyesinin piyasa değerinin %31'ini açıklarken, vergiden sonraki net faaliyet karının ise sadece %17'sini açıkladığını bulmuştur. EVA ve MVA'daki değişimler dikkate alındığında, EVA'daki değişmelerin piyasa değerindeki değişmelerin %55'ini açıkladığını, oysa NOPAT'in sadece %33'ünü açıkladığını ifade etmiştir. O'Byrne başka bir çalışmasında; DFC değerlendirme teorisinin karlarını değil EVA'nın piyasa değerinin esasını oluşturduğunu, EVA'nın iyileştirilmesinin fazla hissedar getirisinin kaynağı olduğunu, EVA'nın piyasa değerindeki farklılıkları NOPAT veya FCF'den daha iyi açıkladığını ve EVA'daki değişmelerin piyasa değerindeki değişmeleri NOPAT'teki değişmeler-

den daha iyi açıkladığını belirtmektedir. O'Bryne, EVA'nın açıklayıcı gücünü daha az bulan diğer araştırmacıları üç yönden eleştirmektedir.

O'Bryne'na göre, bu çalışmalar; fazla hissedar getirisi yerine hissedar getirisini kullanmışlar, hissedar getirisini açıklarken beklenen EVA gelişmesini bir değişken olarak dikkate almamışlar ,yatırımcıların pozitif EVA'ya negatif EVA'dan daha büyük bir çarpan atfettiklerini fark edememişler ve kar modellerinin aslında kar ve sermaye, bir diğer deyişle, EVA, olduğunun farkına varmamışlardır⁹.

O'Bryne, EVA ile piyasa değeri arasındaki istatistiki ilişkiyi ortaya koymak amacıyla yaptığı başka bir çalışmada, Eston, Harris ve Ohlson'un yaptığı çalışma sonuçları ile kendi sonuçlarını karşılaştırmıştır. Adı geçen araştırmacılar, bir şirketin yıllar boyunca toplam karlarının hissedar getirisindeki sapmanın büyük bir oranını açıkladığını, incelenen dönem arttıkça bu ilişkinin daha da kuvvetlendiğini görmemişlerdir, örneğin, cari yılın karları, cari yılın hisse senedi getirisindeki sapmanın sadece %5'ini açıklarken, bu şirketin beş yıl boyunca elde ettiği karların şirketin hisse senedi getirisinde beş yıl boyunca oluşan sapmaların %33'ünü ve on yıl boyunca elde ettiği karların ise şirketin hisse senedi getirisinde on yıl boyunca oluşan sapmaların %63'ünü açıkladığını bulmuşlar ve teorik olarak toplam karlar ve hisse senedi getirileri arasındaki uzun dönemli korelasyonun bu anlamda 1 olacağını ileri sürmüşlerdir.

⁹ O'Byrne , Stephen F., "EVA and Shareholder Return " , Financial Practice and Education, Spring/Summer 97, ss 53-54

O'Bryne, EVA'daki beş yıllık değişmelerin, şirketin piyasa değerindeki beş yıllık değişmelerin %55'ini açıkladığını, oysa beş yıllık karların piyasa değerindeki değişimin %24'ünü açıkladığını; EVA'daki on yıllık değişmelerin, şirketin piyasa değerindeki on yıllık değişmelerin %74'ini açıkladığını, oysa on yıllık karların piyasa değerindeki değişimin %64'ünü açıkladığını bulmuştur. Ayrıca, pozitif EVA çarpanlarının belirgin bir şekilde negatif EVA çarpanlarından büyük olduğu ve sermaye çarpanlarının şirketin büyüklüğü azaldıkça azaldığı sonucuna varmıştır¹⁰.

Stern & Stewart Co.'dan Ehrbar, EVA'nın şirketin piyasa değeri ile ilişkisi en yüksek ölçü olduğunu, bu nedenle finansal yönetimin en önemli ölçülerinden biri olarak kullanılması gerektiğini savunmuştur¹¹.

Milunovich ve Tsuei; bilgisayar sektöründeki geleneksel performans ölçüleri ile MVA arasındaki korelasyonları araştırmışlar ve diğer ölçüler ile karşılaştırıldığında EVA'nın MVA ile daha yüksek korelasyonu olduğunu bulmuşlardır. EVA ile olan R^2 %42 iken, EPS büyümesi ile olan R^2 'i %34, ROE ve EPS ile olanı ise % 29 olarak tespit edilmiştir. Ayrıca EVA'nın artan bir şekilde A.B.D.'li şirketler tarafından kullanılmakta olduğunu, server kurulumu konusunda uzman bilgisayar şirketlerinin EVA'larının negatif olduğunu, dolayısıyla sermaye maliyetinin altında getiri elde ettiklerini, EVA'nın seviyesinden çok trendinin hisse senedi fiyatları ile ilişkili olduğunu ve bilgisayar satıcılarının MVA'leri ile P/E oranları arasında yüksek bir korelasyon olduğunu bulmuşlardır¹².

¹⁰ Easton, Peter, Harris, Trevor ve Ohlson, James, "Aggregate Accounting Earnings Can Explain Most of Security Returns: The case of Long Return Intervals", Journal of Accounting and Economics, 15.1992,ss. 23-35

¹¹ Ehrbar, Al, "Using EVA to measure performance and assess strategy", Journal Of Applied Corporate Finance, Spring 1996, ss. 110-115

¹² Makelainen, Esa, "Economic Value Added as a management tool", Helsinki Scholl of Economics and Business Administration working paper, 1998, s.12.

Grant, 983 şirket için MVA/Sermaye ve EVA/Sermaye oranları arasında regresyon istatistiği hesaplamıştır. İstatistiki geçerlilik düzeyinde R²'i %32 bulmuştur. Grant, MVA/Sermaye ve getiri ile sermaye maliyeti arasındaki farktan oluşan spread arasındaki regresyon hesaplaması sonucu R²'i %37 bulmuştur. Grant, EVA ve şirket değerlendirilmesi arasında kavramsal ve ampirik ilişkiyi ortaya koymak amacıyla yaptığı bu çalışmada; NPV yaklaşımının EVA'daki dalgalanmaların şirketin mevcut borçları ve hisse senetlerinin gerçek değeri üzerinde doğrudan etkisi olduğunu, Ampirik araştırmanın EVA'nın şirketin MVA'sı üzerinde belirgin bir etkisi olduğunu gösterdiğini, EVA/Sermaye oranlarındaki değişmelerin A.B.D.'li büyük piyasa değerine sahip şirketlerin 1993 yılı sonundaki MVA/Sermaye oranlarındaki hareketin %32'sini açıkladığını, 1993 yılı sonunda en büyük değer yaratan 50 şirketin MVA'sındaki değişimin ise %83'ünü açıkladığını, vergi sonrası ROIC'lerinin WACC'lerinden fazla olduğunu, ayrıca araştırılan şirket sayısı ile dikkate alınan zaman diliminin artması halinde çok daha çarpıcı sonuçların ortaya çıkabileceğini vurgulamıştır¹³.

Telaranta, "artık kar" (residual income) değişkenlerinin Finlandiyalı şirketlerin piyasa değerlerindeki hareketleri nasıl açıkladığını bulmaya çalışmıştır. 1988-1995 yılları arasında 42 Fin şirketini kapsayan çalışmada bağımlı değişkenler olarak MVA, Piyasa Değeri/Defter Değeri oranı ve hisse senedinin artık getirisini, bağımsız değişkenler olarak da "artık kar", EBITDA, faaliyet karı, NOPAT, NI ve nakit akımlarını kullanmıştır. Çalışmanın sonuçları, MVA'yi EVA'nın %30.7 ve NOPAT'in %30.16 ile açıkladığını göstermektedir. Ancak Telaranta sonuç olarak muhasebeye dayalı ölçüler ile "artık kar"a dayalı ölçüler arasında MVA'yi açıklama konusunda istatistiki olarak büyük farklar bulamamıştır¹⁴.

¹³ Grant, J.L., "Foundations of EVA for Investment Managers", The Journal of Portfolio Management, Fall 1996, s. 43.

¹⁴ Telaranta, T., "On residual income variables and shareholder wealth creation", Yüksek Lisans Tezi, Helsinki School of Economics and Business Administration, Helsinki, 1997.

Stark ve Thomas, artık kar ve piyasa değeri arasındaki ilişkinin çok yüksek olmadığını, yine de artık kar, araştırma-geliştirme giderleri ve dönembası ve dönemsonu defter değerleri dikkate alındığında, piyasa değeri ile kuvvetli bir ilişkisi bulunduğunu ve bu ilişkinin, kar ile piyasa değeri arasındaki ilişkidenden daha yüksek çıktığını; sonuç olarak, artık kar'da yer alan sermaye yükü bileşeninin karlara, araştırma-geliştirme harcamalarına ve dönemsonu defter değerini içeren denklemlere ek açıklayıcılık gücü eklediğini, dolayısıyla planlama ve kontrol için artık kar yaklaşımının kullanılmasının faydalı olabileceğini ileri sürmüşlerdir¹⁵.

Bao ve Bao, iki alternatif performans ölçüsünü (katma değer ve normal üstü ekonomik karlar) araştırmışlar, karları ölçüt alarak şirket değeri, kaldıraç ve değişim analizleri uygulamışlar ve sonuçta katma değer in istatistiki olarak yüksek bir açıklayıcılık gücü olduğunu ve açıklama gücünün karların açıklama gücünden daha fazla olduğunu, oysa normal üstü ekonomik karların değişken olarak açıklayıcılık gücünün az olduğunu bulmuşlardır¹⁶.

Rajan, A.B.D.'ndeki enerji şirketleri üzerine yaptığı araştırmada, standart EVA ve MVA'nın korelasyonunun, standart MVA ve EPS, NI, ROA, ROE ve FCF arasındaki korelasyonlardan daha büyük olduğunu, FCF ve EPS'nin MVA ile korelasyonunun çok düşük olduğunu, EPS'nin bilanço etkinliğini tümüyle göz ardı ettiğini, FCF'nin ise verimsiz faaliyetler ve gereğinden fazla yatırım arasında bir ayırım yapılmasına olanak sağlamadığını, faaliyet etkinliği (net kar) ile sermaye etkinliğini (aktifler veya özsermaye) daha iyi bağladıkları için ROA ve ROE'nin yüksek korelasyona sahip olduğunu, net karın enerji sektörü dışındaki düzenlenmemiş diğer sektörlerden daha yüksek bir şekilde MVA ile korelasyonu olduğunu zira, enerji sektöründeki gelirlerin garanti bir ROE sağlamak amacıyla düzenlemeye tabi olduğunu, sektörün özelliğine göre düzeltilmiş EVA'nın ise MVA ile daha yüksek korelasyona sahip olduğunu, standart

¹⁵ Kramer, Jonathan K. ve Pushner, George, "An Empirical Analysis of Economic Value Added as a Proxy for Market Value Added", Financial Practice and Education, Spring/Summer 97. Damien, op. cit., 1-4.

¹⁶ Bao, Ben-Hsien ve Bao, Da-Hsien, "Usefulness of value added and abnormal economic earnings: An empirical examination", Journal of Business Finance & Accounting, January-March 1998, ss. 251-264

EVA'nın EPS, FCF ve net kardan daha yüksek bir şekilde standart MVA ile korelasyona sahip olduğu, EPS ile özsermayenin piyasa değerinin korelasyonunun az olduğunu, zira yöneticilerin EPS rakamlarını saptırabileceğinin piyasa tarafından bilinmesi nedeniyle EPS'ye piyasanın fazla önem vermediğini vurgulamaktadır¹⁷.

Putnam, 1997 yılı başında, 1997 yılının A.B.D borsalarında neden daha volatil olabileceğini bulmak için hisse senedi piyasasını tek bir büyük şirketmiş gibi değerlendirerek ortaya konulabileceğini, bunun için EVA'nın çok yararlı bir amaç olduğunu, EVA'nın hissedar değerinin nasıl yaratıldığınadair 5 önemli faktör üzerinde yoğunlaştığını, bunların; vergiden sonraki ve finansman giderlerinden önceki net faaliyet karı, WACC, sektöre yapılan yatırım, ROI ve rekabetçi avantaj dönemi olduğunu, 1995 ve 1996 yıllarındaki "boğa" piyasasının nedeninin sermaye maliyetlerinin azalıp, getirilerin artması olduğunu, ancak 1997 yılında EVA yaklaşımının tüm piyasaya toplu halde uygulanması halinde sermaye maliyetlerinin arttığı ve getirilerin düştüğü görüldüğünden, 1997 yılının "ayı" eğilimli olacağını iddia etmiřtir¹⁸.

¹⁷ Rajan, S. R., "Turning capital to wealth: A ranking of U.S. utilities", Public Utilities Fortnightly, December 1999, ss. 36-46.

¹⁸ Putnam, Bluford, "EVA analysis predicts tough times in US markets", Global Investor, April 1997, ss. 42-44.

Haines, petrol ve gaz hizmet şirketleri üzerine yapılan çalışmalarda, 1992'den 1995'e kadar EVA'nın hizmet sektöründeki hisse senedi fiyat hareketlerinin yönünü 2/3 oranında doğru tahmin ettiğini, 27 hizmet şirketinin 1990 yılından sonraki verileri incelendiğinde, bu sektörün %25 oranında düşük değerlendirildiğini tespit edildiğini, bu çalışmaları dikkate alan sektör yatırım analistlerinin de EVA'nın fiyatlarının yönünü tahmin etmedeki başarısının diğer geleneksel ölçülerden daha yüksek olduğunu ifade ettiklerini belirtmiştir¹⁹.

Macalister, Yeni Zelanda ve Avustralya'da uluslar arası hisse senedi yatırımı yapan fonlar içinde son 5 yılda en başarılı fon seçilen fonun uluslararası şirketleri seçmek için kullandığı metodun toplam kalite ve EVA yöntemi olduğunu ifade etmiştir²⁰.

Kleiman, aynı sektörde olup, şirket içi performans değerlendirmesinde sırasıyla bir, iki, üç ve dört yıldan beri bu uygulamayı sürdüren şirketlerle diğer şirketlerin hissedarlarına sağladığı toplam getirileri karşılaştırmış, dört yıl boyunca bu sistemi uygulayan şirketlerin uygulamayan şirketlerden %28.8 daha fazla toplam getiri elde ettiklerini, toplamda bu şirketlerin 124 milyar dolar daha fazla getiri sağladıklarını, satışları birbirine benzeyen fakat tek farkları EVA sistemini kullanıp kullanmamak olan şirketler incelendiğinde; EVA sistemini kullananların daha başarılı olduğunu, EVA'yı toplam yönetim ve ikramiye sisteminin temeli olarak kullanan şirketlerin geleneksel finansal oranlarının da kullanmayanlara göre daha iyi olduğunu ve EVA'yı artırmayı başaran bu şirketlerin hisse senedi performanslarının diğerlerine göre daha iyi olduğunu bulmuştur²¹.

¹⁹ Haines, Leslie, "EVA measures service and supply company performance", Oil & Gas Investor, April 1996, ss. 7-14.

²⁰ Macalister, Philip, "TQM plus EVA equals Shareholder Profit" Management, December 1996, ss.17.

²¹ Kleiman, Robert T., "Some New Evidence on MVA Companies". Journal of Applied Corporate Finance, Summer 1999, ss. 80-91.

Dechow, Hutton ve Sloan, Ohlson'un artık kar değerleme modelini ampirik olarak test ettikleri çalışmalarında, Ohlson'un modeline dayanılarak yapılan mevcut ampirik araştırmaların geçmişte temettü indirgeme modeline dayanılarak yapılan araştırmalara benzer olduklarını, Ohlson'un getirdiği yeniliğin cari bilgilerin gelecekteki artık karlarla olan ilişkisini ortaya koymak olduğunu, ampirik çalışmaların Ohlson'un bu bilgisel dinamikler çıkarımlarını desteklediğini, ancak Ohlson'un modelinin ampirik uygulaması olan çalışmalarının sonsuza kadar sabit olarak gittiği varsayılan kısa dönemli kar tahminlerinin bugüne indirgenmesini öngören temettü indirgeme modelinin uygulanmasına çok küçük değişiklikler getirebildiğini ifade etmişlerdir²².

Kroll, EVA gibi değere dayalı performans ölçülerini kullanan şirketlerin uygulamalarını uygun şekilde yapmaları halinde bunun sonuçlarının mutlaka hisse senedi değerlerine yansıdığını, uygulamanın şirketin stratejisine ve örgütsel yapısına uygunluğunun sağlanması kadar eğitim ve iletişimin de önemli olduğunu vurgulamıştır²³.

Herzberg, Edwards, Bell ve Ohlson'un ortaya koydukları RIVM (residual income valuation model – artık kar değerlendirme modeli) modelinin ekonomik katma değere dayalı değerlendirme modellerinin bir versiyonu olduğunu, refah dağılımından çok, değerlendirme anından itibaren olası refah yaratımını ölçtüğünü, bilanço ve gelir tablosu kullanımı ile sermaye maliyeti hesaplamak için CAPM üzerinde yaptığı değişikliklerin çok etkin olduğunu, 12 yıl geriye dönük olarak yapılan bir çalışmada kar ve büyüme beklentilerine göre değeri düşük kalmış şirketleri ortaya çıkartmada oldukça başarılı olduğunu ifade etmiştir²⁴.

²² Dechow, Patricia M., Hutton, Amy P. ve Sloan, Richard G., "An Empirical Assessment of the Residual Income Valuation Model", *Journal of Accounting and Economics*, Vol.26, ss. 1-34.

²³ Kroll, Karen M., "EVA and creating value" *Industry Week*, April 1997, ss.102-109.

²⁴ Herzberg, Martin M., "Implementing EBO/EVA analysis in stock selection" *Journal of Investing*, Spring 1998, ss.45-53.

Myers, yeni ölçülerin hissedar getirisini daha iyi izlediğine göre ve bunların geleneksel ölçülerden daha iyi bir şekilde hissedar değeri ile korelasyonu olduğuna dair bir kanıtın bulunmadığını, hatta NOPAT'ın MVA ile olan korelasyonunun EVA'nın korelasyonundan daha yüksek olduğunu ifade etmiştir²⁵.

De Villiers, yaptığı çalışmada enflasyonun EVA'yı ne kadar saptırdığını bulmaya çalışmış ve enflasyon ortamlarında gerçek karlılığı bulmak için EVA'nın kullanılmayacağını, düzeltilmiş EVA yaklaşımının enflasyon ortamında daha iyi bir gerçek karlılık tahmini sağladığını, düzeltilmiş EVA'nın enflasyon muhasebesine bir alternatif oluşturabileceğini ve geleneksel tarihi maliyet içeren hesaplardan gerçek karlılığı tahmin etmek için düzeltilmiş EVA'nın enflasyonlu ortamlarda uygun sonuç verebileceğini ifade etmiştir²⁶.

De Villiers ve Auret yaptıkları bir çalışmada; Güney Afrika Cumhuriyeti'nde EVA ve EPS'in hisse senedi fiyatlarını açıklama güçlerini test etmişlerdir. Bağımlı değişken olarak hisse senedi fiyatı, bağımsız değişkenler olarak da bir yıl önceki, cari yıl ve bir yıl sonraki EPS değerlerini kullanmışlardır. Başka bir analizlerinde de EVA değerini bağımsız değişken olarak EVA ve EPS arasında karşılaştırma yapmışlar ve hisse senedi fiyatlarını açıklamada, EPS'in EVA'dan daha fazla açıklama gücüne sahip olduğunu bulmuşlardır²⁷.

²⁵ Myers, Randy, "Overstated Claims?" , CFO, November 1997, ss. 1-18.

²⁶ De Villiers, J., "The distortions in Economic Value Added" , Journal of Economics and Business, May/June 1997 , ss. 285-300.

²⁷ De Villiers, J. ve Auret, C.J., " A Comparison of EPS and EVA as Explanatory variables for Share Price" , Journal for Studies in Economics and Econometrics, August 1, 1998, ss. 47-63.

Hogan ve Lewis, ekonomik karlara dayalı olarak düzenlenen ikramiye planlarının daha iyi yatırım kararları verilmesine yol açıp açmadığını araştırdıkları çalışmalarında, 1986 – 1994 yılları arasında ekonomik kar planlarını benimseyen 52 şirketin uygulamaya geçtikten sonra performanslarında belirgin bir iyileşme görüldüğünü, ancak ekonomik kara dayalı planları uygulamayan şirketlerin aynı başarılı performansları gösterdiğini ve iki grubun hisse sedeni performansları arasında herhangi bir fark bulunmadığını ortaya çıkarmışlardır²⁸.

Biddle, Bowen ve Wallace 1999 yılında yaptıkları üçüncü çalışmalarında; EVA'nın hisse senedi getirileri ve şirket değerleri ile olan ilişkisinin geleneksel muhasebe karlarından daha fazla olmadığını, hatta çoğunlukla geleneksel muhasebe karlarının hisse senedi getirileriyle olan ilişkisinin EVA'nınkinden daha fazla olduğunu iddia etmektedirler. Çalışmada, 5 yıllık dönemde düzeltilmiş R²'i hisse senedi getirileri ile net kar arasında %31, CFO (cash flow from operations – faaliyet nakit akımı) arasında %19, EVA arasında %14 ve artık kar arasında %11 olarak bulmuşlardır. Bunun nedeni olarak da, yatırımcılar için gelir rakamlarının içerdiği bilgiler ile EVA ve artık kar rakamlarının içerdikleri bilgilerin birbirinden pek farklı olmamasını göstermektedirler. Araştırmalar ayrıca, yöneticiler için EVA veya artık kara dayalı ikramiye düzenlemeleri yapan şirketlerin sonuçta EVA veya artık kar rakamlarını artırdıkları ancak bunun her zaman şirketin hisse senedi fiyatında artış anlamına gelmediğini ileri sürmektedirler²⁹.

²⁸ Hogan, Chris ve Lewis, Craig, “The Long-Run Performance of Firms Adopting Compensation Plans Based on Economic Profits”, Vanderbilt Üniversitesi Working Paper, 1999, ss. 1-19.

²⁹ Biddle, G., R. M. ve Wallace, J. S., “Evidence on EVA”, “Journal of Applied Corporate Finance”, Summer 1999, ss. 69-79.

Kara, çalışmasında, İMKB’de işlem gören ve yıllar itibarıyla verileri süreklilik arz eden 67 şirkete ait 1993-2000 yıllarına ilişkin TL bazında EVA ve MVA değerlerini kullanarak, İMKB şirketlerinin yarattığı ekonomik katma değerlerin (EVA), şirketlerin piyasa değeri ve yarattıkları piyasa katma değeri (MVA) ile pozitif yönde bir ilişkiye sahip olduklarını; ancak EVA’nın, piyasa değeri ve MVA açıklayıcılığının düşük olduğunu tespit etmiştir. Buna karşın, çalışmada gelecekte beklenen EVA’ların bugüne indirgenmiş değerlerinin, piyasa değerinin ve MVA’nın bugünkü değerlerini açıklayıcılığının oldukça yüksek olduğu anlaşılmış ve bir şirketin piyasa değerinin şirketin gelecekte yaratacağı ek katma değerden daha çok etkilendiği sonucuna ulaşmıştır. Net kar, hisse başına kazanç, aktif karlılık oranı ve özsermaye karlılık oranı gibi geleneksel performans ölçütlerinin, şirketin piyasa değerindeki değişimi açıklayamadığı, dolayısıyla söz konusu geleneksel performans göstergelerinin, bir şirketin finansal performansını ölçmede EVA’dan daha az etkin analiz araçları olduğu sonucuna varmıştır³⁰.

Şamiloğlu (2004) EVA’nın firma performansı ölçümünde, artık gelir ve muhasebe karlarından üstün olup olmadığını değerlendirdiği çalışmasında, EVA ve diğer muhasebe temelli performans ölçütleriyle hisse senedi getirilerinin ilişkisini incelemiştir. 1995-2002 dönemini kapsayan bir periyotta yapılan araştırma sonucuna göre İMKB’de hisse senetleri işlem gören imalat sanayi firmalarının hisse başına getirilerinin varyansının %7,9’u EVA tarafından açıklanmaktadır. Şamiloğlu’nun (2005) yaptığı bir başka çalışmada, hisse senedi getirileri ile MVA değeri arasındaki ilişki incelemiştir. Yine İMKB’deki imalat sanayi işletmelerine uygulanan çalışmada, hisse başına getirilerle hisse senetlerinin betaları arasında önemli bir ilişki saptanırken, bu getirilerle hisse başına MVA değerleri arasında anlamlı ilişki saptanamamıştır.

³⁰ Kara , H., Katma değer Yaratmaya Dayalı Finansal Performans Ölçütü Olarak EVA (economic value added) : İMKB şirketler üzerinde bir uygulama, Doktora Tezi Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Ankara, 2002

Erdoğan, Berk ve Katırcıoğlu (2001) firma performansının ölçülmesinde ekonomik kar yaklaşımı ve EVA ölçütünü değerlendirdikleri çalışmalarında, İMKB’de faaliyet gösteren 123 firmanın büyük bir bölümünün negatif EVA değerine sahip olduklarını ve dolayısıyla da MVA değeri yaratamadıklarını tespit etmişlerdir.

Berk, Katırcıoğlu ve Erdoğan, Türkiye’deki şirketler için yapmış oldukları çalışmada; EVA’nın özelliklerinden hareketle, geliştirmekte olan piyasalar için enflasyon etkisini de içeren geliştirilmiş model önermekte, enflasyonist ortamlarda dönem başında yatırılmış olan sermayeye karşılık dönem sonunda elde edilecek karın reel karı veremeyeceğini savunmakta, ayrıca farklı sektörlerde faaliyet gösteren firmaların performansları enflasyona bağımlı olarak değişebileceğinden EVA kriterinin enflasyon dikkate alınarak kullanılabilirliğini, bu çerçevedeki risksiz getiri oranının relatif olarak yüksek olduğu ortamlarda, WACC’nin Gordon modeli veya düzeltilmiş CAPM modeli kullanılarak EVA formülüne dahil edilebileceğini öne sürmektedirler. Çalışmada, EVA’nın enflasyona ve sermaye maliyetine göre düzenlenmiş yeni formülasyonu Türkiye sermaye piyasasında hisse senetleri işlem görmekte olan şirketler için hesaplanarak, piyasa katma değeri (MVA) ölçütü ile karşılaştırılmaktadır. Neticede, öncelikle MVA ve EVA’nın şirketlerin performanslarını ölçmede kullanımının uygunluğu belirlenmekte ve buna bağılı olarak Türkiye’de piyasa değeri itibariyle hızla büyüyen firmaların gerçekten ekonomik bir değer yaratıp yaratmadıkları belirlenerek yorumlanmaktadır³¹.

³¹ Berk, M. Niyazi, Katırcıoğlu, E. Ve Erdoğan, O., “Firmaların Piyasa Performansının Çı—Ölçülmesinde “Ekonomik Kar” Yaklaşımının Eleştirisi ve Türkiye Uygulaması”, ODTÜ/ERC Uluslararası Ekonomi Kongresi III. Tebliğ Çalışması, Eylül 1999

3. EKONOMİK KATMA DEĞER (EVA)

Şirket performanslarının ölçülmesinde ekonomik katma değer (EVA - Economic Value Added), piyasa katma değeri (MVA - Market Value Added) ve Balance Scorecard gibi çeşitli analiz yöntemleri kullanılmaktadır. Bu yöntemler arasında en ilgi çeken EVA olmuştur. Amerika'da Coca – Cola ve diğer bir çok şirket EVA yöntemini kendi mali yapılarına adapte etmişlerdir. ABD'li danışmanlık şirketi Stern & Stewart Co.'nun tescilli bir markası olan EVA, işletmenin ekonomik kar yaratma kabiliyetini tesbit etmeye ve geleneksel yöntemlerin dezavantajlarını ortadan kaldırmaya yarayan bir göstergedir. Bu tespiti yaparken sermayenin maliyetini dikkate alır. EVA, temelde ekonomistlerin fırsat maliyeti kavramıyla da örtüşmektedir. Hissedarların kar ölçüm yolu olarak da tanımlanabilecek EVA ile gerçek kar ölçülmektedir.

1980'li yıllarda Stewart tarafından geliştirilen EVA, şirketin finansal performansını ölçmede, yabancı kaynak maliyeti ile birlikte özkaynak maliyetini de hesaba katar. Böylelikle, işletme varlıklarının sermaye maliyetinden daha fazla bir katma değer yaratıp yaratmadığını ölçer. İşletmelerin elde ettikleri karlar üzerinden vergi veriyor olmaları, gerçek anlamda kar elde ettiklerinin bir işareti değildir. Net kar, özsermayeye hizmet olarak kalan tutar olarak tanımlanabilir ve bu kar gerçek kar değildir. Bir işletme sermaye maliyetinden daha yüksek bir kar elde etmedikçe zarar ederek çalışmaktadır. Şirket kullanmış olduğu kaynaklardan daha az katma değer yaratıyorsa, kardan söz etmek mümkün değildir. Bir çok yönetici geleneksel muhasebe karı üzerinde yoğunlaşarak sermaye maliyetini göz ardı etmektedir. EVA, şirketin kar yaratma kabiliyetini ölçen bir finansal göstergedir. EVA açısından kar, sermaye maliyetini aşan kazançtır ve ancak pay sahiplerinin varlıklarında yaşanan artış EVA'nın tespiti ile mümkün olur. Diğer durumda pay sahiplerinin servetlerinde bir artış olmamakta ve sermaye zamanla aşınarak yok olmaktadır.

3.1. EVA'nın Tarihsel Gelişimi

Ekonomik Katma Değer (EVA) aslında yeni keşfedilmiş bir performans ölçüm aracı değildir. Artık gelir olarak bilinen muhasebe performans ölçütü yüklenmiş sermayeden faaliyet karının çıkarılması olarak tanımlanmıştır. EVA böylece gelirin ve sermayenin nasıl hesaplanmasının düzenlenmesi ile artık gelirin bir versiyonu olarak karşımıza çıkmıştır. Artık gelir kavramı ilk kez 1890'da Alfred Marshall tarafından tanımlanmıştır. Marshall ekonomik karı toplam net kazançlardan artılmış sermayenin cari faiz oranında sağlayacağı faiz miktarının çıkarılması olarak tanımlanmıştır. Artık gelir kavramı 1917 yılında muhasebe teori literatürüne, 1960'lı yıllarda ise yönetim muhasebesi literatürüne girmiştir. 1970'li yıllara kadar Finlandiyalı akademisyenler ve finansal yayınlarda tartışılmıştır.

Diğer bir yandan 1961 yılının Ekim ayında Metron H. Miller ve Franco Modigliani adlarında iki profesör "Kar Dağıtım Politikası, Büyüme ve Hisse Senetlerinin Değerlendirilmesi" başlıklı makale ile gelirlerin nakit akışının, kar paylarının ve yatırım fırsatlarının birbiri ile aynı olduğunu ileri sürmüşlerdir. Bu makalenin ardından Joel M. Stern serbest nakit akışı (FCF) üzerinde çalışmaya başlamış ve FCF Değerleme Modelini oluşturmuştur. Bu değerlendirme modeli 1972 yılında ilk kez Wall Street Journal'da yayınlanmıştır. Uzun yıllar FCF modeli işletmelerde popüler olarak kullanılmıştır.

1980'li yıllarda ABD'de yatırımcıların hissedarlarının kazançlarının artmasını her zamankinden daha fazla talep etmesi umulmadık bir seviyeye ulaşmıştır. Bu durum Avrupa'daki şirketler üzerinde hissedarların kazançlarını arttırmak konusunda baskılar yaratmıştır. Finlandiya'da hissedarların kazançları artmış, yabancı yatırımcılar üzerindeki sınırlamalar kaldırılmıştır. Finansal teori hissedarların kazançlarını maksimize etmeyi hedeflese de mevcut ölçüm sistemlerinin hissedar kazançları ile çok iyi bir ilişkisi olmaması değer temelli performans ölçüm araçlarına olan gereksinimi ortaya çıkarmıştır.

Bu gelişmelerle birlikte, pazar odaklı yönetim şekillerinin yerini maliyet odaklı yönetime bırakmasıyla, 1990 yılında Joel M. Stern ve Bennett Stewart'ın danışmanlık şirketi Stern & Stewart Co. tarafından Ekonomik Katma Değer kavramı oluşturulmuştur. Ülkemizin EVA ile tanışması ise 1995 yılında olmuştur.

3.2. EVA'nın Tanımı

EVA, İngilizce "Ekonomik Katma Değer" kelimelerinin baş harflerinden oluşmaktadır. Uzun süredir bilinen "artık gelir" konseptinin Stern & Stewart Company tarafından türetilen bir versiyonudur³². Buna ek olarak; EVA ekonomik bir kar tahminidir. Bu kar, şirket hissedarlarına tüm faaliyet maliyetleri (vergiler dahil) ve finansal harcamalar çıkarıldıktan sonra kalan değerdir³³. Ayrıca EVA, şirketin ekonomik karını diğer finansal göstergelerden daha iyi gösteren finansal bir performans ölçütüdür³⁴.

Şirketin gelecekteki büyüme oranını tahmin etmek ve yatırımcıları yönlendirmek için EVA gereklidir. EVA en basit tanımıyla şirketlerin vergi düştükten sonra hesaplanan faaliyet karlarından sermaye maliyetlerinin çıkartılması sonucu bulunan bir değerlendirme yöntemidir. Aynı zamanda EVA finansal performansın ve finansal yönetim araçlarının firma değerini nasıl artırdığını ölçen bir yöntemdir ve yönetim proseslerini, planlamayı, portföy yönetimini ve stratejik yönetimi kapsamaktadır³⁵.

³² Biddle, G.C., Bowen, R.M., Wallace, J.S., 1999, "Evidence on EVA". Journal of Applied Corporate Finance.12(2), 69-79.

³³ Griffith, J.M., 2004, The true value of EVA, Journal of Applied Finance, 14(2), 25-29

³⁴ Ferguson, R., Retzler, J., Yu, S., 2005, Does economic value added(EVA) improve stock performance profitability?, Journal of Applied Finance, 15(2), 101-113

³⁵ Yılığör, A.G., 2005, İşletme performansının değerlendirilmesinde ekonomik katma değer (EVA) ve piyasa katma değeri (MVA) yöntemleri ve bu yöntemlerin hisse senedi getirilerini açıklama gücünün incelenmesi: İMKB 100 örneği, Ankara Üniversitesi SBF Dergisi, 225-247

Sonuç olarak EVA'nın finansal bir ölçüt olarak bu kadar ilgi çekmesinin nedeni; bilinen finansal durumlardan elde edilmesi ve sermaye maliyetinin açık bir şekilde hesaplanması sorununu çözümlemesidir . Bu yollarla EVA şirket performansını gösteren modern bir ölçüt olarak hizmet eder. Çünkü hissedar değer maksimizasyonu gereği ile yakından ilişkilidir.

3.3. EVA'nın Hesaplanması

EVA aslında yeni bir konsept olmayıp, artık gelirin bir versiyonu olarak ortaya çıkmıştır. Mäkeläinen'in alıntı yaptığı Wallace, artık gelir konseptinin ise ilk defa 1890'larda Alfred Marshall tarafından kullanılmaya başlandığını öne sürmektedir. Bu kavram daha sonraları 1960'larda muhasebe literatüründe yerini almaya başlamıştır³⁶. EVA ve artık gelir arasındaki farka ileriki aşamalarda değinilecektir. Aşağıda proje veri toplama aşamasında da kullanılacak olan EVA formülü yer almaktadır.

$$EVA = (r - c^*) \times \text{Sermaye} \quad (3.1)$$

r = Sermayeden Elde Edilen Kazanç Oranı

r = Vergiden Sonraki Net Faaliyet Karı (VSNFK) / Sermaye

c^* = Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

$$\text{Sermaye} = \text{Borç} + \text{Öz kaynaklar} \quad (3.2)$$

Bu formül aynı zamanda aşağıdaki şekilde de gösterilebilir,

$$EVA = \text{VSNFK} - (c^* \times \text{Sermaye}) \quad (3.3)$$

$$\text{VSNFK} = \text{Vergi ve Faiz Öncesi Getiri} \times (1 - \text{Vergi Oranı}) \quad (3.4)$$

³⁶ Mäkeläinen, E.,1998, Economic value added as a management tool [online], Finland, Helsinki School of Economics, <http://www.evanomics.com/evastudy.shtml> [Ziyaret Tarihi: 10 Şubat 2008].

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (WACC) hem öz sermayenin hem de faizli borçların ortalama maliyetidir.

Bilindiği gibi sermaye maliyetlerini hesaplamanın birçok yolu bulunmaktadır. Söz gelişi, “Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli” öz sermaye maliyetini hesaplamada kullanılabilirken; şirketlerin borçlanma maliyeti olarak, genellikle vergiden arındırılmış borçlanma faizi esas alınmaktadır.

EVA göstergesinin yukarıda belirtilen hesaplanma şeklinden yola çıkarak şirketlerin değer yaratmada izleyecekleri yol üzerine yorum yapılabilir³⁷.

Bir şirketin EVA değerini arttırmak için üç temel adım belirtilmektedir. Bu adımlar:

- Sermaye miktarı artırılmaksızın var olan sermaye üzerinden daha fazla faaliyet karı elde edilmesi.
- Sermayenin artırılması durumunda artırılan sermayenin, sermaye maliyetini aşan yatırımlarda kullanılması,
- Sermayenin sermaye maliyetinden düşük kazanç elde eden alanlardan çekilmesi,

olarak sıralanmaktadır.

³⁷ Anand, M., Garg, A., Arora, A., 1999, Economic value added: business performance measure of shareholder value, The Management Accountant, 351-356

3.4 EVA ile Geleneksel Performans Kriterlerinin Karşılaştırılması

Ehrbar, finansçıların kar ve nakit akımlarının birbirine yaklaştığı durumlarda hisse senedi fiyatlarının davranışlarını inceleyerek, muhasebe ve ekonomik modellerin faydalarını test ederek nakit akımlarının daha önemli olduğunu ifade etmektedir³⁸. 1970'lerde Chicago Üniversitesi'nden Shyam Sunder yaptığı bir araştırmada; stok muhasebesinde FIFO yönteminden LIFO yöntemine geçiş yapacaklarını açıklayan şirketlerin hisse senedi performanslarını incelemiştir. Bunun üzere; FIFO, LIFO'ya göre daha fazla kar ve ödenecek vergi hesaplamasına yol açtığını bulmuştur. LIFO yönteminin bir sonucu ise daha düşük kar ama vergi tasarrufu dolayısıyla hissedarlara daha fazla nakit akımı doğurmasıdır. Sunder LIFO yöntemine geçen şirketlerin hisse senetlerinin fiyatlarının açıklama zamanında ortalama olarak %5 artış gösterdiğini saptamıştır.

John Mc Connell ve Chris Muscarella; sermaye yatırımı ve araştırma geliştirme harcamalarına ilişkin olarak 1975-1981 yılları arasında yapılan 547 adet şirket açıklamasına karşılık hisse senedi fiyatlarının tepkisine bakmıştır.

Eğer piyasa kısa dönemli bir yaklaşıma sahipse, bu tür harcamalar kısa dönemli net kar açıklamalarını negatif yönde etkileyeceklerinden hisse senedi fiyatlarının düşmesi beklenmektedir. Fakat, araştırmacılar bunun tam tersini, bir diğer deyişle, bu tür harcamalarında artış yapacaklarını açıklayan şirketlerin hisse senedi fiyatları artarken, bu tür harcamaları kısacak olan şirketlerin hisse senedi fiyatlarının düştüğünü tespit etmişlerdir.

³⁸ Ehrbar, Al, EVA: The Real Key to Creating Wealth, John Wiley and Sons Inc., 1998, s.70

Eğer piyasa kısa dönemli bir yaklaşıma sahipse, bu tür harcamalar kısa dönemli net kar açıklamalarını negatif yönde etkileyeceklerinden hisse senedi fiyatlarının düşmesi beklenmektedir. Fakat, araştırmacılar bunun tam tersini, bir diğer deyişle, bu tür harcamalarında artış yapacaklarını açıklayan şirketlerin hisse senedi fiyatları artarken, bu tür harcamaları kısacak olan şirketlerin hisse senedi fiyatlarının düştüğünü tespit etmişlerdir.

Stewart, yatırımcıların kar değerleri yerine şirketlerin gerçek değerleri ile ilgilendiğini, hisse senetlerinin fiyatını belirleyen unsurun yatırımcıların işletmenin ekonomik ömrü boyunca elde edeceğini umdukları ve zamana ve riske göre düzeltilmiş nakit olduğunu belirtmektedir.

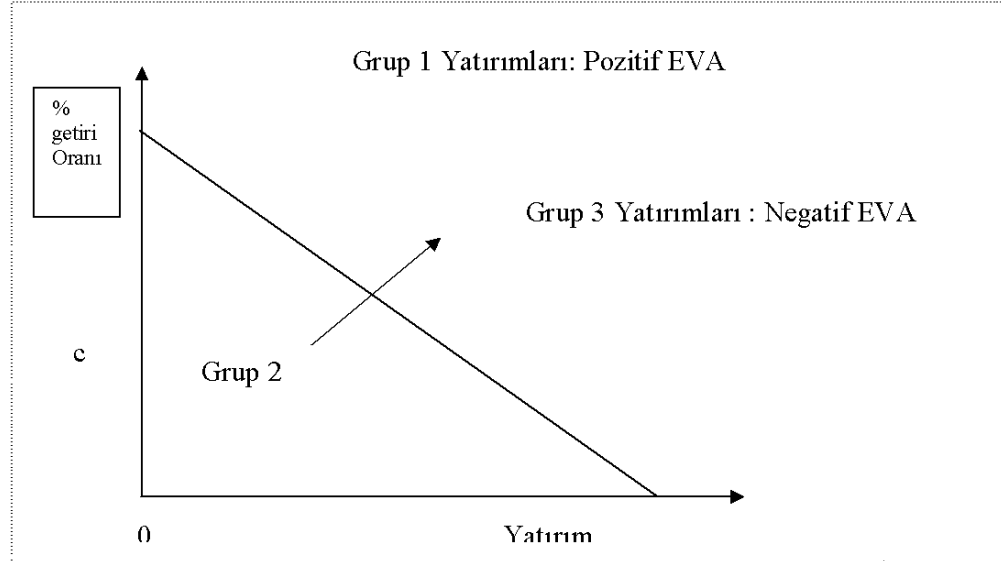
EVA, standart sermaye bütçelemesi kuralı olan pozitif NPV'li yatırımların seçilip, negatif NPV'li yatırımların reddedilmesi kuralıyla tamamen uyumlu olan performans ölçülerinden biridir. Oysa EPS, yeni sermaye yatırımları vergi sonrası borçlanma maliyetinden fazla kazandırdığı müddetçe artacaktır. Teorik olarak, EVA gerçek piyasa değeri ile bağlantılıdır. Bir projenin ürettiği EVA'nın iskonto edilmesi onun net bugünlü değerini verecektir. Bu durumda, yeni sermaye bütçelemesi kuralı pozitif indirgenmiş EVA üreten tüm yatırım fırsatlarının kabulü şeklinden ortaya çıkmaktadır.

Muhasebeye dayalı değerlendirme modelleri bilanço ve gelir tablosunu kullanırken, değere dayalı modeller ağırlıklı olarak nakit akım tablosunu dikkate almaktadır. EVA'nın hesaplanmasında bilanço ve gelir tablosunda da yaklaşık 160'a yakın ayarlama yapılmaktadır. Ancak, Stewart bunlardan 15 tanesinin öneminin daha fazla olduğunu ve bu 160 rakamın şirketin bulunduğu sektör, ekonomik konjonktür ve mevzuata göre azalma gösterdiğini ifade etmiştir. Düzeltmeler, muhasebeye dayalı defter değerini ekonomik defter değerine çevirmek için yapılmaktadır.

Stewart, şirket performansının ölçülmesinde ROE'nin kullanılmasının sakıncalarını ifade etmektedir. Farklı stok değerlendirme yöntemleri kullanmak veya araştırma-geliştirme giderlerinin muhasebeleştirilmesinde farklı davranmak veya aktifleştirme ve gider yazma seçeneklerini isteğe göre uygulamaktan kaynaklanan muhasebe farklılıkları ROE'nin açıklayıcılığını etkilemektedir. ROE şirketin seçmiş olduğu borç-özsermaye oranından da etkilenmektedir ve ROE'nin finansal veya faaliyet unsurlarından etkilenme derecesi çoğu zaman ayırt edilebilmektedir. Bur durumda, muhasebeden ve finansmandan kaynaklanan bu etkileşimler ROE'nin güvenilirliğini zedelemektedir.

EVA'nın herhangi bir getiri oranı ölçüsünde olan üstünlüğü aşağıda yer alan basit bir yatırım fırsatları grafiğinde ortaya konabilir³⁹.

Grafik 3.4: Yatırım Fırsatları



Kaynak: EVA and Strategic Performance Measurement, Global Finance 2000-The Conference Board, 1996, s. 5.

³⁹ Stern, Joel M., "EVA and Strategic Performance Measurement", Global Finance 2000 The Conference Board, 1996, ss. 5-6

Grafikte; yatay eksen birikimli yatırımı, dikey eksen ise azalan birimlerde getiri oranını göstermektedir. Basitlik açısından sermaye maliyeti tüm olası yatırımlar için sabit varsayılmıştır. Grup 1 yatırımların getiri oranları sermaye maliyetinden daha yüksek olduğundan pozitif EVA'ya sahiptirler. Grup 2 yatırımlarını sermaye maliyeti ile getiri oranları birbirine eşit olduğundan EVA sıfırdır. Grup 3 yatırımlarını getiri oranı sermaye maliyetinden daha az olduğu için EVA'ları negatiftir. EVA'yı maksimize ederek hissedar refahını maksimize etmeyi amaçlayan stratejik finansal yönetim, Grup 1 yatırımını seçecektir. Grup 2 yatırımları ise hissedar değeri anlamında kayıtsız kalınabilecek yatırımlardır. Grup 3 yatırımlarının getirileri yatırımcıların katlandıkları riski yeterince tahmin edemediğinden hissedar refahını azaltan yatırımlardır. Bu nedenle Grup 3 yatırımları seçilmemelidir.

ROE ve RONA gibi geleneksel getiri oranları karşısında EVA'nın daha üstün olmasının iki nedeni bu grafikte açıkça görülmektedir. Birincisi, RONA'yı kullanan şirketlerin performansları, gelecekteki performanslarına standart oluşturmaktır. Bir diğer deyişle, eğer bir şirket veya şirketin bir bölümü standartların altında getiri elde ediyorsa, yöneticiler yetersiz olan ama daha yüksek getirili projeleri seçerek basitçe RONA'yı arttırabilirler. Bu durum, yöneticileri hissedar değerini ve sonra MVA'yı azalttıkları için ödüllendirilmesi anlamına gelmektedir. Diğer taraftan %12 sermaye maliyeti ve vergiden sonra %25 getiri elde eden bir şirketi ele alalım. Bu durumda, yöneticiler ortalama RONA'yı düşürmesinler diye %25'in altında getiri getiren hiçbir projeyi seçmeyebilirler ve şirket %25'ten az ama %12'den fazla getiri oranına sahip olan değer artırıcı yatırım fırsatlarını kaçırmış olacaktır.

Böylece, getiri oranı kriteri, değer azaltan bazı projelerin seçilmesine ve değer artıran bazı projelerin ise seçilmemesine neden olabilmektedir. EVA sisteminde ise, RONA'sı sermaye maliyetini geçen yeni yatırımlar yapıldıkça EVA artacaktır.

Stewart bu nedenle, şirket performansını belirlemede RRTC veya ROIC (Rate of Return on Total Capital (Invested Capital) – Tüm Sermayeni Getiri Oranı)’nın kullanılmasının daha doğru olduğunu belirtmektedir. NOPAT’ın sermayeye bölünmesi ile ortaya çıkan bu oran (r) şirketin kullandığı finansman metodundan ve muhasebe sapmalarından bağımsız bir sonuç vermekte ve değer yaratılıp yaratılmadığını belirlemede şirketin sermaye maliyeti ile karşılaştırılabilmektedir:

$$r = \frac{\text{NOPAT}}{\text{Sermaye}}$$

Formülde sermaye, şirket sanki bir vadeli mevduatmış gibi, şirketin net varlıklarına yaratılan tüm nakitlerden oluşmaktadır. NOPAT ise vergiden sonra, ancak finansman maliyetleri ve nakit olmayan kalemlerden önce, şirket faaliyetlerinden hesaplanan kar rakamıdır. NOPAT şirkete finansal kaynak sağlayan tüm yatırımcılara bir getiri sağlamak için oluşmuş bir kar havuzu gibi düşünülebilir. Gerçek bir ekonomik harcama olan amortisman NOPAT’ten çıkarılır zira, yatırımcıların yatırımlarından elde ettikleri getirinin doğru olarak hesaplanması için faaliyet sırasında tükenen varlıkların yenilenmesi gerekmektedir.

3.4.1. Getiri Oranının Finansman Açısından Değerlendirilmesi

Stewart, getiri oranını finansman açısından 3 aşamada değerlendirmiştir:

1. Aşama: Getiri Oranının Kaldıraç Etkisinden Arındırılması : Borçlanmanın sermayeye yapısı üzerindeki etkisinin ROE’ye olan bölümünü ortadan kaldırmak için faizli borçların öz sermayeye ve faiz giderlerinin de net kara eklenmesi gerekmektedir. Bu durumda; NOPAT, yatırımcılara verilebilecek kar ve vergiden sonraki faiz giderlerinden oluşurken, sermaye kalemi öz sermaye ve borçlardan oluşmaktadır. Böylece, sanki şirket tamamen öz sermaye ile finanse edilmiş gibi bir durum ortaya çıkmaktadır. Bu durumda;

$$\text{NOPAT} = \text{Yatırımcılara Verilebilecek Kar} + \text{Vergiden Sonraki Faiz Giderleri}$$

$$\text{Sermaye} = \text{Öz sermaye} + \text{Borçlar}$$

olmaktadır. Ortaya çıkan durumu gösterebilmek için aşağıdaki örnek verilmiştir. Bir şirketin tamamen öz sermaye ile finanse edildiğini ve sermayesinin 10.000 \$ olduğunu ve net karının 1.000 \$ olduğunu varsayalım. Kaldıraç olmadığından net kar aynı zamanda NOPAT olmaktadır. ROE ile RRTC de %10' dur ve aynıdır. Şirketin %6' dan 5.000 \$ borçlanarak (bir diğer deyişle, yıllık faiz gideri 300 \$) ve hisse senetlerini geri aldığı varsayalım. Artık net kar NOPAT' e eşit olmayacağı gibi ROE de RRTC' ye eşit olmayacaktır. NOPAT' i hesaplamak için, 820 \$'lık net kar rakamı, 120 \$'lık vergi avantajı dikkate alınarak, 300 \$'lık faiz gideri kadar artırılmıştır.

Tablo 3.4.1.1. RRTC ve ROE Karşılaştırılması

	%100 Öz sermaye	%50-%50 Borç/Öz sermaye Oranı
Satışlar	16,667	16,667
Faaliyet Giderleri	15,000	15,000
Net Faaliyet Karı	1,667	1,667
Faiz Gideri	-	300
Vergi Öncesi Kar	1,667	1,367
Vergi (%40)	667	547
Vergiden Sonra Net Kar	1.000	820
Borç	-	5.000
Öz sermaye	10.000	5.000
Sermaye	10.000	10.000
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	1.000	820
Öz sermaye	10.000	5.000
Özsermaye Karlılığı	0.10	0.16
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	1.000	820
Faiz Gideri	-	300
Vergi Avantajı	-	120(667-547)
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	1.000	1.000
Sermaye	10.000	10.000
Yatırım Karlılığı	0.10	0.10

Kaynak: The Quest for Value, s. 89.

Tablo 1. den de görüleceği üzere; kaldıraça rağmen NOPAT ve RRTC aynı kalmıştır. Oysa, ROE şirketin faaliyet performansı hiç değişmediği halde %10'dan %16'ya yükselmiştir. Dolayısıyla r ya da RRTC, ROE gibi şirketin sermaye yapısındaki değişikliklerden etkilenmemektedir. Böylece önemli olan, işletmede bulunan sermayenin ne şekilde elde edildiği değil, üretkenliğidir. Dahası, kara eklenen vergi sonrası faiz sayesinde getiri oranı, faiz oranındaki değişimlerden arındırılmaktadır.

Faiz oranlarındaki değişimler sermaye maliyetini etkileyecektir. Sermaye yapısının etkisi ortadan kaldırıldığında, bu getiri oranı standart ROE'den daha iyi bir performans ölçüsü olmakta ve aynı firmanın yıldan yıla ve farklı firmaların aynı yıldaki performans karşılaştırılmalarında kullanılabilir.

2. Aşama: Diğer Finansal Sapmaların Ayıklanması: Bu aşamada 1. Aşamadaki eklemelerin yanında NOPAT'e imtiyazlı hisse senetlerine dağıtılan temettü eklenirken, sermayeye imtiyazlı hisse senetleri eklenmektedir. Böylece:

NOPAT = Yatırımcılara Verilebilecek Kar + Vergiden Sonraki Faiz Giderleri +

İmtiyazlı Hisse Senetlerine Dağıtılan Temettü

Sermaye = Öz sermaye + Borçlar + İmtiyazlı Hisse Senetleri

olmaktadır. Görüldüğü üzere, NOPAT'e yapılan her eklemenin karşı ayağındaki sermayeye de aynı eklemenin kaynağını oluşturan eklemeler yapılmaktadır. Böylece NOPAT şirkete fon sağlayan her kesime verilebilecek getirilerin toplamı olmakta ve sermayenin finansal bileşiminden bir yapı kazanmaktadır.

3. Aşama: Muhasebe Sapmalarının Ayıklanması: Bu aşamada EER (Equity Equivalent Reserves – Öz sermaye Benzeri Karşılıklar) sermayeye eklenirken, bu karşılıklardaki periyodik değişimler NOPAT'e eklenmektedir. EER'ların eklenmesinden amaçlanan öz sermayenin standart muhasebe defter değerinden ekonomik defter değerine çevrilmesidir.

NOPAT = Yatırımcılara Verilebilecek Kar + EER'daki Artışlar (Düzeltilmiş Net Kar)

+ Vergiden Sonraki Faiz Giderleri + İmtiyazlı Hisse Senetlerine Dağıtılan Temettü

Sermaye = Öz sermaye + EER (Düzeltilmiş Öz sermaye) + Borçlar + İmtiyazlı Hisse Senetleri

Tablo 3.4.1.2. EER Kaynakları

NOPAT'e Eklenen Özsermaye Benzeri Karşılıklar Artışları	Sermayeye Eklenen Özsermaye Benzeri Karşılıklar
Ertelenmiş Vergi Karşılıklarındaki Artışlar	Ertelenmiş Vergi Karşılığı
LIFO Karşılığındaki Artışlar	LIFO Karşılığı
Peştamal Amortismanı	Birikmiş Peştamal Amortismanı
	Kayıt dışı Peştamal
Net Aktifleştirilmiş Maddi Olmayan Duran Varlıklardaki Artışlar	Net Aktifleştirilmiş Maddi Olmayan Duran Varlıklar
Vergi Sonrası Olağanüstü Gider (Gelir)	Birikmiş Vergi Sonrası Olağanüstü Gider(Gelir)
Diğer Karşılıklardaki Artışlar	Şüpheli Alacak, Stok Değer Düşüklüğü, Ertelenmiş Gelir Karşılıkları gibi Karşılıklar

Kaynak: The Quest for Value, s.112.

EER'ların sermayeye eklenmesi; sabit sermaye yatırımı yapan, sürekli olarak yeni şirket satın alan/devralan, yüksek teknoloji üreten veya riskli şirketlerin, yarattığı değeri olduğundan fazla göstermeye yönelik sapmalara karşı piyasa değerindeki artışı düzeltici etki yapmaktadır. Örneğin, yüksek teknoloji üreten bir şirketin gider kaydettiği araştırma –geliştirme giderleri aktifleştirilerek, seçilen süre boyunca amortisman ayrılması sonucu sermayeye sabit sermayeye yoğun yatırım yapan bir şirketle karşılaştırma yapabildiği sağlanmış olur.

3. 4.2. Getiri Oranının Faaliyet Açısından Değerlendirilmesi

Getiri oranının finansman açısından değerlendirmesinin ardından, aynı oran faaliyet açısından da değerlendirilebilir. Bir diğer deyişle, Bilanço kalemlerinin kullanılması sonucu bulunan r, aynı zamanda gelir tablosu kalemleri kullanılarak da aynı şekilde bulunabilir.

Bu durumda:

$$\text{NOPAT} = \text{Satışlar} - \text{Faaliyet Giderleri} - \text{Vergiler}$$

$$\text{Sermaye} = \text{Net İşletme Sermayesi} + \text{Net Duran Varlıklar}$$

olmaktadır.

Ehrbar'a göre, yukarıdaki açıklamalardan da anlaşılacağı üzere; EVA yaklaşımı muhasebe yaklaşımına karşı üç ana üstünlüğe sahiptir:

a) Sermaye maliyetini, hesaplamalarda dikkate almak suretiyle yöneticilerin sermaye maliyetlerini daha düşük getirili projeleri seçmesini engeller.

b) Geleneksel muhasebe üzerinde ortalama olarak 100'den fazla düzeltme yaparak genel kabul görmüş muhasebe standartlarındaki anormallikleri azaltır ve EVA daha doğru bir dönemler arası değer yaratımı ölçüsü haline gelir. Böylece EVA dönemler arası bir faaliyet hedefi olarak kullanılabilir.

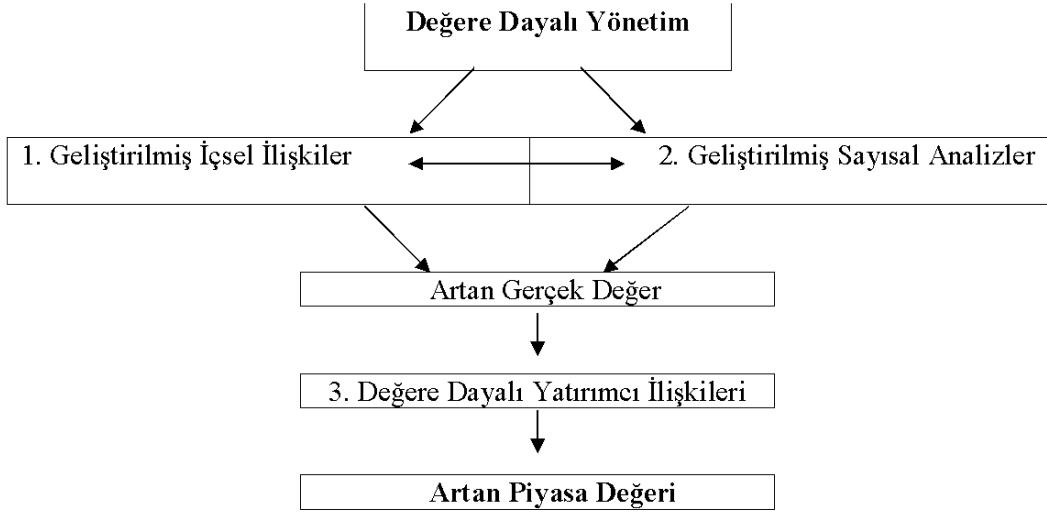
c) EVA şirketin piyasa değerini diğer performans ölçülerine göre daha iyi yansıtan bir ölçü haline gelir.

3.4.3. EVA ile Değere Dayalı Ölçülerin Karşılaştırılması

Frerdik Weissenrieder'e göre, şirket yöneticilerinin şirketlerde değer ve karlılığı daha iyi yansıtacak ekonomik bir çerçeveye olan ihtiyaçları gün geçtikçe önem kazanmaktadır. Kullanılan muhasebeye dayalı ölçütler, giderek artan bir şekilde etkileşen sermaye piyasalarına ve hissedarlarına karşı yetersiz kalmaktadır. Etkinliği giderek artan sermaye piyasaları, şirketlere yönelik sermaye tahsislerinin daha etkin hale gelmesini gerektirmekte ve gelecekte şirketlerin bugünkü gibi zayıf etkinlikte sermaye dağıtımını yapamayacaklarını ifade etmektedir. Bu sebeplerden dolayı, değere dayalı yönetim tarzı önem kazanmaktadır.

Weissenrieder, değere dayalı yönetim ile şirketin piyasa değeri arasındaki ilişkiyi aşağıdaki şekilde ortaya koymuştur:

Tablo 3.4.3. Değere Dayalı Yönetim ve Şirketin Piyasa Değeri Arasındaki İlişki



Kaynak: Value Based Management: Economic Value Added or Cash Value Added?, Working Paper FWC AB, December, 1997, s. 2.

EVA'nın dışında hissedar değerini hesaplamaya yönelik değere dayalı birçok ölçü bulunmaktadır. Bu ölçüler genellikle danışmanlık şirketleri veya akademisyenler tarafından geliştirilmiştir.

CFROI (Cash Flow Return on Investment – Yatırım Nakit Akım Getirisi) Boston Consulting Group (BCG) ve Holt Value Associates şirketinin bulunduğu bir ölçüdür. Aynen IRR gibi uzun dönem iç getiri oranını ifade etmektedir. CFROI, karlılık verisinin brüt nakit akımına çevrilmesiyle ve varsayılan yatırım olarak reel brüt varlıkların kullanılmasıyla belirlenmektedir. CFROI iki aşamada hesaplanmaktadır:

Birincisi, tüm sermaye sağlayıcılarına verilebilecek enflasyona göre düzeltilmiş nakit akımları ölçülür ve bu fon sağlayıcılarının yaptığı enflasyona göre düzeltilmiş brüt yatırımlarla karşılaştırılır. İkincisi, brüt nakit akımının brüt yatırıma oranı, amortisman tabi varlıkların ekonomik ömrü, arazi ve işletme sermayesi gibi amortisman tabi olmayan varlıkların atık değeri dikkate alınarak IRR'a çevrilir.

CVA (Cash Value Added – Nakit Katma Değer) sadece nakit kalemleri içermesinin dışında EVA'ya çok benzemektedir. Dahası, belirli yatırım dönemi için sermaye maliyetlerini sabit varsaymaktadır. CVA normal faaliyetten doğan nakit akımları ile faaliyetten doğan nakit akımına olan talep arasındaki farktır.

SVA (Shareholder Value Added – Hissedar Katma Değeri) Alfred Rappaport ve LEK/Alcar danışmanlık şirketinin bulduğu bir ölçüdür. DCF modelinin bir başka versiyonu şeklinde ortaya çıkmış olup, EVA ve CFROI'ye göre daha az kullanılmaktadır. Gelecekte beklenen nakit akımlarını iskonto etmeye ve böylece şirketin değerini periyodik olarak bulmayı amaçlayan çalışan bir yaklaşımdır. Mevcut performansı ölçmek için dönemin reel nakit akımı ile beklenen nakit akımların karşılaştırılır⁴⁰.

AEVA (Adjusted EVA – Düzeltilmiş EVA) ve REVA (Refined EVA – Arıtılmış EVA) EVA'nın değişiklik yapılmış yeni versiyonlarıdır ve her ikisi de akademisyenler tarafından geliştirilmiştir. AEVA varlıkların defter değeri yerine cari değerlerini kullanır⁴¹. REVA ise defter değeri yerine şirketin dönem başındaki piyasa değerini kullanır⁴².

⁴⁰ Rappaport, Alfred, *Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance*, The Free Press, New York, 1998, s. 183.

⁴¹ De Villiers, J., "Inflation, asset structure and the discrepancy between accounting and true Return", *Journal of Business Finance and Accounting*, Spring 1989, s. 299.

⁴² Bacidore, J. M. , Boquist, J. A. , Milbourn, T. T. Ve Thakor, A. V. , "The Search for the Best Performance Measure", *Financial Analysts Journal*, may/June 1997, s. 15.

EVA'nın aksine yukarıda anlatılan birçok hissedar değeri ölçüleri EVA'dan çok nakit akımlarına ağırlık vermektedirler. Böylece, bu ölçülerde kullanılan getiri oranı düzeltmeye gerek olmaksızın gerçek getiri oranı olarak kullanılmaktadır. Fakat bu ölçülerin hesaplanması biraz daha karmaşıktır. Bu anlamda, şirketlerin bu kadar karmaşık ve çok zaman alan ölçüleri kullanmak istememesi bu ölçülerin kullanılma olasılığını azaltmıştır. Öte yandan, bu ölçülerin dayandığı veriler EVA'nınkilerden daha subjektiftir. CFROI ve CVA en azından amortismanın büyük bir bölümünü daha sonraki yıllara yansıtarak daha makul getiri ve sermaye maliyeti hesaplamış olur. Böylece gelecekteki karın bir bölümü bugüne getirilmiş olmaktadır. Burada tartışılması gereken uzun dönemli subjektif ölçünün mü yoksa kısa dönemli objektif ölçünün mü daha iyi olduğudur.

Myers'a göre; EVA'nın en çok kullanılan değere dayalı performans ölçüsü olmasının nedenlerinden biri kolay anlaşılır ve uygulanabilir olmasıdır. Bu anlamda, EVA'yı uygulamak için şirketteki insanların EVA'yı anlaması ve önemini kavraması büyük önem taşımaktadır. EVA gibi kolay bir kavram bile şirkette bazı kademeler tarafından istenildiği biçimde anlaşılabilir. Zaten karmaşık ölçülerin kullanılmamasının nedeni de budur. Bazı değere dayalı ölçülerin EVA'dan daha iyi bir şekilde hisse senedi fiyatları ile korelasyona sahip oldukları bulunmuştur. Örneğin, Dodd ve Chen; CFROI'nin hisse senedi fiyatlarını EVA'dan daha iyi açıkladığını bulmuşlardır. Onlara göre; EVA'nın bazı muhasebe sapmalarından arındırılarak hisse senedi fiyatları ile daha yüksek korelasyona sahip olması sağlanabilir. Ancak bu EVA'yı en az CFROI kadar karmaşık hale getirebilir. Aradaki korelasyon katsayısı farkı az olduğundan bu çok da önemli değildir. Tüm değer esaslı ölçülerin DCF modeli ile benzer sonuçlar verdiği bu nedenle bir ölçüyü daha bilimsel yapmak uğruna daha karmaşık hale getirmenin yanlış olabileceği ileri sürmektedirler⁴³.

⁴³ Myers, op. cit., ss. 45-46. Storrie, Mark ve Sinclair, David, "Is EVA Equivalent to DCF?" CPS Alcair Global Review, Spring 1997, s. 5.

Karmaşık hissedar değeri ölçülerinin insanlara anlatılmasının zorluğu daha önemlidir. Söz gelişi, CFROI varlık değerlerinde enflasyonun etkilerini dikkate alırken bu hem zaman hemde kaynak israfına yol açabilmektedir. Bu anlamda, EVA'yı kullanmak yerine karmaşık ölçüleri kullanmanın maliyeti, başka bir deyişle bu ölçüleri hesaplamak için katlanılan maliyet bu ölçülerden elde edilen faydayı aşabilmektedir.

3.5. EVA'nın Uygulama Alanları

EVA sadece tüm işletme karlılığı açısından değil, bir üretim biriminin performansı, karlılığı içinde kullanılabilir. Teşvik, prim ve ikramiye sistemi EVA'ya göre tespit edilebilir. Eğer, o birime ait karlılık sermaye maliyetini aşıyorsa işletmeye pozitif yansımaktadır. Aksine sermaye maliyeti altında karlılık sağlayan birimler, teşvik ve ikramiyeden yararlanamamaktadır. Bu durumda, her bölümün kullandığı sermaye miktarının iyi bir şekilde tahmin edilmesi gerekir. Özellikle, ortak varlık kullanımında dağıtım anahtarları büyük önem arz etmektedir.

EVA'nın kullanım alanlarını aşağıdaki gibi sıralayabiliriz.

- ✓ Karar alma,
- ✓ Performans ölçümü,
- ✓ Teşvik primi,

Ayrıca EVA'yı varlık karlılığı içinde kullanmak mümkündür. Eğer bir varlığın sağladığı getiri, sermaye maliyetinden az ise, o varlık zaman geçmeden satılmalıdır . EVA böylelikle katma değerın şirket içerisinde nerede yaratılıp, nerede yaratılmadığını ölçen bir ölçüm yöntemi olarak kullanılabilir.

Genel karar alma süreci, yatırım kararının alınması ve buna ilişkin kaynak kompozisyonunun tespiti ile başlar. Kararların alınmasında nakit akımları ve sermayenin bütçelenmesi ana süreçlerdir. EVA, yatırım kararlarının alınmasında da yeni bir yöntem olarak karşımıza çıkmaktadır. Örneğin EVA, bir şirketi devralmanın şirket değerinin ne şekilde etkileyeceği ve bunun hissedarlara gelecekte ek değer yaratıp yaratmayacağı hakkında bilgi verir.

EVA'yı arttırabilmek için aynı sermayeyi kullanarak daha fazla gelir elde etmek, sermayeyi daha yüksek getiri elde edilebilecek alanlara tahsis etmek gerekir. EVA performans ölçümünde kullanılan bir araç olmasının yanı sıra geleceğe yönelik değerlendirme yapmayı da mümkün kılmaktadır. EVA, sermaye bütçeleme, hisse senetlerini değer planlaması, yatırımcılara ve kredi verenlere gerekli bilgilerin aktarılması ve işletme performansının bütünsel olarak dönemler itibarıyla değerlendirilmesi, yöneticilere uygulanacak teşvik ve ödüllerin belirlenmesi, yeterince karlı olmayan ürün hatlarının saptanmasında kullanılabilecek bir yöntemdir. Performans göstergesi olan EVA ile ilgili araştırmalara bakıldığında, bir kısım çalışmaların değer yaklaşımı bakış açısını kullandığı ve hissedarlara yaratılan değer üzerine olduğu görülmektedir. Çalışmaların diğer bir bölümü ise değer üzerine yoğunlaşmamakta ve yönetsel kararlar gibi içsel süreçlere odaklanmaktadır.

Sheikholeslami gibi bazı araştırmacılar içsel süreçlere odaklanarak EVA göstergesini yönetsel (CEO) karşılığı açıklamada kullanmaktadırlar. EVA önceden tanımlandığı üzere vergi sonrası net faaliyet karından tüm sermaye maliyetinin çıkarıldığı bir göstergedir. Bu tanıma göre EVA'nın pozitif olması yatırılan sermayenin getirisinin sermaye maliyetini geçtiğini göstereceğinden hissedarların varlığının da artacağı belirtilisidir. Ancak yöneticiler, hissedar getirisini maksimize edecek davranışlarda bulunmayabilirler. Sheikholeslami⁴⁴ bu nedenle araştırmasında yönetsel karşılığı parçalara ayırarak EVA ve MVA'dan yararlanılan statiksel bir model kurmuştur.

⁴⁴ Sheikholeslami, M., 2001, EVA, MVA and CEO compensation, American Business Review, 19 (1), s. 13-17

$$\text{COMP} = b_0 + b_1 \text{EVA} + b_2 \text{CHGMVA} + b_3 \text{MVA} \quad (3.5)$$

CHGMVA, MVA'daki değişim niteliğindedir. Modeldeki COMP, yönetici karşılığını gösterir nitelikte bir değişken olarak alınarak (sabit gelir, bonus ödemeleri, opsiyon getirileri, vb.) EVA ve MVA korelasyonuna bakılmıştır.

Neticede MVA yönetimsel gelirleri açıklamada en yüksek korelasyona sahip değişken olarak bulunmuştur. EVA ise belirsiz katsayılar göstermiştir. Bu tür araştırmalar EVA ve MVA göstergelerinin bir kullanım alanını göstermektedir. Bu araştırma ile yöneticilerin davranışlarını etkileyen değişkenler ortaya konulabilmekte ve bu sayede yöneticilerin hissedar çıkarlarını koruyacak davranışlara yöneltmesi sağlanabilmektedir.

İçsel süreçlere odaklanan bu yaklaşımlar projenin amacına yönelik olmadıklarından ayrıntılarına inilmeyecektir. Aşağıda, yukarıda bahsi geçen kullanım alanlarından en çok inceleme konusu yapılmış olan ve bu projenin amacı ile de daha çok bağdaşan başlıklar yer almaktadır.

3.5.1. Değer Yaratan Bir Faktör Olarak EVA

EVA'nın değer yaratmadaki önemine geçilmeden önce "değer" ile açıklanmak istenen kavramın ne olduğu üzerinde durulmalıdır. Değer, kısaca kalite/fiyat yani müşterinin kazandığı/ödediğidir⁴⁵. Bu aşamada, EVA göstergesi için en çok araştırma konusu yapılan "değer yaratma" kavramının üzerinde durulacaktır. Fernandez ve Reinoso "değer yaratma" kavramını görsel olarak aşağıdaki tablo ile özetlemektedir⁴⁶.

⁴⁵ Ray, R., 2001, Economic value added: Theory, evidence, a missing link, Review of Business, 19(1), s. 66-70

⁴⁶ Fernández, P., Reinoso, L., 2001, Shareholder value creators and shareholder value destroyers in USA, IESE Business School

Tablo 3.5.1.1. “Değer Yaratma” Kavramı

Özsermaye Market Değeri
Özsermaye Market Değerindeki Artış
Hissedar Katma Değeri
Hissedar Getirisi
Hissedar Beklenen Getirisi
Yaratılan Hissedar Değeri

Yukarıdaki tablo değer yaratma kavramına öz sermayenin market değeri ile başlamaktadır. Bu değer hisse senedi sayısı ile fiyatının çarpımı olarak tanımlanmıştır. Öz sermaye market değerindeki bir artış hissedar katma değerinde ve dolayısıyla hissedar getirisinde de artışa neden olacaktır. Hissedar getirisi ise beklenen getirinin üzerine çıktığında hissedar için “değer yaratma” kavramından söz edilebilmektedir. Dolayısıyla “değer yaratma” kavramının özünde beklenen getiri ile kıyaslama durumu söz konusudur. Veléz-Pareja ve Tham makalelerinde RIM (artık gelir) ve EVA kavramlarını tanımlamaya “değer yaratma” kavramıyla başlamaktadırlar ve buradan yola çıkılarak artık gelirin temel fikrini açıklamaktadırlar⁴⁷. Gelir tablolarında borçla finansmanın maliyeti faiz ödemeleri olarak gösterilmektedir, ancak şirkete yatırılan öz sermaye için masraf çıkarılmamaktadır. Bu nedenle, eğer öz sermaye için bir masraf belirlense ve bu masraf net kardan çıkarılsa bulunacak değer, yaratılan değer olacaktır. Bir i yılı için öz sermaye masrafı, öz sermayenin beklenen getirisi ile i yılı başındaki öz sermayenin defter değerinin çarpılması ile elde edilir.

⁴⁷ Veléz-Pareja, I., Tham, J., 2003, Do the RIM (Residual Income Model), EVA® and DCF (Discounted Cash Flow) Really

$$\text{Özsermaye Maliyeti} = \text{Özsermayenin Def. Değ.} * \text{Özsermayenin Bek. Get.} \quad (3.6)$$

Bu durumda artık gelir net kardan bulunan öz sermaye maliyetinin çıkarılması ile hesaplanabilmektedir.

$$\text{Artık gelir} = \text{Net kar} - \text{Öz sermaye masrafı} \quad (3.7)$$

Hesaplamalarda kolaylık sağlanması açısından yukarıdaki formüller simgeleştirilirse;

$$RI_t = NI_t - (k_t \times BV_{t-1}) \quad (3.8)$$

RI = Artık Gelir

NI = Net Kar

k = Özsermayenin Beklenen Getirisi

BV = Özsermayenin Defter Değeri

ile ifade edilebilmektedir.

Hesaplamalarda artık gelirin pozitif çıkması değer yaratıldığının, negatif çıkması ise değer kaybedildiğinin göstergesi olarak ileri sürülmektedir.

Aynı hesaplamalara EBIT (vergi ve faiz öncesi getiri) ile başlanması mümkündür. EBIT kullanıldığında borçla finansmanın faiz giderleri gösterilmediğinden WACC (ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti) kullanılması uygun düşmektedir. Bunun nedeni ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin hem öz sermaye için beklenen getiriyi hem de borcun maliyetini hesaba katmasıdır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini tüm sermaye masrafını çıkarmada kullanarak, bu masrafı EBIT'ten düştüğümüzde "yaratılan değer"e ulaşılabacaktır. Bir "i" yılı için sermaye masrafı WACC ile "i" yılı başındaki tüm sermayenin defter değerinin çarpılması ile elde edilir.

$$\text{Sermaye Maliyeti} = \text{Sermayenin Defter Değeri} \times \text{WACC} \quad (3.9)$$

$$\text{Yaratılan Değer} = \text{EBIT} \times (1 - \text{Vergi Oranı}) - \text{Sermaye Masrafı} \quad (3.10)$$

$$\text{EBIT} \times (1 - \text{Vergi Oranı}) = \text{Vergi Sonrası Net Faaliyet Karı} \quad (3.11)$$

Bu durumda da vergi sonrası net faaliyet karı sermayenin maliyetinden büyük ise değer yaratılmakta, küçük ise değer kaybedilmektedir. Açıklamalardan EVA' nın artık gelir gibi yaratılan değeri ölçmede kullanılan ve bu değeri hesaplamada muhasebe tablolarını kullanan bir içsel ölçüt olduğu görülmektedir. Biddle vd. tarafından da artık gelirin yarattığı değer incelenmiştir. İlk formülde, öz sermayenin market değeri gelecekte dağıtılacak kar paylarının bugünkü değeri olarak ifade edilmektedir. İkinci formülde ise bugünkü öz sermayenin defter değeri önceki dönemden elde edilmektedir.

$$V_t = \sum_{\tau=1}^{\tau=\infty} \frac{D_{t+\tau}}{(1+k)^\tau} \quad (3.12)$$

$$BV_t = BV_{t-1} + NI_t - D_t, \quad (3.13)$$

Biddle vd. bu iki formülden ve artık gelirin formülünden (3.8) özsermayenin market değerini artık gelir üzerinden ifade etmektedirler.

$$V_t = BV_t + \sum_{\tau=1}^{\tau=\infty} \frac{RI_{t+\tau}}{(1+k)^\tau} \quad (3.14)$$

Yukarıdaki formül artık gelirin, getirilerden farklı olarak market değerini açıklayabilmekte olduğunun göstergesidir.

Bu aşamaya kadar artık gelirin yarattığı değer kavramı üzerinde durulmaktadır. EVA ile artık gelir arasında ise muhasebe tabanlı bazı düzenlemeler bulunmaktadır. Aşağıdaki tabloda EVA göstergesi için operasyonel nakit akışından itibaren hesaplanma yolu gösterilmektedir.

Tablo 3.5.1.2. EVA Hesaplanması (Operasyonel Nakit Akışından İtibaren)

$$\begin{array}{c} \text{EVA} = \text{OFK} + \text{AND} + \text{FE} - \text{SM} + \text{MTD} \\ \underbrace{\hspace{10em}} \\ \text{Net Gelir} \\ \underbrace{\hspace{10em}} \\ \text{Verigen Sonraki Faaliyet Karı} \\ \underbrace{\hspace{10em}} \\ \text{Artık Gelir} \\ \underbrace{\hspace{10em}} \\ \text{Ekonomik Katma Değer (EVA)} \end{array}$$

Tablodaki değişkenler şu şekildedir;

OFK = Operasyonel faaliyet karı

AND = Amortisman niteliğinde düzenlemeler

FE = Faiz eklemesi

SM = Sermaye maliyeti

MTD = Muhasebe tabanlı düzenlemeler

En çok bilinen muhasebe tabanlı düzenlemelerden biri ARGE harcamaları için yapılanıdır. Geleneksel muhasebe sisteminde ARGE harcamaları gider olarak gösterilir iken, EVA tabanlı sistemde varlık olarak kaydedilerek amortismanına tabi tutulmaktadır⁴⁸.

Yaratılan değeri ölçümlemede EVA'nın etkinliğini, birçok araştırmacı hissedarlar için kazanç sağlayan ölçüt olan hisse senedi değerini göz önüne alarak araştırma konusu yapmıştır. Aşağıda EVA ve hisse senedi getirileri üzerine yapılan bu araştırmalar ele alınacaktır.

3.5.2. EVA ve Hisse Senedi Değeri Arasındaki İlişki

EVA'nın hisse senedi getirilerini açıklama gücü tezin temel amacını oluşturmaktadır. Sparling ve Turvey EVA ve hisse senedi değeri arasındaki ilişkileri incelemede iki farklı yoldan söz etmektedirler⁴⁹. Bu yollardan ilki EVA'nın benimsenmesinin şirketlerin hisse fiyatlarında artış meydana getirip getirmediği; ikincisi ise EVA şirket tarafından benimsenmese de hisse senedi getirilerini açıklayıp açıklamadığı yönündedir. Bu bölümde literatürde bu konuda daha önce yapılan araştırma ve çalışmalara değinilecektir. Bu araştırma ve çalışmalar sıralanırken; öncelikle EVA ile hisse senedi değerleri arasındaki ilişkinin gücünü savunanlar, daha sonra böyle bir ilişkinin güçsüz olduğunu ileri sürenler dikkate alınmıştır.

⁴⁸ Biddle, G.C., Bowen, R.M., Wallace, J.S., 1997, Does EVA beat earnings? evidence on associations with share returns and firm values, *Journal of Accounting and Economics*, 24, s. 301-336

⁴⁹ Sparling, D., Turvey, C.G., 2003, Further thoughts on the relationship between economic value added and stock market performance, *Agribusiness*, 19(2), s. 255

Hisse senedi değerleri ve EVA göstergesi arasında ilk yapılan alışma Stewart tarafından 618 Amerikan şirketi temel alınarak yürütülmüş ve çalışma sonucunda negatif EVA ve MVA değerleri dışında güçlü ilişkiler bulunmuştur. Stewart tarafından başlatılan bu araştırmalar olumlu ve olumsuz sonuçlarıyla birçok araştırmaya konu olmuştur. Lehn ve Makhija tarafından yapılan benzer bir çalışmada EVA'nın performans göstergesi olarak etkinliği incelenmiřtir⁵⁰. Performans lt olarak piyasadaki hisse senedi değerleri üzerindeki etkisi ele alınmıştır. Bu çalışmada 1987 – 1993 yılları arasında çoğunluğu imalat şirketleri arasından olan 241 şirket verileri derlenmiştir. Geleneksel muhasebe ltleri ile de karşılaştırmak için; ROA, ROE ve ROS seçilmiştir.

Araştırma sonucunda EVA'nın stok değerleri ile yüksek korelasyonda olduğu bulunmuştur. Aynı zamanda EVA'nın bu göstergeler arasında en yüksek korelasyona sahip gösterge olduğu da gösterilmiştir. Bu alışma ile firma sahiplerine değer belirlemede EVA ekonomik göstergesinin en anlamlı gösterge olduğu bulunmuştur.

Medeiros ise EVA ile hisse senedi değeri arasındaki ilişkiyi incelemede farklı bir yaklaşıma gitmiş ve EVA ile birlikte EVA'daki değişimi de incelemiřtir⁵¹. Medeiros'un çalışması kapsamında EVA göstergesi ile Brezilya firmalarındaki piyasa fiyatları arasındaki ilişki araştırılmıştır. EVA göstergesinin piyasa fiyatlarını etkilediği yolundaki hipotez lineer regresyonla test edilmiştir. Yazarın alışma ile araştırdığı nokta özellikle piyasa fiyatları ile piyasa fiyatlarındaki değişim arasında doğru göstergenin seçilerek ilişkinin tespitidir. Yazarın belirttiği üzere, firmaların piyasa değerleri büyük oranda gelecek nakit akış beklentilerinin bugünkü değeridir.

⁵⁰ Lehn, K., Makhija, A.K., 1996, EVA&MVA: as performance measures and signals for strategic change, *Strategy and Leadership*, 24(3), s. 34-38

⁵¹ Medeiros, O.R., 2005, Empirical evidence on the relationship between EVA and stock returns in Brazilian firms, University of Brasilia.

Bu nedenle stok değerlerindeki değişimler gelecek nakit akış beklentilerine ve gelecek EVA değerlerine dayanmaktadır. EVA'nın bugünkü değeri ise piyasa değişimlerinde etkili bir gösterge olmamaktadır. Bu nedenle; ancak bugünkü EVA'daki değişim gelecek beklentilerin bir göstergesi olabileceğinden kullanılabilir. Yazarın yukarıda belirttiği nedenle çalışmada bugünkü EVA değerlerindeki değişim ΔEVA olarak modelle yansıtılmıştır. Modelde bağımlı değişken piyasa fiyatı, bağımsız değişken EVA değişimi olarak tanımlanmıştır. Kıyaslama sağlaması açısından bugünkü EVA değerleri de modellenmiştir. Kurulan bu modeller aşağıdaki şekilde gibidir.

$$\log P_{it} = \alpha + \beta \cdot \log EVA_{it} + u_{it} \quad \beta > 0 \quad (3.15)$$

$$\log P_{it} = \alpha + \beta \cdot \log EVA_{it} + u_{it-1} \quad \beta > 0 \quad (3.16)$$

$$\Delta \log P_{it} = \alpha + \beta \cdot \Delta \log EVA_{it} + u_{it} \quad \beta > 0 \quad (3.17)$$

$$\Delta \log P_{it} = \alpha + \beta \cdot \Delta \log EVA_{it} + u_{it-1} \quad \beta > 0 \quad (3.18)$$

Bu modellerde P hisse fiyatını, alt indis i şirket numarasını, t zaman periyodunu, delta ise değişimi gösterir nitelikte tanımlanmıştır. Çalışma sonucunda EVA değişimleri ile piyasa değerleri arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur. Tahmin edildiği üzere en yüksek uyum $R^2=0,78$ ile son modelde elde edilmiştir. Bu durum piyasa fiyatlarının geçmiş EVA değeri değişimlerinden etkilendiğini gösterir niteliktedir.

Hisse senedi getirilerini açıklamada yukarıdakilerden farkı olarak en anlamlı göstergeyi EVA olarak bulmayan çalışmalar da bulunmaktadır. Biddle ve diğerlerinin çalışmalarında EVA'nın hisse senedi getirilerini açıklama gücü, getiriler ve operasyonel nakit akışı (CFO) ile kıyaslamalı olarak iki aşamada incelenmiştir. İlk soru EVA ve artık gelirin hisse senedi getirilerini operasyonel nakit akışı ve getirilerden daha fazla açıklayıp açıklamadığı yönündedir.

Sonuçta 1984 – 1993 yılları arasında yapılan çalışmada uyumun gücü en yüksek olarak getirilerde çıkmıştır ($R^2 = \% 12,8$). Bu uyum artık gelirden $R^2 = \% 7,3$ EVA’da $R^2 = \% 6,5$ ve operasyonel nakit akışında $R^2 = \% 2,8$ olarak bulunmuştur. İkinci olarak ise getiriler ve operasyonel nakit akışlarının ötesinde, EVA ve artık gelire özel kısımların hisse getirilerini açıklama gücü incelenmiştir. Bu aşamada EVA kısımlarına ayrılmıştır ve her kısmın hisse senedi getirilerini açıklama gücü ayrı ayrı incelenmiştir. Neticede sadece EVA’ya özel kısımların (sermaye masrafı v.b.) getirileri açıklama gücü anlamlı bulunmamıştır. Yazarın değinmeye çalıştığı nokta, EVA ve artık gelir gibi ekonomik değer yaratma göstergelerinin, nakit akışları ile açıklanan hisse getirilerinin üzerinde bir açıklayıcılığı olmayışıdır.

EVA’yı açıklayıcı olarak en etkin gösterge bulmayan bir başka çalışma da Peixoto tarafından yapılmıştır⁵². Peixoto tarafından yapılan bu çalışmada faaliyet karı, net kar ve EVA göstergelerinin bilgi içeriği Lizbon Borsasına kayıtlı 39 şirkette 1995 – 1998 yılları arasında incelenmiştir.

Öne sürülen ilk hipotez EVA’nın göreceli bilgi içeriğinin faaliyet karı ve net kardan üstün olduğudur. Bu hipotezi test etmek amacıyla varlıkların piyasa değerinin defter değerine oranının (varlıkların piyasa değeri/ defter değeri) bağımsız değişken; EVA, faaliyet karı ve net karın bağımlı değişken olduğu regresyon modeli kurulmuştur.

⁵² Peixoto, S., 2002, Economic value added-application to Portuguese public companies, Thesis (PhD). Modema University of Porto.

$$\frac{EMV_{i,t}}{EBV_{i,t-1}} = a_i + b_1 \frac{PM_{i,t}}{EBV_{i,t-1}} + \mu_{i,t} \quad (3.19)$$

Bu modelde EMV, i. firmanın t yılı sonundaki hisse market değerini göstermektedir. EBV, i. Firmanın t yılı başındaki eşdeğer defter değerini göstermektedir. PM değeri yerine EVA, net kar ve faaliyet karı göstergeleri konulmuştur. Sonuçta en fazla ilave bilginin faaliyet karı tarafından sağlandığı bulunmuştur. Faaliyet karını EVA ve net kar izlemektedir. Aynı çalışma piyasadaki en yüksek sermayeye sahip 10 şirket için tekrarlanmış ve EVA'nın bilgi içeriği net kar ve faaliyet karı ile kıyaslandığında en düşük düzeyde çıkmıştır ($R^2=0,620$). Net karın uyumu ($R^2=0,692$) en yüksek seviyede iken bunu faaliyet karı ($R^2=0,666$) takip etmektedir. Bu çalışması ile Peixoto Stern Stewart tarafından öne sürülen, EVA'nın market göstergelerini açıklamada tüm muhasebe ölçütlerinden üstün olduğu savından farklı bir sonuç elde etmektedir.

Ferguson vd. ise çalışmalarında Amerika'da bir şirketin EVA tabanlı sisteme geçmesi ve bu sistemi benimsemesi durumunda hisse performansında bir değişim olup olmadığını gözlemlemişlerdir. EVA'yı benimseyen şirketlerin hisse fiyatlarında artış olup olmadığı, olay çalışma metodolojisi ile incelenmiştir. EVA sistemine geçiş günü olay günü olarak ele alınmış ve olay günü etrafındaki (60 ay öncesi ve 60 ay sonrası) aylık getirilere bakılmıştır. Ancak firmaların EVA'yı benimsediği durumlarda hisse performanslarında kayda değer bir artış bulunamamıştır ve EVA'yı benimseyen şirketlerin hisse getirileri olay öncesinde de sonrasında da yüksek düzeyde ancak benzer seviyelerde sonucuna varılmıştır.

EVA ve hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi inceleyen kaynaklardan bir diğeri de Dodd ve Chen tarafından hazırlanmıştır⁵³. Bu kaynakta, Easton ve Harris'in getirilerin hisse fiyatını açıklayıcı önceki modeli temel alınarak, EVA'nın açıklayıcılığı araştırılmıştır. 1983 ve 1992 yılları arasında dört model üzerine yapılan çalışmalarının dördüncü modeli EVA ve hisse senedi getirileri üzerine olup aşağıda verilmiştir. Benzer nitelikte olan ilk üç model ise; hisse senedi getirileri ile faaliyet karı ve faaliyet kar değişimi, hisse senedi getirileri ile artık gelir ve artık gelir değişimi ölçütleri üzerinedir.

$$RET_{jt} = \beta_0 + \beta_1 [\Delta EVA_{jt} / P_{jt-1}] + \beta_2 [EVA_{jt} / P_{jt-1}] + e_{jt} \quad (3.19)$$

Kurulan modellerin çıktısı aşağıda aynı tablo üzerinde özetlenmiştir.

Tablo 3.5.2. EVA Model Sonuçları

Yıl	R 2 of OI Model (2)	R 2 of R1 Model (3)	R2 of EVA Model (4)
Toplam	0.062	0.050	0.023
1992	0.147	0.105	0.106
1991	0.080	0.039	0.036
1990	0.062	0.092	0.072
1989	0.045	0.034	0.046
1988	0.246	0.068	0.003
1987	0.048	0.047	0.015
1986	0.097	0.147	0.124
1985	0.039	0.064	0.052
1984	0.071	0.112	0.121
1983	0.105	0.070	0.089

Sonuçlara bakıldığında EVA göstergesinin değerlemede etkin olduğu görülse de hisse getirilerini açıklamada en etkin gösterge olduğu sonucunun çıkarılamayacağı ileri sürülmektedir.

⁵³ Chen S., Dodd, J.L., 2001, Operating income, residual income and EVA: which metric is more value relevant, Journal of Managerial Issues, 13(1), 65-86

Literatürde yapılan tüm bu çalışmalara bakıldığında EVA ve hisse senedi değeri arasındaki ilişki konusunda farklı sonuçlar verildiği görülmektedir. Olumsuz sonuç veren çalışmaların bazıları şirket sayısındaki yetersizlikleri bazıları ise EVA'daki değişim yerine anlık değerleri temel almış olmalarını neden olarak öne sürmektedirler.

3.5.3. Finansal Gösterge Olarak EVA'nın Etkinliği ve Klasik Göstergelerle İlişkisi

Hall ve Brummer'a göre; Şirket performansı muhasebe tabanlı prensipler veya ekonomik tabanlı metotlar yardımıyla açıklanabilmektedir. Muhasebe tabanlı ölçütler kullanıldığında hisse fiyatları, hisse başına getirilerin (EPS) fiyatlandırıldığındaki Fiyat/Getiri oranı (Price/Earnings) market göstergesi ile değerlendirilmektedir. Ancak fiyatlar getirilerden çok nakit akışları ile yönlendirildiğinden muhasebe tabanlı ölçütlerin açıklayıcı gücü yetersiz kalmaktadır. Ekonomik metotlar ise şirket operasyonlarından kar elde etmenin önemini yanı sıra karı elde etmek için yatırılan sermayeye de eşit önem vermektedirler.

EVA ve ilişkili göstergeler, vergi sonrası net faaliyet karından bu karın maliyetini çıkarması yönüyle, geleneksel muhasebe ölçütlerini geliştirmeye çalışmaktadır. De Wet'in alıntı yaptığı Millman EVA ve geleneksel muhasebe ölçütleri arasındaki farka değinmektedir; ona göre, geleneksel muhasebe ölçütleri sermaye maliyetini yani yatırımcıların şirkete koydukları parayı göz ardı etmektedirler. EVA ise başarıyı, sermaye maliyetinin üzerinde yapılan kazanç olarak hesaplamaktadır.

Bu tanımlamalara yönelik olarak yapılan ve EVA göstergesinin market değışkenlerini açıklama gücünü araştıran çalışmalar bulunmaktadır. Bunlardan De Wet ça-

lışmalarında standartlaştırılmış MVA ile olan korelasyonu ölçüt olarak, EVA göstergesini ROE, EPS büyümesi, Net kar gibi diğer muhasebe ölçütleriyle kıyaslamışlardır. Neticede EVA en büyük korelasyona sahip ölçüt olarak ortaya çıkmıştır ($r^2=0,40$). Benzer bir çalışma Lehn ve Makhija tarafından yapılmış; ancak bu çalışmada ölçüt hisse getirilerini açıklama gücü olarak alınmıştır. EVA ve geleneksel muhasebe ölçütleri arasındaki farkların incelendiği bu çalışmada, EVA hisse senedi getirilerini açıklamada en yüksek korelasyona sahip ölçüt olarak diğer tüm geleneksel muhasebe ölçütlerinden daha güçlü sonuçlar vermiştir.

Hall ve Brummer'ın çalışmalarında market göstergesi olarak MVA ve standartlaştırılmış MVA ele alınmış ve MVA'nın EVA göstergesi ile diğer muhasebe tabanlı içsel göstergeler arasındaki ilişkisi incelenmiřtir⁵⁴. Çalışmanın amacı hangi içsel göstergenin dışsal göstergeyi en iyi açıklayacağı yönünde belirlenmiştir. Çalışma sonucunda, en yüksek pozitif korelasyon MVA ile enflasyona uyarlanmış EVA arasında çıkmıştır ($r^2=0,44$).

EVA göstergesinin MVA ve hisse senedi değerleri ile yüksek korelasyona sahip sonuçlar vermesi göstergeye olan ilgiyi artırmış olsa da geleneksel muhasebe ölçütlerinin üstün oldukları yadsınamaz yanlar da bulunmaktadır. Hem klasik muhasebe ölçütlerinin hem de EVA göstergesinin kendilerine özgü üstünlükleri çeşitli araştırmacılar tarafından çalışmalarında değerlendirilmiştir. Öncelikle klasik muhasebe ölçütlerinin faydalarına değinilecektir.

⁵⁴ Hall J.R., Brummer, L.M., 1999, The relationship between the market value of a company and international performance measurements. University of Pretoria.

Çelik , geleneksel muhasebe tabanlı ölçütlerin üstün yanlarını iki madde altında toplamıştır⁵⁵. Bu maddeler aşağıda sıralanmıştır.

1. Muhasebe verilerine dayalı performans ölçütleri, yatırımcıların beklentilerine dayalı olan “göreceli işletme performansından” daha fazla “kesinleşmiş işletme performansına” dayalıdır. Bu açıdan işletmenin bir bütün olarak kesinleşmiş performansının değerlendirilmesinde kullanılır.

2. Muhasebe verilerine dayalı performans ölçütleri, aynı zamanda sorumluluk alanları sadece tek bir bölüm veya üretim yeri ile sınırlı olan orta ve alt seviyedeki yöneticilerin performanslarının değerlendirilmesine de olanak sağlamaktadır.

Muhasebe tabanlı ölçütlerin kendilerine özgü üstünlükleri bulunması yanında EVA göstergesinin de şirket ve araştırmacılara fayda sağlayan üstünlükleri bulunmaktadır. EVA göstergesinin temel yararları ve üstünlükleri Şamiloğlu'nun alıntı yaptığı Lacey tarafından aşağıda sıralanmaktadır.

- Tüm finansal kararlarda tek bir performans ölçümü sağlamaktadır.
- Ekonomik karın kontrol edilebilirliğine odaklanır.
- Öz kaynak ve borçların her ikisinin de sermaye maliyetini dikkate almaktadır.
- Yöneticilerin amaçlarını hissedarların amaçlarıyla bütünleştirir.
- Teşvik edici ücret için güçlü bir temel sağlar.
- Değer yaratma gerçeği yoluyla teşebbüsün misyonuna önem verir.

⁵⁵ Çelik, O., 2002, İşletmelerde Bir Performans Ölçütü Olarak Ekonomik Katma Değer (EKD) ve Türk Telekom A.Ş.'de Uygulanması, Thesis (PhD). Ankara Üniversitesi.

EVA göstergesinin üstünlüklerinin yanı sıra muhasebe getirilerinin yetersizlikleri de Rappaport tarafından belirtilmektedir. Getirilerin şirketlerde yaratılan değeri ölçmedeki yetersizlikleri aşağına sıralanmıştır.

- Risk, kar payı ve paranın zaman değerini hesaba katmaması,
- İşlemlerdeki ekonomik değeri raporlayamaması,
- Hisse fiyatlarını etkileyen nakit akışları, sermayenin maliyeti ve kestirim uzunluğunu hesaba katmaması .

Teorikte üstünlüğü inkar edilemeyecek olan EVA göstergesini daha önce bahsedildiği üzere en etkin gösterge olarak bulmayan deneysel çalışmalar bulunmaktadır. Özellikle Stern Stewart tarafından öne sürülen (EVA'nın tüm muhasebe ölçütlerinden üstün olduğu) görüşünden farklı sonuçlar, hisse senedi değeri ile karşılaştırıldığı bölümde incelenmiştir. Muhasebe getirilerinin halen revaçta olmasının ve EVA'nın teorikteki etkinliğini yaklaşılamayışının nedenleri Sparling ve Turvey tarafından araştırılmıştır. Onlara göre; EVA'nın getirilere göre açıklayıcılığının düşük çıkmasının bir nedeni piyasanın getiri raporlarına tepkili hale gelmiş olmasıdır. Getiri raporlamalarına göre hareket eden piyasa hisse fiyatlarının tırmanmasına neden olabilmektedir.

EVA göstergesine yöneltilen bir eleştiri, EVA'nın yatırım kararlarının verilmesindeki büyüme fırsatlarını hesaba katmadığı yönündedir. Bu nedenle, yöneticilerin aynı zamanda MVA göstergesini de göz önünde bulundurmaları tavsiye edilmektedir⁵⁶. İlerleyen başlıklarda MVA göstergesi ele alınacaktır.

⁵⁶ Ramezani, C., Soenen, L., Jung, A., 2001, Growth, corporate profitability, and shareholder value creation [online], California Polytechnic State University, <http://ssrn.com/abstract=304880> [Ziyaret Tarihi: 5 Aralık 2007].

3.6. Performans Ölçüsü Olarak EVA

EVA'yı diğer geleneksel karlılık ölçülerinden ayıran en önemli özelliklerden biri yönetimin ve çalışanların öz sermaye maliyetini anlamalarını sağlamasıdır. Halka açıklık oranı fazla olan ve büyük hissedarların olmadığı şirketlerde hissedarlar maliyetsiz fonların kaynağı olarak görülebilmektedir. Benzer şekilde, şirketlerdeki bölüm yöneticileri, şirketin diğer bölümlerinin daha karlı projeleri varken, bölümlerinin ürettiği dağıtılmamış karları yeniden yatırılabilecekleri düşüncesine sahip iken, EVA bu yaklaşımı değiştirebilmektedir. Zira, yatırılan tüm sermaye üzerinden yeterli getiri elde etmenin gerekliliğini savunmaktadır.

Gelir tablosuna sermaye maliyetlerini eklemek şirketteki yöneticilerin gerçek sermaye maliyetini fark etmelerini sağlayacaktır. Yöneticilerin stoklar ve alacaklar gibi kalemlerin maliyetlerini açıkça görememeleri yüzünden getiri oranı bu konuda yardımcı olamamaktadır.

EVA hesaplanırken öz sermaye ve borçlanma maliyetleri gelir tablosunda net işletme karından sonra çıkarılabilir. Eğer bütün gelirler ve maliyetler işlem veya işlevlere göre gruplanabilirse, maliyetleri bu işlem veya işlevlere tahsis etmek daha kolay olacaktır. Sermaye maliyetleri doğrudan ürünlere de tahsis edilebilir. Sermaye maliyetlerinin bir kısmı (stoklar, ticari alacaklar) değişken yapıda olduğundan satış hacmine göre değişkenlik göstermektedirler. Gerçek sermaye maliyetleri tam olarak ürün maliyetine yansıtılmazsa, fiyat belirlemek amacıyla yapılan maliyet hesaplamaları yanıltıcı olabilir. Üretimde, sermaye yoğun oldukça hatalar artmaktadır.

EVA yaklaşımının en büyük avantajı yönetici ve çalışanları hissedarlar gibi düşünmeye ve hareket etmeye yönlendirmesidir. Uzun dönemli yatırımları seçmek ve uygulamak için en azından sermaye maliyeti kadar getiri sağlamak zorunda olmaları gerektiğini vurgulamaktadır. Aksi takdirde, hissedarlar başka yatırımları seçerek daha iyi duruma gelebilecektir. EVA yaklaşımı, şirketin gerçek amacının getiri ve sermaye maliyeti arasındaki fark ile yatırılan sermayenin çarpımından oluşan katkıyı büyütürken hissedar değeri yaratmak olduğunu vurgular. Bu yaklaşım faaliyetlere ayrılan sermayenin minimize edilmesi konusunda da yenilik getirmektedir.

Şirketler bugüne kadar maliyetlerini azaltma yolunu seçerlerken, bu yaklaşımı dikkate aldıklarında fazla yatırımı da kesmeyi göz önünde bulunduracaklardır. EVA yaklaşımının gücü bir çok akademik çalışmada EVA ve hisse senedi arasındaki korelasyonun yeterince açıklayamamaktadır. Bu yaklaşımın gücünü ortaya koymak için EVA yaklaşımını kullanan ve kullanmayan şirketlerden oluşan iki örneğin karşılaştırılması uygun olacaktır. Wallace, bu konuda yaptığı çalışmada EVA yaklaşımını kullanan şirketlerin daha üstün performans gösterdiklerini bulmuştur.

Tully, bir çalışmada; Stern & Stewart Co. şirketinin kamuya açıklanmayan bir çalışmada; şirket içinde EVA yaklaşımını kullanan 67 şirketin hisse senedi performansından bu yaklaşımı kullandıktan sonra geçen 5 yıllık süreçte aynı sektördeki piyasa değeri açısından ilk 10 rakip şirketin hisse senedi performanslarıyla karşılaştırıldığını ve EVA yaklaşımını kullanan şirketlerin yıllık ortalama getirilerinin %21,8, kullanmayan rakiplerinin ise %13 olarak bulunduğunu belirtmiş ve bu sonucun Merrill Lynch'in sayısal araştırmalar bölüm başkanı Richard Bernstein tarafından eleştirildiğini, Bernstein'in karşılaştırma yapılması gereken grubun EVA dışında farklı yaklaşımları benimseyen şirketler olarak seçilmesi gerektiği yönündeki eleştirisini ortaya koymuştur.

Gresle EVA'nın büyüme ve faaliyet etkinliğini ölçen en iyi ölçüt olduğunu, hissedar değerini oldukça artıran stratejik ve taktik uygulamaları tanımlayabileceğini daha da önemlisi yöneticilerin ve çalışanların hissedar gibi düşünüp, davranmalarını sağlayacak bir yapı oluşturduğunu ve her şirketin kendine özgü EVA tanımı ve uygulaması yapmasının başarı için ön şart olduğunu ifade etmiştir⁵⁷.

Lehn ve Makhija EVA, MVA ile şirket CEO'larının işten çıkarılması arasındaki ilişkiyi araştırdıkları çalışmalarda, düşük MVA ve EVA sonuçlarının şirket CEO'larının işten çıkarılmaları olasılığını iki kattan fazla artırdıklarını, çalışmalarında inceledikleri şirketler arasında; grup medyanının üzerinde MVA elde etmiş olan şirketlerin %8.6'sının CEO'larını işten çıkardıklarını, oysa medyanın altında olanlarda bu oranın %20'ye yükseldiğini, aynı sonuçların EVA'da da benzer olduğunu, oranların sırasıyla %9 ve %19.3 olarak elde edildiğini ve CEO'ların işten çıkarılmalarıyla karlar, ROE ve ROA arasındaki bir ilişki olmadığını bulmuşlardır⁵⁸.

Spero, çok az sayıda şirketin EVA uygulamasını doğru olarak yapabildiğini bu uygulamayı doğru olarak yapanların faaliyet performanslarını oldukça artırdığını, başarılı bir uygulama için temel unsurlardan yola çıkmak, kademeleri basit tutmak ve katılımcıları eğitmenin şart olduğunu vurgulamıştır⁵⁹.

⁵⁷ Gressle, Mark, "How to implement EVA and make share prices rise", Corporate Cashflow, March.1996, ss. 28-38.

⁵⁸ Lehn, K.ve Makhija, Anil K., "EVA, Accounting Profits, and CEO Turnover: An Empirical Examination, 1985-1994." Journal of Applied Corporate Finance, Summer 1997, ss. 90-97.

⁵⁹ Spero, Lee, "Getting EVA right", TMA Journal, Now/Dec.1997, ss. 1-6.

Gapenski, MVA'nın halka açıklık oranı çok yüksek olan şirketlerde, EVA'nın ise özel hastaneler ve sağlık organizasyonları ile beraber kar amaçlı olmayan organizasyonlarda da kullanılabileceği ve organizasyonun sermayesini ekonomik değerini yöneticilerin ne kadar maksimize edebildiklerini vurgulamıştır⁶⁰.

Elliott, EVA'nın yöneticilerini işlerine bakış açılarını değiştirdiğini ancak petrol gaz şirketleri için düzenlemeler yapılmadıkça yetersiz bir performans ölçüsü olduğunu, EVA yaklaşımının rezervlerdeki değişimleri yeteri kadar değerlemediğini, bunun için temel EVA ölçüsünde bir rezerv değişim bileşeninin eklenmesi gerektiğini, EVA'nın yanında CFROI ölçüsünün de yeterli sonuçlar verebildiğini ileri sürmektedir⁶¹.

Wiersema, EVA yaklaşımının bazı finansal tablolardaki sapmaları çözsede bazıları çözemediğini, özellikle halka kapalı şirketlerde bu durumun daha belirgin olduğunu, finansal tabloların kısa döneme yoğunlaşan yapısını bu yaklaşımın çözemediğini, yaklaşımın(çalışanların eğitimi, pazarlama ve araştırma gibi) geleceğe dönük harcamaları diğer yaklaşımlardan farklı olarak ele alamadığını, bu nedenle kısa dönemli bakış açısına sahip bir yapıda olduğunu savunmuştur⁶².

⁶⁰ Gapenski Louis C., "Using MVA and EVA to measure Financial Performance", Healthcare Financial Management, March 1996, s. 56-66

⁶¹ Elliott, Lisa, "Is EVA for everyone?", Oil & Gas Investor, February 1997, s. 45-51

⁶² Wiersema, William H., "Managing shareholder value: Useful tool or new fad?", Electrical Apparatus, June 1999, s. 64-66

Shaked, Nichel ve Leroy, EVA'nın performans değerlemesi amacıyla şirketlerde kullanılması için yapılması gerekli çalışmaları tartıştıkları çalışmada; EVA düzeltmelerini yaparken degecek önemdekilerinin yapılması gerektiğini, fazla karmaşık düzeltmelerden kaçınılmasını, ancak şirketler arası karşılaştırma yapılırken tüm düzeltmelerin yapılmasının önemli olduğunu, yine de her şirkete uyan düzeltmelerin sayısının az olduğunu, genelde şirketlere özgü düzeltmelerin yapıldığını, tüm düzeltmeler yapıldığında EVA ve DCF analizinin aynı sonuçları verdiğini, şirketi temsil eden tek bir sermaye maliyeti hesaplamasının hesaplamaları kolaylaştıracağını, paranın maliyeti değiştikçe sermaye maliyetinin değiştirilmesi gerektiğini aksi takdirde EVA ve DCF'in yanlış sonuçlar verebileceğini, bu süreçte iç ve dış destek için EVA ile ilgili hususların taraflara doğru uygun ve zamanında iletilmesini önemli olduğunu ifade etmişlerdir⁶³.

3.6.1. Faaliyet Performansını Ölçmede EVA'nın Yeri

Myers'a göre, EVA ve ROI tek bir yatırımın getirilerini dönemselleştirmede zayıf kalabilmektedir. Getiriyi başlangıçta az hesaplayıp, dönem sonunda fazla hesaplayabilmektedirler. Büyüme aşamasında olan bazı şirketlerin birçok yeni yatırımları olabilir. Büyüme aşamasındaki bu şirketlerin gerçek uzun dönemli getiri oranları iyi ve böylece uzun dönemli ek hissedar değeri (gerçek uzun dönem EVA) pozitif olsa da, halihazırda negatif EVA'ya sahip olma olasılıkları vardır. EVA'nın kısa dönem performans ölçüsü olarak eleştirilmesinin nedeni de budur. Bu durumda yatırımları kesmek, kısa dönem EVA'sını gerçekten artırır. Sürekli bir yapıda ortaya çıkmayan uzun dönemli yatırımlara odaklanan bazı şirketler EVA'nın onlara uymadığını belirtmektedirler. Ulaştırma ekipmanlarını lease eden ve uzun dönem yatırım şirketler buna örnektir⁶⁴.

⁶³ Shaked, Israel, Allen Michel, ve Leroy, P, "Creating Value Through E.V.A. –Myth or Reality" Strategy & Business 9 (Forth Quarter 1997), ss. 41-52

⁶⁴ Myers, op cit., s.14

Amaç hissedarlar için değer yaratmak olduğundan uzun dönemde sermaye maliyetinden daha yüksek getiri oranı elde etmek en önemli unsur olmaktadır. İyi bir finansal performans beklentisinin bugün değil gelecekte beklenmesi finansal ölçüleri dikkate almamak anlamına gelmemektedir. Böylece, dönemsel finansal performans ölçüleri şirket hangi alanda faaliyette bulunuyorsa bulunsun her zaman önemli olmaktadır. Uzun yatırım dönemine sahip olduklarından EVA'nın kendilerine uygun olmadığını iddia eden şirketler, aslında nihai amacı ölçmelerine gerek olmadığını iddia ediyorlarmış durumuna düşmektedirler.

Kısa dönemli bakış açısına sahip olmak her karlılık ölçüsünün ortak özelliğidir. Hepsi mevcut karlılığı, bir diğer deyişle, mevcut gelirlerine kadarının mevcut maliyetleri karşıladığını ölçmektedirler. Uzun dönemli yatırımlarının gerçek getirisi veya EVA'sı herhangi bir performans ölçüsü ile tarafsız bir şekilde ölçülemez. Zira, gelecekteki getiriler ancak tahmin edilebilirler. Finansal performans ölçülerinin dönemselleştirilmesi problemi, uzun dönemli yaklaşım suretiyle çözülebilir. Örneğin, bir şirketin yatırım portföyünün ortalama ömrü, dönemsel EVA'ları yorumlarken gözönüne alınabilir. Birçok yeni ve amortismanına tabi tutulmayan yatırımları olan şirketlerin yakın gelecekteki negatif EVA'ya sahip olabilecekleri beklenebilir.

Bugün yoğun şekilde yatırım yapan ve uzak bir gelecekte pozitif nakit akımı bekleyen şirketler uç örnekleri oluşturmaktadırlar. Uzun dönemde karlı fırsatlar karşılığında negatif kısa dönem nakit akımına sahip bu tür büyüme şirketleri için EVA uygun bir performans ölçüsü olmayabilir. Telekomünikasyon ve yüksek teknoloji şirketleri gibi büyüme şirketlerinin performans en iyi pazar payı, pazar payındaki değişim ve satışlardaki büyüme gibi kriterlerle ölçülebilir. Bu nedenle, bu şirketlerin mevcut finansal performanslarını hiçbir ölçüye göre çekici olmayabilir.

Wileman, geleneksel muhasebe uygulamalarında doğru olduğu gibi subjektiflik, muhasebe rakamlarında oynama ve doğru karar almama problemlerini EVA’da da devam ettiğini, EVA’nın önemli bir engelinin sanayi şirketleri gibi olgun düşük büyüme oranına sahip ve büyük sabit yatırımları olan “eski ekonomi” şirketlerinde uygulamada iyi işlemesi ancak yazılım medya ve e-ticaret gibi çok az sabit yatırımı olan yüksek büyüme oranlarına sahip ve ilk yıllarda faaliyet zararları olan “yeni ekonomi” şirketlerinde EVA hesaplamalarının özenle değerlendirilmesi gerektiğini ileri sürmüştür⁶⁵.

Ortalama; ROI mevcut gerçek getiriye tahmin etmede yetersiz kalırken, dönemsel EVA rakamı da enflasyon ve diğer faktörler yüzünden hissedara eklenen değeri tahmin etmede yetersiz kalmaktadır. Varlıkların defter değeri yerine piyasa değerini kullanmak bu problemi neredeyse tamamen ortadan kaldırmaktadır⁶⁶. Bu problemin boyutu çoğunlukla varlıkların yapısına (kısa vadeli, amortismanına tabi tutulup tutulmayan varlıklar) ve projenin süresine bağlı olup, problemin boyutu ve yönü tahmin edilebilmektedir. Kolay bir iş olmasa da EVA hedefleri düzeltilebilir. Ancak EVA birçok şirkette sermaye tabanında herhangi özel bir düzeltmeye gerek duyulmadan başarıyla uygulanmıştır ve uygulanabilmektedir⁶⁷. Zaten ROI de yıllarca eleştirilmeden bu şekilde kullanılmıştır.

⁶⁵ Wileman, Andrew, “The Value factor in EVA”, Management Today, May 1999, s.99

⁶⁶ De Villiers, op. cit., s. 299

⁶⁷ Birchard, B., “Do it yourself: How Valmont Industries implemented EVA”, March 1996, s.36

Dünyaca ünlü yatırım bankalarından Goldman Sachs ve Credit Suisse First Boston, EVA' yı öz sermaye değerlemesi için şirketlerince kullanılan başlıca yöntem olarak kabul etmişlerdir. Bu şirketler, EPS'in muhasebe uygulamaları nedeniyle kolaylıkla değiştirilebilecek olmasını, EVA yönteminin açıkça faaliyet ve finansal risklerini göstermesini ve yatırımcıların getirilerinin büyüklüğü ve sürdürülebilirliğini anlayabilmesini sağlamasını, değer yatırımının üç temel ilkesi olan nakit akım, risk ve getirilerin sürdürülebilirliğini ortaya koymasını, tüm finansal ölçüler içinde hissedar değeri oluşumunu en iyi açıklayan ölçü olmasını, EPS, ROE ve FCF gibi muhasebe uygulamaları ile saptırabilen ve öz sermaye maliyetini dikkate almayıp, borçlanma maliyetini dikkate alan birçok geleneksel ölçüye göre muhasebe gerçekliğine karşılık ekonomik gerçekliği daha doğru yansıtmasını EVA'yı seçmelerinin nedenleri arasında yer almasıdır. Goldman Sachs' a göre muhasebeye dayalı göstergeler yerine bir faaliyetin altında yatan ekonomileri ortaya çıkaran değişkenlerin üzerinde yoğunlaşmak mutlaka gelişmiş bir yönetim, finansal analiz ve sonuç olarak artırılmış hissedar değerine yol açacaktır⁶⁸.

Yöneticilerin ikramiyelerinin belirlenmesinde geleneksel yaklaşımın ötesinde EVA yaklaşımının daha faydalı olduğu görüşü yaygınlaşmaktadır. EVA rakamlarını esas alan yönetici performans ölçüleri günümüzde A.B.D.'de yaygın olarak kullanılmaktadır. Bir önceki yıl üretilen EVA rakamının EVA hedefi olarak belirlendiği basit yaklaşımda bu yılki EVA en azından geçen yılki EVA kadar olmalı hedefi dikkate alınmaktadır.

⁶⁸ Ehrbar, op. cit., s.80

Pettit; EVA' nın NPV gibi zaman içinde belli bir anı esas alan bir değer yaklaşımı olduğunu, dönemsel performans ölçüsünde çevirerek ikramiye sistemlerine ve finansal yönetime entegre ettiğini, EVA'nın günlük faaliyet kararlarının, sermaye planlamasının ve stratejik kararların hissedar değeri yaratma ve koruma üzerine yoğunlaştığı entegre bir kurumsal yönetim (Corporate governance) sisteminin uygulanmasını kolaylaştırdığını, özellikle çalışanların şirket sahipleri gibi düşünüp ödüllendirildiği bir ortam yarattığını vurgulamıştır⁶⁹.

Wong; eğer uygulanabilirliği sağlanıp, uygulama süreci çok iyi yönetilirse EVA'nın etkin bir yönetim kontrol aracı olabileceğini; aksi takdirde diğer kontrol araçlarından bir farkının kalmayacağını ifade etmiştir⁷⁰.

Ferguson ve Leistikow, REVA adını verdikleri yeni ölçünün teorik olarak EVA'dan daha üstün olduğunu iddia etmişler; ancak yaptıkları çalışmanın sonunda EVA'nın daha üstün olduğunu bulmuşlar, normalin üstündeki hisse senedi fiyat artışına dayalı yönetici ikramiye yapılarının, uzun dönemde hissedar değeri yaratımını engelleyebileceğini, oysa EVA'ya dayalı ikramiye yapılarının bu sorunu ortadan kaldırabileceğini, bu anlamda da EVA'nın REVA'dan daha üstün olduğunu ileri sürmüşlerdir⁷¹.

Brewer, Chandra ve Hock; EVA' nın ROI' ye göre daha üstün tarafları olduğunu ancak kısa dönemli sonuçlara gereğinden fazla ağırlık vermesi gibi bazı sınırlamaları olduğunu belirlemişler ve şirketlerin finansal resmini bir bütün olarak ortaya koyan bir dizi ölçü ile birlikte kullanılmasının daha doğru olacağını ileri sürüp performans ölçüsü olarak EVA'yı değerlendirmişlerdir⁷².

⁶⁹ Pettit, Justin, "Governing for Value", Ivey Business Quarterly, Autumn 1998, ss. 45-53

⁷⁰ Wong, Ellen, "EVA: Is It an Effective Management Control Tool?", School of Accountancy, University of Waterloo Working Paper, Winter 1999, s.1

⁷¹ Ferguson, Robert ve Leistikow, Dean, "Search for the best Financial Performance measure: Basics are better", Financial Analysts Journal, January/Fabruary 1998, ss. 81-85.

⁷² Brewer, Peter C., Chandra, Gyan ve Hock, Clayton A., "Economic Value Added(EVA): Its uses and limitations", S.A.M. Advanced Management Journal, Spring 1999, ss. 4-11.

Dodd ve Johns, A.B.D.'de 88 şirket üzerinde yaptıkları çalışmalarında, EVA'yı performans değerlemesi için bir ölçü olarak olan 37 şirketin genelde yaptıkları ortak hatanın sadece EVA'yı kullanıp diğer ölçülere itibar etmemeleri olduğunu; oysa EVA'nın da diğer ölçüler gibi eksiklikleri bulunduğunu, daha yüksek EVA hedefleri belirleyip bunları sağlamak için yapılan çabaların, toplam kalite ve müşteri tatmini gibi şirketlerin diğer önemli hedeflerini arka plana atabileceğini ileri sürmektedirler⁷³.

Borowsky ve Spero; herhangi bir değer esaslı ölçünün başarısındaki ölçünün kendisine değil, ölçünün neden olduğu çalışan davranışlarındaki değişimle açıklanması gerektiğini, bu nedenle uygulamanın çok önemli olduğunu, önemli olanın rakamların çalışanlara nasıl sunulduğu ve dahası onların nasıl bir reaksiyon gösterdiği ve çalışanların düşünce biçiminde anlamlı değişiklikler yaratmayan herhangi bir ölçünün başarılı olmasının zor olduğunu ifade etmiştir⁷⁴.

Ampuero, Goranson ve Scott; EVA ve Balanced Scorecard⁷⁵ (dengeli sonuç tablosu) yaklaşımlarının olumlu ve olumsuz yönlerini, birlikte kullanıp kullanılmayacaklarını ve birbirlerine rakip oldukları hususları ortaya koydukları çalışmalarında, EVA yaklaşımının Balanced Scorecard yaklaşımında söz edilen finansal ölçüler yerine kullanılıp, Balanced Scorecard'ın entegre bir performans değerlendirme yapısı şeklinde kullanılabileceğini şirket uygulamalarından örneklerle ortaya koymuşlardır⁷⁶.

⁷³ Dodd, James L ve Johns, Jason, "EVA reconsidered", Business and Economic Review, April-June. 1999, ss.13-18

⁷⁴ Borowsky, Brian ve Spero, Leslie, "Making Finance a way of life", TMA Journal/February 1998, ss.35-35

⁷⁵ Kaplan R.ve Norton D., "Balanced Scorecard: Measures That Drive Performance" Harvard Business Review, January/February 1992, ss.1-15

⁷⁶ Ampuero, M., Goranson, J, ve Scott, J., op.cit., ss.24-32

Mc Laren, EVA'nın planlama ve kontrolün temel problemlerini çözemeyeceğini, alternatif Balanced Scorecard yaklaşımı olduğunu, bu yaklaşımın aynı zamanda değeri oluşturan faktörlere yoğunlaştığını, fakat araştırmacıların değer yaratıcı faktörleri tek bir genel ölçü altında birleştirmek için uğraşmadıklarını, EVA'nın dikkatle ele alınması gerektiğini; hem EVA hem de Balanced Scorecard yaklaşımının ortak eksiğinin, şirketin değeri ve şirketin ana hedefini ortaya koyan faktörler arasındaki görünür bağlantıların kurulamamış olmasını savunmalardır⁷⁷.

3.6.2. EVA'nın Artırılması

Hissedar değeri yaratan ve EVA'yı artıran birçok faaliyet vardır. Genel anlamda, yukarıda da belirtildiği gibi, EVA'yı artırabilecek üç yol vardır. Bu üç yol mevcut sermayenin getiri oranının yükseltilmesi, sermaye maliyetinden daha çok kazandıran işlere (NPV'si pozitif yatırımlar) ek sermaye yatırılması ve sermaye maliyetinden daha az getiri getiren işlerden sermayenin çekilmesi olarak özetlenebilir. İlk yol faaliyet etkinliğinin artırılması veya gelirlerin çoğaltılması için yapılan tüm işlemleri kapsamaktadır. Aslında 1. ve 2. yol birbiriyle ilişkilidir; Ancak, mevcut faaliyetlerin etkinliğini artırmak için şirketler çoğu zaman mevcut sermaye tabanının getirisini artırıcı yatırımlar yapmaktadırlar. Hissedarlar karlılıklarını sermaye maliyetinden daha fazla getiri oranına sahip yatırımlar sayesinde artabileceği gerçeği yatırım hesaplamalarında WACC ve NPV yöntemini kullanan şirketler tarafından bilinmektedir. Bu yol sadece NPV'si pozitif yatırımları seçmekle aynı sonucu verir. 3. yol büyük bir olasılıkla şirketler tarafından ya anlaşılmamakta ya da uygulanmamaktadır. Bu nedenle, sermayenin maliyetinin altında kazandıran yatırımlardan çekilmesi halinde bile hissedar değerini artıracığını bilmek çok önemlidir.

⁷⁷ McLaren, Josie, "Economic Value Added", Chartered Accountants Journal of New Zealand, April 1998, ss. 59-63

Mills, Rowbotham ve Roberts; ekonomik kar tipi ölçülerin büyüme ağırlıklı düşünceyi engellediklerini, hemen geri dönüşü olan yatırımlar hariç, büyüme odaklı yöneticilerin kısa dönemli kar elde etme düşüncesinde oldukları için ekonomik karı en hızlı artırmanın yolunun karlardaki düşmeden daha hızlı bir şekilde varlıklar için amortisman ayırmak olduğunu fark ettiklerini, bu düşünceleri sonucu hataya düşebildiklerini yıllarca yeni yatırım yapmamanın neticesinde büyük bir yeni yatırım yapmak zorunda kaldığını bu durumun ekonomik kar üzerinde çok eksi bir etkisi olabileceğini belirtmişlerdir⁷⁸.

Hamel; bugün pek çok şirketin EVA yaratımı konusunda endişeleri olduğunu ancak sermaye maliyetinden daha fazla EVA kazanmanın sadece bir başlangıç olduğunu, amacın sermaye maliyetinden daha fazla kazanmak değil, şirketin içinde bulunduğu sektördeki refah yaratımından yüksek bir pay alma olduğunu belirtmektedir⁷⁹.

3.6.3. EVA ve Sermaye Tahsisi

EVA aslında hem şirket içi hem de ekonomi için bir çeşit sermaye tahsis aracı görevini görmektedir. EVA uzun dönemde getiri oranına kabul edilebilir minimum bir performans seviyesi oluşturmaktadır. Bu minimum getiri oranı hisse senedi piyasalarındaki ortalama risk ayarlı getiriye dayanmaktadır. Ortalama getiri ulaşılması gereken bir hedef oluşturmaktadır. Eğer bir şirket bu getiriye elde edemezse, hissedarlar sermayelerini başka sektöre veya şirketlere yönlendirerek tahsis ederek daha iyi duruma gelebilirler.

⁷⁸ Mills, Roger, Rowbotham, Sean ve Roberts, John, "Using Economic profit in assessing Business Performance", Management Accounting, November 1998, ss. 34-38

⁷⁹ Hamel, Gary, "Strategy innovation", Executive Excellence, August 1998, ss. 7-8

Uzun vadede ortalama getiriye elde etmek bazı faaliyet alanları için çok güç olabilir. Bunun nedeni bu faaliyet alanlarının olgun aşamada bulunması, fazla kapasitede çalışması ve böylece çok fazla rekabetin yaşanması olabilir. Her sektörde zor koşullara rağmen yüksek karlılığa sahip şirketler vardır, ancak sektörün genel ortalama getirisi düşüktür. Bu tür düşük ortalama getiriye sahip sektöre demir, çelik, otomotiv, orman ürünleri ve bazı dayanıklı tüketim araçları sektörleri örnek gösterebilir.

Beklenen getirisi düşük sektörler piyasa değerlemesi baz alınarak kolaylıkla tespit edilebilir. Bir sektördeki şirketlerin ortalama olarak MVA'sı negatifse, piyasaların uzun dönemde bu sektörde getirinin yeterli olamayacağına dair beklentileri olduğunu gösterebilir. Negatif MVA bir anlamda piyasaların uzun dönemde bir şirketin negatif EVA üreteceğine olan inançlarını göstermektedir.

Sektördeki uzun süredir faaliyette bulunan şirketlerin bir çoğunun getirileri ortalamanın altında kalsa da, pozitif nakit akımı üretirler. Bu nakit akımının bir kısmı hissedarlara temettü olarak dağıtılırken bir kısmı dağıtılmamış karlar olarak şirkette bırakılmaktadır. Dağıtılmayan karlar ortalamadan daha az getiri ile yeni yatırımlara yatırıldığından hissedar değerindeki azalma devam etmektedir. Bunu önlemenin tek yolu bu tür şirketlerin FCF'in mümkün olduğunca daha fazlasını temettü olarak ödemeleridir. Beklenen getiri, benzer riskteki yatırımların ortalama getirisinden az oldukça temettü ödemesi artmalıdır. Benzer bir yaklaşım bir şirketin farklı bölümleri içinde geçerlidir. Sadece ortalama getiri elde eden, uzun dönemde pozitif EVA üreten bölümlerin faaliyetlerini yeni yatırımlarla büyütmelerine imkan sağlanmalıdır.

Uygulamada uzun dönemde ortalamadan daha az getiri elde eden bölümleri veya şirketleri tespit etmek kolay olmayabilir. Zira hemen tüm sektörler faaliyet evrelerinin herhangi bir diliminde düşük olursa olsun mutlaka yeterli getiri elde etmenin yolunu bulacak kadar başarılı olabilirler. Bu ve benzeri nedenlerle, yöneticilerin kesin karar vermeleri oldukça zor olmasına rağmen bazı alanların diğerlerinden daha az karlı olduğunu gösterecek ipuçları bulunabilmektedir. Örneğin, bir sektördeki tüm şirketlerin MVA'sı negatifse, piyasa bu sektördeki şirketler için negatif uzun dönem EVA beklentisine sahip demektir. Özellikle A.B.D.'nde kendi hisse senetlerini geri satın alacağını açıklayan şirketlerin (demir-çelik ve kağıt ürünleri sektörleri) hisse senedi fiyatları açıklamadan hemen sonra yükselmektedir. Bunun nedeni, bu şirketlerin ellerindeki nakdi ortalama getirinin altında getiri elde edecek yatırımlara yatırıp hissedar değerini azaltmaktan kaçındıklarına dair bir irade açıklaması yapmalarındadır. Hisse senedi geri satın almaları sonucunda hisselerini satan yatırımcılar en azından ortalama getiri kadar getiri elde edecek başka şirketlerin hisse senetlerini alabileceklerdir. Ancak, Microsoft gibi teknoloji şirketleri geri satın alımına dair bir açıklama yaparsa, hisse senedi fiyatlarının düşmesi kaçınılmaz olacaktır. Zira, bu tür şirketlerin hisse senedi fiyatlarının büyük bir kısmı bugün ve gelecekteki yatırımlarından pozitif NPV ve EVA elde edecekleri beklentisinden oluşmaktadır.

FCF'in temettü olarak dağıtılmayıp karsız yatırımlara tekrar yatırılması problemi literatürde tartışılmıştır⁸⁰.

Karsız şirketlerin yöneticileri faaliyetlerini kontrolleri altında büyütme amacıyla fazla sermayeyi dağıtmak istemezler. Bu nedenle hissedarların kontrol etmesi ve bu tür yanlış kararları cezalandırıcı planlara sahip olması önem kazanmaktadır. FCF'in karsız yatırımlara yatırılması doğrudan EVA rakamlarını etkilemektedir. Böylece, EVA'nın performans ölçüsü olarak kullanılması bu problemin çözülmesini kolaylaştıracaktır.

⁸⁰ Jensen, M. C., "Agency costs of free cash flow, Corporate Finance and takeovers", American Economic Review, 1986, s. 324

Aslında EVA ile NPV yakından ilişkili olduğundan negatif NPV'li yatırımlar EVA'yı azaltacak, pozitif NPV'li yatırımlar ise EVA'yı artıracaktır. Wallace'ın çalışması; yöneticilerin aldığı ikramiyelerin EVA'ya bağlanmasını olgun aşamadaki sektörlerde fazladan yatırımı azalttığını ampirik olarak kanıtlamıştır. Bu anlamda, kısa dönemli analizlerden kaçınmak önem kazanmaktadır. Belirli bir anda negatif EVA elde etmek, ne faaliyet karının karsız olduğu ne de şirketin karlı yatırımlar için potansiyelinin bulunmadığı anlamına gelir. Bazı şirketler olgun aşamasındaki sektörlerde bile en azından ortalama getiri oranı elde edebilmektedirler. Şirketler, böyle davranarak pozitif EVA elde edecek yatırım yapmakta haklı olduklarını kanıtlamış olurlar.

Shrieves ve Wachowicz yaptıkları çalışmada; FCF değerlendirme yaklaşımında doğru olarak tanımlanmış nakit akımlarının indirgenmesinin matematiksel olarak EVA yaklaşımında doğru olarak tanımlanmış ekonomik karların indirgenmesine eşit olduğunu, NOPAT kavramının her iki yaklaşımda da aynı önemi taşıdığını, bu noktada iki yöntem arasındaki benzerliklerin sonra erdiğini; FCF yaklaşımının net faaliyet nakit akımına net borçlanmanın eklenmesi ve toplam net yatırımın çıkarılmasıyla elde edilen dönemsel toplam nakit akımlarına yoğunlaştığını oysa EVA yaklaşımının şirketteki dönemsel toplam yatırımın tanımlanmasını gerektirdiğini, proje değerlemesi kapsamında hem FCF hem de EVA'nın kavramsal olarak NPV'ye eşit olduğunu ve her iki yaklaşımın da muhasebe bilgileri üzerinde birçok düzeltme yapmayı gerektirdiğini ifade etmişlerdir⁸¹.

Hartman, yaptığı bir çalışmada; gelecekteki EVA'ların bugünkü değerini yansıtan MVA'nın, eğer indirgemede sermaye maliyeti kullanılırsa, bir projenin vergi sonrası nakit akımlarını dikkate alan geleneksel NPV yaklaşımına ekonomik olarak eşit olduğunu ortaya koymuştur⁸².

⁸¹ Shrieves, Ronald E. ve Wachowics, John M., "Free Cash Flow (FCF), Economic Value Added (EVA), and Net Present Value (NPV): A Reconciliation of Variations of Discounted-Cash-Flow (DCF) Valuation", University of Tennessee working Paper, May 1999, ss.1-19

⁸² Hartman, Joseph C., "On The Equivalence Of Net Present Value And Market Value Added

NPV'yi tahmin etmek için DCF kullanımının bir dezavantajı; bir kere proje onaylanıp para harcandıktan sonra, hemen hemen hiç kimse gerçekleşen nakit akımlarının tahminlerle uyumlu olup olmadığını kontrol etmesidir. Bunun yerine, sanki sermaye maliyeti yokmuş gibi sadece faaliyet karı dikkate alınarak faaliyet biriminin performansı değerlendirilir. Bunu bilen birim yöneticileri, pozitif NPV verecek şekilde harcama önerilerindeki rakamlara ve nakit akım tahminlerini değiştirirler.

Aslında EVA yaklaşımı matematiksel olarak DCF'e benzese de, sebep olduğu karar dinamikleri açısından oldukça farklıdır. EVA yaklaşımında bir projeyi değerlendirme prosedüründe, her yıl için EVA tahmin edilir ve bugüne indirgenir. EVA zaten sermaye ve amortisman için bir yük içerdiğinden başlangıçtaki yatırımın iskonto edilmiş gelecekteki EVA'lardan düşülmesine gerek yoktur. Sonuç, DCF yoluyla elde edilen NPV ile tamamen aynıdır. Ancak bu sürecin bazı avantajları vardır.

Nakit akımları yerine EVA'nın iskonto edilmesi birinci planda birim yöneticilerini sermaye bütçelemesinde, yıllık kar planlamasında ve günlük operasyonlarda tutarlı bir yapı kullanmalarını sağlar. İkincisi, Faaliyet birimlerinin EVA performansı anlamında bir sermaye projesinden elde edilen faydaları kolayca görmesini sağlar. Üçüncüsü, EVA sermaye maliyetini projenin ömrü boyunca yaydığından, yatırımın tüm maliyetini başlangıçta dikkate alıp daha sonra unutmak yerine bir projenin yıllık olarak eklediği değerin daha doğru bir portresini ortaya koymaktır. En önemlisi, yöneticilerin ikramiyeleri EVA'ya bağlandığında, EVA yaklaşımı yatırımın ömrü boyunca sermaye disiplini sağlamasını gerektirir. Bu yaklaşım aslında, bir belleğe sahip NPV yaklaşımı olarak da isimlendirilebilir. Bir proje pozitif EVA üretmezse, gelecekteki ikramiyelerinin tehlikede olduğunu bilen yöneticiler tahminlerini daha doğru yapacaklardır. Böylece daha doğru tahminler yapmaya zorlanacak olan yöneticiler fonlarını daha dikkatli, daha mantıklı ve daha tutumlu kullanacaklardır.

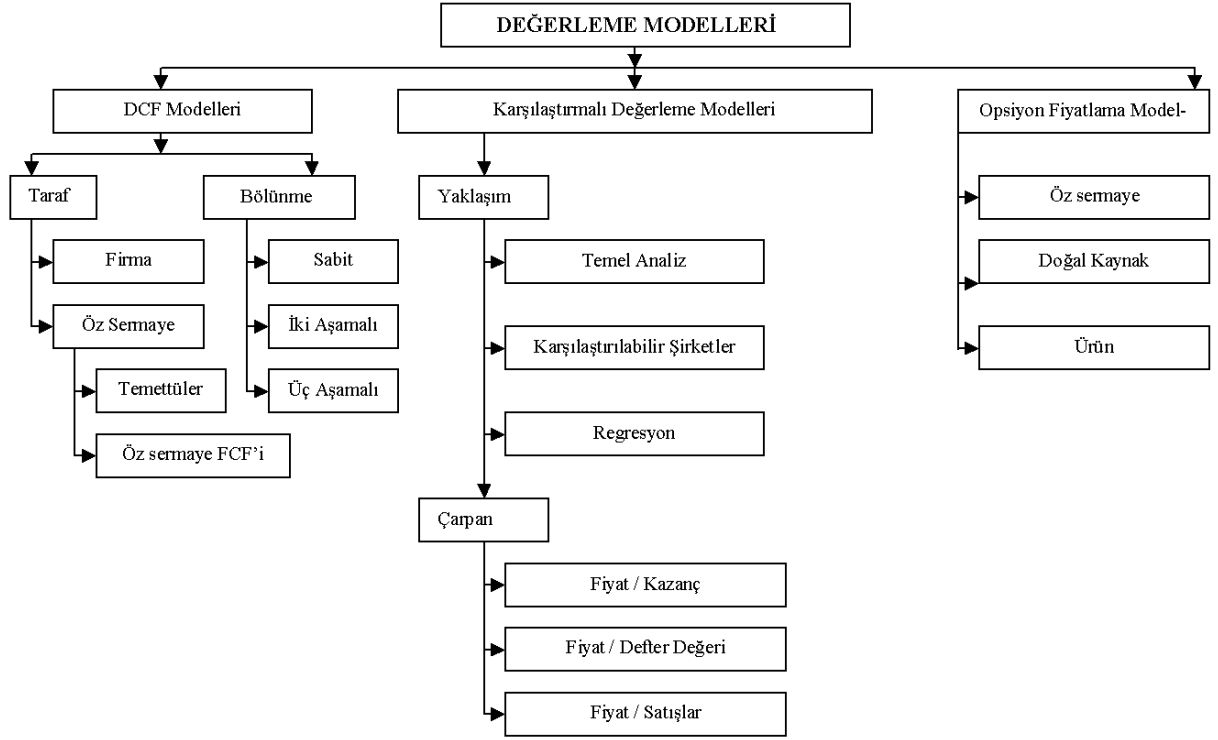
Negatif EVA'ya sahip bir şirketin sermaye maliyetlerini karşılayamadığını söylemek aslında pozitif karlara sahip olsa bile bir şirketin para kaybettiğini söylemekle aynı anlama gelir. Fakat burada dikkat edilmesi gereken, sermaye maliyetinin diğer maliyetlerden farklı olmadığıdır. Bu nedenle, negatif EVA bir faaliyet biriminin veya şirketin artık düzelmeyeceği, kapatılması veya satılması gerektiği anlamına gelmemektedir. EVA süreklilik arz eden bir ölçü olduğundan, negatif bir EVA'nın daha az negatif hale getirilmesi, pozitif bir EVA'nın daha pozitif hale getirilmesi kadar önem taşımaktadır.

EVA yalnızca şirket hissedarları için değil, aynı zamanda ekonomi için de iyi bir tahsis aracı özelliği göstermektedir. EVA sermayenin getirisi ve riski birlikte değerlendirildiğinde etkin kullanım kullanılmadığını ölçen bir ölçüdür. Pozitif EVA, faaliyet kolundaki risk dikkate alındığında sermayenin etkin kullanıldığına dair bir işarettir. Diğer taraftan, sermaye verimliliği ekonominin bütünü ve GSMH büyümesini etkileyen önemli bir faktördür. Ekonomide belirli bir sermaye stoğu bulunmakta ve her yıl bu sermaye stoğu belirli bir GSMH üretmektedir. Sermaye ne kadar verimli kullanılırsa GSMH o kadar büyük çıkacaktır. Böylece, EVA'nın pozitif olması için çaba harcamak sadece hissedarları değil, ekonomiyi de olumlu yönde etkilemektedir. Uygulamada, özellikle A.B.D.'de sermaye tahsisi, geniş anlamda fazla sermayenin orman ürünleri ve demir-çelik sektöründen alınıp, iletişim, teknoloji ve yazılım sektörüne yatırıldığı anlamına gelmektedir. Bu da bu sektördeki süratli bir gelişmeye ve ürün fiyatlarının hızla düşmesine yol açmaktadır. Dolayısıyla, gelişmiş sermaye piyasalarına sahip olmayan ülkelerde sermaye tahsisi kolay olmayacağından, örneğin orman ürünleri veya demir-çelik sektörüne yatırılan veya bu sektörlerden elde edilen fazla sermaye hiçbir zaman kolaylıkla diğer değer yaratıcı sektörlerle kaydırılmayacak ve ekonomik gelişme hiç bir zaman bu boyuta ulaşamayacaktır.

3.7. Eva ve Şirket Değerlemesi

Aswath Damodaran değerleme modellerini üç alt kategoride ele almıştır. Aşağıdaki şekilde bu modeller gösterilmektedir.

Şekil 3.7. Değerleme Modelleri



Kaynak: Investment Valuation, s.502.

Görüldüğü üzere, üç ana değerlendirme modeli vardır ve EVA yaklaşımının kullanılarak yapılan değerlendirme modelleri genel hatlarıyla DCF değerlendirme modeli çerçevesinde değerlendirilebilir.

Ampuero, Goranson ve Scott, şirket değerlemesinde kullanılan yaklaşımları ve değerlendirme ölçülerinin kullanılma sürecini tarihsel olarak aşağıdaki gibi tanımlamışlardır⁸³.

⁸³ Ampuero, M., Goranson, J. ve Scott, J., "Solving The Measurement Puzzle: How EVA and the Balanced Scorecard Fit Together", Perspectives on Business Innovation, Issue 2, s.29

Şirket Değerlemenin Tarihsel Süreci

1920'ler	1970'ler	1980'ler	1990'lar
* Du pont Modeli * ROI	*EPS *Fiyat/Kazanç Oranı	*Piyasa Değeri/Defter Değeri oranı *ROE * RONA *Nakit Akımı	*EVA *EBITDA *MVA *Balanced Scorecard *Toplam Hissedar Getirisi (TSR) *CFROI

Kaynak: Solving The Measurement Puzzle: How EVA and The Balanced Scorecard Fit Together, **Perspectives on Business Innovation**, Issue 2, s.29

EVA; faizli borç, öz sermaye ve net işletme karı gibi bilinen muhasebe kalemlerinden oluşmaktadır. Geleneksel ölçülerden ayrıldığı temel nokta öz sermaye maliyetini dikkate almasıdır. Şirket değerlemelerinde EVA, bazı küçük değişikliklerle, matematiksel olarak DCF ve NPV ile tamamen aynı sonuçları vermektedir. Bu iki ölçü de hissedar açısından uzun zaman teorik açıdan en iyi analiz araçları olarak kabul görmüşlerdir⁸⁴. Her iki ölçü de öz sermayenin fırsat maliyetini ve paranın zaman değerini dikkate almakta, muhasebe hilelerinden etkilenmemektedir. Ancak, NPV ve DCF sadece nakit akımlarına dayalı olduklarından performans değerlemesinde kullanılmaları pek doğru olmamaktadır. Oysa, EVA performans değerlemesinde tam sonuç verebilmektedir. Dolayısıyla, şirket değerlemesinde benzer sonuçlar verebilen EVA ve DCF-NPV yaklaşımları, performans değerlemesinde farklı sonuçlar vermektedir. EVA getirilerdeki yüzde değişimi değil, beklenen getiri ve riske göre fazladan elde edilen değerleri yansıtmaktadır. Bir şirketin değeri, DCF anlamında, mevcut projelerin EVA'sı ile gelecekteki projelerin EVA'sının bugünkü değerlerinin toplamından ibarettir⁸⁵. Damodaran' ın yaptığı analize göre, DCF değerlemesi, NPV ve EVA aynı sonucu vermekte ve sonuç olarak:

⁸⁴ Brealey, Richard A.ve Myers, Stewart C., Principles of Corporate Finance, Mc Graw Hill Companies Inc., 1996, ss.73-75

⁸⁵ Domadaran, Aswath, www.stem.nyu.edu/adamodar, EVA: Concept Checks.

Şirketin Değeri = Mevcut Varlıklara Yatırılan Sermaye + Mevcut Varlıkların EVA' sının Bugünkü Değeri + Yeni Projelerin EVA' sının Bugünkü Değerleri Toplamı

Olmaktadır, dolayısıyla, EVA ve DCF değerlemesi yaklaşık olarak aynı şirket değeri tahminini vermektedir. Her iki yaklaşım için olan veriler aynıdır. Zaman boyunca beklenen nakit akımları ve sermaye maliyetleri EVA'nın bugünkü değerini maksimize etmek bu anlamda şirketin değerini maksimize etmekle eş anlamlı olmaktadır. Damodoran'a göre şirketler, zaman içinde EVA'nın bugünkü değeri yerine, çoğunlukla yıldan yıla EVA'daki değişmelerle değerlendirilirler. Bu analizin bir faydası basit olması ve gelecekteki kar potansiyelini tahmin etme gereğini ortadan kaldırmasıdır.

Hisse senedi fiyatlarının gerçek değerini bulabilmek için yatırımcıların yapmış oldukları değerlendirme ne kadar önemliyse, şirket yöneticilerinin şirketle ilgili planlama yapabilmeleri için yaptıkları değerlendirme de o kadar önemlidir. Değerlemede, şirket bir bütün olarak veya ayrı ayrı faaliyet birimleri olarak dikkate alınabilir ve satın alma kararları yeniden gözden geçirilebilir.

Şirketin bir bütün olarak değerlendirilmesinde, şirketin hisse senedi fiyatının gerçeği yansıtmıyorsa yansıtmadığı, yatırımcılarla iletişim eksikliğinin söz konusu olup olmadığı, mevcut fiyatlardan sermaye artırmanın rasyonel olup olmadığı veya bir bütün olarak yeniden yapılanmanın gerekli gerekmediği ortaya konmaya çalışılır.

Faaliyet birimlerinin ayrı ayrı değerlendirilmesinde, hangi birimlerin değer yarattığı, hangi birimlerin satış için aday olduğu ve hangi birimlerin yeniden yapılanması gerektiği anlaşılmalı çalışılır. Böylece, hangi birimlerin daha etkin ve değer yaratıcı bir şekilde çalışırken, hangi birimlerin değer yitirdiği ortaya çıkarılabilir. Sermaye maliyetlerinden daha az getiri elde eden birimler, daha fazla getiri elde eden birimlerin değerini eritmektedirler.

Bu nedenle, detaylı birim analizi yapmak, verimsiz birimlerin elden çıkarılıp verimli birimlere yoğunlaşılmasını sağlayacak, bu da şirketin bir bütün olarak yarattığı değeri artıracaktır.

Satın alma sırasında yapılacak değerlendirme de, herhangi bir birim veya şirket, ana şirket tarafından satın alınırken ekonomik olarak verilebilecek fiyatın tespitinde önemli rol oynamaktadır. Bu nedenle, satın alma fiyatlaması sırasında yapılan değerlendirme şirketler açısından çok büyük önem taşımaktadır.

Şirket değerlemesinin başlangıcı aşağıdaki basit formülle ortaya konabilir:

$$V = D + E$$

V = Şirket Değeri

D = Şirket Borçlarının Piyasa Değeri

E = Şirket Öz sermayesinin Piyasa Değeri

Şirket değerleri altında dördü yönetimin kontrolü altında olan altı ana faktörden etkilenmektedir. Bunlar, gelecekteki FCF'lerin büyüklüğü, riski, büyümesi, miktarı, süresi ve finanslama yöntemidir. Bunlar şirketin toplam değerinin,

- a) ne kadarının mevcut faaliyetlerden,
 - b) ne kadarının borçla finansmanın vergisel avantajından,
 - c) ne kadarının gelecek planlarından oluştuğunu,
- göstermektedir.

3.7.1. Mevcut Faaliyetlerin Değeri

Mevcut faaliyetlerin yapmış olduğu katkıyı ölçmek için, yeni yatırımların sadece amortismanlar kadar yapıldığı farzedilir. Böylece, ilk olarak şirketin NOPAT' ının büyümesi duracak, net yeni yatırımın olmaksızın mevcut seviyesinde kalacaktır. İkinci, NOPAT bundan sonraki yıllarda borç verenlere ve ortaklara dağıtılan FCF halini alacaktır. Böylece, şirketin mevcut faaliyetlerinin değeri, cari NOPAT'in yatırımcıları üstlendikleri riske karşı kompanse edecek şekilde belirlenen bir oran (c) ile indirilmesi suretiyle bulunabilmektedir:

$$V = D + E = \frac{\text{NOPAT}}{C}$$

Örnek : Borcu olmayan bir şirkete ilişkin özet gelir tablosu aşağıdadır:

Tablo 3.7.1. Borcu Olmayan Bir Şirketin Özet Gelir Tablosu

	% 100 Öz sermaye
Net Faaliyet karı (NOP)	1,667
Faiz Gideri	-
Vergi Öncesi Kar	1,667
Vergi (%40)	<u>667</u>
Vergiden Sonra Net Kar (NPAT)	1,000

Kaynak: The Quest for Value, s.256.

Muhasebecilerin nakit giriş ve çıkışlarını gerçek zamanda kaydettikleri ve şirketin borcu olmadığı varsayıldığında NPAT'e eşit olmaktadır. Amortisman kadar yeni yatırım yapıldığı, NPAT'inin tamamının yatırımcılara dağıtıldığı ve beklenen getiri oranının %10 olduğu varsayıldığında, şirketin mevcut faaliyetlerinin toplam değeri 10.000\$ olmaktadır:

$$V = D + E = \frac{\text{NOPAT}}{C}$$

$$10.000 = D + E = \frac{1.000}{\%10}$$

Dolaşımdaki hisse senedi sayısı 1.000 adet olursa, bu durumda hisse fiyatı 10\$ olacaktır. Muhasebe esaslı değerlendirilirse; EPS 1\$ (1.000\$/1000 hisse senedi) olduğundan, P/E ise 10 olacaktır:

$$\text{Hisse Fiyatı} = \text{EPS} \times \text{P/E}$$

$$10\$ = 1\$ \times 10$$

3.7.2. Borçla Finansmanın Vergi Avantajı

Faiz ödemelerinin vergi matrahından indirilmesi olanağı, vergi avantajı sağlar. Örnek: Yukarıdaki örnekte borcu olmayan şirketlerin %6 faiz oranıyla 5.000\$ borç alıp, hisse senetlerini geri satın aldığı (hisse başına 10\$'dan 500 adet hisse senedi) varsayıldığında özet gelir tablosu oluşacaktır:

Tablo 3.7.2.1. Borçla Finansmanın Vergi Avantajı

	% 100 Öz sermaye	%50-%50 Borç/Özsermaye Oranı
Net Faaliyet Karı (NOP)	1,667	1,667
Faiz Gideri	-	300
Vergi Öncesi Kar	1,667	1,367
Vergi (%40)	667	547
Vergiden Sonra Net Kar(NPAT)	1,000	820

Kaynak: *The Quest for Value*, s.259.

NOPAT değişmeyecek ve 1.000\$ olarak kalacaktır zira NOPAT faaliyetlerinden elde edilen kar demektir ve borçlanmadan etkilenmemektedir. Böylece, finansal yeniden yapılanmanın mevcut faaliyetlerin karlılığı (veya riski) üzerinde bir etkisi olmadığı görülmektedir. Her iki durumda da faaliyetler ve faaliyet karları benzer olarak varsayıldığından, NOPAT'ın aynı olması gerekmektedir.

NOPAT' i hesaplamak için, 820\$ olan NPAT'ye 180\$ ($300 \times (1-\text{vergi oranı})$) eklenir.

Tüm şirketin değerini ortaya koyabilmek için borç verenler ve ortaklara yapılan tüm gelirlerin birleştirilmesi gerekmektedir. Bu iki tür gelirin toplamına şirketin toplam getirisi adı verilir. Bu durumda borçlanan şirketin toplam getirisi 1.120\$ ($820+300$), borçlanmayan şirketin getirisi ise 1.000\$ olduğundan borçlu şirketin toplam değerinin borçlanmayan şirketin toplam değerinden fazla olması gerekmektedir. Aradaki 120\$'lık fark borçlanma sayesinde az vergi ödemekten kaynaklanmaktadır. Borçlanma bir şirketin faaliyet karlarının tamamen vergilendirilmesini önleyerek değer yaratmış olmaktadır.

Tanınm gereği, toplam getirinin kaynakları ve kullanımları birbirine eşit olması gerektiğinden:

Tablo 3.7.2.2. Kaynaklar ve Kullanımlar

Kaynaklar	Kullanımlar
Toplam Getiri = NOPAT + Vergi Avantajı	Toplam Getiri = Borç Verenlere+Ortaklara
1.120\$ = 1.000\$ + 120\$	1.120\$ = 300\$+ 820\$

Kaynak: *The Quest for Value*, s.260.

120\$'lık vergi avantajı, şirket 300\$'lık net faaliyet karı elde ettiği müddetçe devam edecektir. Bu nedenle, 120\$'lık avantajın da kendine özgü riskini yansıtan (NOPAT' in içindeki riskten daha az bir risk) bir oranda kapatılmalı olması gerekmektedir. Bu oran da borçlara karşılık ödenen %6 faiz oranıdır (b).

Bu durumda:

$$V = D + E = \frac{\text{NOPAT}}{c} + \frac{\text{Vergi Avantajı}}{b}$$
$$= D + E = \frac{1.000}{\%100} + \frac{120}{\%6}$$

$$12.000 = D + E = 10.000 + 2.000$$

2.000\$ borçlanma nedeniyle oluşan vergi avantajının sonsuza dek devam edeceği varsayımıyla ortaya çıkan avantajın bugünkü değeri olmaktadır. 5.000\$'lık nakit akımının borç ödeme için borç verenlere ödendiği varsayıldığında ortaklara verilebilecek nakit akımı 7.000\$ olacaktır (12.000-5.000). Dolaşımda 500 hisse senedi olduğundan hisse senedinin değeri 14\$ olacaktır. Bu daha önceki 10\$'ın %40 fazlası demektir.

Stewart; borçlanma arttıkça risk de artacağından borçlanma maliyeti (b) ve öz sermaye maliyeti (y)'nin artacağını, ancak yeni borçlanma maliyetinin yerine geçtiği öz sermaye maliyeti ile karşılaştırılması gerektiğini savunmaktadır. Zira bu durumda yeni borçlanma maliyeti ne kadar yüksek olursa olsun, vergi avantajı nedeniyle, yerine geçtiği öz sermaye maliyetinden daha az olacağını ileri sürmektedir. Yazar, (c)'nin değişmeyeceğini zira (c)' nin yatırımcıların NOPAT'ini doğru tahmin edebilmek için karşılaştıkları zorluklar karşılığında talep ettikleri bir getiri oranı olduğunu ve NOPAT' in borçlanma oranından etkilenmeyeceğini belirtmektedir. (c) faaliyet ne şekilde finanse edilirse edilsin, sadece işin riskini yansıtmaktadır. Öte yandan, (y) borçlanma ile birlikte artacaktır. Bunu daha iyi ortaya koyabilmek için borçlanma sonucu P/E oranının ne şekilde değiştiği incelenmelidir.

Yukarıda da belirtildiği üzere, borcu olmayan örnek şirketin P/E oranı 10' du. Borçlanma sonucu hisse fiyatı 14\$'a çıkacak ancak EPS 1.64\$' a (820\$/500 hisse senedi) yükselecektir. Böylelikle EPS artışı hisse fiyatı artışından daha yüksek olacak ve formül gereği P/E oranı düşecektir.

$$\text{Hisse Fiyatı} = \text{EPS} \times \text{P/E}$$

$$14\$ = 1.64\$ \times 8.5$$

P/E oranındaki azalmanın nedeni ortakların riskinin artması sonucu getiri beklentilerinin yükselmesidir. P/E oranının tersi, getiri beklentisini yansıtır. Bir diğer deyişle, bir şirketin olağanüstü büyüme fırsatları yoksa, belirli bir seviye istikrarlı gelir elde ediyorsa ve olağan üstü kar ve zarar elde etmiyorsa P/E oranının tersi, ortakların yatırımlarından elde etmeyi bekledikleri getiri oranını göstermektedir (Örneğin öz sermaye maliyeti (y)). Borcu olmayan şirkette ortaklar hisselerine ödedikleri fiyattan %10 getiri elde etmeyi ummaktadırlar:

$$\text{Getiri} = \frac{\text{EPS}}{P} = \frac{1}{P/E}$$

$$\%10 = \frac{1\$}{10\$} = \frac{1}{10}$$

Bu arada getiri (c)' ye eşittir zira borç olmadığı zaman hissedarlarca talep edilen getiri oranı yapılan faaliyetin riskini kompanse etmek içindir.

Borç olduğu zaman ise; getiri %11.7' ye (1/8.5) eşit olacaktır:

$$\%11.7 = \frac{1.64\$}{14\$} = \frac{1}{8.5}$$

3.7.3. Özsermaye Maliyeti'ndeki Finansal Risk Primi

Borçlanma sonucu yatırımcılar, faaliyet riskinden oluşan mevcut sermaye maliyetine, finansal risk primi (Financial risk Premium (FRP)) ekleyeceklerinden öz sermaye maliyeti artacaktır:

$$Y = c + \text{FRP}$$

$$\%11.7 = \%10 + \%1.7$$

FRP aşağıdaki şekilde de hesaplanabilmektedir.

$$\text{FRP} = (1-t) (c-b) (D/E)$$

$$1.7\% = (\%60) (\%4) (5.000\$/7.000\$)$$

Bu aşamada değerlemenin ekonomik modeli biraz daha değişecektir:

$$V = D + E = \frac{\text{NOPAT}}{c} + tD$$

$$= D + E = \frac{1.000}{\%10} + \%40 \times 5.000\$$$

$$12.000 = D + E = 10.000 + 2.000$$

3.7.4. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (WACC)

Borçla finansmanın vergi avantajını ortaya koyabilmek için (tD) WACC hesaplamasına dahil edilir ve faaliyet riskini yansıtan (c) yerine (c*) kullanılırsa;

$$V = D + E = \frac{\text{NOPAT}}{c^*}$$

$$12.000 = D + E = \frac{1.000}{\%8.33}$$

olacaktır. Böylece vergi avantajı WACC'da %1.66 kadar bir azalma meydana getirilmiştir.

Borçlanmanın oluşturduğu vergi avantajı sayesinde şirket toplam sermayesine daha az toplam getiri (%8.33) elde edebilir. Şirketin NOPAT'ini faiz ödemelerini karşılayabildiği gibi hissedarlara da %11.7'lik bir getiri sağlayabilmektedir. %11.7'lik öz sermaye getirisi hissedarların katlandıkları faaliyet ve finansman risklerini kompanse edecek kadar yüksektir. Bu durumda, aynı sermaye yapısı ile finanse edilmek şartıyla, şirketin projeleri kabul etmesi için %8.33 veya üstünde bir getiri sağlamaları gerekecektir.

WACC başka bir formülle aşağıdaki gibi de ifade edilebilir:

$$c^* = c \left(1 - \frac{tD}{TC}\right)$$

$$\%8.33 = \%10 \left(1 - \frac{2.000\$}{12.000\$}\right)$$

Bu formülün ortaya çıkardığı gerçek değer yaratılmasının nedeninin borçlanma maliyetinin öz sermaye maliyetinden daha az olması değil, faiz giderlerinin vergiden indirilebilir olmasıdır.

Ufak bir değişiklik sonrasında formül daha anlamlı hale gelebilir:

$$C^* = c \left(1 - \frac{D}{TC}\right)$$

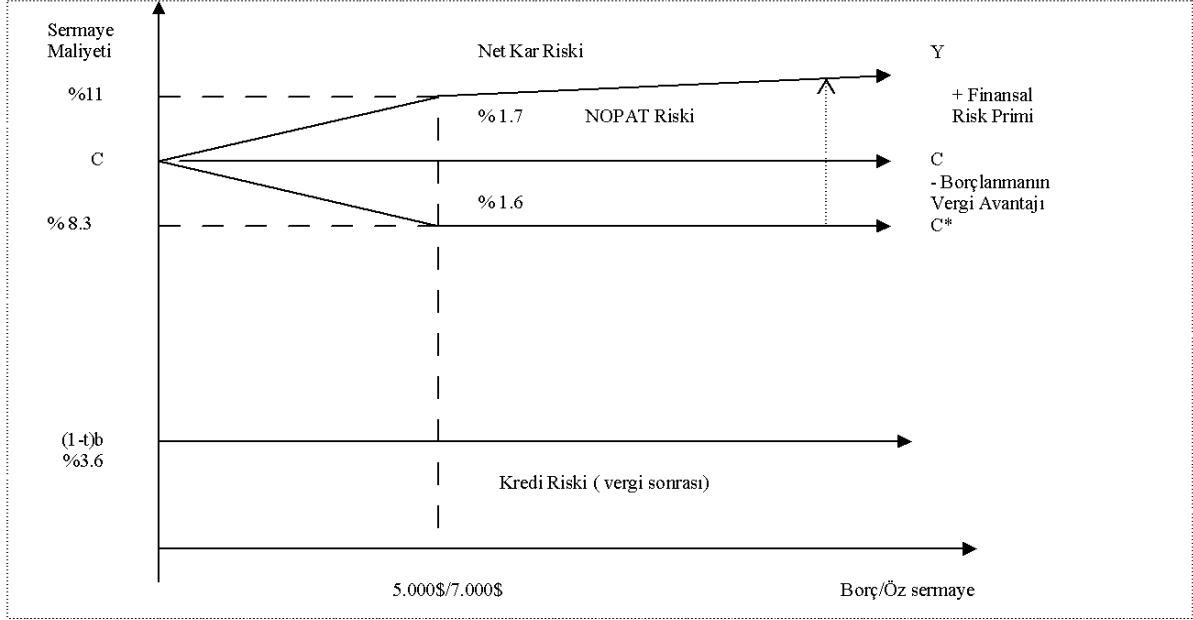
Bu formül, şirketlerin yeni projeleri değerlendirilirken dikkate alacakları getiri oranını belirleyen iki ana faktörü ortaya koymaktadır.

1. İş için alınan risk (c)
2. Hedef borçlanma oranının toplam sermayeye oranı şeklinde (D/TC) ifade edilen,

borçlanmanın yarattığı vergi avantajı

Bu çerçevede, dört sermaye maliyetini birlikte gösteren grafik aşağıda yer almaktadır:

Grafik 3.7.4: Sermaye Maliyetleri Grafiği



Kaynak: *The Quest for Value*, s.281.

(c) NOPAT riskini yansıtırken, (y) net kar riskini, (1-t) b kredi riskini ve (c*) WACC' yansıtmaktadır. Bu dört sermaye maliyetinden en önemlisi (c*)' dır. Zira, faaliyet nakit akımlarını bugünkü değere indirgeyen, yeni yatırım projelerinin sağlamak zorunda olduğu minimum getiri oranını gösteren ve toplam sermaye üzerinden elde edilen getirinin yeterli olup olmadığını ortaya çıkaran gösterge (c*)'dır.

Herhangi bir şirketin sermaye maliyetini hangi unsurların belirlediğini bulmanın belki de en kolay yolu onu üç temel bileşene bölmektir. Birinci, devlet tahvilinin faiz oranı ile belirlenen risksiz faiz oranıdır. Risksiz faiz oranı; sermayenin kıt olduğu, sermayeyi sağlayan kişi ve onu tamamıyla geri alacağından emin olsa bile kullanımı halinde minimum bir zaman değeri taşıdığını göstermektedir. Sermaye maliyetinin ikinci bileşeni faaliyet riskini tazmin etmesi açısından risksiz faiz oranına eklenen primdir. Faaliyet riski şirketin içinde bulunduğu sektördeki belirsizlik seviyesine göre değişiklik gösterir. Üçüncü bileşen ise; şirketlerin vergilenebilir karlarından düşebildikleri faiz ödemelerinden elde ettikleri tasarruf (borçlanmanın vergi avantajı) yansıtılacak şekilde

sermaye maliyetinde yapılan indirimdir. A.B.D.'de birçok şirket için üç bileşenin toplamı devlet tahvili faiz oranının 1 ile 7 puan üzerindedir. Stern Stewart, farklı özelliklere sahip, dolayısıyla farklı sermaye maliyetleri olan farklı faaliyet birimlerinden oluşsalar da, bir şirketin sermaye maliyeti olarak tek bir oranı kullanmaktadır. Bunun nedeni ise basitlik, kolaylık ve zaman tasarrufudur.

3.7.5. Gelecekle İlgili Planların Değeri

Mevcut faaliyetlerin değeri ve borçlanmanın vergi avantajı dikkate alındıktan sonra, bir şirketin gerçek değerinin bulunabilmesi için gelecekteki projelerin değerlerinin de formüle katılması gerekmektedir.

Örnek: Bir şirketin %25 nakit akımı getiri oranı (r) elde edebilecek 1.000\$ maliyetli bir projeye başladığını varsayalım ve şirketin yatırımcılarının benzer şekilde riskli hisse senedi ve sabit getirili araçlardan oluşan bir portföyden ise %10 toplam getiri (c^*) kazanabileceklerini düşünelim. Refah endeksi iki yatırım alternatiflerinin getiri oranlarının bileşiğe baliğ edilmesi sonucu hesaplanır:

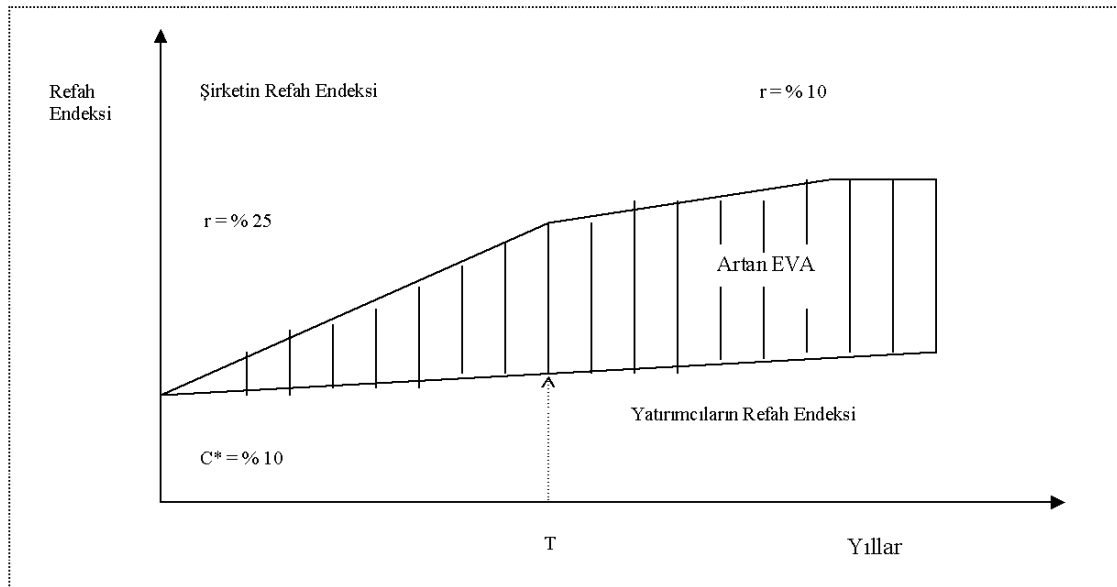
Tablo 3.7.5. Yıllara Göre Refah Endeksi

Yıllara göre Refah Endeksi			
	1	2	3
Şirket: 1.000\$ ($r = \%25$)	1.250	1.563	1.953
Piyasa: 1.000\$ ($c^* = \%10$)	<u>1.100</u>	<u>1.210</u>	<u>1.331</u>
EVA	150	353	622

Kaynak: *The Quest for Value*, s.286.

EVA refah artış oranlarındaki farklılıktan oluşmaktadır ve yönetimin rakiplerinden daha verimli şekilde çalışmasının ve yeni yatırılan sermayeye değer eklemesinin ölçüsüdür. Böylece, tüm yeni yatırımların EVA'sının bugünkü değeri değerlendirme modelindeki üçüncü unsuru ortaya çıkarmaktadır. Tabloda yer alan bu ilişki aşağıdaki gibi grafikte de gösterilebilir:

Grafik 3.7.5: Refah Endeksi Grafiği



Kaynak: The Quest for Value, s.287.

Grafikte de görüldüğü üzere; EVA, T zamanına kadar büyümeye devam edecektir. T sonrasında ise artan rekabet nedeniyle, r ve C^* nin birbirine eşit olduğu projeler söz konusu olacaktır. Böylece, şirketin ömrü boyunca oluşan aradaki farkın bugünkü değeri, değerlemedeki üçüncü terimi oluşturmaktadır:

(1)	(2)	(3)
Mevcut Faaliyetler	Borçlanmanın Vergi Avantajı	Gelecek Projeler

$$V = D + E = \frac{\text{NOPAT}}{c} + tD + \frac{I(r-c^*)T}{c^*(1+c^*)}$$

P/E oranı büyük olan şirketlerde beklenti üçüncü terimin değere katkısının diğer iki teriminden daha fazla olacağıdır. Burada umulan, şirketin gelecekte yüksek getirili projelere yatırım yapacak olmasıdır. Bu nedenle, mevcut karlarına kıyasla hisse senedi fiyatının çok yükselmesi üçüncü terimin etkisiyle olmaktadır.

Gelecek projelerinin değeri yüksek olmazsa, diğer terimler değerlemede önemli hale gelir. Böyle şirketlerin P/E oranı WACC (c^*)'ın 1'e bölünmesiyle elde edilmektedir. Bu nedenle P/E oranı bu şekilde hesaplanan P/E oranından büyükse piyasa, şirketin gelecekte değer katan projelere yatırım yapacağı beklentisinde demektir.

A.B.D.'de 11 bilgisayar üreticisinin 1970-1988 yılları arasındaki P/E oranları üzerinde yapılan çalışmada, P/E oranlarının gittikçe düşmekte olduğu görülmüş ve P/E oranının bağımlı değişken, bir önceki yılın P/E oranının ise bağımsız değişken olarak yer aldığı bir regresyon çalışması yapılmıştır:

$$\begin{aligned} P/E_{(t)} &= a + b \times P/E_{(t-1)} \\ P/E_{(t)} &= 0.31 + 0.80 \times P/E_{(t-1)} \\ (R^2 &= \%56 \text{ ve } t\text{-istatistiği} = 4.54) \end{aligned}$$

0.80 beta katsayısı, sektör P/E oranının bir önceki yılın %80'i kadar olduğunu, dolayısıyla sermaye maliyetinden daha fazla kazanma ihtimalinin azaldığı bir noktaya doğru rekabetçi dengenin oluşmakta olduğunu göstermektedir.

Piyasa bir şirketin asıl işinde sonsuza kadar büyüyeceğini ön görmekte ise, bu durumda sorulması gereken soru, karlılığın ne kadar devam edeceği değil, şirketin olağanüstü karlılığını sürdürürken ne kadar hızlı büyüyeceği sorusudur. Bu durumda değerlendirme modelindeki üçüncü terim değişecektir.

$$V = D + E = \frac{\text{(1) Mevcut Faaliyetler NOPAT}}{c} + \text{(2) Borçlanmanın Vergi Avantajı } tD + \frac{\text{(3) Gelecek Projeler } I(r-c^*)}{(c^*-g)(1+c^*)}$$

Değerleme modeli, şirketin gerçek değerinin belirlenmesi açısından altı önemli faktörün etkileşim içinde olduğunu ortaya kaymaktadır. Bunların dördü yönetim tarafından kontrol edilebilir niteliktedir. Bunlar NOPAT, (tD), (I) ve (r)' dir.

Bu durumda, değer artırımını için yönetim; mevcut sermayenin getiri oranını yükseltmek, halihazırdaki borçlanmadan daha fazla borçlanarak hedef sermaye yapısını değiştirmek, sermaye maliyetinden daha çok kazandıran işlere (NPV'si pozitif yatırımlar) ek sermaye yatırmak ve sermaye maliyetinden daha az getiri getiren işlerden sermayeyi çekmek durumundadır. Görüleceği üzere bunlardan üçü zaten EVA'nın artırılması için yapılması gerekli şartlardır.

Yönetimin kontrolü dışındaki faktörler ise (r) ve (t)' dir.

3.7.6. Değerleme Yaklaşımları

Stewart' a göre; bir şirketin performansını değerleyebilecek başlıca üç benzer metod vardır. Bunlar, Value-driver, DCF ve EVA modelleridir.

Value-Driver Modeli:

şirket değerleri aslında dördü yönetimin kontrolü altında olan altı ana faktördü etkilenmektedir. Bunlar, gelecekteki FCF'lerin büyüklüğü, riski, büyümesi, miktarı, süresi ve finanslama yöntemidir. Bunlar şirketin toplam değerinin, ne kadarının mevcut faaliyetlerden, ne kadarının borçla finansmanın vergisel avantajından ne kadarının gelecek planlardan oluştuğunu göstermektedirler. Value Driver modeli sermaye yapısının ve sermaye maliyetinin önemini diğer iki modelden daha iyi ortaya koymaktadır; ancak normalleştirilmiş değerler için sabit büyüme ve sabit getiri varsayımı yaptığı ve nakit akımlarını indirgemedi matematiksel işlemleri gereğinden fazla basitleştirdiği için pratik bir değerleme metodu olmaktan uzaktır.

Diğer iki model, teoride Value-Driver modeline benzer olsalar da, spesifik yıl tahminlerini değer tahminine çevirme avantajlarına sahiptirler.

DCF Modeli:

Yukarıdaki bölümlerde de detaylı olarak açıklandığı üzere; bir şirketin faaliyet FCF'leri şirketin tüm hayatı boyunca tahmin edilir ve riski yansıtan bir orandan bugünkü değer indirgenir.

EVA Modeli:

Belirli bir tahmin döneminde DCF'in elde ettiği sonuca ulaşırsa da EVA'nın avantajı; tahmin dönemindeki yıllar içinde kullanılan sermayeye her yıl ne kadar değer eklendiğini göstermektedir. Ayrıca, sonralardan gerçekleşen faaliyet performansının değerlendirilebileceği şekilde, beklenen sermaye bütçelemesi ve stratejik yatırım kararlarını birbirine anlaşılır şekilde bağlayan en iyi yöntem olmasıdır.

FCF bir şirketini faaliyetlerinden elde ettiği nakit akımlarından, büyüme için yatırdığı nakit düşüldükten sonra kalan kısmıdır. Bu çerçevede şirket değeri:

$$\text{Değer} = \text{Gelecekteki FCF'lerin Bugünkü Değeri}$$

şeklinde hesaplanabilmektedir.

Şirketin nakit akım tablosu kalemleri arasındaki kurulan ilişki sonucu:

$$\text{NOPAT} = \text{Satışlar} - \text{Faaliyet Giderleri} - \text{Vergiler}$$

$$\text{FCF} = \text{NOPAT} - \text{İşletme Sermayesindeki Artış} - \text{Sabit Sermaye Harcamaları}$$

olacaktır.

İşletme sermayesi ve sabit varlık harcamalarının ikisine birden, yatırım (I) adı verilebilir. Kullanılan sermayede dönemden döneme oluşan değişimler dikkate alınarak (I) hesaplanır. Bu durumda faaliyet FCF formülü:

$$\text{NOPAT} = \text{NOPAT} - I$$

şeklinde olacaktır.

Uygulamada, NOPAT ve I amortisman hariç olarak hesaplanmaktadır. Amortismanı çıkarmak NOPAT'ı sürdürülebilir duruma getirir ve (I), sermaye bakım gerekliliklerinin üzerindeki harcamaları gösterir hale gelir.

Finansman FCF'i ise:

$$\text{FCF} = \text{Faiz Gideri} - \text{Yeni Borç} + \text{Temettüler} - \text{Yeni Öz sermaye} - \text{Faiz Geliri} \\ + \text{Yeni Pazarlanabilir Menkul Kıymetler}$$

halini alacaktır. Pratikte sonsuza kadar olduğu varsayılan şirket ömrü yerine, gelecekte belirli bir tarihin (T) olarak seçilmesi FCF modelinin etkinliği için gerekli şartlardan biridir. Böylece, şirket yatırım yapılabilecek çekici yatırım fırsatlarını tükettiğinde, ek yatırım şirketin büyüklüğünü artıracak ama hisse başına düşen değerinde bir değişikliğe yol açmayacaktır. Bu durumda, yeni yatırım ihmal edilebilir olacaktır. NOPAT'ın büyümesi duracak, FCF NOPAT e eşit olacak ve tüm sermaye hissedarlara dağıtılabilir yıllık nakit ödeme halini alacaktır. Böylece, (T) sonrasında, bir şirketin FCF'lerinin değeri, NOPAT gelirinin (T+1)'den itibaren kapatilize edilip, bugüne indirgenmesi ile aynı olacaktır.

Stewart kitabında, EVA değerlendirme yöntemini diğer yöntemlere tercih etme nedenleri arasında EVA'nın; sermaye tahsisi ve yönetimi yoluyla ne kadar değer yarattığını ve yaratılacağını veya yok edebileceğini göstermesi olduğunu belirtmiştir. Yazara göre tüm şirketler aslında sermaye tahsisi ve yönetimi işi yaptıklarından, EVA değerlendirme yönteminin diğer iki yönteme karşı belirgin bir üstünlüğü vardır. Bu çerçevede:

Piyasa Değeri = Sermaye + Gelecekteki Tüm EVA'ların Bugünkü Değeri olmaktadır.

EVA yaklaşımı aslında FCF indirgenmesi prosedürüyle tamamen benzeşmektedir. Ancak bu model FCF'nin mevcut seviyesinin değil niteliğinin önemli olduğunu vurgulamaktadır.

4. PİYASA KATMA DEĞER (MVA)

Yukarıdaki bölümde açıklandığı gibi, EVA hissedarların refahındaki değişmeyi ölçmeye çalışan bir göstergedir. Teoriye göre, sermaye maliyetinden daha fazla bir getiri elde etmek şirketin değerini artırırken daha az getiri elde etmek ise, değeri azaltmaktadır. Borsada işlem gören şirketler için Stewart bir şirketin hissedarları için değer yaratıp yaratmadığını gösteren bir ölçü daha tanımlanmıştır. Buna göre, eğer bir şirketin toplam piyasa değeri şirkete yatırılan sermayeden daha fazla ise, şirket değer yaratmış demektir. Eğer tersi olmuşsa şirket değer yok etmiş sayılır. Stewart şirketin piyasa değeri ile defter değeri arasındaki farka MVA adını vermiştir.

4.1. MVA'nın Tanımı

MVA, İngilizcedeki "Market Value Added" kelimelerinin baş harflerinden oluşan Türkçe finans literatürüne "Piyasa Katma Değeri" olarak girmiş bir terimdir. Ancak terimin bu Türkçe açıklaması yerine İngilizce kısaltması daha çok kullanım alanı bulmaktadır. MVA göstergesi Stern Stewart tarafından bir şirketin başarısını veya başarısızlığını en iyi şekilde ifade eden bir ölçüt olarak görülmektedir⁸⁶. MVA'nın temel tanımını ki bu tanım ileri başlıklarda MVA'nın oluşumu olarak da karşımıza çıkacaktır, şirketin toplam piyasa değeri ile yatırımcıların karşıladığı toplam sermaye arasındaki farktır. Burada toplam piyasa değerinden kasıt borcun defter değeri ile sermayenin piyasa değeri toplamı iken, yatırımcıların karşıladığı sermaye ise borcun defter değeri ile sermayenin defter değerinin toplamı olarak görülmektedir⁸⁷.

⁸⁶ Walbert, L., 1993, America's Best Wealth Creators, Fortune, ss. 64-76

⁸⁷ Yook, K.C., McCabe, G.M., MVA and the cross-section of expected stock returns, Journal of Portfolio Management, 27(3), 75-88

Bu yönde Financial Times tarafından yapılmış diğer bir tanım ise MVA'nın şirket karının defter değeri ve sermayenin defter değerinin ROE ile çarpımının farkı olmasıdır⁸⁸. Bir başka tanım da De Wet'in öne sürdüğü toplam piyasa değeri ile ekonomik sermaye arasındaki fark olarak söylenebilir.

MVA'nın diğer çok kullanılan tanımı ise MVA'nın şirketin ömrü boyunca paydaşlar için yaratılan değer bugüne yansımaları olduğudur. Bu MVA'nın EVA göstergesinin gelecek değerlerinin bugünkü değeri olarak da yorumlanabilir⁸⁹. Bu tanım De Wet tarafından da MVA basit olarak şirketin gelecekte meydana getirmesinin beklediği EVA değerlerinin bugünkü değerleridir şeklinde desteklenmektedir.

Bu aşamada tanımlanması gereken bir kavram da Δ MVA, yani MVA göstergesindeki değişimdir. Literatürde birçok araştırmacı MVA göstergesinin yanı sıra bu göstergedeki değişimi de ele almaktadır. Δ MVA bu dönem yaratılan değerden bir önceki dönemi çıkarması itibarıyla, bir periyotta şirketin yarattığı veya yok ettiği hissedar varlığını ölçmektedir⁹⁰.

⁸⁸ Financial Times.London (UK): Jun 16,2006 Anew Formula for value-creation Traditional methods of calculating shareholder value creation are inadequate because they rely on historical data and, thus, fail to take into account a crucial factor: the expectations of investors, pg. 1.

⁸⁹ Keef, S., Roush, M., 2002, Does MVA measure up?, Financial Management, ss. 20-21

⁹⁰ Stewart, op. cit., s.215

4.2. MVA'nın Oluşumu

Gapenski, yatırımcıların sahip sıfatı taşıdığı şirketlerin temel amacını hissedarların varlıklarını maksimize etmek olarak açıklamaktadır. Ancak hissedar çıkarlarını maksimize etme yaklaşımı yaygın olarak kabul görse de finans yöneticilerinin dikkat etmesi gereken nokta, hissedarların çıkarlarının maksimizasyonunun çoğu zaman organizasyonun toplam market değerini maksimize etme amacı ile uyuşmadığıdır. Bir organizasyonun market değeri organizasyona elden geldiğince sermaye yatırılması ile artırılabilir. Bu yaklaşım organizasyon büyüklüğünü arttırarak yönetici çıkarlarını karşılamakta, yatırımcıların çıkarları ile ise uyuşmamaktadır. Bunun nedeni bu yaklaşımın yatırımcıların fırsat maliyetlerini yani yatırımlarından belli bir getiri oranı elde etmeleri gerekliliğini göz ardı etmesidir. Yatırımcı çıkarlarını gözmetmeyen bu yaklaşım nedeniyle toplam market değeri yerine getirilebilecek bir ölçüt gerekliliği anlaşılmıştır.

EVA ve MVA gibi “katma değer” ölçütleri 1980’lerde alternatif bir performans ölçütü olarak formüle edilmişlerdir. Bununla beraber 1990’ların başında MVA tüm finansal performans ölçümü ile ilgili gereksinimlerin bir çözümü olarak görülmüştür. Tüm bunların yanında MVA’nın performans ölçütü olarak ortaya çıkışı Stern Stewart’ın temel muhasebe terimlerinin daha farklı bir yönde kullanılarak şirketin finansal performansını ölçmek istemesiyle başlamıştır.

İlerleyen dönemlerde bu düşüncelerle birlikte EVA ve MVA’nın (yani katma değer ölçütlerinin) hisse senedi değeri ve gelecek sermaye dönüşlerinin olası göstergesi olduğu düşünülmüş ve yatırım alanında kullanımları popülerlik kazanmıştır .

MVA’nın formülasyonu ise temelde aynı ise bile birçok kaynakta farklı şekilde gösterilmektedir. Aşağıda belirtilmiş bu formüllerden en uygun olanı projede kullanılmak üzere seçilecektir.

$$MVA = \text{Toplam Piyasa Değeri} - \text{Mevcut Özsermaye} \quad (4.1)$$

$$MVA = \text{Şirketin Piyasa Değeri} - \text{Ekonomik Sermaye} \quad (4.2)$$

Yukarıda bahsedilen “Mevcut Piyasa Değeri” ve Ekonomik Özsermaye” ile ilgili formüller aşağıda görüldüğü gibidir.

$$\text{Toplam Piyasa Değeri} = \text{Borcun Defter Değ.} - \text{Sermayenin Piyasa Değ.} \quad (4.3)$$

$$\text{Mevcut Özsermaye} = \text{Borcun Defter Değ.} - \text{Sermayenin Defter Değ.} \quad (4.4)$$

Yukarıdaki tüm formüllerle birlikte MVA ölçütünün EVA yardımıyla hesaplandığı bir formülde kaynaklar arasında mevcuttur.

$$MVA = \text{Gelecekteki tüm EVA'ların Bugünkü Net Değeri} \quad (4.5)$$

$$MVA = \text{EVA} / c^* \quad (4.6)$$

Burada c^* ile gösterilen terim önceden de bahsedildiği gibi İngilizce finans literatüründe WACC olarak bilinen Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti'dir.

4.3. MVA'nın Uygulama Alanları

MVA, işletmenin, özsermaye sahiplerinden ve borç verenlerden sağladığı sermayeye bir prim ilavesini gerçekleştirip gerçekleştirmediğini ölçer ve yatırılan sermayenin kullanım etkinliğinin değerlendirilmesine olanak sağlar. Geçmişe yönelik işletme performansının değerlendirilmesine ve geleceğe yönelik işletme performansının tahminine olanak sağladığı için kümülatif bir ölçü oluşturur. Kaynakların geneline bakıldığında MVA genel anlamda bir performans göstergesi olarak kullanılmaktadır. G. Bennett Stewart yazmış olduğu kitabında (“The Quest for Value”) MVA'yı maksimize etmenin hissedarlarının varlıkları ile ilgilenen bir şirketin ilk amacı olması gerekliliğini vurgulamıştır. Bununla birlikte MVA'nın literatürde yer bulan diğer kullanım alanları aşağıdaki gibidir.

4.4. MVA ve Hisse Senedi Değeri Arasındaki İlişki

Yukarıda da belirtildiği gibi temel anlamda MVA bir performans göstergesi olarak kabul görmüştür. Bu konuda yapılan araştırmalar ise genel anlamda şirketin MVA'sı yardımıyla hisse senedi fiyatlarının performansının ölçülmesidir. Bu konuda yapılan araştırmalar genel olarak EVA'yı da kapsasa da MVA hakkında da çeşitli fikirler ortaya atılmıştır. Örneğin, Lehn ve Makhija'nın 241 şirketle yaptığı araştırma sonucunda MVA ile hisse senedi performansı arasında, önceden EVA ve hisse senedi performansında bahsedildiği gibi, yüksek derecede bir korelasyon bulunmuştur. Bununla beraber, MVA'nın hisse senedi fiyatlarına olan geleceğe dönük bakışı sayesinde MVA'nın kesitsel hisse senedi dönüşlerinin açıklanmasında kullanılabileceği düşünülmektedir .

Burada bahsedilebilecek diğer bir konu ise MVA'nın hisse senedi getirisini nasıl etkilediğidir. Bu durumun üç temel açıklaması vardır. Bunlar;

- 1- MVA, beta katsayısının içermediği riskleri içermektedir
- 2- Düşük MVA firmanın geçmişte yaptığı yatırımların yetersiz olduğunu göstermektedir, ancak bu durum gelecek için bakıldığında daha iyi sonuçlar verebilir.
- 3- Düşük MVA, hatalı fiyatlandırmanın bir sonucudur ve piyasa firmayı olduğundan daha düşük bir seviyede değerlemektedir.

Tüm bunlara bakıldığında düşük MVA'ya sahip bir firmanın hisse senetlerinin gelecekteki getirisinin yüksek MVA'ya sahip bir firmaninkinden daha yüksek olacağı öngörülebilmektedir. Bu durumda düşük MVA ile hisse senedi getirisi arasında negatif bir ilişki olduğu söylenebilmektedir .

Ek olarak HMVA (hisse başına MVA) ile yapılan başka bir araştırmada; HMVA'nın hisse senedi getirilerini açıklama gücü diğer temel muhasebe ölçütlerine göre daha yüksek çıkmıştır. Bunun temel nedeni olarak da HMVA'nın en önemli bileşenin hisse senedi fiyatları oluşu gösterilmiştir. Araştırma ile ilgili kurulan model aşağıda görülmektedir.

$$HSG = \beta_0 + \beta_1 HEVA1 + \beta_2 HEVA2 + \beta_3 HMVA \quad (4.7)$$

Modelin zm sonucunda; HMVA'nın hisse senedi getirilerini açıklama gücünün yüksek olduğu (p = 0,000 ve R² = 0,064) görülmüştür. Modeldeki tüm değişkenler arasından hisse senedi getirilerini açıklama gücü en yüksek olan değişken en önemli bileşeni hisse senedi fiyatı olan HMVA olarak bulunmuştur.

MVA ve hisse senedi değerleri arasındaki ilişkiye bakıldığında yukarıda belirlen görüşlerin tersi görüşler de bulunmaktadırdır. Bunlardan bir tanesi Keef ve Roush'ın yaptığı bir araştırmanın sonucudur. Araştırmaya göre hisse senedi fiyatları ekonomik defter değerlerinden daha istikrarsızdır ve sonuç olarak bu fiyatlar MVA ile açıklanamazlar.

4.5. Finansal Gösterge Olarak MVA ve Klasik Göstergelerle Olan İlişkisi

Stern'in 1993 yılında yaptığı araştırma sonuçlarına göre seçilen şirketlerin aşağıdaki tabloda görülen klasik göstergelerle olan ilişkisi düşük çıkmıştır. Burada temel lt olarak korelasyon katsayısı (r²) kullanılmıştır.

Tablo 4.5. Klasik Göstergelerin MVA ile Korelasyonu

MVA ile Korelasyon	R²
Ekonomik Katma Değer	50%
Özsermaye Karlılığı	25%
Nakit Akış Büyümesi	22%
Hisse Başına Kar	18%
Varlık Büyümesi	16%
Kar Payı Büyümesi	16%
Devir Hızı Büyümesi	9%

Yukarıdaki tabloya bakıldığında MVA ile ilişkisi en yüksek derecede olan klasik ölçüt doğal olarak EVA olarak görülmektedir. Bunun temel nedeninin önceki başlıklarda da bahsedilen MVA'nın gelecek EVA değerlerinin bugünkü değeri tanımı göz önüne alarak açıklanabilmektedir.

MVA ve klasik göstergeler arasındaki ilişkiyi açıklamak için Teleranta tarafından yapılan diğer bir araştırmada ise incelenen klasik göstergeler; 2 farklı tipte ekonomik kar, EBITDA (earnings before interest, taxacation, depreciation and amortization), işletme karı, NOPAT, net kazanç ve son olarak nakit akışıdır. Bu araştırmanın sonucunda ekonomik karın MVA tarafından açıklanma gücü % 31 olarak bulunurken, NOPAT % 30 ile ikinci sıradadır. Diğer klasik göstergelerin MVA ile açıklanma gücü daha düşük seviyelerde bulunmuştur.

5. EVA ve MVA GÖSTERGELERİ ARASINDAKİ İLİŞKİ

Literatürde EVA ve MVA göstergeleri arasındaki ilişkiyi ve EVA göstergesinin MVA'yı açıklama gücünü araştırmacı nitelikte çalışmalar bulunmaktadır. EVA ile MVA'nın ilişkisini ortaya koyabilmek amacıyla, Stewart A.B.D.'li 613 şirketin verilerini kullanarak bir korelasyon analizi yapmıştır. Bu analizde şirketlerin 1987-1988 yılları EVA'larının ortalaması alınmış ve bu şirketler en yüksek EVA'dan en düşüğe doğru 25'erli gruplar halinde 25 kategoriye ayrılmıştır. Her kategoride ortalama standart EVA ve MVA hesaplanmıştır. Aynı prosedür EVA ve MVA'daki değişimler dikkate alınarak ve 1984-1985 ve 1987-1988 baz alınmak suretiyle tekrarlanmıştır. EVA ve MVA arasında çok büyük bir korelasyon vardır. Ancak negatif EVA'ya sahip şirketler için bu ilişki daha zayıftır. Stewart'a göre, EVA pozitif olana kadar tasfiye potansiyeli, iyileşme, yeniden sermaye artırımı veya ele geçirilme gibi nedenlerle piyasa değerinin bir alt tabanı oluşmaktadır. Ne zaman EVA pozitive dönerse, ilişki kuvvetlenmektedir. Söz konusu ilişki mutlak değerler yerine değişimler kullanıldığında daha da kuvvetlenmektedir. Bu durum da, Stewart'a göre ve EVA büyümesini maksimize etmenin şirketin piyasa değerinde artışa sebep olacağına açık bir kanıtı olmaktadır.

Chang, Marc Hodak'ın yapmış olduğu çalışmada, A.B.D.'nde kimya sektöründe EVA'nın MVA ile olan korelasyonunun yaklaşık %70 civarında bulunduğunu ve bu oranın en büyük 1.000 şirket için %50'ye yakın bulunduğunu ifade etmiştir⁹¹.

Mc Donald, EVA ve MVA'nın ekonometrik 8 sigorta şirketinin hisse senedi performansını analiz etmek için kullanmış, EVA ve MVA'nın sigorta şirketlerinin yönetimine ve analize sistematik olarak bazı faydalar sağladığını, örneğin bu yaklaşımın analize sistematik olarak sermaye maliyetini yerleştirdiğini ve ekonomik performans ile hisse senedi performansı arasında doğrudan bir bağ kurduğunu belirtmiştir⁹².

⁹¹ Chang, Joseph, "Spreading EVA", Chemical Market Reporter, July 1997, ss. 3-19

⁹² Mc Donald, Lee, "The EVA Way", Best's Review, May 1998, ss. 63-64

Literatürde aynı zamanda formülasyon olarak da EVA ve MVA göstergeleri arasında bir ilişki kurulmuştur. MVA, tüm gelecekteki EVA'ların bugünkü değeri olarak tanımlanmaktadır. Bu ilişki aşağıda formülle gösterilmektedir.

$$MVA = \sum_{i=0}^{\infty} \frac{EVA_i}{(1+WACC)_i} \quad (5.1)$$

Şirket değerlemesi açısından gelecekteki EVA'ların net bugünkü değerinden elde edilen aşağıdaki formül kullanılabilir.

$$\text{Varlık Mar. Değ.} = \text{Varlık Def. Değ.} + \text{Gelecek EVA'ların Bugünkü Değ.}$$

Yukarıdaki formüllerin ışığı altında EVA ve MVA arasındaki ilişki açıklayıcı olması açısından grafiksel olarak gösterilebilir.

<div style="border: 1px dashed black; padding: 5px; text-align: center;"> ÖZSERMAYENİN PIYASA DEĞERİ </div>	<div style="border: 1px dashed black; padding: 5px; text-align: center;"> PİYASA KATMA DEĞERİ </div>	$= \frac{EVA_1}{(1+k)^1} + \frac{EVA_2}{(1+k)^2} + \frac{EVA_3}{(1+k)^3} + \dots$
<div style="border: 1px dashed black; padding: 5px; text-align: center;"> ÖZSERMAYENİN DEFTER DEĞERİ </div>	<div style="border: 1px dashed black; padding: 5px; text-align: center;"> ÖZSERMAYENİN DEFTER DEĞERİ </div>	
<div style="border: 1px dashed black; padding: 5px; text-align: center;"> ÖZSERMAYENİN DEFTER DEĞERİ </div>	<div style="border: 1px dashed black; padding: 5px; text-align: center;"> PİYASA DEĞER KAYBI </div>	$= \frac{-EVA_1}{(1+k)^1} + \frac{-EVA_2}{(1+k)^2} + \frac{-EVA_3}{(1+k)^3} + \dots$
<div style="border: 1px dashed black; padding: 5px; text-align: center;"> ÖZSERMAYENİN DEFTER DEĞERİ </div>	<div style="border: 1px dashed black; padding: 5px; text-align: center;"> ÖZSERMAYENİN PIYASA DEĞERİ </div>	

Şekil 5. EVA – MVA Şekil ile Açıklama [58]

Teorik olarak oluşturulan bu formüllerin uygulamadaki tutarlılığı, çeşitli araştırmacılar tarafından deneysel olarak sınanmıştır. Şirketlerin EVA ve MVA değerleri elde edildiğinde işaretsel olarak farklı sonuçların elde edildiğini araştıran Ramana bu işaretsel farklılıklara açıklama getirmiştir.

- Pozitif EVA değerlerine karşılık negatif MVA değerlerine ulaşılan şirketlerde, hisse ya değerinin altında işlem görmekte, ya da market EVA değerlerinde büyük bir düşüş beklemektedir.

- Negatif EVA değerlerine karşılık pozitif MVA değerlerine ulaşılan şirketlerde, hisse ya değerinin üzerinde işlem görmekte; ya da market EVA değerinde büyük bir yükseliş beklemektedir. Bu yaklaşım ile MVA değerlerinin bugünün EVA değerlerinin yanı sıra borsadaki gelecek beklentiler ile de şekillendiği ortaya konulmaktadır.

İMKB’de EVA ve MVA arasındaki korelasyon Şamiloğlu tarafından incelenmiştir⁹³. Bu çalışmada 153 İmalat Sanayi Şirketinin 1995 – 2002 yılları arasındaki verileri ampirik olarak incelenmiştir. Çalışmada bağımsız değişken EVA ile bağımlı değişken MVA arasındaki ilişkinin fonksiyonel şeklini belirlemeye yarayan basit regresyon analizi kullanılmıştır. Çalışma sonucunda MVA değerinin varyansının 1995’te %28,2’si, 1996’da %38,5’i, 1997’de %39,7’si, 1998’de %10,2’si, 1999’da %31,5’i 2000’de ise %11,8’inin EVA tarafından açıklandığı ortaya konulmuştur. 2001 ve 2002 yıllarında ise göstergeler arasında anlamlı bir ilişki kurulamamış, bu durumun nedeni olarak Türkiye’deki ekonomik kriz gösterilmiştir.

⁹³ Şamiloğlu, F., 2004, Performans ölçümünde EVA ve MVA: İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında ampirik bir uygulama, H.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 22(2), 63-174

Peixoto tarafından yapılan araştırmanın üçüncü hipotezi EVA ve MVA arasındaki korelasyonu inceler niteliktedir. Hipotezi test edecek modelde MVA'nın yatırım sermayesine oranı bağımsız değişken, EVA'nın yatırım sermayesine oranı ise bağımlı değişken olarak ele alınmıştır. Aynı model faaliyet karı ve net kar için de karşılaştırma sağlanması açısından kurulmuştur. Bu model aşağıda gösterilmektedir.

$$\frac{MVA_{i,t}}{IC_{i,t-1}} = a_i + b_1 \frac{PM_{i,t}^k}{IC_{i,t-1}} + \mu_{i,t} \quad (5.2)$$

Bu modelde IC, yatırılan sermayeyi; PM ise EVA, net kar ve faaliyet karını göstermektedir. Lizbon borsasındaki 156 firma için yapılan çalışma sonucunda R2 değerleri; faaliyet karı için 78,20%, net kar için 78,18% ve EVA için %79,05 olarak hesaplanmıştır. Peixoto tarafından yapılan bu çalışmada da MVA göstergesini açıklamada uyumun gücü en yüksek olarak EVA göstergesinde bulunmaktadır. Yapılan bu çalışmada EVA ve MVA değerlerinin yatırılan sermaye tutarlarına bölünmesiyle standartlaştırılmış değerleri kullanılmaktadır .

Fernández tarafından yapılan çalışmada MVA göstergesi yerine MVA'daki değişimin (ΔMVA), EVA, NOPAT (VSNFK) ve WACC (AOSM) göstergeleri ile arasındaki korelasyon incelenmiştir. Fernández'e göre hissedarlara yaratılan değer MVA değerindeki değişim ile ölçülebilmektedir; ancak muhasebe tablolarından elde edilen EVA ve benzeri göstergeler yaratılan değeri ölçemezler. Bu sav araştırmacı tarafından EVA, MVA, NOPAT ve WACC verilerinin Stern Stewart tarafından sağlandığı 582 Amerikan şirketinde 10 yıllık bir periyotta deneysel olarak incelenmiştir. MVA göstergesindeki değişimin korelasyonunun incelendiği çalışma sonucu aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 5. Δ MVA Korelasyonu

Δ MVA'nın Korelasyonu	Şirket Sayısı					
	EVA	NOPAT	WACC	Δ EVA	Δ NOPAT	Δ WACC
% 80 - % 100	28	53	0	22	39	2
% 60 - % 80	68	81	13	72	72	18
% 40 - % 60	94	98	20	94	89	51
% 20 - % 40	96	72	44	101	105	68
% 0 - % 20	86	80	79	108	114	124
% -20 - % 0	83	73	94	74	79	126
% -40 - % -20	59	70	144	60	50	94
% -60 - % -40	44	42	111	36	24	71
% -80 - % -60	22	12	67	13	9	24
% -100 - % -80	2	1	10	2	1	4
Toplam	582	582	582	582	582	582
Ortalama	16.0%	21.0%	-21,40%	18.0%	22.5%	-4,1%
Standart Sapma	41.7%	43.6%	35.0%	39.3%	38.4%	35.1%

Yukarıdaki tabloda korelasyon aralıkları ve bu aralıklara düşen şirket sayıları gösterilmektedir. Sonuçlar incelendiğinde Δ MVA'nın EVA, NOPAT ve WACC ile korelasyonu sırasıyla %16, %21 ve -%21,4 düzeyindedir. Kısaca çalışma sonucunda MVA'daki değişim ile en yüksek korelasyon NOPAT ile oluşmuş; bunun yanı sıra EVA'daki değişimde EVA göstergesinden daha yüksek korelasyon elde edilmiştir. Bu çalışmada EVA ve MVA göstergeleri arasında daha önce bahsedilen çalışmalardan daha düşük bir korelasyon sağlandığı görülmektedir. Farklı bir deney olarak araştırmacının hissedara yaratılan değeri MVA değil MVA'daki değişim olarak tanımladığı göz önünde bulundurulmalıdır.

6. MODEL KURULMASI

Çalışmanın bu aşamasına kadar Ekonomik Katma Değer ve Piyasa Katma Değeri üzerine yapılan araştırmalar incelenmiştir. Bu araştırmalar doğrultusunda model kurularak İMKB – 30 şirketlerini kapsayacak bir uygulama aşağıda sergilenecektir.

6.1. İMKB Şirket Verilerinin Derlenmesi

Veri toplama aşamasında birinci kriter İMKB – 30'a giren şirketlerin mali tabloları ele alınmıştır. İkinci kriter çalışmanın kapsayacağı dönemin belirlenmesidir. Çalışmanın kapsamlı olması amacıyla 2001 ve 2009 yıllarını kapsayan ve çeyrek dönemler itibariyle incelenecek dokuz yıllık bir periyot düşünülmüştür. Şirket mali tabloları www.imkb.gov.tr internet sitelerinden elde edilmiştir. Bu kaynaklar 2001 ve 2009 aralığında borsada bulunan şirketlerin mali tablo ve hisse fiyat bilgilerini içermekte olması nedeniyle bu şirketlerin açıklanan verilerini kapsayan periyotlarda değerlendirilmiştir.

Şirket bilançolarından sermaye, özsermaye, uzun vadeli borçlar ile vergi oranı hesaplanmasında kullanılmak üzere dönem karı ve ödenecek vergi ve yasal yükümlülükler değerleri; gelir tablolarından ise esas faaliyet karları alınarak tablo olarak derlenmiştir. Sermaye verisi MVA hesabında ihraç edilen hisse senedi sayısı yerine kullanılmaktadır. Sermaye ile hisse senedi sayısı değerlerinin eşdeğer tutmasını sağlayan nokta hisse senetlerinin nominal değerinin 1 TL'ye eşit olmasıdır. Esas Faaliyet Karı, finansman ve vergi giderleri öncesinde hesaplanan kardan; bu nedenle Vergi ve Faiz Öncesi Kar (VFÖK-EBIT) olarak ele alınmıştır. Vergi ve Faiz Öncesi Kardan vergi oranının düşülmesi ile Vergiden Sonraki Net Faaliyet Karı (VSNFK-NOPAT) değerine ulaşılmıştır. Vergi oranı ise dönem sonu vergi tutarlarının dönem karlarına oranlanması ile elde edilmiştir. Bu hesaplamalar formülleştirilerek aşağıda açıklanmaktadır.

$$VSNFK = VFÖK * (1-V) \quad (6.1)$$

Yukarıdaki formülle bulunan VSNFK değerinden bu karı elde etmek için kullanılan sermaye maliyetinin çıkarılması ile EVA değerine ulaşılmıştır. Literatür kısmında, EVA Göstergesinin Oluşumu başlığı altında verilen formüllerden ikincisi kullanılarak EVA değerleri elde edilmiştir. Formüle bakıldığında bu aşamaya kadar hesabı gösterilmeyen kısım Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti değeridir. Bu değer hesaplanma yöntem ve verilerine ise metodoloji kısmında değinilmektedir.

6.2. Metodoloji

Bu aşamada literatür kısmında bahsi geçen çalışmalar örnek alınarak ve projenin amacı göz önünde bulundurularak uygulanacak proje adımlarının nasıl, hangi kaynak ve yöntemlerle ele alınacağı üzerinde durulacaktır. Çalışmanın amacında daha önce de belirtildiği üzere EVA ve MVA göstergelerinin esas araştırılan noktası hisse senedi getirilerini açıklama güçleridir. Bu amaçla kurulacak modellerde hisse senedi getirilerini bağımlı değişken, EVA ve MVA göstergeleri de bağımsız değişken olarak ele alınarak doğrusal regresyonla sıvanacaktır. Modellemenin ayrıntılarına ileriki aşamalarda değinilecektir.

Uygulama bölümünün ilk kısmında İMKB30 işletmelerinin 2001 yılından 2009 yılına kadarki (2009 dahil) verileri alınmıştır. Metodoloji kısmında ise ilk olarak Ekonomik Katma Değer ve Piyasa Katma Değeri göstergelerinin hesaplanma yöntemleri ve bu süreçte kullanılan kaynakları da içerecek şekilde anlatılmaktadır.

6.2.1 Ekonomik Katma Değer'in (EVA) Hesaplanması

Literatür kısmında göstergenin hesaplanma yönteminden bahsedildiği için bu kısımda Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)'nin hesaplanma süreci üzerinde daha ayrıntılı durulacaktır. Bu hesaplamalara geçmeden önce şunu belirtmek gerekir ki, literatürdeki birçok kaynakta artık gelir ve ekonomik katma değer kavramları eşdeğer kavramlar olarak ele alınmış ve EVA hesabındaki muhasebe düzeltmelerinin üzerinde

durulmamıştır. Çalışma kapsamında bu genel yaklaşım izlenmiştir. İzlenen bu genel yaklaşım ile üzerinde durulan esas konunun muhasebe tablolarından yararlanılarak hesaplanan bir değer olan EVA göstergesi ile piyasa değerinin ne derecede ölçüldüğü olduğu anlaşılmaktadır.

AOSM'nin hesaplanma şekli Türk Telekom A.Ş.'de uygulamasını yapmış olan Çelik' in [50] makalesinde aşağıdaki formülle gösterilmektedir.

$$AOSM = (W_1 \times Kd_s) + (W_2 \times Kd_L) + (W_3 \times K_e) \quad (6.2)$$

Burada;

W_1 : Kısa vadeli yabancı kaynakların ağırlığını,

W_2 : Uzun vadeli yabancı kaynakların ağırlığını,

W_3 : Özkaynakların ağırlığını,

Kd_s : Kısa vadeli yabancı kaynakların maliyetini,

Kd_L : Uzun vadeli yabancı kaynakların maliyetini,

K_e : Öz kaynakların maliyetini ifade etmektedir.

Yukarıdaki formülde;

$$W_1 = \text{Kısa Vadeli Borçlar} / \text{Toplam Pasifler} \quad (6.3)$$

$$W_2 = \text{Uzun Vadeli Borçlar} / \text{Toplam Pasifler} \quad (6.4)$$

$$W_3 = \text{Özsermaye} / \text{Toplam Pasifler} \quad (6.5)$$

Değerlerini ifade etmektedir. Şirket verilerinin derlenmesi aşamasında pasif toplamalarının kaydedilme nedeni yukarıdaki AOSM hesaplamalarında kullanılacak olmasıdır. İMKB – 30'da yer alan şirketlerin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetleri hesaplanırken kısa ve uzun vadeli borç tutarları birlikte ele alınmış ve aşağıdaki formülle hesaplanmıştır.

$$K_d = K_d^* \times (1 - T) \quad (6.6)$$

Burada;

K_d : Borcun vergi sonrası bileşen maliyetini,

K_d^* : Borcun faiz oranını,

T : Kurumlar vergi oranını ifade etmektedir.

Yukarıdaki formülde yer alan vergi oranları, İMKB şirket verilerinin derlenmesi aşamasındaki kurumlar vergi oranları kullanılmıştır.. Şirketlerin borçlanma faiz oranları olarak ise her şirketin borçlanma faiz oranları açıklanmış veriler olarak bulunmadığından ortak bir gösterge araştırılmıştır. Temel ekonomik göstergelerinden Kredi ve Tasarruflara uygulanan tahvil faiz oranları verileri alınmıştır. Neticede tasarruflara uygulanan üç aylık tahvil faiz oranlarının %5 fazlası şirketler için ortak gösterge olarak ele alınmıştır. Bu değerler üç aylık faiz oranlarının yıllık değerleri olduğundan dörde bölünerek çeyrek dönemler itibariyle kaydedilmiştir.

Çelik'in belirttiği üzere; öz sermaye maliyetlerinin hesaplanmasında çeşitli yollar bulunmaktadır.

- Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli [CAPM] Yaklaşımı
- Tahvil getirisi artı risk primi yaklaşımı
- Iskonto edilmiş nakit akışları yaklaşımı

Belirtilen bu yöntemler kendilerine özgü yarar ve sakıncalar taşımaktadır. Gerek kuramsal olarak gerekse uygulamada öz kaynakların maliyetinin hesaplanmasında sıklıkla CAPM yaklaşımı kullanılmaktadır.

Özkaynakların maliyetinin hesaplanmasında CAPM yaklaşımı kullanılırken şu eşitlikten yararlanılmıştır.

$$K_e = k_{RF} + (k_M - k_{RF}) \times \beta \quad (6.7)$$

Bu eşitlikte;

K_e : Özkaynakların maliyetini,

k_{RF} : Risksiz getiri oranını,

k_M : Piyasa portföyünün getiri oranını,

$k_M - k_{RF}$: Piyasa risk primini,

β : Beta'yı ifade etmektedir.

Yukarıdaki formülden de anlaşılacağı üzere öz kaynakların maliyetini bulmak için piyasadaki risksiz getiri oranı (k_{RF}), marketin getiri oranı (k_M) ve şirketleri beta katsayılarına ihtiyaç duyulmaktadır. Çalışmada piyasadaki risksiz getiri oranı olarak iç borçlanma faiz oranlarına bakılmıştır. Bu kaynağa milli kütüphanenin temel ekonomik göstergeler veri tabanından ulaşılmıştır. Belirlenen zaman periyodunun üçer aylık verileri kapsadığı daha önce belirtilmişti. Bu nedenle bulunan kaynaktaki ağırlıklı yüzde faiz oranı göstergelerinden aylara göre verilen ortalama basit faiz oranlarının üçer aylık ortalama değerleri hesaplanmıştır. Kaynaktan alınan bu değerler aylar bazındaki yıllık faiz oranlarını gösterdiğinden hesaplanan değerler EVA hesabında kullanılmadan önce dörde bölünmüştür.

Özkaynakların maliyetinin hesaplanması formülünde ihtiyaç duyulan ikinci veri k_M ile gösterilen piyasa portföyü yani marketin getiri oranıdır. Piyasa getiri oranları İMKB -30 endeksinin üçer aylık getirileri olarak hesaplanmıştır. Piyasa getirisi hesaplamalarında öncelikle aylık düzenlenen İMKB bileşik endeksi verilerinden hareketle $(P_i - P_{i-1})/P_{i-1}$ formülü kullanılarak (P_i ; i ayı İMKB – 30 bileşik endeksini ifade etmektedir)

aylık endeks getirileri hesaplanmış daha sonra, aylık getirilerin ortalaması alınarak üç aylık verilere geçiş yapılmıştır.

Özkaynak maliyeti hesaplanmasında son olarak ihtiyaç duyulan veriler şirketlerin beta verileridir. Şirketlerin beta verileri; bağımlı değişken İMKB, hisse senedi getirileri bağımsız değişken alınıp doğrusal regresyon sonucu bulunmuştur. Çalışma üçer aylık periyotlarda yapıldığından, beta katsayısı bu üç ayları kapsayan günlük veriler olarak alınmıştır. Üç aylık beta verilerinin derlendiği tablo EK – 2 de verilmektedir.

Yukarıda elde edilen veriler ışığında öncelikle CAPM metoduna dayalı öz kaynak maliyetleri şirketler için hesaplanmıştır. Böylelikle ağırlıklı ortalama sermaye maliyetine geçiş yapılmış ve EVA göstergesi hesabında kullanılmıştır. Hesaplamalar sonucunda ulaşılan AOSM değerleri ve EVA değerlerinin derlendiği tablo ise EK – 2’ de gösterilmektedir.

EVA değerleri incelendiğinde genel olarak negatif değerler aldığı görülmektedir. İMKB-30’ a giren GARANTİ, İŞBANKASI ve YKB dışında hiçbir şirketin EVA değeri tüm yıllar boyunca negatif olarak seyretmemiştir.

İleride modelleme aşamasında kullanılması gereken bir değer de Δ EVA, yani EVA değerlerindeki değişimdir. EVA’daki değişimin hisse senedi getirilerini açıklamada daha iyi bir gösterge olabileceği varsayımından yola çıkılarak ileride oluşturulacak model için bu aşamada Δ EVA değerleri hesaplanmıştır. Δ EVA değerleri (i) dönemi EVA değerlerinden bir önceki dönem EVA değerleri çıkartılarak elde edilmiştir. Δ EVA değerleri ile ilgili hesaplamalar EVIEWS programı tarafından yapıldığından bu değişkene ait herhangi bir tablo derlenmemiştir.

Yukarıda hesaplanışı anlatılan EVA ve Δ EVA değerleri modellerde kullanılırken işlem kolaylığı ve anlam içeriği bakımından altı sıfır atılarak kullanılmıştır. EK-2’de yer alan EVA değerleri yukarıdaki işlem sonucu oluşan değerlerdir.

6.2.2. Piyasa Katma Değer'in (MVA) Hesaplanması

Şirketlerin piyasa katma değerlerinin hesaplanabilmesi için öncelikle piyasa değerlerinin hesaplanması daha sonra toplam özsermaye değerinin çıkartılması gerekmektedir. Çalışmada, literatür kısmında gösterilen çeşitli hesaplama yollarından genel olanı yani toplam piyasa değerinden defter değerinin farkının alındığı formül kullanılacaktır.

$$\text{MVA} = (\text{Hisse Senedi Sayısı} \times \text{Hisse Senedi Fiyatı}) - \text{Özsermaye Değer Değeri} \quad (6.8)$$

Şirketlerin piyasa değerleri formülde belirtildiği üzere hisse senedi sayıları ile hisse senedi fiyatları çarpılarak elde edilmiştir. Şirketlerin hisse senedi sayısı olarak daha önce bahsedildiği üzere şirket bilançolarından elde edilen sermaye değerleri kullanılmıştır. İMKB'nin açıklamalar bölümünde “Borsa Fiyatı: 1 TL nominal değerli bir hisse senedinin ay içinde işlem gördüğü en son kapanış fiyatı, ay içinde işlem görmeyen hisse senetlerinin en son işlem tarihindeki kapanış fiyatıdır” açıklaması yapılmıştır. Sermaye değerlerinin hisse senedi sayıları yerine kullanılmasında nominal değeri 1 TL olan hisse senetleri sermaye verileri olarak alınmıştır.

Hisse senedi fiyatları İMKB verilerinden elde edilmiştir ve kaynakta aylık bazda verilen borsa fiyat bilgilerinin üçer aylık ortalaması alınmıştır. MVA değerleri hesaplanmadan önce son olarak şirketlerin defter değeri yani öz sermaye verileri elde edilmiştir. Elde edilen veriler doğrultusunda MVA değerlerine ulaşılmıştır. MVA değerleri EK-3'te de verilmektedir.

MVA değerleri incelendiğinde genellikle pozitif bir seyir izlediği görülmektedir. Bu pozitif seyir 2009'un son çeyreğine kadar devam etmektedir. Şirket bazında DOHOL DYHOL, HURGZ, son yıllara doğru azalan MVA değerleri ile dikkat çeken şirketlerdir. Dönem itibari ile inceleme yapıldığında negatif MVA değerleri 2001, 2002, 2003 yıllarında çok az şirkette görülmektedir.

Bu aşamada son olarak modelleme aşamasında kullanılacak değişken olan ΔMVA değerleri hesaplanmıştır. ΔMVA değerlerinin hesaplanmasında ΔEVA değerlerinde kullanılan yaklaşım devam ettirilmiştir.

Yukarıda hesaplanışı anlatılan MVA ve ΔMVA değerleri modellerde kullanılırken işlem kolaylığı ve anlam içeriği bakımından altı sıfır atılarak kullanılmıştır. EK-3 de yer alan MVA değerleri yukarıdaki işlem sonucu oluşan değerlerdir.

6.2.3. Hisse Senedi Getirileri

Çalışmanın amacı EVA ve MVA göstergelerinin hisse senedi getirilerini açıklama gücü olduğundan modelde kullanılacak değişken hisse senedi getirileri olacaktır. Modelleme aşamasında kullanılacak olan hisse senedi getirileri modelin bağımlı değişkenini oluşturmaktadır. Bu sayede yatırımcıların hisselerden elde ettikleri getiriler EVA ve MVA'ya olan bağılıkları ile açıklanmaya çalışılmıştır.

Bu çalışmada kullanılacak veriler, İMKB' nin hisse senedi fiyat bilgileri veri tabanından alınmıştır. Ancak bu kaynakta verilen hisse senedi fiyatları 2004 yılı öncesinde 1000TL nominal değer olacak şekilde düzenlendiğinden 1000'e bölünerek düzenlenmiştir. Ekler bölümünde yer alan EK – 1 İMKB' den alınan fiyat verilerinin derlenmiş şeklidir. Bu hesaplamalarda veriler 2001 ve 2009 yıllarından elde edilen fiyat verilerinden çekilmiştir.

Hisse senedi getirileri de İMKB'nin veriler bölümünden elde edilmiştir. Modellemede kullanılacak olması açısından EK –1'de hisse senedi getiri değerleri gösterilecektir.

6.3. Modelleme Aşaması

Modelle aşamasına geçilmeden önce hesaplanan EVA ve MVA değerleri arasındaki korelasyon katsayıları hesaplanmıştır. EVA ve MVA değerleri arasındaki korelasyon çoğunlukla negatif yönde bulunmuştur. Bu hesaplama EVIEWS programı kullanılarak dikey kesit analizi için gerçekleştirilmiştir. Daha sonra şirket bazında korelasyonlar hesaplanarak aşağıdaki tablo oluşturulmuştur.

Tablo 6.3. İMKB-30 Şirketlerin EVA-MVA Korelasyonu

Korelasyon EVA – MVA			
AKBANK	-0.193134	PTOFS	0.372000
ARCLK	0.197618	SAHOL	0.149055
DOHOL	-0.095107	SISE	-0.072631
DYHOL	-0.065486	SKBNK	0.092851
EREGL	0.180870	TCELL	0.681624
FINBN	-0.090599	THYAO	0.318427
GARAN	-0.217347	TOASO	-0.028799
HURGZ	-0.329719	TSKB	-0.278599
ISCTR	-0.211068	TUPRS	0.607807
ISGYO	-0.439317	VESTL	-0.105759
KCHOL	-0.677490	YKBNK	-0.153577
PETKIM	0.055515		

Tablo incelendiğinde EVA ve MVA değerleri arasındaki korelasyon ARCLK, EREĞLİ, PETKİM, PTOFS, SAHOL, SKBNK, TCELL, THYAO ve TUPRS için pozitif; AKBANK, DOHOL, DYHOL, FİNANSBANK, GARANTİ, HURGZ, ISCTR, ISGYO, KCHOL, SISE, TOASO, TSKB, VESTL ve YKBNK için ise negatif olarak hesaplanmıştır. En yüksek korelasyon katsayısı TCELL için elde edilirken, en yüksek negatif korelasyon katsayısı KCHOL için bulunmuştur.

Literatürde EVA ve MVA arasındaki korelasyonu farklı piyasalar için hesaplayan çalışmalar bulunduğundan bahsedilmiştir. Bu amaçla Stern tarafından yürütülen korelasyon araştırmalarında r^2 değeri %50 olarak elde edilmiştir. Bu açıdan değerlendirildiğinde Türkiye’de EVA ve MVA göstergeleri arasında negatif küçük bir korelasyon elde edilmiştir. EVA ile MVA arasındaki korelasyonun düşük çıkma nedeni Yılığör’ün alıntı yaptığı Özçam’ın belirttiği üzere, Türkiye’de sermaye piyasasının zayıf etkinlik düzeyine dahi sahip olmaması ile açıklanabilir.

6.3.1. Modellerin Kurulması

Model kurulmasındaki temel amaç hisse senedi fiyatının ve bunun bir kontrol kümesi şeklinde olan hisse senedi getirisinin EVA ve MVA ile bunların değişimleri tarafından nasıl açıklanacağına anlaşılmasıdır. Bunun ışığında bütün modellerin geliştirilme aşamasında iki temel varsayım üzerinde durulmuştur. Bu varsayımlar modellenerek İMKB - 30’a giren şirketlerdeki sonuçları incelenmiştir.

İlk varsayım EVA ve MVA göstergelerinin hisse senedi getirilerini açıklama gücünün yüksek olduğu varsayımdır. Bu varsayımı sınamak amacıyla hisse senedi getirileri bağımlı değişken, EVA ve MVA göstergelerinin bağımsız değişken olarak ele alındığı basit doğrusal üç model kurulmuştur. Bu modellerden sonuncusunda EVA ve MVA göstergeleri birlikte ele alınarak aralarındaki ilişkinin de incelenmesi amaçlanmıştır. Bu modeller ve modellere ait hipotezler aşağıda görüldüğü gibidir.

$$\text{Model 1: } HSG_{it}^* = \beta_0 + \beta_1(EVA)_{it} \quad (6.9)$$

**HSG = Hisse Senedi Getirileri*

$$\text{Model 2: } HSG_{it} = \beta_0 + \beta_1(MVA)_{it} \quad (6.10)$$

$$\text{Model 3: } HSG_{it} = \beta_0 + \beta_1(EVA)_{it} + \beta_2(MVA)_{it} \quad (6.11)$$

Diğer bir varsayım ise EVA ve MVA göstergelerindeki değişim, EVA ve MVA göstergelerine göre hisse senedi getirilerini daha iyi açıklar.

Bu varsayım literatürde Mäkeläinen, Peixoto ve Medeiros tarafından yapılan çeşitli çalışmalarda ileri sürüldüğü üzere, asıl açıklayıcı EVA ve MVA göstergelerinin değerleri değil, bu göstergelerdeki değişimdir savlarını test etmeye yöneliktir. Peixoto, EVA hesaplamalarının gelecek yılları temsil etmedeki yetersizliği üzerinde durmaktadır. Medeiros ise sorunun gelecek yılları açıklamada ölçüt olarak EVA göstergesi yerine EVA'daki değişimin kullanılması gerekliliği olduğunu ileri sürmektedir. Medeirosun bu amaçla yaptığı çalışmaya literatür kısmında değinilmiştir. Bu amaçla EVA, MVA, ΔEVA ve ΔMVA göstergeleri kullanılarak üç farklı modelleme yapılmıştır. Bu modeller aşağıda gösterilmektedir.

$$\text{Model 4: } HSG_{it} = \beta_0 + \beta_1(\Delta EVA)_{it}^* \quad (6.12)$$

** $\Delta EVA = EVA$ 'daki değişim.*

$$\text{Model 5: } HSG_{it} = \beta_0 + \beta_1(\Delta MVA)_{it}^{**} \quad (6.13)$$

*** $\Delta MVA = MVA$ 'daki değişim.*

$$\text{Model 6: } HSG_{it} = \beta_0 + \beta_1(\Delta EVA)_{it} + \beta_2(\Delta MVA)_{it} \quad (6.14)$$

Yukarıda da bahsedildiği üzere aynı modellerin bağımlı değişkenleri hisse senedi getirileri olarak değiştirilerek uygulama aşamasında yinelenacaktır.

6.3.2. Hisse Senedi Getirileri ile Kurulan Modellerin Değerlendirilmesi

Tablo 6.3.2.1. Hisse Senedi Getirileri ile Kurulan Model 1, Model 2 ve Model 3 Regresyon Analizi Sonuçları

SIRA	ŞİRKETLER	MODEL 1 : HSG = $\beta_0 + \beta_1(EVA)$			ŞİRKETLER	MODEL 2 : HSG = $\beta_0 + \beta_1(MVA)$			ŞİRKETLER	MODEL 3 : HSG = $\beta_0 + \beta_1(EVA) + \beta_2(MVA)$			
		r – (EVA)				r – (MVA)				r & (EVA) – (MVA)			
		C	R ²	F		C	R ²	F		C		R ²	F
EVA	MVA												
1	HURGZ	-2.80E-06	0.315	1.566	PTOFS	2.20E-07	0.297	1.436	HURGZ	-2.85E-06	-2.10E-08	0.316	7.629
2	DOHOL	-6.57E-07	0.147	5.860	THYAO	2.45E-07	0.284	1.349	PTOFS	-8.30E-08	2.30E-07	0.300	7.094
3	ISGYO	-1.31E-06	0.142	5.657	PETKM	4.74E-07	0.263	1.217	PETKM	-6.29E-07	4.82E-07	0.289	6.724
4	DYHOL	-1.91E-06	0.117	4.533	SAHOL	2.78E-08	0.065	2.372	THYAO	6.14E-08	2.40E-07	0.284	6.570
5	YKBNK	-7.16E-08	0.098	3.722	VESTL	3.86E-07	0.063	2.321	DOHOL	-6.39E-07	4.07E-08	0.158	3.112
6	SAHOL	-1.82E-07	0.065	2.401	ARCLK	6.32E-08	0.040	1.417	SAHOL	-2.14E-07	3.27E-08	0.154	3.007
7	TOASO	-6.87E-07	0.064	2.363	ISCTR	9.43E-09	0.038	1.357	ISGYO	-1.30E-06	9.12E-09	0.142	2.747
8	GARAN	-6.42E-08	0.063	2.293	TUPRS	1.86E-08	0.034	1.197	TUPRS	-2.72E-07	4.13E-08	0.119	2.244
9	KCHOL	-8.40E-08	0.051	1.859	YKBNK	2.07E-08	0.034	1.204	DYHOL	-1.92E-06	-7.53E-09	0.117	2.203
10	SİSE	-3.55E-07	0.043	1.554	TOASO	8.32E-08	0.031	1.112	YKBNK	-6.67E-08	1.56E-08	0.117	2.203
11	AKBNK	-3.41E-08	0.042	1.512	ISGYO	1.66E-07	0.030	1.057	TCELL	-2.56E-07	2.34E-08	0.101	1.857
12	EREGL	-1.65E-07	0.039	1.389	HURGZ	1.11E-07	0.025	0.875	TOASO	-6.74E-07	7.99E-08	0.094	1.714
13	THYAO	4.19E-07	0.038	1.350	TSKB	2.57E-07	0.025	0.893	GARAN	-6.25E-08	1.96E-09	0.064	1.128
14	TCELL	-1.05E-07	0.029	1.045	DOHOL	5.40E-08	0.020	0.719	VESTL	-1.11E-07	3.81E-07	0.064	1.145
15	PTOFS	1.86E-07	0.021	0.744	SİSE	5.51E-08	0.012	0.442	KCHOL	-1.14E-07	-1.58E-08	0.059	1.047
16	PETKM	-5.16E-07	0.017	0.602	FINBN	-1.21E-08	0.011	0.386	SİSE	-3.43E-07	4.80E-08	0.053	0.931
17	SKBNK	2.46E-07	0.017	0.607	AKBNK	3.33E-09	0.008	0.283	EREGL	-1.78E-07	1.08E-08	0.046	0.796
18	TUPRS	-8.87E-08	0.014	0.499	KCHOL	1.17E-08	0.007	0.272	AKBNK	-3.24E-08	1.94E-09	0.045	0.782
19	ISCTR	-9.86E-09	0.005	0.175	GARAN	5.48E-09	0.006	0.234	ARCLK	5.68E-08	6.22E-08	0.040	0.691
20	TSKE	-2.64E-07	0.005	0.182	TCELL	4.99E-09	0.006	0.206	ISCTR	-4.36E-09	9.11E-09	0.039	0.676
21	FINBN	3.68E-08	0.003	0.129	EREGL	5.83E-09	0.002	0.069	TSKB	-1.12E-07	2.43E-07	0.026	0.448
22	VESTL	-2.03E-07	0.003	0.114	SKBNK	-1.22E-08	0.0002	0.008	SKBNK	2.51E-07	-2.21E-08	0.018	0.308
23	ARCLK	2.02E-07	0.002	0.100	DYHOL	4.71E-09	0.00007	0.002	FINBN	3.13E-08	-1.15E-08	0.013	0.233

Yukarıdaki tablo göz önüne alındığında modellerin anlamlılık düzeylerinde % 95 güven aralığında 1, 2 ve 3. modellerinin belirleme katsayılarının (R²) oldukça düşük olduğu görülmektedir. Bu da EVA ile MVA'nın birlikte hisse senedi getirilerini açıklamada oldukça yetersiz kaldığını göstermektedir. Belirleme katsayıları büyükten küçüğe doğru sıralanmış olup 0,5 ve üzeri Stern tarafından yeterli görülmüştür.

Tablo 6.3.2.2. Hisse Senedi Getirileri ile Kurulan Model 4, Model 5, Model 6 Regresyon Analizi Sonuçları

SIRA	ŞİRKETLER	MODEL 4 : HSG = $\beta_0 + \beta_1(\Delta EVA)$			ŞİRKETLER	MODEL 5 : HSG = $\beta_0 + \beta_1(\Delta MVA)$			ŞİRKETLER	MODEL 6 : HSG = $\beta_0 + \beta_1(\Delta EVA) + \beta_2(\Delta MVA)$			
		r - (ΔEVA)				r - (ΔMVA)				r & (ΔEVA) - (ΔMVA)			
		C	R ²	F		C	R ²	F		C		EVA	MVA
1	HURGZ	-2.07E-06	0.177	7.120	PETKM	8.84E-07	0.952	6.679	PETKM	-1.87E-07	8.73E-07	0.954	3.380
2	DYHOL	-1.99E-06	0.139	5.330	VESTL	2.13E-06	0.812	1.430	VESTL	2.09E-07	2.18E-06	0.815	7.052
3	ISGYO	-1.23E-06	0.134	5.109	SAHOL	1.53E-07	0.733	9.091	SAHOL	-6.90E-08	1.50E-07	0.743	4.633
4	VESTL	-1.29E-06	0.115	4.288	ISGYO	1.73E-06	0.727	8.827	ISGYO	-3.12E-07	1.66E-06	0.735	4.450
5	KCHOL	-1.29E-07	0.108	4.008	PTOFS	3.48E-07	0.653	6.232	PTOFS	3.29E-07	3.69E-07	0.706	3.845
6	PETKM	-1.32E-06	0.102	3.770	TUPRS	2.30E-07	0.646	6.027	TUPRS	-5.94E-08	2.30E-07	0.651	2.997
7	AKBNK	-3.50E-08	0.079	2.868	THYAO	5.09E-07	0.645	5.998	THYAO	-5.20E-08	5.12E-07	0.645	2.915
8	SAHOL	-1.83E-07	0.070	2.500	TOASO	7.22E-07	0.620	5.396	TOASO	-5.26E-08	7.19E-07	0.621	2.622
9	GARAN	-4.42E-08	0.059	2.101	ARCLK	4.68E-07	0.587	4.700	ARCLK	-1.10E-07	4.68E-07	0.588	2.287
10	DOHOL	-3.02E-07	0.038	1.324	SISE	8.01E-07	0.559	4.190	SISE	-4.07E-09	8.01E-07	0.559	2.031
11	YKBNK	-3.20E-08	0.033	1.147	HURGZ	9.40E-07	0.526	3.667	HURGZ	-5.95E-08	9.31E-07	0.526	1.778
12	EREGL	-1.78E-07	0.027	0.927	AKBNK	6.07E-08	0.505	3.368	AKBNK	-9.97E-09	5.87E-08	0.511	1.672
13	TOASO	-3.51E-07	0.024	0.813	TSKB	1.90E-06	0.501	3.321	TSKB	-6.01E-08	1.89E-06	0.502	1.613
14	THYAO	2.64E-07	0.016	0.538	ISCTR	6.56E-08	0.474	2.975	ISCTR	9.14E-09	6.80E-08	0.481	1.486
15	SISE	-2.41E-07	0.014	0.483	DOHOL	4.86E-07	0.456	2.770	DOHOL	-7.47E-08	4.79E-07	0.458	1.355
16	TSKB	-3.20E-07	0.012	0.423	EREGL	1.59E-07	0.437	2.564	EREGL	-5.84E-08	1.57E-07	0.440	1.257
17	ISCTR	-1.09E-08	0.011	0.381	YKBNK	1.21E-07	0.413	2.331	YKBNK	8.91E-09	1.25E-07	0.416	1.141
18	TUPRS	-6.56E-08	0.007	0.235	DYHOL	7.54E-07	0.356	1.827	TCELL	-1.60E-07	9.89E-08	0.393	1.038
19	TCELL	-7.00E-08	0.007	0.247	TCELL	9.35E-08	0.355	1.822	DYHOL	-8.48E-07	6.74E-07	0.377	9.708
20	SKBNK	-1.33E-07	0.006	0.232	GARAN	7.73E-08	0.262	1.172	GARAN	-1.46E-08	7.32E-08	0.267	5.853
21	PTOFS	6.87E-08	0.002	0.079	SKBNK	6.79E-07	0.260	1.163	SKBNK	1.32E-07	7.14E-07	0.266	5.824
22	ARCLK	-9.27E-08	0.0006	0.020	FINBN	1.48E-07	0.174	6.989	FINBN	-9.85E-09	1.48E-07	0.175	3.398
23	FINBN	-3.55E-09	0.00005	0.001	KCHOL	2.82E-08	0.047	1.653	KCHOL	-1.13E-07	1.21E-08	0.115	2.089

Yukarıdaki tablo göz önüne alındığında % 95 güven aralığında 4. modelin belirleme katsayısının (R²) oldukça düşük, 5. ve 6. modellerin belirleme katsayılarının ise makul bir seviyede olduğu görülmektedir. Belirleme katsayıları büyükten küçüğe doğru sıralanmış olup 0,5 ve üzeri Stern tarafından yeterli görülmüştür.

6.4. Hisse Senedi Getirileri ile Kurulan Modellerin Analizi

Hisse senedi getirileri ile ilgili tabloya (Tablo 6.2 ve 6.3) bakıldığında beşinci ve altıncı modellerin %5 anlamlılık seviyesinde anlamlı olduğu görülmektedir. Bu nedenle gerek EVA gerekse ΔEVA 'nın hisse senedi getirilerini açıklama yönünden yüksek anlamlılık seviyelerinde anlam ifade etmediği görülmektedir. İMKB 30 kapsamında incelenen şirketlerin faaliyet karlarının yatırılan sermaye maliyetlerine göre düşük seviyede kalması, bu şirketlere ait verilerin bu alan içinde yoğunlaşmış olmasının sebebi olarak gösterilebilir. Bu modelleri Akbank için uygularsak;

İkinci modelin tabloya göre tahmin edilen denklemini aşağıdaki gibidir.

$$HSG = 0,01 + 3,33E-09 * MVA \quad (6.15)$$

Tablodan katsayıların olasılıklarına bakıldığında anlamlı oldukları görülmektedir. Yani MVA'nın katsayısını yorumlamak mümkündür. Buradan MVA'daki 1 Milyar TL'lik artıştan hisse senedi getirisinde +3,33 TL'lik bir artış olacağı görülmektedir. Bu düzeyde bir artış hisse senedi getirileri için düşük görülebilir. Bunun nedeni MVA dışında fiyatları etkileyen birçok faktör olmasıdır.

Üçüncü modelin tabloya göre tahmin edilen denklemini aşağıda görüldüğü gibidir.

$$HSG = -0,04 - 3,24E-08 * EVA + 1,94E-09 * MVA \quad (6.16)$$

Tablodan katsayıların olasılıklarına bakıldığında ekonomik katma değer (EVA) bağımsız değişkeninin katsayısının anlamsız olduğu görülmektedir. Bu durumda EVA'nın bu model için yorumlanması anlamsızdır. EVA'nın modelden çıkartılmasıyla 2. Model benzeri bir model elde edilir ve bu iki modelin yorumları aynıdır. EVA'nın katsayısının %5 anlamlılık düzeyinde anlamsız çıkmasının nedeni ilk modelin yorumunda belirtilen EVA değerlerinin sıfır seviyesinde yoğunlaşmış olması olarak gösterilebilir.

Dördüncü modele ait tahmin edilen denklem;

$$HSG = 0,06 - 3,50E-08 * \Delta EVA \quad (6.17)$$

Olduğu görülmektedir. Bu denklem ile ilgili önceden yorum yapılmıştır ve % 5 anlamlılık seviyesinde anlamsız olduğu söylenmiştir. Bu haliyle modelin yorumlanması istenirse, %5 anlamlılık düzeyinde ΔEVA 'daki 100 milyon TL'lik değişim hisse senedi fiyatında -3,5TL'lik bir azalışa neden olmaktadır. Bu konu ile ilgili yapılan diğer araştırmalara bakıldığında pozitif bir ilişki olmasına rağmen, negatif yönde bir sonuç alınmasının nedeni verileri kullanılan şirketlerin özelliğinden kaynaklanmaktadır.

Beşinci modelin tahmin edilen denklemi;

$$HSG = 0,02 + 6,07E-08 * \Delta MVA \quad (6.18)$$

olduğu görülmektedir. Tahmin edilen bu modelde de 2. Modelin benzeri bir anlamlılık düzeyi tespit edilmiştir. Bu denklemde MVA'daki değişimin 100 Milyon TL artması durumunda hisse senedi getirilerinde 6,07 TL'lik bir artış beklenmektedir. Görüldüğü gibi bu seviyedeki bir ilişki yüksektir. Bunun sebebi olarak da ikinci modelde yapılan yorum ile aynı şekilde hisse senedi getirilerini etkileyen birçok faktör olması olarak gösterilebilir.

Son model tahmin denklemi ise;

$$HSG = 0,02 - 9,97E-09 * \Delta EVA + 5,87E-08 * \Delta MVA \quad (6.19)$$

olmuştur.

Ancak bu modelde ΔEVA göstergesinin anlamlılık düzeyi %5 seviyesine göre düşük kalmaktadır. Bu durumda ΔEVA göstergesi modelde kalır ama yorumlanmaz. sadece ΔMVA yorumlanır.

Kurulan modeller neticesinde ulaşılmak istenen, EVA ve MVA göstergelerinin hisse senedi getirilerini açıklayıp, açıklamadığıdır. Genel olarak İMKB -30 şirketlerinde EVA göstergesi baz alınarak hisse senedi getirilerine ulaşılmak istenmesinin anlamlı sonuçlar vermeyeceği söylenebilir. Şirketlerin faaliyetleri baz alınarak oluşturulan EVA

göstergesi marketteki getiri hareketliliğini açıklamada yetersiz kalmaktadır. Bu durum borsa fiyatlarının farklı faktörlerin etkisi altında oluşturulduğuna işaret eder. MVA göstergesi ise anlamlı bir ilişki göstermemektedir.

Hisse senedi getirileri ile ilgili testler sonrasındaki sonuçlar kullanılarak elde edilen tabloya bakıldığında (Tablo 6.2) ilk üç test için tahmin edilen denklemler 0.05 anlamlılık düzeyinde anlam ifade etmemektedir. Bu nedenle ilk üç modelin yorumlanması bir anlam ifade etmemektedir.

Tüm modeller üzerinden bakıldığında hisse senedi getirileri EVA ve MVA tarafından değil, ancak bu iki ölçütteki değişim tarafından daha anlamlı bir şekilde açıklanabilmektedir.

SONUÇ

Ekonomik katma değer, bir artık gelir göstergesidir. Vergi sonrası net faaliyet karından faaliyete kullanılan sermayenin maliyetinin çıkarılması ile elde edilir.

EVA'nın arkasındaki ana düşünce, işletmenin gerçekleştirdiği faaliyetlerden elde ettiği gelirin bu faaliyetlere yatırılan sermayenin maliyetini karşılaması gerektiğidir. Bu ne yeni ne de ilginç bir düşüncedir. Bu yaklaşımı pratikte uygulamak, işletmenin faaliyetlerini daha yakından incelemeyi sağlar. EVA, finansal performansı yeni bir yaklaşımla görmeyi sağlar. Özellikle, özsermayenin bedava bir kaynak algılandığı ve performansın bazı gelir rakamlarına göre değerlendirildiği şirketler için yeni bir yaklaşım getirir. En önemlisi de, EVA şirkette bir düşünce değişimi meydana getirerek yöneticiler ve çalışanların hissedar gibi düşünüp hareket etmelerini özendirir.

Bu yaklaşım, operasyonel seviyede artan sermaye devir hızı nedeniyle, artan işletme değeri sağlar. Birçok şirket maliyetleri kıstak için her türlü önlemi alır, fakat sermaye etkinliğini ihmal eder. EVA ise kullanılan sermaye ve özellikle gereğinden fazla işletme sermayesine dikkat çekerek işletmelere daha etkin çalışmalarını konusunda yardımcı olur.

EVA'nın bu kadar kabul görmesinin ana nedeni çok önemli üç yönetim fonksiyonunu bütünleştirmesidir.

Bunlar:

Sermaye bütçeleme

Performans değerlendirme

Teşvik sistemleri

EVA' yı temel alan yöntemlerde:

Yönetimin amacı ekonomik katma değer (EVA) yaratmak yani şirketin faaliyetleri sonucu ek değer oluşturmaktır. Sermaye bütçeleme kararları, uygun bir sermaye maliyeti ile iskonto edilmiş EVA kriterine dayandırılır. Bölümlerin EVA'sı, EVA'daki değişimler iş alanlarının performansını ölçer.

Primler açık, basit ve doğru olarak belirlenmiş hedeflere göre bölümün yarattığı EVA değeri üzerinden hesaplanır.

EVA bir performans ölçme ve kontrol aracı olarak şirketler için önemlidir. Öncelikle, oldukça basit bir ölçüt olmasına rağmen firmanın ana amacı olan işletme değerindeki artış ve azalışı ölçmede iyidir. Geleneksel performans ölçütlerini (Örn.ROI) maksimize etmek, teorik olarak hissedarların varlığını maksimize etmekle aynı değildir. Oysa , EVA'nın maksimizasyonu işletmede değerinin maksimizasyonu demektir. Bu nedenle, EVA geleneksel performans ölçütlerinden üstündür.

EVA'nın en güçlü özelliklerinden biri de yönetim teşvik sistemlerine uygunludur. İşletme değerini artırmada bunun iyi bir yöntem olduğu sayısal olarak kanıtlanmıştır. EVA' nın teşvik sistemi için uygun olmasının nedeni hissedarların varlığına eklenen ek getiriye ölçmesidir. EVA maksimize edildiğinde hissedarların varlığı yani işletme değeri maksimize edilir. Bu başarı da yöneticilere prim olarak geri döner.

EVA işletme performansının değerlendirilmesine yeni bir bakış açısı kazandırmıştır. Sadece yaratılan değeri ölçüp bir ölçüm aracı olarak kalmamış, işletmede değer yaratmaya yönelik finansal ve faaliyet etkinliğini artırmıştır. Üniteler bazında her

ünitenin işletme adına yarattığı değeri gözler önüne sererek stratejik kararların alınmasına gerekli tedbirlerin uygulanmasına yardımcı olmuştur. EVA sadece bir performans ölçüm aracı değil şirkette sürekli bir değer yaratımını ön gören bir anlayış kültürüdür.

EVA kavramını ortaya atan Stern & Stewart Danışmanlık Şirketi, yöneticilere primlerini birkaç dönemde dağıtan bir yöntem geliştirmiştir. Bu orta kademe yöneticilerin şirketi ortağı gibi davranmaları beklenildiğinden onların daha fazla risk almalarını sağlarken aynı zamanda kısa dönemli kararlar almaktan sakınmalarına neden olur.

EVA diğer periyodik performans ölçütleri gibi kısa dönem ölçütüdür. Bundan dolayı şirketler diğer performans ölçütlerine de önem verilmelidir.

EVA'nın şirketlerde doğru sonuçlar vermesi, gelir ve giderlerin doğru olarak tespitine, sermaye maliyetlerinin doğru olarak hesaplanmasına bağlıdır.

Günümüzde şirketlerin maddi olmayan varlıklarının daha büyük önem kazanmaya başladığı da gözden kaçırılmamalıdır. Çalışanların bilgi düzeyi gibi varlıklar git-tikçe daha önemli hale gelmektedir. Ancak bunları ölçmek ve değerlendirmek çok zordur.

Son yıllarda şirketler çeşitli değerler üzerinde tahminlerde bulunabilmek adına yeni finansal ölçütlere başvurmaya başlamışlardır. EVA ve MVA bu ölçütlerden popüler olanlar sınıfına girmektedir. Gerek şirketlerin performans ölçümünde bulunduğu yer, gerekse diğer finansal ölçütlerle olan ilişkileri nedeniyle EVA ve MVA finans çevrelerinde de büyük bir merak uyandırmaktadır. Bu yönüyle literatürde bu iki finansal ölçüt ile ilgili birçok araştırma bulunmaktadır. Finans literatüründe hisse senedi getirileri ile EVA ve MVA arasındaki ilişki birçok çalışmaya konu olmuştur. Bu çalışmaların çoğunluğu A.B.D.'de yapılmıştır. Çalışmaların bir kısmında ilişki bulunurken, bir kısmında ilişki bulunamamıştır.

Bu çalışmada EVA ve MVA göstergelerinin hisse senedi getirilerini açıklama gücü incelenmeye çalışılmıştır. Bu amaçla iki varsayım oluşturulmuştur. Kurulan 1.

varsayımdaki modellerde hisse senedi getirileri bağımlı değişken, EVA, MVA, EVA ile MVA göstergeleri bağımsız değişken olarak ele alınarak doğrusal regresyon yapılmıştır. Bu üç modelin analiz sonuçları %95 güven aralığında belirleme katsayıları, oldukça düşük çıkmıştır. Bu belirleme katsayılarına baktığımızda, en yüksek 0,31 bulunmuştur. Stern tarafından kabul edilen belirleme katsayısı 0,5 ve üstü yeterli görüldüğünden bu üç modelin analiz sonuçları yetersiz görülmüştür. Kurulan 2. varsayımdaki modellerde ise hisse senedi getirileri bağımlı değişken, ΔEVA , ΔMVA , ΔEVA ile ΔMVA göstergeleri bağımsız değişken alınıp doğrusal regresyon yapılmıştır. Bu üç modelin analiz sonuçlarına %95 güven aralığında baktığımızda ΔEVA 'nın hisse senedi getirilerini belirleme katsayılarının en yüksek 0,17 bulunduğu oldukça yetersiz kaldığını göstermektedir. ΔMVA ve ΔEVA ile ΔMVA 'nın hisse senedi getirilerini belirleme katsayıları 23 şirketten 13 şirketin 0,5'in üstünde çıktığından bu iki modelin analiz sonuçları yeterli görülmüştür. Gelecekte bu konuda yapılacak çalışmaların sektörel bazda yapılmasının yeni bir bakış açısı getireceği kanaatindeyim.

Türkiye'de hisse senedi pazarının işlem bakımından üst sıralarında bulunan şirketlerin verilerinin kullanıldığı çalışma sonucunda EVA ve MVA'nın literatür araştırmalarının büyük bir çoğunluğunda sanılanın aksine hisse senedi getirileri üzerinde bir etkisi olmadığı görülmüştür. Ülkemiz açısından düşünüldüğünde, İMKB'nin yeterli finansal etkinliğe sahip olmadığı, hissedar değeri perspektifinin henüz ülkemizin gündemine yeterince gelmediği, finansal performans bakışın halen büyük ölçüde muhasebe tabanlı ve kısa vadeli olduğu görülmektedir. Türkiye'deki uygulamalarda, EVA göstergesinin hisse senedi getirilerini açıklamada güçsüz kalmasının nedenleri üzerinde de durmakta yarar vardır. EVA hesaplamalarında şirketlerin borçlanma yapılarının neticesi olarak ortaya çıkan faiz oranlarının toplu değerlerinin Türkiye'de açıklanmış değerlerinin olmaması çalışmada mevduat faiz oranlarının kullanılmasını gerektirmiştir. EVA değerlerinin piyasaya değerlerine yansımaları daha sonraki dönemlerde görülmesi, Türkiye'de sermaye piyasasının zayıf etkinlik düzeylerine sahip olması; EVA ve MVA göstergeleri ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkinin kuvvetini düşürücü bir etkiye neden olabilmektedir.

Yabancı yatırımcılar ülkemizde yapacakları reel yatırımlarda finansal performans ölçütü olarak faiz, vergi, mortisman öncesi kara bakıyorlar Halbuki şirketlerin gerçekleştirdiği faaliyetlerden elde ettiği gelirin yatırılan sermaye maliyetini karşılayıp karşılamadığına karar vermek için EVA göstergesinide dikkate almaları gerekir .Eğer şirket borsaya açık ise EVA ve MVA göstergeleri birlikte değerlendirmeye alınmalıdır.

Yeni finansal ölçütler olarak kabul edilen EVA ve MVA'nın Türkiye'deki şirket ve piyasa yapısını açıklamak için yeterli güce sahip olmadığı söylenebilir. Aynı yaklaşım ile şirketlerin EVA ve MVA göstergelerini yükseltecek firma yapılarına ve yatırımlara yönelmeleri durumunda borsa fiyatlarında ve doğal olarak bu hisse senetlerin getirilerinde beklenen artışın gözlenemeyeceğinden bahsedilebilir. Ancak, küreselleşme ve AB adaylık süreci gibi etkenlerin hızlandırıcı etkileri ile, Kurumsal Yönetim ve Basel II gibi küresel standartların etkileri düşünüldüğünde, EVA ve MVA 'ya ilişkin gelişmelerin izlenmesi, ampirik ve teorik çalışmaların yapılması büyük önem taşımaktadır.

EKLER

Kapanış Endeksi ve İMKB Kapanış Endeksi

EK 1

S.NO	ŞİRKET	YILIN İLK GÜNÜ	2001				2001			
			1.DÖNEM	2.DÖNEM	3.DÖNEM	4.DÖNEM	1.DÖNEM	2.DÖNEM	3.DÖNEM	4.DÖNEM
	İMKB ULUSAL-30	13.071,24	10.941,20	16.202,94	11.024,03	19.339,82	-0,16	0,48	-0,32	0,75
1	AKBANK	4.250	3.400	5.400	2.750	4.600	-0,20	0,59	-0,49	0,67
2	ARCELİK	11.500	9.700	10.600	6.700	15.500	-0,16	0,09	-0,37	1,31
3	DOHOL	5.200	2.750	4.850	1.000	2.325	-0,47	0,76	-0,79	1,33
4	DYHOL	4.600	2.450	3.950	790	2.350	-0,47	0,61	-0,80	1,97
5	EREĞLİ	14.000	10.250	14.750	13.000	18.000	-0,27	0,44	-0,12	0,38
6	FNSBNK	1.150	990	2.050	760	1.300	-0,14	1,07	-0,63	0,71
7	GARANTI	3.850	2.950	6.600	1.325	2.700	-0,23	1,24	-0,80	1,04
8	HURGAZ	4.050	2.350	2.700	2.075	4.100	-0,42	0,15	-0,23	0,98
9	İSCTR	11.000	9.500	9.000	5.100	8.300	-0,14	-0,05	-0,43	0,63
10	İSGYO	1.975	1.450	1.400	940	1.300	-0,27	-0,03	-0,33	0,38
11	KCHOL	29.000	29.500	33.000	20.500	38.000	0,02	0,12	-0,38	0,85
12	PETKİM	11.500	11.000	12.500	4.700	8.500	-0,04	0,14	-0,62	0,81
13	PETOFİS	26.500	28.500	44.500	43.500	62.000	0,08	0,56	-0,02	0,43
14	SAHOL	5.800	3.900	5.300	4.000	7.900	-0,33	0,36	-0,25	0,98
15	SKBNK	1.300	800	1.325	780	900	-0,38	0,66	-0,41	0,15
16	SİSE	4.900	4.150	4.350	2.700	5.800	-0,15	0,05	-0,38	1,15
17	TOASO	4.550	5.600	10.300	8.600	5.200	0,23	0,84	-0,17	-0,40
18	TSKBNK	1.100	550	1.025	530	950	-0,50	0,86	-0,48	0,79
19	TCELL	20.500	13.500	14.750	4.050	12.000	-0,34	0,09	-0,73	1,96
20	TÜPRAŞ	25.250	26.000	33.000	8.800	11.750	0,03	0,27	-0,73	0,34
21	THYAO	9.400	8.200	9.600	4.800	7.800	-0,13	0,17	-0,50	0,63
22	VESTEL	2.375	2.550	3.200	1.675	3.750	0,07	0,25	-0,48	1,24
23	YKBNK	3.500	2.800	4.050	2.250	4.350	-0,20	0,45	-0,44	0,93

**Kapanış Endeksi
ve İMKB Kapanış
Endeksi**

EK 1

S.NO	ŞİRKET	YILIN İLK GÜNÜ	2002				2002			
			1.DÖNEM	2.DÖNEM	3.DÖNEM	4.DÖNEM	1.DÖNEM	2.DÖNEM	3.DÖNEM	4.DÖNEM
	İMKB ULUSAL-30	19.879,73	16.464,94	13.595,53	12.206,67	14.406,54	-0,17	-0,17	-0,10	0,18
1	AKBANK	4.650	4.300	5.100	4.750	5.500	-0,08	0,19	-0,07	0,16
2	ARCELİK	15.500	13.250	10.400	10.000	13.000	-0,15	-0,22	-0,04	0,30
3	DOHOL	2.375	2.275	2.000	1.775	1.300	-0,04	-0,12	-0,11	-0,27
4	DYHOL	2.350	2.525	3.050	2.250	2.425	0,07	0,21	-0,26	0,08
5	EREĞLİ	18.250	15.000	15.250	15.750	16.750	-0,18	0,02	0,03	0,06
6	FNSBNK	1.325	790	620	620	780	-0,40	-0,22	0,00	0,26
7	GARANTI	2.850	2.700	2.050	1.450	2.150	-0,05	-0,24	-0,29	0,48
8	HURGAZ	4.200	5.100	5.000	3.500	4.350	0,21	-0,02	-0,30	0,24
9	İSCTR	8.600	7.300	4.100	3.350	4.350	-0,15	-0,44	-0,18	0,30
10	İSGYO	1.325	1.025	770	720	810	-0,23	-0,25	-0,06	0,13
11	KCHOL	38.500	32.500	16.500	15.500	17.250	-0,16	-0,49	-0,06	0,11
12	PETKİM	8.400	6.500	5.100	5.150	5.800	-0,23	-0,22	0,01	0,13
13	PETOF5	63.000	29.000	25.000	18.500	6.900	-0,54	-0,14	-0,26	-0,63
14	SAHOL	8.000	6.200	4.050	3.750	4.350	-0,23	-0,35	-0,07	0,16
15	SKBNK	960	900	680	740	770	-0,06	-0,24	0,09	0,04
16	SİSE	6.000	1.525	1.250	1.325	1.550	-0,75	-0,18	0,06	0,17
17	TOASO	5.300	4.550	4.100	2.650	3.350	-0,14	-0,10	-0,35	0,26
18	TSKBNK	990	730	530	560	610	-0,26	-0,27	0,06	0,09
19	TCELL	12.250	8.400	7.100	7.700	9.700	-0,31	-0,15	0,08	0,26
20	TÜPRAŞ	12.250	7.400	6.800	6.700	7.800	-0,40	-0,08	-0,01	0,16
21	THYAO	7.900	6.200	5.100	5.100	5.900	-0,22	-0,18	0,00	0,16
22	VESTEL	3.900	3.350	3.150	2.400	3.150	-0,14	-0,06	-0,24	0,31
23	YKBNK	4.500	3.950	1.625	1.075	1.375	-0,12	-0,59	-0,34	0,28

**Kapanış Endeksi
ve İMKB Kapanış
Endeksi**

EK 1

S.NO	ŞİRKET	2003					2003			
		YILIN İLK GÜNÜ	1.DÖNEM	2.DÖNEM	3.DÖNEM	4.DÖNEM	1.DÖNEM	2.DÖNEM	3.DÖNEM	4.DÖNEM
	İMKB ULUSAL-30	14.719,66	13.180,24	15.291,29	18.931,34	27.498,35	-0,10	0,16	0,24	0,45
1	AKBANK	5.500	4.500	4.200	5.550	7.350	-0,18	-0,07	0,32	0,32
2	ARCELİK	13.250	11.500	4.950	5.200	7.800	-0,13	-0,57	0,05	0,50
3	DOHOL	1.325	1.050	1.130	1.340	2.675	-0,21	0,08	0,19	1,00
4	DYHOL	2.500	1.950	2.220	2.850	5.400	-0,22	0,14	0,28	0,89
5	EREĞLİ	17.000	15.000	19.300	27.500	41.500	-0,12	0,29	0,42	0,51
6	FNSBNK	810	830	990	950	1.570	0,02	0,19	-0,04	0,65
7	GARANTI	2.175	1.600	1.920	2.550	4.100	-0,26	0,20	0,33	0,61
8	HURGAZ	4.450	2.900	2.450	3.050	5.000	-0,35	-0,16	0,24	0,64
9	İSCTR	4.450	3.950	4.500	6.350	5.700	-0,11	0,14	0,41	-0,10
10	İSGYO	820	720	880	960	1.300	-0,12	0,22	0,09	0,35
11	KCHOL	17.500	13.750	12.400	16.300	23.900	-0,21	-0,10	0,31	0,47
12	PETKİM	5.900	7.000	5.900	5.250	5.900	0,19	-0,16	-0,11	0,12
13	PETOFİS	6.900	5.300	4.000	4.175	4.950	-0,23	-0,25	0,04	0,19
14	SAHOL	4.400	3.200	3.400	4.600	6.650	-0,27	0,06	0,35	0,45
15	SKBNK	800	730	940	820	1.140	-0,09	0,29	-0,13	0,39
16	SİSE	1.600	1.525	1.710	1.970	2.800	-0,05	0,12	0,15	0,42
17	TOASO	3.450	3.750	1.650	1.980	3.100	0,09	-0,56	0,20	0,57
18	TSKBNK	610	430	670	640	1.100	-0,30	0,56	-0,04	0,72
19	TCELL	10.100	8.700	9.500	9.550	14.000	-0,14	0,09	0,01	0,47
20	TÜPRAŞ	8.000	7.800	9.350	11.900	11.700	-0,03	0,20	0,27	-0,02
21	THYAO	6.100	5.800	6.300	5.900	7.750	-0,05	0,09	-0,06	0,31
22	VESTEL	3.200	3.250	3.575	3.825	5.900	0,02	0,10	0,07	0,54
23	YKBNK	1.525	1.425	1.540	1.610	2.900	-0,07	0,08	0,05	0,80

**Kapanış Endeksi
ve İMKB Kapanış
Endeksi**

EK 1

S.NO	ŞİRKET	YILIN İLK GÜNÜ	2004				2004			
			1.DÖNEM	2.DÖNEM	3.DÖNEM	4.DÖNEM	1.DÖNEM	2.DÖNEM	3.DÖNEM	4.DÖNEM
	İMKB ULUSAL-30	28.320,02	29.411,81	26.501,80	32.292,15	37.511,37	0,04	-0,10	0,22	0,16
1	AKBANK	7.600,00	7.000,00	5.450,00	6.800,00	8.350,00	-0,08	-0,22	0,25	0,23
2	ARCELİK	7.950,00	8.300,00	7.350,00	8.800,00	8.150,00	0,04	-0,11	0,20	-0,07
3	DOHOL	2.825,00	3.175,00	2.070,00	2.700,00	2.900,00	0,12	-0,35	0,30	0,07
4	DYHOL	5.400,00	5.200,00	4.550,00	5.150,00	6.700,00	-0,04	-0,13	0,13	0,30
5	EREĞLİ	43.250,00	49.750,00	3.775,00	5.500,00	6.200,00	0,15	-0,92	0,46	0,13
6	FNSBNK	1.600,00	1.720,00	1.540,00	1.500,00	2.540,00	0,08	-0,10	-0,03	0,69
7	GARANTİ	4.175,00	4.725,00	4.425,00	5.050,00	4.300,00	0,13	-0,06	0,14	-0,15
8	HURGAZ	5.100,00	4.675,00	4.075,00	2.725,00	3.260,00	-0,08	-0,13	-0,33	0,20
9	İSCTR	5.900,00	5.900,00	5.400,00	5.500,00	7.500,00	0,00	-0,08	0,02	0,36
10	İSGYO	1.320,00	1.710,00	1.440,00	2.370,00	1.940,00	0,30	-0,16	0,65	-0,18
11	KCHOL	24.400,00	7.750,00	6.700,00	8.800,00	8.800,00	-0,68	-0,14	0,31	0,00
12	PETKİM	6.050,00	6.100,00	5.250,00	5.700,00	6.550,00	0,01	-0,14	0,09	0,15
13	PETOF5	5.100,00	5.850,00	4.675,00	5.200,00	4.560,00	0,15	-0,20	0,11	-0,12
14	SAHOL	6.850,00	6.250,00	4.400,00	5.400,00	5.250,00	-0,09	-0,30	0,23	-0,03
15	SKBNK	1.150,00	1.510,00	1.200,00	1.610,00	2.900,00	0,31	-0,21	0,34	0,80
16	SİSE	3.000,00	3.900,00	2.750,00	3.300,00	3.780,00	0,30	-0,29	0,20	0,15
17	TOA50	3.125,00	3.275,00	2.550,00	3.600,00	2.740,00	0,05	-0,22	0,41	-0,24
18	TSKBNK	1.110,00	1.160,00	1.020,00	1.150,00	1.320,00	0,05	-0,12	0,13	0,15
19	TCELL	14.400,00	18.700,00	18.300,00	6.700,00	9.850,00	0,30	-0,02	-0,63	0,47
20	TÜPRAŞ	12.100,00	11.100,00	9.750,00	12.300,00	13.500,00	-0,08	-0,12	0,26	0,10
21	THYAO	8.000,00	8.950,00	7.350,00	8.600,00	7.900,00	0,12	-0,18	0,17	-0,08
22	VESTEL	6.050,00	5.900,00	4.550,00	5.850,00	5.250,00	-0,02	-0,23	0,29	-0,10
23	YKBNK	3.075,00	3.700,00	3.550,00	3.950,00	4.280,00	0,20	-0,04	0,11	0,08

**Kapanış Endeksi
ve İMKB Kapanış
Endeksi**

EK 1

S.NO	ŞİRKET	YILIN İLK GÜNÜ	2005				2006			
			1.DÖNEM	2.DÖNEM	3.DÖNEM	4.DÖNEM	1.DÖNEM	2.DÖNEM	3.DÖNEM	4.DÖNEM
	İMKB ULUSAL-30	37.771,78	37.707,71	40.830,54	50.900,93	59.667,81	0,00	0,08	0,25	0,17
1	AKBANK	8,40	6,55	7,70	8,95	10,90	-0,22	0,18	0,16	0,22
2	ARCELİK	8,15	7,80	7,95	7,75	9,50	-0,04	0,02	-0,03	0,23
3	DOHOL	2,90	3,52	3,36	3,76	4,36	0,21	-0,05	0,12	0,16
4	DYHOL	6,50	3,70	3,36	3,50	5,25	-0,43	-0,09	0,04	0,50
5	EREĞLİ	6,15	6,45	5,80	8,90	8,80	0,05	-0,10	0,53	-0,01
6	FNSBNK	2,52	3,26	5,90	7,20	5,95	0,29	0,81	0,22	-0,17
7	GARANTI	4,34	5,12	5,75	4,02	4,92	0,18	0,12	-0,30	0,22
8	HURGAZ	3,28	2,94	3,18	4,00	5,20	-0,10	0,08	0,26	0,30
9	İSCTR	4,65	7,80	7,80	9,35	11,80	0,68	0,00	0,20	0,26
10	İSGYO	1,97	1,92	2,17	2,62	2,92	-0,03	0,13	0,21	0,11
11	KCHOL	8,85	5,90	5,90	6,10	6,30	-0,33	0,00	0,03	0,03
12	PETKİM	6,50	5,90	5,85	6,80	7,80	-0,09	-0,01	0,16	0,15
13	PETOF5	4,52	4,38	4,12	4,46	6,25	-0,03	-0,06	0,08	0,40
14	SAHOL	5,30	4,68	5,15	6,95	7,55	-0,12	0,10	0,35	0,09
15	SKBNK	3,04	3,30	3,96	4,78	5,10	0,09	0,20	0,21	0,07
16	SİSE	3,84	3,38	3,90	4,28	4,68	-0,12	0,15	0,10	0,09
17	TOA50	2,74	2,47	2,27	2,50	2,86	-0,10	-0,08	0,10	0,14
18	TSKBNK	1,35	2,96	2,05	3,62	4,60	1,19	-0,31	0,77	0,27
19	TCELL	9,85	9,25	6,60	7,40	8,20	-0,06	-0,29	0,12	0,11
20	TÜPRAŞ	13,60	19,10	19,10	23,70	24,90	0,40	0,00	0,24	0,05
21	THYAO	7,85	6,45	7,55	7,20	8,70	-0,18	0,17	-0,05	0,21
22	VESTEL	5,25	5,40	4,88	4,80	5,15	0,03	-0,10	-0,02	0,07
23	YKBNK	4,30	5,40	5,10	5,60	6,30	0,26	-0,06	0,10	0,13

**Kapanış Endeksi
ve İMKB Kapanış
Endeksi**

EK 1

S.NO	ŞİRKET	YILIN İLK GÜNÜ	2006				2006			
			1.DÖNEM	2.DÖNEM	3.DÖNEM	4.DÖNEM	1.DÖNEM	2.DÖNEM	3.DÖNEM	4.DÖNEM
	İMKB ULUSAL-30	59.923,89	64.266,03	54.014,92	56.490,54	58.739,68	0,07	-0,16	0,05	0,04
1	AKBANK	10,90	11,30	7,60	7,80	8,65	0,04	-0,33	0,03	0,11
2	ARCELİK	9,45	11,10	9,05	9,50	8,50	0,17	-0,18	0,05	-0,11
3	DOHOL	4,34	6,15	5,85	5,95	2,24	0,42	-0,05	0,02	-0,62
4	DYHOL	5,25	6,20	5,40	4,84	5,00	0,18	-0,13	-0,10	0,03
5	EREĞLİ	8,75	8,20	7,55	6,75	8,85	-0,06	-0,08	-0,11	0,31
6	FNSBNK	5,95	7,70	7,70	6,00	5,95	0,29	0,00	-0,22	-0,01
7	GARANTI	4,96	5,00	3,94	4,54	4,78	0,01	-0,21	0,15	0,05
8	HURGAZ	5,15	5,15	3,24	3,80	3,72	0,00	-0,37	0,17	-0,02
9	İSCTR	11,90	11,20	7,80	8,00	6,50	-0,06	-0,30	0,03	-0,19
10	İSGYO	2,90	3,34	2,40	2,68	2,96	0,15	-0,28	0,12	0,10
11	KCHOL	6,25	7,15	4,72	4,88	5,55	0,14	-0,34	0,03	0,14
12	PETKİM	7,75	6,25	5,10	5,06	5,05	-0,19	-0,18	-0,01	0,00
13	PETOF5	6,20	8,90	5,50	4,78	4,56	0,44	-0,38	-0,13	-0,05
14	SAHOL	7,55	9,50	4,28	5,30	5,60	0,26	-0,55	0,24	0,06
15	SKBNK	5,05	6,60	5,50	4,88	4,76	0,31	-0,17	-0,11	-0,02
16	SİSE	4,66	5,75	4,32	4,90	5,00	0,23	-0,25	0,13	0,02
17	TOASO	2,84	4,26	4,14	4,12	4,84	0,50	-0,03	0,00	0,17
18	TSKBNK	4,70	5,02	2,10	2,82	2,60	0,07	-0,58	0,34	-0,08
19	TCELL	8,25	8,60	7,25	7,80	6,90	0,04	-0,16	0,08	-0,12
20	TÜPRAŞ	25,00	23,70	26,50	23,20	24,50	-0,05	0,12	-0,12	0,06
21	THYAO	8,65	7,40	5,45	6,05	6,10	-0,14	-0,26	0,11	0,01
22	VESTEL	5,15	5,50	3,46	3,54	3,66	0,07	-0,37	0,02	0,03
23	YKBNK	6,30	7,10	2,39	2,66	2,48	0,13	-0,66	0,11	-0,07

**Kapanış Endeksi
ve İMKB Kapanış
Endeksi**

EK 1

S.NO	ŞİRKET	YILIN İLK GÜNÜ	2007				2007			
			1.DÖNEM	2.DÖNEM	3.DÖNEM	4.DÖNEM	1.DÖNEM	2.DÖNEM	3.DÖNEM	4.DÖNEM
	İMKB ULUSAL-30	58.457,67	65.966,11	72.838,56	84.552,70	86.684,52	0,13	0,10	0,16	0,03
1	AKBANK	8,60	9,25	7,40	9,25	8,70	0,08	-0,20	0,25	-0,06
2	ARCELİK	8,65	9,25	11,20	9,80	8,15	0,07	0,21	-0,13	-0,17
3	DOHOL	2,20	2,33	2,66	2,64	2,22	0,06	0,14	-0,01	-0,16
4	DYHOL	4,94	5,10	5,30	5,15	4,76	0,03	0,04	-0,03	-0,08
5	EREĞLİ	8,85	13,90	7,95	11,30	10,30	0,57	-0,43	0,42	-0,09
6	FNSBNK	5,90	5,90	5,95	5,10	5,25	0,00	0,01	-0,14	0,03
7	GARANTI	4,76	6,25	7,65	9,25	10,50	0,31	0,22	0,21	0,14
8	HURGAZ	3,58	4,20	3,68	3,86	3,62	0,17	-0,12	0,05	-0,06
9	İSCTR	6,45	6,65	6,30	7,30	7,35	0,03	-0,05	0,16	0,01
10	İSGYO	2,94	3,14	2,14	2,08	1,72	0,07	-0,32	-0,03	-0,17
11	KCHOL	5,55	6,30	5,40	6,35	6,35	0,14	-0,14	0,18	0,00
12	PETKİM	5,10	7,05	8,95	9,45	8,60	0,38	0,27	0,06	-0,09
13	PETOF5	4,48	5,80	5,50	6,15	6,05	0,29	-0,05	0,12	-0,02
14	SAHOL	5,65	5,70	6,65	7,85	6,45	0,01	0,17	0,18	-0,18
15	SKBNK	4,66	6,20	9,50	4,84	5,20	0,33	0,53	-0,49	0,07
16	SİSE	4,98	5,30	5,50	6,00	2,36	0,06	0,04	0,09	-0,61
17	TOASO	4,84	5,15	6,25	6,10	6,15	0,06	0,21	-0,02	0,01
18	TSKBNK	2,58	2,88	2,04	2,16	1,93	0,12	-0,29	0,06	-0,11
19	TCELL	6,95	6,90	9,00	10,30	12,80	-0,01	0,30	0,14	0,24
20	TÜPRAŞ	24,30	30,50	31,50	32,25	34,25	0,26	0,03	0,02	0,06
21	THYAO	6,15	7,00	9,75	9,40	8,60	0,14	0,39	-0,04	-0,09
22	VESTEL	3,64	3,50	3,14	3,32	2,90	-0,04	-0,10	0,06	-0,13
23	YKBNK	2,45	2,94	3,00	3,90	4,12	0,20	0,02	0,30	0,06

**Kapanış Endeksi
ve İMKB Kapanış
Endeksi**

EK 1

S.NO	ŞİRKET	YILIN İLK GÜNÜ	2008				2008			
			1.DÖNEM	2.DÖNEM	3.DÖNEM	4.DÖNEM	1.DÖNEM	2.DÖNEM	3.DÖNEM	4.DÖNEM
	İMKB ULUSAL-30	85.148,71	59.939,23	53.405,16	54.925,73	44.270,96	-0,30	-0,11	0,03	-0,19
1	AKBANK	8,50	5,60	4,24	6,15	4,78	-0,34	-0,24	0,45	-0,22
2	ARCELİK	7,95	5,30	4,28	3,50	2,06	-0,33	-0,19	-0,18	-0,41
3	DOHOL	2,18	1,34	1,49	1,48	1,03	-0,39	0,11	-0,01	-0,30
4	DYHOL	4,74	2,28	1,43	1,43	0,66	-0,52	-0,37	0,00	-0,54
5	EREĞLİ	10,10	9,35	10,00	5,80	4,12	-0,07	0,07	-0,42	-0,29
6	FNSBNK	5,25	5,00	3,92	5,00	4,24	-0,05	-0,22	0,28	-0,15
7	GARANTI	10,20	6,00	2,82	2,92	2,60	-0,41	-0,53	0,04	-0,11
8	HURGAZ	3,54	2,04	1,44	1,30	0,65	-0,42	-0,29	-0,10	-0,50
9	İSCTR	7,25	4,94	4,00	5,30	4,10	-0,32	-0,19	0,33	-0,23
10	İSGYO	1,70	1,02	0,87	0,91	0,70	-0,40	-0,15	0,05	-0,23
11	KCHOL	6,30	3,72	3,34	3,72	2,62	-0,41	-0,10	0,11	-0,30
12	PETKİM	8,75	6,50	5,00	4,36	4,62	-0,26	-0,23	-0,13	0,06
13	PETOF5	6,00	5,45	4,94	5,50	2,76	-0,09	-0,09	0,11	-0,50
14	SAHOL	6,35	4,16	4,18	4,48	3,50	-0,34	0,00	0,07	-0,22
15	SKBNK	5,10	2,54	2,38	1,85	1,09	-0,50	-0,06	-0,22	-0,41
16	SİSE	2,28	1,65	1,30	1,50	1,09	-0,28	-0,21	0,15	-0,27
17	TOA50	6,25	4,30	3,56	2,55	1,15	-0,31	-0,17	-0,28	-0,55
18	TSKBNK	1,89	1,21	0,89	1,05	0,92	-0,36	-0,26	0,18	-0,12
19	TCELL	13,00	11,10	7,00	8,00	8,75	-0,15	-0,37	0,14	0,09
20	TÜPRAŞ	33,25	29,50	28,25	22,80	16,20	-0,11	-0,04	-0,19	-0,29
21	THYAO	8,40	6,25	5,00	6,75	5,70	-0,26	-0,20	0,35	-0,16
22	VESTEL	2,82	1,66	1,97	1,37	0,85	-0,41	0,19	-0,30	-0,38
23	YKBNK	3,98	2,58	2,24	2,56	2,10	-0,35	-0,13	0,14	-0,18

**Kapanış Endeksi
ve İMKB Kapanış
Endeksi**

EK 1

S.NO	ŞİRKET	YILIN İLK GÜNÜ	2009				2009			
			1.DÖNEM	2.DÖNEM	3.DÖNEM	4.DÖNEM	1.DÖNEM	2.DÖNEM	3.DÖNEM	4.DÖNEM
	İMKB ULUSAL-30	44.427,06	41.654,70	61.583,89	80.691,85	87.157,93	-0,06	0,48	0,31	0,08
1	AKBANK	4,76	4,88	6,90	8,60	9,45	0,03	0,41	0,25	0,10
2	ARCELİK	1,97	1,83	2,33	4,30	5,85	-0,07	0,27	0,85	0,36
3	DOHOL	1,04	0,55	1,12	1,12	1,03	-0,47	1,04	0,00	-0,08
4	DYHOL	0,72	0,54	1,47	1,08	1,39	-0,25	1,72	-0,27	0,29
5	EREĞLİ	4,12	3,12	4,44	6,40	4,50	-0,24	0,42	0,44	-0,30
6	FNSBNK	4,28	4,78	5,15	7,30	6,05	0,12	0,08	0,42	-0,17
7	GARANTI	2,62	2,36	4,18	5,60	6,35	-0,10	0,77	0,34	0,13
8	HURGAZ	0,70	0,60	1,17	1,34	1,87	-0,14	0,95	0,15	0,40
9	İSCTR	4,12	3,74	4,54	5,80	6,30	-0,09	0,21	0,28	0,09
10	İSGYO	0,72	0,96	1,07	1,64	1,57	0,33	0,11	0,53	-0,04
11	KCHOL	2,60	2,34	2,66	3,90	4,42	-0,10	0,14	0,47	0,13
12	PETKİM	4,58	4,08	6,50	7,50	7,30	-0,11	0,59	0,15	-0,03
13	PETOF5	2,92	3,82	5,15	7,25	5,75	0,31	0,35	0,41	-0,21
14	SAHOL	3,36	2,86	4,14	5,75	5,75	-0,15	0,45	0,39	0,00
15	SKBNK	1,07	0,94	1,61	2,50	2,58	-0,12	0,71	0,55	0,03
16	SISE	1,10	1,00	1,26	1,58	1,87	-0,09	0,26	0,25	0,18
17	TOASO	1,19	1,46	2,70	4,18	4,72	0,23	0,85	0,55	0,13
18	TSKBNK	0,89	0,72	0,90	1,47	1,82	-0,19	0,25	0,63	0,24
19	TCELL	8,70	8,15	8,55	10,60	10,60	-0,06	0,05	0,24	0,00
20	TÜPRAŞ	15,80	16,70	18,80	24,60	29,75	0,06	0,13	0,31	0,21
21	THYAO	5,75	6,55	2,32	3,86	5,70	0,14	-0,65	0,66	0,48
22	VESTEL	0,86	0,81	1,51	2,35	2,60	-0,06	0,86	0,56	0,11
23	YKBNK	2,09	1,71	2,28	3,24	3,28	-0,18	0,33	0,42	0,01

Şirket	Tarih	Sermaye	Vergi Oranı	NOPAT	Tahvil Oranı	Kd*	Kd	Beta	kM	kRF	Ke	Kısa Vadeli Borçlar
AKBANK	2001-1	500.000	0,2500	653.466	0,2073	0,218	0,1632	0,8870	-0,1600	0,2073	-0,1185	6.067.694
AKBANK	2001-2	800.000	0,2500	1.170.254	0,3148	0,330	0,2479	0,7480	0,2400	0,3148	0,2588	7.947.252
AKBANK	2001-3	800.000	0,2500	1.670.929	0,4417	0,464	0,3478	0,7611	-0,1600	0,4417	-0,0163	9.878.297
AKBANK	2001-4	800.000	0,2500	2.668.130	0,5893	0,619	0,4641	0,8210	0,4800	0,5893	0,4996	11.795.264
AKBANK	2002-1	800.000	0,2500	257.492	0,1348	0,142	0,1062	0,6704	-0,1700	0,1348	-0,0695	10.876.624
AKBANK	2002-2	800.000	0,2500	513.593	0,2398	0,252	0,1888	0,6091	-0,3200	0,2398	-0,1012	12.766.001
AKBANK	2002-3	816.000	0,2500	985.265	0,3450	0,362	0,2717	0,5892	-0,3900	0,3450	-0,0881	15.110.009
AKBANK	2002-4	816.000	0,2500	1.243.375	0,4400	0,462	0,3465	0,7876	-0,2800	0,4400	-0,1271	16.595.823
AKBANK	2003-1	816.000	0,3000	381.812	0,1100	0,116	0,0809	0,7564	-0,1000	0,1100	-0,0488	16.341.934
AKBANK	2003-2	1.200.000	0,3000	549.978	0,1916	0,201	0,1408	0,5347	0,0400	0,1916	0,1105	15.362.746
AKBANK	2003-3	1.200.000	0,3000	937.157	0,2174	0,228	0,1598	0,6388	0,2900	0,2174	0,2638	17.149.779
AKBANK	2003-4	1.200.000	0,3000	1.213.216	0,2600	0,273	0,1911	0,8136	0,8700	0,2600	0,7563	19.087.845
AKBANK	2004-1	1.200.000	0,3300	377.355	0,0550	0,058	0,0387	0,7796	0,0400	0,0550	0,0433	17.703.938
AKBANK	2004-2	1.500.000	0,3300	796.922	0,1100	0,116	0,0774	0,7336	-0,0600	0,1100	-0,0147	19.504.317
AKBANK	2004-3	1.500.000	0,3300	1.264.162	0,1500	0,158	0,1055	0,5483	0,1400	0,1500	0,1445	20.210.115
AKBANK	2004-4	1.500.000	0,3300	1.701.103	0,1801	0,189	0,1267	0,5657	0,3200	0,1801	0,2592	20.244.284
AKBANK	2005-1	1.500.000	0,3000	424.333	0,0390	0,041	0,0287	0,5832	0,0000	0,0390	0,0163	22.557.023
AKBANK	2005-2	1.800.000	0,3000	899.254	0,0778	0,082	0,0571	0,5922	0,0800	0,0778	0,0791	27.586.256
AKBANK	2005-3	1.800.005	0,3000	1.372.196	0,1169	0,123	0,0859	0,3907	0,3500	0,1169	0,2079	31.253.492
AKBANK	2005-4	1.800.005	0,3000	1.814.070	0,1521	0,160	0,1118	0,5701	0,5800	0,1521	0,3960	31.956.664
AKBANK	2006-1	1.800.005	0,2000	524.062	0,0338	0,035	0,0284	0,6228	0,0700	0,0338	0,0563	32.710.287
AKBANK	2006-2	2.200.000	0,2000	1.033.430	0,0906	0,095	0,0761	0,5262	-0,1000	0,0906	-0,0097	36.412.123
AKBANK	2006-3	2.200.000	0,2000	1.521.142	0,1317	0,138	0,1106	0,5567	-0,0600	0,1317	0,0250	37.775.222
AKBANK	2006-4	2.200.000	0,2000	2.032.022	0,1825	0,192	0,1533	0,6495	-0,0200	0,1825	0,0510	35.958.721
AKBANK	2007-1	2.400.000	0,2000	565.765	0,0457	0,048	0,0384	0,7280	0,1300	0,0457	0,1071	38.678.324
AKBANK	2007-2	3.000.000	0,2000	1.214.991	0,0880	0,092	0,0739	0,7889	0,2500	0,0880	0,2158	42.295.931
AKBANK	2007-3	3.000.000	0,2000	1.829.659	0,1301	0,137	0,1092	0,6397	0,4500	0,1301	0,3347	41.509.954
AKBANK	2007-4	3.000.000	0,2000	2.593.366	0,1712	0,180	0,1438	0,5868	0,4800	0,1712	0,3524	43.634.621
AKBANK	2008-1	3.000.000	0,2000	726.504	0,0385	0,040	0,0324	0,8168	-0,3000	0,0385	-0,2380	49.617.458
AKBANK	2008-2	3.000.000	0,2000	1.446.097	0,0939	0,099	0,0789	0,5621	-0,3700	0,0939	-0,1669	50.761.499
AKBANK	2008-3	3.000.000	0,2000	2.127.982	0,1257	0,132	0,1056	0,5648	-0,3500	0,1257	-0,1430	52.413.887
AKBANK	2008-4	3.000.000	0,2000	2.790.264	0,1511	0,159	0,1269	0,6893	-0,4800	0,1511	-0,2839	57.575.258
AKBANK	2009-1	3.000.000	0,2000	893.102	0,0264	0,028	0,0222	0,5489	-0,0600	0,0264	-0,0210	54.837.817
AKBANK	2009-2	3.000.000	0,2000	1.824.186	0,0451	0,047	0,0378	0,4914	0,3900	0,0451	0,2146	55.418.060
AKBANK	2009-3	3.000.000	0,2000	2.749.811	0,0553	0,058	0,0464	0,4921	0,8200	0,0553	0,4316	57.896.633
AKBANK	2009-4	3.000.000	0,2000	3.674.706	0,0665	0,070	0,0559	0,6565	0,9600	0,0665	0,6531	55.851.372

Şirket	Tarih	Uzun Vadeli Borçlar	wd	we	WACC	Toplam Sermaye	Toplam (SermayeXWACC)	EVA	Hisse Senedi Getirisi	MVA
AKBANK	2001-1	1.803.623	0,9403	0,0597	0,1464	8.371.317,00	1.225.735,11	- 572.269,11	-0,20	1.200.000
AKBANK	2001-2	2.251.192	0,9273	0,0727	0,2487	10.998.444,00	2.734.913,30	- 1.564.659,30	0,59	1.900.000
AKBANK	2001-3	2.546.168	0,9395	0,0605	0,3258	13.224.465,00	4.308.457,89	- 2.637.528,89	-0,49	1.400.000
AKBANK	2001-4	2.658.001	0,9476	0,0524	0,4659	15.253.265,00	7.107.032,65	- 4.438.902,65	0,67	2.880.000
AKBANK	2002-1	2.280.228	0,9427	0,0573	0,0961	13.956.852,00	1.341.035,29	- 1.083.543,29	-0,08	2.640.000
AKBANK	2002-2	2.967.879	0,9516	0,0484	0,1748	16.533.880,00	2.889.650,73	- 2.376.057,73	0,19	3.280.000
AKBANK	2002-3	2.868.773	0,9566	0,0434	0,2561	18.794.782,00	4.812.751,74	- 3.827.486,74	-0,07	2.984.000
AKBANK	2002-4	3.219.302	0,9604	0,0396	0,3278	20.631.125,00	6.762.250,06	- 5.518.875,06	0,16	3.672.000
AKBANK	2003-1	3.532.115	0,9606	0,0394	0,0757	20.690.049,00	1.566.960,16	- 1.185.148,16	-0,18	2.856.000
AKBANK	2003-2	2.775.575	0,9379	0,0621	0,1389	19.338.321,00	2.686.300,07	- 2.136.322,07	-0,07	3.840.000
AKBANK	2003-3	3.508.956	0,9451	0,0549	0,1655	21.858.735,00	3.617.961,30	- 2.680.804,30	0,32	5.460.000
AKBANK	2003-4	3.647.871	0,9499	0,0501	0,2194	23.935.716,00	5.252.350,53	- 4.039.134,53	0,32	7.620.000
AKBANK	2004-1	3.287.645	0,9459	0,0541	0,0389	22.191.583,00	864.184,03	- 486.829,03	-0,08	7.200.000
AKBANK	2004-2	4.334.048	0,9408	0,0592	0,0719	25.338.365,00	1.822.663,88	- 1.025.741,88	-0,22	6.675.000
AKBANK	2004-3	4.750.699	0,9433	0,0567	0,1077	26.460.814,00	2.850.765,40	- 1.586.603,40	0,25	8.700.000
AKBANK	2004-4	5.179.856	0,9443	0,0557	0,1341	26.924.140,00	3.610.109,58	- 1.909.006,58	0,23	11.025.000
AKBANK	2005-1	5.482.437	0,9492	0,0508	0,0281	29.539.460,00	828.664,78	- 404.331,78	-0,22	8.325.000
AKBANK	2005-2	7.246.413	0,9509	0,0491	0,0582	36.632.669,00	2.132.904,82	- 1.233.650,82	0,18	9.750.000
AKBANK	2005-3	8.204.796	0,9564	0,0436	0,0912	41.258.293,00	3.763.161,31	- 2.390.965,31	0,16	14.310.000
AKBANK	2005-4	8.976.730	0,9579	0,0421	0,1238	42.733.399,00	5.288.971,78	- 3.474.901,78	0,22	17.820.050
AKBANK	2006-1	9.482.891	0,9591	0,0409	0,0295	43.993.183,00	1.298.467,61	- 774.405,61	0,04	18.540.051
AKBANK	2006-2	11.283.231	0,9559	0,0441	0,0723	49.895.354,00	3.606.425,71	- 2.572.995,71	-0,33	14.520.000
AKBANK	2006-3	9.153.063	0,9552	0,0448	0,1068	49.128.285,00	5.246.539,65	- 3.725.397,65	0,03	14.960.000
AKBANK	2006-4	9.938.794	0,9543	0,0457	0,1486	48.097.515,00	7.148.236,80	- 5.116.214,80	0,11	16.720.000
AKBANK	2007-1	9.866.576	0,9529	0,0471	0,0416	50.944.900,00	2.121.546,34	- 1.555.781,34	0,08	19.800.000
AKBANK	2007-2	9.599.813	0,9454	0,0546	0,0816	54.895.744,00	4.481.327,51	- 3.266.336,51	-0,20	19.200.000
AKBANK	2007-3	9.085.614	0,9440	0,0560	0,1219	53.595.568,00	6.531.327,08	- 4.701.668,08	0,25	24.750.000
AKBANK	2007-4	9.491.121	0,9465	0,0535	0,1550	56.125.742,00	8.697.118,23	- 6.103.752,23	-0,06	23.100.000
AKBANK	2008-1	11.752.444	0,9534	0,0466	0,0198	64.369.902,00	1.272.044,74	- 545.540,74	-0,34	13.800.000
AKBANK	2008-2	12.016.439	0,9544	0,0456	0,0677	65.777.938,00	4.451.098,07	- 3.005.001,07	-0,24	9.720.000
AKBANK	2008-3	12.255.509	0,9557	0,0443	0,0946	67.669.396,00	6.399.386,10	- 4.271.404,10	0,45	15.450.000
AKBANK	2008-4	12.311.011	0,9588	0,0412	0,1100	72.886.269,00	8.018.493,12	- 5.228.229,12	-0,22	11.340.000
AKBANK	2009-1	12.584.603	0,9574	0,0426	0,0204	70.422.420,00	1.433.534,41	- 540.432,41	0,03	11.640.000
AKBANK	2009-2	9.851.614	0,9561	0,0439	0,0456	68.269.674,00	3.113.610,29	- 1.289.424,29	0,41	17.700.000
AKBANK	2009-3	8.780.925	0,9569	0,0431	0,0630	69.677.558,00	4.390.694,21	- 1.640.883,21	0,25	22.800.000
AKBANK	2009-4	8.152.332	0,9552	0,0448	0,0826	67.003.704,00	5.534.495,16	- 1.859.789,16	0,10	25.350.000

Şirket	Tarih	Sermaye	Vergi Oranı	NOPAT	Tahvil Oranı	Kd*	Kd	Beta	kM	kRF	Ke	Kısa Vadeli Borçlar
ARCELİK	2001-1	60.600	0,2500	6.149	0,2073	0,218	0,1632	0,7391	-0,1600	0,2073	-0,0642	117.607
ARCELİK	2001-2	90.900	0,2500	-2.849	0,3148	0,330	0,2479	0,7216	0,2400	0,3148	0,2608	69.120
ARCELİK	2001-3	90.900	0,2500	35.970	0,4417	0,464	0,3478	0,7745	-0,1600	0,4417	-0,0243	59.185
ARCELİK	2001-4	90.900	0,2500	63.143	0,5893	0,619	0,4641	0,5751	0,4800	0,5893	0,5264	51.127
ARCELİK	2002-1	90.900	0,2500	17.720	0,1348	0,142	0,1062	0,5154	-0,1700	0,1348	-0,0223	28.647
ARCELİK	2002-2	145.440	0,2500	83.854	0,2398	0,252	0,1888	0,4798	-0,3200	0,2398	-0,0288	41.043
ARCELİK	2002-3	145.440	0,2500	163.405	0,3450	0,362	0,2717	0,5288	-0,3900	0,3450	-0,0437	44.590
ARCELİK	2002-4	145.440	0,2500	239.372	0,4400	0,462	0,3465	0,7414	-0,2800	0,4400	-0,0938	78.479
ARCELİK	2003-1	145.440	0,3000	46.787	0,1100	0,116	0,0809	0,675	-0,1000	0,1100	-0,0318	90.229
ARCELİK	2003-2	399.960	0,3000	91.717	0,1916	0,201	0,1408	0,4744	0,0400	0,1916	0,1197	99.167
ARCELİK	2003-3	399.960	0,3000	155.214	0,2174	0,228	0,1598	0,6091	0,2900	0,2174	0,2616	65.547
ARCELİK	2003-4	399.960	0,3000	189.964	0,2600	0,273	0,1911	0,8783	0,8700	0,2600	0,7958	78.298
ARCELİK	2004-1	399.960	0,3300	57.231	0,0550	0,058	0,0387	0,6968	0,0400	0,0550	0,0445	84.193
ARCELİK	2004-2	399.960	0,3300	133.264	0,1100	0,116	0,0774	0,5599	-0,0600	0,1100	0,0148	103.699
ARCELİK	2004-3	399.960	0,3300	219.912	0,1500	0,158	0,1055	0,6373	0,1400	0,1500	0,1436	100.395
ARCELİK	2004-4	399.960	0,3300	261.444	0,1801	0,189	0,1267	0,5835	0,3200	0,1801	0,2617	112.379
ARCELİK	2005-1	399.960	0,3000	55.833	0,0390	0,041	0,0287	0,626	0,0000	0,0390	0,0146	137.449
ARCELİK	2005-2	399.960	0,3000	119.788	0,0778	0,082	0,0571	0,4879	0,0800	0,0778	0,0788	271.272
ARCELİK	2005-3	399.960	0,3000	213.219	0,1169	0,123	0,0859	0,4887	0,3500	0,1169	0,2308	232.023
ARCELİK	2005-4	399.960	0,3000	285.693	0,1521	0,160	0,1118	0,3409	0,5800	0,1521	0,2980	122.947
ARCELİK	2006-1	399.960	0,2000	76.622	0,0338	0,035	0,0284	0,38	0,0700	0,0338	0,0475	96.498
ARCELİK	2006-2	399.960	0,2000	167.513	0,0906	0,095	0,0761	0,332	-0,1000	0,0906	0,0273	341.421
ARCELİK	2006-3	399.960	0,2000	333.878	0,1317	0,138	0,1106	0,5626	-0,0600	0,1317	0,0238	472.323
ARCELİK	2006-4	399.960	0,2000	395.028	0,1825	0,192	0,1533	0,2727	-0,0200	0,1825	0,1273	1.269.127
ARCELİK	2007-1	399.960	0,2000	140.027	0,0457	0,048	0,0384	0,4701	0,1300	0,0457	0,0853	851.839
ARCELİK	2007-2	399.960	0,2000	228.434	0,0880	0,092	0,0739	0,3802	0,2500	0,0880	0,1496	1.324.508
ARCELİK	2007-3	399.960	0,2000	356.639	0,1301	0,137	0,1092	0,773	0,4500	0,1301	0,3774	1.885.543
ARCELİK	2007-4	399.960	0,2000	413.793	0,1712	0,180	0,1438	0,6481	0,4800	0,1712	0,3713	2.076.374
ARCELİK	2008-1	399.960	0,2000	72.157	0,0385	0,040	0,0324	0,6274	-0,3000	0,0385	-0,1739	2.294.963
ARCELİK	2008-2	399.960	0,2000	203.905	0,0939	0,099	0,0789	0,3555	-0,3700	0,0939	-0,0710	2.210.733
ARCELİK	2008-3	399.960	0,2000	302.246	0,1257	0,132	0,1056	0,818	-0,3500	0,1257	-0,2634	2.012.585
ARCELİK	2008-4	399.960	0,2000	351.671	0,1511	0,159	0,1269	0,5588	-0,4800	0,1511	-0,2016	1.914.505
ARCELİK	2009-1	399.960	0,2000	28.574	0,0264	0,028	0,0222	0,6285	-0,0600	0,0264	-0,0279	1.211.100
ARCELİK	2009-2	675.728	0,2000	191.079	0,0451	0,047	0,0378	0,1514	0,3900	0,0451	0,0973	1.359.917
ARCELİK	2009-3	675.728	0,2000	400.792	0,0553	0,058	0,0464	0,2384	0,8200	0,0553	0,2376	2.175.476
ARCELİK	2009-4	675.728	0,2000	555.354	0,0665	0,070	0,0559	0,2334	0,9600	0,0665	0,2750	1.923.727

Şirket	Tarih	Uzun Vadeli Borçlar	wd	we	WACC	Toplam Sermaye	Toplam (SermayeXWACC)	EVA	Hisse Senedi Getirisi	MVA
ARCELİK	2001-1	52.212	0,7370	0,2630	0,1034	230.418,43	23.833,86	- 17.684,55	-0,16	527.220
ARCELİK	2001-2	159.835	0,7158	0,2842	0,2515	319.854,42	80.457,60	- 83.306,65	0,09	872.640
ARCELİK	2001-3	188.275	0,7314	0,2686	0,2478	338.359,31	83.860,17	- 47.890,20	-0,37	518.130
ARCELİK	2001-4	174.496	0,7128	0,2872	0,4820	316.522,83	152.559,17	- 89.416,23	1,31	1.295.325
ARCELİK	2002-1	151.782	0,6650	0,3350	0,0631	271.329,30	17.126,96	593,39	-0,15	1.149.525
ARCELİK	2002-2	173.479	0,5960	0,4040	0,1009	359.962,58	36.311,24	47.542,40	-0,22	1.367.136
ARCELİK	2002-3	211.190	0,6375	0,3625	0,1574	401.219,75	63.141,09	100.264,11	-0,04	1.308.960
ARCELİK	2002-4	220.243	0,6726	0,3274	0,2023	444.161,24	89.863,47	149.508,04	0,30	1.745.280
ARCELİK	2003-1	223.604	0,6833	0,3167	0,0452	459.273,21	20.755,69	26.031,40	-0,13	1.527.120
ARCELİK	2003-2	191.963	0,4213	0,5787	0,1286	691.090,01	88.845,06	2.872,12	-0,57	1.579.842
ARCELİK	2003-3	204.617	0,4032	0,5968	0,2206	670.124,40	147.815,97	7.398,05	0,05	1.679.832
ARCELİK	2003-4	261.104	0,4590	0,5410	0,5182	739.362,00	383.133,09	- 193.169,19	0,50	2.719.728
ARCELİK	2004-1	231.085	0,4408	0,5592	0,0420	715.238,00	30.016,31	27.214,42	0,04	2.919.708
ARCELİK	2004-2	247.317	0,4674	0,5326	0,0441	750.976,00	33.089,58	100.174,76	-0,11	2.539.746
ARCELİK	2004-3	255.497	0,4708	0,5292	0,1257	755.852,00	95.000,56	124.911,53	0,20	3.119.688
ARCELİK	2004-4	209.820	0,4462	0,5538	0,2015	722.159,00	145.504,92	115.939,13	-0,07	2.899.710
ARCELİK	2005-1	171.639	0,4359	0,5641	0,0207	709.048,00	14.703,24	41.129,46	-0,04	2.719.728
ARCELİK	2005-2	442.031	0,6407	0,3593	0,0649	1.113.263,00	72.298,55	47.489,65	0,02	2.779.722
ARCELİK	2005-3	482.999	0,6413	0,3587	0,1379	1.114.982,00	153.716,42	59.502,18	-0,03	2.699.730
ARCELİK	2005-4	543.647	0,6250	0,3750	0,1816	1.066.554,00	193.697,40	91.995,70	0,23	3.379.662
ARCELİK	2006-1	582.777	0,6301	0,3699	0,0355	1.081.235,00	38.342,75	38.279,65	0,17	4.039.596
ARCELİK	2006-2	787.596	0,7384	0,2616	0,0633	1.528.977,00	96.789,16	70.723,64	-0,18	3.219.678
ARCELİK	2006-3	755.420	0,7543	0,2457	0,0893	1.627.703,00	145.361,63	188.516,77	0,05	3.399.660
ARCELİK	2006-4	1.047.735	0,8528	0,1472	0,1495	2.716.822,00	406.081,15	- 11.053,15	-0,11	2.939.706
ARCELİK	2007-1	1.750.471	0,8668	0,1332	0,0447	3.002.270,00	134.085,78	5.941,42	0,07	3.299.670
ARCELİK	2007-2	1.386.879	0,8715	0,1285	0,0836	3.111.347,00	260.130,43	- 31.696,03	0,21	4.079.592
ARCELİK	2007-3	1.175.366	0,8844	0,1156	0,1402	3.460.869,00	485.313,27	- 128.674,07	-0,13	3.519.648
ARCELİK	2007-4	995.816	0,8848	0,1152	0,1700	3.472.150,00	590.323,96	- 176.531,16	-0,17	2.859.714
ARCELİK	2008-1	969.811	0,8909	0,1091	0,0099	3.664.734,00	36.112,07	36.044,73	-0,33	1.719.828
ARCELİK	2008-2	1.029.155	0,8901	0,1099	0,0624	3.639.848,00	227.145,67	- 23.240,87	-0,19	1.311.869
ARCELİK	2008-3	1.302.387	0,8923	0,1077	0,0659	3.714.932,00	244.662,76	57.583,64	-0,18	999.900
ARCELİK	2008-4	1.576.603	0,8972	0,1028	0,0932	3.891.068,00	362.489,98	- 10.818,78	-0,41	438.958
ARCELİK	2009-1	1.685.945	0,8787	0,1213	0,0161	3.297.005,00	53.149,58	- 24.575,18	-0,07	331.967
ARCELİK	2009-2	1.055.157	0,7814	0,2186	0,0508	3.090.802,00	157.122,96	33.956,24	0,27	861.918
ARCELİK	2009-3	268.949	0,7834	0,2166	0,0878	3.120.153,00	274.040,23	126.751,77	0,85	2.229.903
ARCELİK	2009-4	188.314	0,7576	0,2424	0,1090	2.787.769,00	303.832,80	251.521,60	0,36	3.277.282

EK 2

Şirket	Tarih	Sermaye	Vergi Oranı	NOPAT	Tahvil Oranı	Kd*	Kd	Beta	kM	kRF	Ke	Kısa Vadeli Borçlar
DOHOL	2001-1	251.173	0,2500	0	0,2073	0,218	0,1632	0,6252	-0,1600	0,2073	-0,0223	293.182
DOHOL	2001-2	251.381	0,2500	-3.011	0,3148	0,330	0,2479	0,5493	0,2400	0,3148	0,2737	373.661
DOHOL	2001-3	251.381	0,2500	-4.307	0,4417	0,464	0,3478	0,5072	-0,1600	0,4417	0,1365	210.697
DOHOL	2001-4	251.381	0,2500	-5.189	0,5893	0,619	0,4641	0,3609	0,4800	0,5893	0,5499	133.850
DOHOL	2002-1	251.381	0,2500	-1.630	0,1348	0,142	0,1062	0,5315	-0,1700	0,1348	-0,0272	136.452
DOHOL	2002-2	251.381	0,2500	-2.941	0,2398	0,252	0,1888	0,505	-0,3200	0,2398	-0,0429	115.458
DOHOL	2002-3	452.485	0,2500	-6.763	0,3450	0,362	0,2717	0,5302	-0,3900	0,3450	-0,0447	173.726
DOHOL	2002-4	452.485	0,2500	-8.455	0,4400	0,462	0,3465	0,4308	-0,2800	0,4400	0,1298	219.635
DOHOL	2003-1	452.485	0,3000	-1.468	0,1100	0,116	0,0809	0,6562	-0,1000	0,1100	-0,0278	256.969
DOHOL	2003-2	588.231	0,3000	-3.999	0,1916	0,201	0,1408	0,4378	0,0400	0,1916	0,1252	128.495
DOHOL	2003-3	588.231	0,3000	0	0,2174	0,228	0,1598	0,4174	0,2900	0,2174	0,2477	1.493.400
DOHOL	2003-4	588.231	0,3000	-5.722	0,2600	0,273	0,1911	0,5607	0,8700	0,2600	0,6020	1.614.901
DOHOL	2004-1	588.231	0,3300	-1.457	0,0550	0,058	0,0387	0,6204	0,0400	0,0550	0,0457	1.586.056
DOHOL	2004-2	735.288	0,3300	-1.602	0,1100	0,116	0,0774	0,6394	-0,0600	0,1100	0,0013	2.048.491
DOHOL	2004-3	735.288	0,3300	-1.913	0,1500	0,158	0,1055	0,5966	0,1400	0,1500	0,1440	2.189.620
DOHOL	2004-4	735.288	0,3300	-7.276	0,1801	0,189	0,1267	0,4601	0,3200	0,1801	0,2445	2.073.752
DOHOL	2005-1	735.288	0,3000	9.488	0,0390	0,041	0,0287	0,4591	0,0000	0,0390	0,0211	365.487
DOHOL	2005-2	735.288	0,3000	72.180	0,0778	0,082	0,0571	0,1318	0,0800	0,0778	0,0780	393.623
DOHOL	2005-3	735.288	0,3000	149.266	0,1169	0,123	0,0859	0,5116	0,3500	0,1169	0,2361	658.402
DOHOL	2005-4	735.288	0,3000	199.335	0,1521	0,160	0,1118	0,6721	0,5800	0,1521	0,4397	674.621
DOHOL	2006-1	735.288	0,2000	64.247	0,0338	0,035	0,0284	0,4766	0,0700	0,0338	0,0510	685.344
DOHOL	2006-2	735.288	0,2000	196.547	0,0906	0,095	0,0761	0,5285	-0,1000	0,0906	-0,0102	383.779
DOHOL	2006-3	1.500.000	0,2000	265.217	0,1317	0,138	0,1106	0,5271	-0,0600	0,1317	0,0307	344.371
DOHOL	2006-4	1.500.000	0,2000	199.977	0,1825	0,192	0,1533	0,4224	-0,0200	0,1825	0,0970	267.681
DOHOL	2007-1	1.500.000	0,2000	-42.254	0,0457	0,048	0,0384	0,4885	0,1300	0,0457	0,0869	434.100
DOHOL	2007-2	1.500.000	0,2000	53.915	0,0880	0,092	0,0739	0,5528	0,2500	0,0880	0,1775	364.741
DOHOL	2007-3	1.500.000	0,2000	114.120	0,1301	0,137	0,1092	0,9346	0,4500	0,1301	0,4291	248.978
DOHOL	2007-4	1.500.000	0,2000	162.730	0,1712	0,180	0,1438	0,6014	0,4800	0,1712	0,3569	324.062
DOHOL	2008-1	1.500.000	0,2000	6.176	0,0385	0,040	0,0324	0,7435	-0,3000	0,0385	-0,2132	546.093
DOHOL	2008-2	1.500.000	0,2000	139.021	0,0939	0,099	0,0789	0,4234	-0,3700	0,0939	-0,1025	431.893
DOHOL	2008-3	1.500.000	0,2000	226.496	0,1257	0,132	0,1056	0,5078	-0,3500	0,1257	-0,1159	721.071
DOHOL	2008-4	2.450.000	0,2000	244.182	0,1511	0,159	0,1269	0,4923	-0,4800	0,1511	-0,1596	1.098.211
DOHOL	2009-1	2.450.000	0,2000	-19.282	0,0264	0,028	0,0222	0,2427	-0,0600	0,0264	0,0054	899.901
DOHOL	2009-2	2.450.000	0,2000	36.212	0,0451	0,047	0,0378	0,2574	0,3900	0,0451	0,1338	1.146.302
DOHOL	2009-3	2.450.000	0,2000	87.990	0,0553	0,058	0,0464	0,0843	0,8200	0,0553	0,1197	1.154.423
DOHOL	2009-4	2.450.000	0,2000	48.577	0,0665	0,070	0,0559	0,0844	0,9600	0,0665	0,1419	1.354.585

Şirket	Tarih	Uzun Vadeli Borçlar	wd	we	WACC	Toplam Sermaye	Toplam (SermayeXWACC)	EVA	Hisse Senedi Getirisi	MVA
DOHOL	2001-1	135.758	0,6307	0,3693	0,0947	680.112,94	64.413,79	- 64.413,79	-0,47	4.863
DOHOL	2001-2	55.846	0,6308	0,3692	0,2574	680.887,62	175.260,34	- 178.271,49	0,76	200.173
DOHOL	2001-3	241.590	0,6428	0,3572	0,2723	703.668,16	191.629,06	- 195.936,14	-0,79	0
DOHOL	2001-4	263.014	0,6122	0,3878	0,4973	648.245,11	322.396,94	- 327.586,22	1,33	320.510
DOHOL	2002-1	432.701	0,6936	0,3064	0,0653	820.533,15	53.580,54	- 55.210,91	-0,04	320.510
DOHOL	2002-2	338.412	0,6436	0,3564	0,1062	705.251,09	74.901,97	- 77.843,38	-0,12	251.381
DOHOL	2002-3	258.282	0,4884	0,5116	0,1098	884.483,02	97.146,44	- 103.909,04	-0,11	-6.285
DOHOL	2002-4	201.361	0,4820	0,5180	0,2343	873.481,06	204.618,54	- 213.073,81	-0,27	135.746
DOHOL	2003-1	104.047	0,4438	0,5562	0,0204	813.501,40	16.608,18	- 18.076,35	-0,21	22.624
DOHOL	2003-2	243.740	0,3876	0,6124	0,1312	960.465,74	126.054,01	- 130.052,87	0,08	-76.922
DOHOL	2003-3	1.077.982	0,8138	0,1862	0,1762	3.159.612,56	556.640,99	- 556.640,99	0,19	199.998
DOHOL	2003-4	1.165.686	0,8254	0,1746	0,2629	3.368.817,53	885.500,85	- 891.223,03	1,00	985.286
DOHOL	2004-1	917.525	0,8097	0,1903	0,0400	3.091.811,56	123.748,42	- 125.205,16	0,12	1.279.401
DOHOL	2004-2	926.647	0,8018	0,1982	0,0623	3.710.425,77	231.188,37	- 232.790,85	-0,35	783.817
DOHOL	2004-3	1.002.007	0,8128	0,1872	0,1127	3.926.915,46	442.702,97	- 444.615,47	0,30	1.249.990
DOHOL	2004-4	763.803	0,7942	0,2058	0,1509	3.572.843,07	539.273,62	- 546.549,93	0,07	1.367.636
DOHOL	2005-1	714.352	0,5949	0,4051	0,0256	1.815.127,35	46.494,35	- 37.006,61	0,21	1.852.926
DOHOL	2005-2	603.104	0,5755	0,4245	0,0660	1.732.015,30	114.345,92	- 42.165,75	-0,05	1.735.280
DOHOL	2005-3	1.107.062	0,7060	0,2940	0,1301	2.500.752,49	325.249,72	- 175.984,15	0,12	2.029.395
DOHOL	2005-4	1.319.053	0,7306	0,2694	0,2001	2.728.962,51	546.179,87	- 346.844,58	0,16	2.455.863
DOHOL	2006-1	1.231.829	0,7228	0,2772	0,0347	2.652.461,46	91.921,11	- 27.673,99	0,42	3.786.734
DOHOL	2006-2	1.243.069	0,6887	0,3113	0,0492	2.362.136,67	116.274,00	80.273,45	-0,05	3.566.148
DOHOL	2006-3	1.222.164	0,5108	0,4892	0,0715	3.066.534,76	219.285,00	45.931,69	0,02	2.874.965
DOHOL	2006-4	1.205.173	0,4954	0,5046	0,1249	2.972.853,97	371.234,51	- 171.257,14	-0,62	1.845.000
DOHOL	2007-1	1.494.652	0,5625	0,4375	0,0596	3.428.752,34	204.421,45	- 246.675,45	0,06	1.995.000
DOHOL	2007-2	1.358.214	0,5346	0,4654	0,1221	3.222.954,30	393.585,28	- 339.670,18	0,14	2.490.000
DOHOL	2007-3	1.398.210	0,5234	0,4766	0,2617	3.147.187,79	823.554,99	- 709.435,03	-0,01	2.460.000
DOHOL	2007-4	1.355.474	0,5282	0,4718	0,2443	3.179.535,62	776.899,14	- 614.168,84	-0,16	1.830.000
DOHOL	2008-1	1.899.810	0,6199	0,3801	-0,0610	3.945.903,00	- 240.600,64	246.776,64	-0,39	510.000
DOHOL	2008-2	2.158.398	0,6333	0,3667	0,0124	4.090.291,00	50.538,90	88.481,90	0,11	735.000
DOHOL	2008-3	1.968.156	0,6419	0,3581	0,0263	4.189.227,00	110.159,41	116.336,59	-0,01	720.000
DOHOL	2008-4	2.035.388	0,5612	0,4388	0,0012	5.583.599,00	6.732,12	237.449,48	-0,30	-905.000
DOHOL	2009-1	2.193.374	0,5580	0,4420	0,0148	5.543.275,00	82.013,07	- 101.295,07	-0,47	-1.102.500
DOHOL	2009-2	1.762.499	0,5428	0,4572	0,0817	5.358.801,00	437.983,17	- 401.771,17	1,04	294.000
DOHOL	2009-3	1.507.316	0,5207	0,4793	0,0816	5.111.739,00	416.953,43	- 328.963,83	0,00	294.000
DOHOL	2009-4	1.473.323	0,5358	0,4642	0,0958	5.277.908,00	505.649,87	- 457.073,07	-0,08	73.500

Şirket	Tarih	Sermaye	Vergi Oranı	NOPAT	Tahvil Oranı	Kd*	Kd	Beta	kM	kRF	Ke	Kısa Vadeli Borçlar
DYHOL	2001-1	101.246	0,2500	-162	0,2073	0,218	0,1632	0,6035	-0,1600	0,2073	-0,0144	112.244
DYHOL	2001-2	202.493	0,2500	-228	0,3148	0,330	0,2479	0,6542	0,2400	0,3148	0,2658	135.837
DYHOL	2001-3	202.493	0,2500	-778	0,4417	0,464	0,3478	0,4878	-0,1600	0,4417	0,1482	103.898
DYHOL	2001-4	202.493	0,2500	-3.705	0,5893	0,619	0,4641	0,3425	0,4800	0,5893	0,5519	92.815
DYHOL	2002-1	202.493	0,2500	-369	0,1348	0,142	0,1062	0,5266	-0,1700	0,1348	-0,0257	13.146
DYHOL	2002-2	230.841	0,2500	-784	0,2398	0,252	0,1888	0,2701	-0,3200	0,2398	0,0886	6.570
DYHOL	2002-3	230.841	0,2500	-1.571	0,3450	0,362	0,2717	0,4998	-0,3900	0,3450	-0,0224	7.573
DYHOL	2002-4	230.841	0,2500	-1.892	0,4400	0,462	0,3465	0,496	-0,2800	0,4400	0,0829	27.990
DYHOL	2003-1	230.841	0,3000	-471	0,1100	0,116	0,0809	0,6843	-0,1000	0,1100	-0,0337	31.821
DYHOL	2003-2	300.094	0,3000	-981	0,1916	0,201	0,1408	0,4739	0,0400	0,1916	0,1197	34.204
DYHOL	2003-3	300.094	0,3000	-5.930	0,2174	0,228	0,1598	0,3357	0,2900	0,2174	0,2418	220.378
DYHOL	2003-4	300.094	0,3000	30.179	0,2600	0,273	0,1911	0,5168	0,8700	0,2600	0,5752	201.600
DYHOL	2004-1	300.094	0,3300	3.340	0,0550	0,058	0,0387	0,594	0,0400	0,0550	0,0461	193.796
DYHOL	2004-2	300.094	0,3300	26.767	0,1100	0,116	0,0774	0,6249	-0,0600	0,1100	0,0038	194.255
DYHOL	2004-3	300.094	0,3300	10.668	0,1500	0,158	0,1055	0,5229	0,1400	0,1500	0,1448	115.533
DYHOL	2004-4	552.000	0,3300	60.483	0,1801	0,189	0,1267	0,5086	0,3200	0,1801	0,2513	159.464
DYHOL	2005-1	552.000	0,3000	4.369	0,0390	0,041	0,0287	0,5169	0,0000	0,0390	0,0189	148.325
DYHOL	2005-2	576.021	0,3000	40.571	0,0778	0,082	0,0571	0,358	0,0800	0,0778	0,0786	116.383
DYHOL	2005-3	576.021	0,3000	58.050	0,1169	0,123	0,0859	0,4424	0,3500	0,1169	0,2200	80.396
DYHOL	2005-4	576.021	0,3000	76.026	0,1521	0,160	0,1118	0,3042	0,5800	0,1521	0,2823	127.837
DYHOL	2006-1	608.500	0,2000	15.546	0,0338	0,035	0,0284	0,3754	0,0700	0,0338	0,0474	133.550
DYHOL	2006-2	608.500	0,2000	75.639	0,0906	0,095	0,0761	0,3501	-0,1000	0,0906	0,0238	150.476
DYHOL	2006-3	608.500	0,2000	78.778	0,1317	0,138	0,1106	0,3384	-0,0600	0,1317	0,0668	115.260
DYHOL	2006-4	608.500	0,2000	81.954	0,1825	0,192	0,1533	0,2492	-0,0200	0,1825	0,1320	90.344
DYHOL	2007-1	608.500	0,2000	-26.487	0,0457	0,048	0,0384	0,5016	0,1300	0,0457	0,0880	277.406
DYHOL	2007-2	608.500	0,2000	27.010	0,0880	0,092	0,0739	0,4098	0,2500	0,0880	0,1544	207.660
DYHOL	2007-3	608.500	0,2000	42.658	0,1301	0,137	0,1092	0,8474	0,4500	0,1301	0,4012	85.369
DYHOL	2007-4	618.500	0,2000	69.356	0,1712	0,180	0,1438	0,4917	0,4800	0,1712	0,3230	159.680
DYHOL	2008-1	618.500	0,2000	-18.107	0,0385	0,040	0,0324	0,6672	-0,3000	0,0385	-0,1873	452.950
DYHOL	2008-2	618.500	0,2000	38.586	0,0939	0,099	0,0789	0,3962	-0,3700	0,0939	-0,0899	317.152
DYHOL	2008-3	618.500	0,2000	41.687	0,1257	0,132	0,1056	0,4105	-0,3500	0,1257	-0,0696	469.703
DYHOL	2008-4	618.500	0,2000	-40.154	0,1511	0,159	0,1269	0,6237	-0,4800	0,1511	-0,2425	893.489
DYHOL	2009-1	618.500	0,2000	-80.037	0,0264	0,028	0,0222	0,2429	-0,0600	0,0264	0,0054	649.992
DYHOL	2009-2	618.500	0,2000	-82.000	0,0451	0,047	0,0378	0,1963	0,3900	0,0451	0,1128	789.802
DYHOL	2009-3	802.000	0,2000	-97.548	0,0553	0,058	0,0464	0,0893	0,8200	0,0553	0,1236	768.691
DYHOL	2009-4	802.000	0,2000	-170.400	0,0665	0,070	0,0559	0,0469	0,9600	0,0665	0,1084	919.583

Şirket	Tarih	Uzun Vadeli Borçlar	wd	we	WACC	Toplam Sermaye	Toplam (SermayeXWACC)	EVA	Hisse Senedi Getirisi	MVA
DYHOL	2001-1	0	0,5258	0,4742	0,0790	213.490,50	16.869,28	- 17.031,41	-0,47	146.807
DYHOL	2001-2	0	0,4015	0,5985	0,2586	338.329,96	87.501,77	- 87.729,36	0,61	197.430
DYHOL	2001-3	0	0,3391	0,6609	0,2159	306.390,25	66.142,54	- 66.920,70	-0,80	- 42.523
DYHOL	2001-4	0	0,3143	0,6857	0,5243	295.307,86	154.821,64	- 158.526,43	1,97	268.303
DYHOL	2002-1	110.370	0,3789	0,6211	0,0243	326.008,62	7.906,24	- 8.274,82	0,07	308.801
DYHOL	2002-2	151.670	0,4067	0,5933	0,1293	389.081,51	50.319,89	- 51.103,53	0,21	386.761
DYHOL	2002-3	277.356	0,5524	0,4476	0,1401	515.770,74	72.251,73	- 73.822,66	-0,26	288.552
DYHOL	2002-4	290.928	0,5801	0,4199	0,2358	549.760,17	129.637,48	- 131.529,06	0,08	328.949
DYHOL	2003-1	244.100	0,5445	0,4555	0,0287	506.762,85	14.528,18	- 14.998,90	-0,22	219.299
DYHOL	2003-2	243.270	0,4804	0,5196	0,1298	577.567,86	74.995,73	- 75.977,05	0,14	212.374
DYHOL	2003-3	275.686	0,6231	0,3769	0,1907	796.158,00	151.833,94	- 157.763,94	0,28	555.174
DYHOL	2003-4	252.195	0,6019	0,3981	0,3440	753.889,00	259.348,70	- 229.169,70	0,89	1.320.413
DYHOL	2004-1	333.227	0,6372	0,3628	0,0414	827.117,00	34.223,17	- 30.863,22	-0,04	1.260.394
DYHOL	2004-2	377.454	0,6558	0,3442	0,0520	871.803,00	45.372,16	- 18.604,99	-0,13	1.065.333
DYHOL	2004-3	425.486	0,6432	0,3568	0,1195	841.113,00	100.535,94	- 89.868,20	0,13	1.245.390
DYHOL	2004-4	283.300	0,4451	0,5549	0,1958	994.764,00	194.790,09	- 134.307,18	0,30	1.278.573
DYHOL	2005-1	286.772	0,4408	0,5592	0,0232	987.097,00	22.886,89	- 18.518,19	-0,43	1.490.400
DYHOL	2005-2	244.380	0,3851	0,6149	0,0703	936.784,00	65.865,87	- 25.295,27	-0,09	1.359.410
DYHOL	2005-3	413.593	0,4617	0,5383	0,1581	1.070.010,00	169.148,18	- 111.097,88	0,04	1.440.053
DYHOL	2005-4	716.625	0,5945	0,4055	0,1809	1.420.483,00	256.997,19	- 180.971,59	0,50	2.448.090
DYHOL	2006-1	715.612	0,5826	0,4174	0,0363	1.457.662,00	52.918,57	- 37.372,17	0,18	3.201.551
DYHOL	2006-2	880.007	0,6287	0,3713	0,0567	1.638.983,00	92.886,29	- 17.247,09	-0,13	2.677.400
DYHOL	2006-3	839.637	0,6108	0,3892	0,0936	1.563.397,00	146.303,62	- 67.526,02	-0,10	2.336.640
DYHOL	2006-4	805.771	0,5956	0,4044	0,1447	1.504.615,00	217.718,94	- 135.765,34	0,03	2.421.830
DYHOL	2007-1	1.112.541	0,6955	0,3045	0,0535	1.998.447,00	106.932,86	- 133.419,86	0,03	2.494.850
DYHOL	2007-2	1.019.667	0,6685	0,3315	0,1006	1.835.827,00	184.599,36	- 157.588,96	0,04	2.616.550
DYHOL	2007-3	1.093.745	0,6596	0,3404	0,2086	1.787.614,00	372.924,14	- 330.265,74	-0,03	2.525.275
DYHOL	2007-4	1.042.082	0,6602	0,3398	0,2047	1.820.262,00	372.621,35	- 303.265,35	-0,08	2.325.560
DYHOL	2008-1	1.247.564	0,7333	0,2667	-0,0262	2.319.014,00	- 60.838,76	42.731,76	-0,52	791.680
DYHOL	2008-2	1.448.643	0,7406	0,2594	0,0351	2.384.295,00	83.677,44	- 45.091,84	-0,37	265.955
DYHOL	2008-3	1.410.004	0,7524	0,2476	0,0622	2.498.207,00	155.442,46	- 113.755,26	0,00	265.955
DYHOL	2008-4	1.486.776	0,7937	0,2063	0,0507	2.998.765,00	152.115,95	- 192.269,95	-0,54	-210.290
DYHOL	2009-1	1.603.804	0,7847	0,2153	0,0186	2.872.296,00	53.387,43	- 133.424,43	-0,25	-284.510
DYHOL	2009-2	1.323.171	0,7736	0,2264	0,0548	2.731.473,00	149.703,46	- 231.703,46	1,72	290.695
DYHOL	2009-3	1.107.177	0,7005	0,2995	0,0695	2.677.868,00	186.197,51	- 283.745,51	-0,27	64.160
DYHOL	2009-4	949.418	0,6997	0,3003	0,0716	2.671.001,00	191.343,33	- 361.743,33	0,29	312.780

Şirket	Tarih	Sermaye	Vergi Oranı	NOPAT	Tahvil Oranı	Kd*	Kd	Beta	kM	kRF	Ke	Kısa Vadeli Borçlar
EREGL	2001-1	44.352	0,2500	15.336	0,2073	0,218	0,1632	0,8003	-0,1600	0,2073	-0,0867	117.086
EREGL	2001-2	44.352	0,2500	69.055	0,3148	0,330	0,2479	0,5643	0,2400	0,3148	0,2726	154.368
EREGL	2001-3	44.352	0,2500	121.845	0,4417	0,464	0,3478	0,6095	-0,1600	0,4417	0,0750	222.076
EREGL	2001-4	44.352	0,2500	144.087	0,5893	0,619	0,4641	0,5725	0,4800	0,5893	0,5267	286.287
EREGL	2002-1	44.352	0,2500	-22.426	0,1348	0,142	0,1062	0,5505	-0,1700	0,1348	-0,0330	275.042
EREGL	2002-2	44.352	0,2500	-33.483	0,2398	0,252	0,1888	0,5955	-0,3200	0,2398	-0,0936	331.789
EREGL	2002-3	44.352	0,2500	11.184	0,3450	0,362	0,2717	0,5664	-0,3900	0,3450	-0,0713	280.756
EREGL	2002-4	44.352	0,2500	67.620	0,4400	0,462	0,3465	0,8239	-0,2800	0,4400	-0,1532	195.717
EREGL	2003-1	44.352	0,3000	89.733	0,1100	0,116	0,0809	0,7551	-0,1000	0,1100	-0,0486	176.736
EREGL	2003-2	44.352	0,3000	140.469	0,1916	0,201	0,1408	0,6207	0,0400	0,1916	0,0975	140.911
EREGL	2003-3	44.352	0,3000	179.805	0,2174	0,228	0,1598	0,488	0,2900	0,2174	0,2528	172.837
EREGL	2003-4	44.352	0,3000	258.957	0,2600	0,273	0,1911	0,7235	0,8700	0,2600	0,7013	168.574
EREGL	2004-1	44.352	0,3300	21.987	0,0550	0,058	0,0387	0,6656	0,0400	0,0550	0,0450	214.629
EREGL	2004-2	487.872	0,3300	199.899	0,1100	0,116	0,0774	0,5524	-0,0600	0,1100	0,0161	285.085
EREGL	2004-3	487.872	0,3300	349.223	0,1500	0,158	0,1055	0,5994	0,1400	0,1500	0,1440	234.982
EREGL	2004-4	487.872	0,3300	567.747	0,1801	0,189	0,1267	0,5656	0,3200	0,1801	0,2592	517.425
EREGL	2005-1	487.872	0,3000	91.548	0,0390	0,041	0,0287	0,6602	0,0000	0,0390	0,0133	282.687
EREGL	2005-2	487.872	0,3000	166.538	0,0778	0,082	0,0571	0,4519	0,0800	0,0778	0,0788	216.686
EREGL	2005-3	487.872	0,3000	170.204	0,1169	0,123	0,0859	0,2463	0,3500	0,1169	0,1743	199.988
EREGL	2005-4	487.872	0,3000	181.705	0,1521	0,160	0,1118	-0,0731	0,5800	0,1521	0,1208	535.439
EREGL	2006-1	487.872	0,2000	29.558	0,0338	0,035	0,0284	-0,0438	0,0700	0,0338	0,0322	601.775
EREGL	2006-2	487.872	0,2000	310.134	0,0906	0,095	0,0761	-0,0129	-0,1000	0,0906	0,0930	621.443
EREGL	2006-3	487.872	0,2000	526.475	0,1317	0,138	0,1106	0,2839	-0,0600	0,1317	0,0773	503.384
EREGL	2006-4	487.872	0,2000	659.570	0,1825	0,192	0,1533	0,3659	-0,0200	0,1825	0,1084	440.272
EREGL	2007-1	487.872	0,2000	144.183	0,0457	0,048	0,0384	0,2781	0,1300	0,0457	0,0692	495.123
EREGL	2007-2	844.019	0,2000	366.573	0,0880	0,092	0,0739	0,3861	0,2500	0,0880	0,1505	451.755
EREGL	2007-3	844.019	0,2000	524.890	0,1301	0,137	0,1092	0,7197	0,4500	0,1301	0,3603	375.566
EREGL	2007-4	844.019	0,2000	641.952	0,1712	0,180	0,1438	0,4275	0,4800	0,1712	0,3032	121.215
EREGL	2008-1	844.019	0,2000	266.696	0,0385	0,040	0,0324	0,6187	-0,3000	0,0385	-0,1709	634.678
EREGL	2008-2	1.148.813	0,2000	918.320	0,0939	0,099	0,0789	0,226	-0,3700	0,0939	-0,0109	886.290
EREGL	2008-3	1.148.813	0,2000	1.614.590	0,1257	0,132	0,1056	0,6327	-0,3500	0,1257	-0,1753	1.003.484
EREGL	2008-4	1.148.813	0,2000	505.865	0,1511	0,159	0,1269	0,6115	-0,4800	0,1511	-0,2348	2.279.853
EREGL	2009-1	1.148.813	0,2000	36.209	0,0264	0,028	0,0222	0,531	-0,0600	0,0264	-0,0195	1.775.572
EREGL	2009-2	1.148.813	0,2000	-52.950	0,0451	0,047	0,0378	0,5384	0,3900	0,0451	0,2308	1.496.881
EREGL	2009-3	1.600.000	0,2000	-129.487	0,0553	0,058	0,0464	0,3919	0,8200	0,0553	0,3550	1.047.781
EREGL	2009-4	1.600.000	0,2000	52.820	0,0665	0,070	0,0559	0,556	0,9600	0,0665	0,5633	837.296

Şirket	Tarih	Uzun Vadeli Borçlar	wd	we	WACC	Toplam Sermaye	Toplam (SermayeXWACC)	EVA	Hisse Senedi Getirisi	MVA
EREGL	2001-1	293.922	0,9026	0,0974	0,1389	455.360,14	63.253,46	- 47.917,94	-0,27	410.256
EREGL	2001-2	402.866	0,9263	0,0737	0,2497	601.586,38	150.208,21	- 81.153,38	0,44	609.840
EREGL	2001-3	472.631	0,9400	0,0600	0,3314	739.059,71	244.956,95	- 123.111,66	-0,12	532.224
EREGL	2001-4	342.740	0,9341	0,0659	0,4682	673.379,57	315.276,52	- 171.189,12	0,38	765.072
EREGL	2002-1	294.283	0,9277	0,0723	0,0961	613.676,06	58.973,32	- 81.399,42	-0,18	620.928
EREGL	2002-2	345.101	0,9385	0,0615	0,1714	721.242,45	123.648,52	- 157.131,91	0,02	632.016
EREGL	2002-3	341.525	0,9335	0,0665	0,2489	666.633,34	165.903,59	- 154.719,12	0,03	654.192
EREGL	2002-4	362.439	0,9264	0,0736	0,3097	602.507,43	186.605,78	- 118.985,65	0,06	698.544
EREGL	2003-1	417.026	0,9305	0,0695	0,0719	638.113,92	45.851,43	43.881,90	-0,12	620.928
EREGL	2003-2	333.430	0,9145	0,0855	0,1371	518.692,89	71.105,66	69.363,79	0,29	811.642
EREGL	2003-3	305.943	0,9152	0,0848	0,1677	523.132,91	87.726,75	92.078,15	0,42	1.175.328
EREGL	2003-4	297.120	0,9130	0,0870	0,2355	510.045,74	120.099,68	138.857,45	0,51	1.796.256
EREGL	2004-1	230.414	0,9094	0,0906	0,0393	489.394,68	19.216,36	2.770,79	0,15	2.216.160
EREGL	2004-2	246.179	0,5213	0,4787	0,0480	1.019.135,34	48.962,65	150.936,77	-0,92	1.353.845
EREGL	2004-3	215.657	0,4802	0,5198	0,1255	938.510,39	117.810,11	231.413,24	0,46	2.195.424
EREGL	2004-4	241.060	0,6086	0,3914	0,1786	1.246.357,55	222.570,19	345.176,80	0,13	2.488.147
EREGL	2005-1	230.313	0,5126	0,4874	0,0212	1.000.871,53	21.184,08	70.363,75	0,05	2.658.902
EREGL	2005-2	844.028	0,6850	0,3150	0,0640	1.548.585,61	99.043,91	67.494,35	-0,10	2.341.786
EREGL	2005-3	968.197	0,7054	0,2946	0,1119	1.856.056,98	185.353,09	- 15.148,74	0,53	3.854.189
EREGL	2005-4	843.141	0,7386	0,2614	0,1142	1.866.451,57	213.061,18	- 31.356,46	-0,01	3.781.008
EREGL	2006-1	887.485	0,7532	0,2468	0,0293	1.977.131,42	57.955,57	- 28.397,62	-0,06	3.512.678
EREGL	2006-2	1.145.637	0,7836	0,2164	0,0797	2.254.951,19	179.783,62	130.350,68	-0,08	3.195.562
EREGL	2006-3	1.373.346	0,7937	0,2063	0,1037	2.364.601,77	245.319,84	281.155,27	-0,11	2.805.264
EREGL	2006-4	1.522.284	0,8009	0,1991	0,1444	2.450.428,77	353.747,84	305.822,37	0,31	3.902.976
EREGL	2007-1	1.476.857	0,8017	0,1983	0,0445	2.459.852,23	109.483,93	34.698,71	0,57	6.293.549
EREGL	2007-2	1.281.153	0,6725	0,3275	0,0990	2.576.926,95	255.063,37	111.509,53	-0,43	5.865.929
EREGL	2007-3	1.294.340	0,6643	0,3357	0,1935	2.513.924,32	486.538,92	38.351,40	0,42	8.693.391
EREGL	2007-4	1.779.880	0,6925	0,3075	0,1928	2.745.114,22	529.309,31	112.642,59	-0,09	7.849.372
EREGL	2008-1	2.343.647	0,7792	0,2208	-0,0125	3.822.343,92	- 47.878,41	314.574,21	-0,07	7.047.554
EREGL	2008-2	1.995.229	0,7150	0,2850	0,0533	4.030.332,23	214.713,13	703.606,55	0,07	10.339.313
EREGL	2008-3	2.009.670	0,7240	0,2760	0,0281	4.161.966,48	116.794,34	1.497.796,07	-0,42	5.514.300
EREGL	2008-4	2.254.464	0,7979	0,2021	0,0538	5.683.129,36	305.752,18	200.112,78	-0,29	3.584.295
EREGL	2009-1	2.290.313	0,7797	0,2203	0,0130	5.214.697,70	67.886,89	- 31.678,34	-0,24	2.435.483
EREGL	2009-2	2.803.789	0,7892	0,2108	0,0785	5.449.482,31	427.858,65	- 480.808,54	0,42	3.951.915
EREGL	2009-3	3.488.816	0,7393	0,2607	0,1269	6.136.596,79	778.591,89	- 908.079,38	0,44	5.752.400
EREGL	2009-4	3.328.727	0,7225	0,2775	0,1967	5.766.022,81	1.133.971,63	- 1.081.152,03	-0,30	5.600.000

Şirket	Tarih	Sermaye	Vergi Oranı	NOPAT	Tahvil Oranı	Kd*	Kd	Beta	kM	kRF	Ke	Kısa Vadeli Borçlar
FNSBNK	2001-1	120.175	0,2500	57.330	0,2073	0,218	0,1632	0,3662	-0,1600	0,2073	0,0728	1.545.454
FNSBNK	2001-2	194.200	0,2500	65.162	0,3148	0,330	0,2479	0,3547	0,2400	0,3148	0,2882	1.937.689
FNSBNK	2001-3	194.200	0,2500	63.491	0,4417	0,464	0,3478	0,3108	-0,1600	0,4417	0,2547	2.423.210
FNSBNK	2001-4	275.000	0,2500	706.667	0,5893	0,619	0,4641	0,3271	0,4800	0,5893	0,5535	2.442.907
FNSBNK	2002-1	275.000	0,2500	47.593	0,1348	0,142	0,1062	0,2996	-0,1700	0,1348	0,0435	2.495.749
FNSBNK	2002-2	275.000	0,2500	184.831	0,2398	0,252	0,1888	0,2293	-0,3200	0,2398	0,1114	2.888.984
FNSBNK	2002-3	275.000	0,2500	333.251	0,3450	0,362	0,2717	0,3652	-0,3900	0,3450	0,0766	3.328.013
FNSBNK	2002-4	354.905	0,2500	350.273	0,4400	0,462	0,3465	0,415	-0,2800	0,4400	0,1412	3.658.454
FNSBNK	2003-1	354.905	0,3000	82.240	0,1100	0,116	0,0809	0,4845	-0,1000	0,1100	0,0083	6.759.018
FNSBNK	2003-2	354.905	0,3000	26.592	0,1916	0,201	0,1408	0,2792	0,0400	0,1916	0,1492	6.641.706
FNSBNK	2003-3	354.905	0,3000	78.877	0,2174	0,228	0,1598	0,2981	0,2900	0,2174	0,2391	6.875.060
FNSBNK	2003-4	425.220	0,3000	322.924	0,2600	0,273	0,1911	0,522	0,8700	0,2600	0,5784	7.209.324
FNSBNK	2004-1	425.220	0,3300	89.856	0,0550	0,058	0,0387	0,561	0,0400	0,0550	0,0466	7.058.495
FNSBNK	2004-2	425.220	0,3300	212.960	0,1100	0,116	0,0774	0,5036	-0,0600	0,1100	0,0244	8.530.175
FNSBNK	2004-3	590.000	0,3300	120.501	0,1500	0,158	0,1055	0,3812	0,1400	0,1500	0,1462	8.882.904
FNSBNK	2004-4	590.000	0,3300	472.566	0,1801	0,189	0,1267	0,2024	0,3200	0,1801	0,2084	9.086.170
FNSBNK	2005-1	590.000	0,3000	170.694	0,0390	0,041	0,0287	0,3457	0,0000	0,0390	0,0255	9.340.232
FNSBNK	2005-2	590.000	0,3000	182.537	0,0778	0,082	0,0571	0,2719	0,0800	0,0778	0,0784	9.319.590
FNSBNK	2005-3	590.000	0,3000	199.823	0,1169	0,123	0,0859	0,1975	0,3500	0,1169	0,1629	9.575.256
FNSBNK	2005-4	950.000	0,3000	770.976	0,1521	0,160	0,1118	0,3176	0,5800	0,1521	0,2880	10.052.937
FNSBNK	2006-1	950.000	0,2000	253.721	0,0338	0,035	0,0284	0,4074	0,0700	0,0338	0,0485	10.997.209
FNSBNK	2006-2	1.250.000	0,2000	259.379	0,0906	0,095	0,0761	-0,0301	-0,1000	0,0906	0,0963	13.658.823
FNSBNK	2006-3	1.250.000	0,2000	265.146	0,1317	0,138	0,1106	-0,7007	-0,0600	0,1317	0,2660	9.338.324
FNSBNK	2006-4	1.250.000	0,2000	862.561	0,1825	0,192	0,1533	-0,4965	-0,0200	0,1825	0,2830	12.881.450
FNSBNK	2007-1	1.250.000	0,2000	265.912	0,0457	0,048	0,0384	0,2402	0,1300	0,0457	0,0660	11.038.079
FNSBNK	2007-2	1.400.000	0,2000	288.148	0,0880	0,092	0,0739	0,3666	0,2500	0,0880	0,1474	11.973.178
FNSBNK	2007-3	1.400.000	0,2000	296.778	0,1301	0,137	0,1092	0,4839	0,4500	0,1301	0,2849	13.771.562
FNSBNK	2007-4	1.400.000	0,2000	1.218.013	0,1712	0,180	0,1438	0,5531	0,4800	0,1712	0,3420	15.063.322
FNSBNK	2008-1	1.400.000	0,2000	368.696	0,0385	0,040	0,0324	0,4376	-0,3000	0,0385	-0,1096	15.692.469
FNSBNK	2008-2	1.400.000	0,2000	362.422	0,0939	0,099	0,0789	0,04	-0,3700	0,0939	0,0753	16.384.796
FNSBNK	2008-3	1.500.000	0,2000	385.961	0,1257	0,132	0,1056	0,1535	-0,3500	0,1257	0,0527	18.590.755
FNSBNK	2008-4	1.500.000	0,2000	1.484.713	0,1511	0,159	0,1269	0,771	-0,4800	0,1511	-0,3355	19.025.261
FNSBNK	2009-1	1.500.000	0,2000	454.121	0,0264	0,028	0,0222	0,1341	-0,0600	0,0264	0,0148	16.668.736
FNSBNK	2009-2	1.500.000	0,2000	910.264	0,0451	0,047	0,0378	0,6274	0,3900	0,0451	0,2615	15.207.143
FNSBNK	2009-3	1.575.000	0,2000	1.377.221	0,0553	0,058	0,0464	0,3086	0,8200	0,0553	0,2913	15.777.465
FNSBNK	2009-4	1.575.000	0,2000	1.789.130	0,0665	0,070	0,0559	0,6059	0,9600	0,0665	0,6079	20.267.562

Şirket	Tarih	Uzun Vadeli Borçlar	wd	we	WACC	Toplam Sermaye	Toplam (SermayeXWACC)	EVA	Hisse Senedi Getirisi	MVA
FNSBNK	2001-1	1.202.029	0,9581	0,0419	0,1595	2.867.658,00	457.271,27	- 399.941,27	-0,14	-1.202
FNSBNK	2001-2	1.023.708	0,9385	0,0615	0,2504	3.155.596,76	790.003,92	- 724.842,42	1,07	203.910
FNSBNK	2001-3	613.839	0,9399	0,0601	0,3422	3.231.249,00	1.105.801,31	- 1.042.310,81	-0,63	14.800
FNSBNK	2001-4	579.746	0,9166	0,0834	0,4715	3.297.653,00	1.554.959,60	- 848.292,35	0,71	75.625
FNSBNK	2002-1	527.431	0,9166	0,0834	0,1009	3.298.180,00	332.883,20	- 285.290,45	-0,40	-57.750
FNSBNK	2002-2	628.713	0,9275	0,0725	0,1832	3.792.697,00	694.787,00	- 509.956,25	-0,22	-104.500
FNSBNK	2002-3	561.118	0,9340	0,0660	0,2588	4.164.131,00	1.077.687,23	- 744.436,73	0,00	-104.500
FNSBNK	2002-4	512.901	0,9216	0,0784	0,3304	4.526.260,00	1.495.487,09	- 1.145.214,59	0,26	-78.079
FNSBNK	2003-1	972.674	0,9561	0,0439	0,0777	8.086.597,00	628.037,04	- 545.796,84	0,02	-60.334
FNSBNK	2003-2	741.311	0,9541	0,0459	0,1412	7.737.922,00	1.092.414,47	- 1.065.822,17	0,19	-3.549
FNSBNK	2003-3	581.642	0,9546	0,0454	0,1634	7.811.607,00	1.276.479,42	- 1.197.602,02	-0,04	-17.745
FNSBNK	2003-4	1.145.838	0,9516	0,0484	0,2099	8.780.382,00	1.842.627,21	- 1.519.703,21	0,65	242.375
FNSBNK	2004-1	1.031.878	0,9501	0,0499	0,0391	8.515.593,00	332.845,63	- 242.989,25	0,08	306.158
FNSBNK	2004-2	1.203.725	0,9581	0,0419	0,0752	10.159.120,00	763.628,12	- 550.667,95	-0,10	229.619
FNSBNK	2004-3	1.265.841	0,9451	0,0549	0,1078	10.738.745,00	1.157.197,24	- 1.036.696,40	-0,03	295.000
FNSBNK	2004-4	1.659.148	0,9480	0,0520	0,1310	11.335.318,00	1.484.400,85	- 1.011.835,11	0,69	837.800
FNSBNK	2005-1	2.315.448	0,9518	0,0482	0,0285	12.245.680,00	349.389,33	- 178.695,03	0,29	1.333.400
FNSBNK	2005-2	2.976.995	0,9542	0,0458	0,0581	12.886.585,00	748.937,17	- 566.400,27	0,81	2.891.000
FNSBNK	2005-3	3.048.388	0,9553	0,0447	0,0893	13.213.644,00	1.180.287,81	- 980.464,41	0,22	3.658.000
FNSBNK	2005-4	4.204.812	0,9375	0,0625	0,1228	15.207.749,00	1.867.524,65	- 1.096.548,85	-0,17	4.702.500
FNSBNK	2006-1	4.927.462	0,9437	0,0563	0,0295	16.874.671,00	497.905,25	- 244.184,45	0,29	6.365.000
FNSBNK	2006-2	6.190.829	0,9408	0,0592	0,0773	21.099.652,00	1.630.161,17	- 1.370.781,97	0,00	6.065.000
FNSBNK	2006-3	4.825.464	0,9189	0,0811	0,1232	15.413.788,00	1.899.441,78	- 1.634.296,18	-0,22	6.250.000
FNSBNK	2006-4	3.295.899	0,9283	0,0717	0,1626	17.427.349,00	2.833.789,16	- 1.971.228,36	-0,01	6.125.000
FNSBNK	2007-1	3.217.979	0,9194	0,0806	0,0406	15.506.058,00	630.020,75	- 364.108,75	0,00	6.125.000
FNSBNK	2007-2	3.153.061	0,9153	0,0847	0,0801	16.526.239,00	1.323.796,83	- 1.035.648,83	0,01	6.037.500
FNSBNK	2007-3	3.069.221	0,9232	0,0768	0,1227	18.240.783,00	2.238.544,14	- 1.941.766,54	-0,14	5.740.000
FNSBNK	2007-4	3.670.671	0,9305	0,0695	0,1576	20.133.993,00	3.172.894,26	- 1.954.881,46	0,03	7.210.000
FNSBNK	2008-1	4.230.849	0,9343	0,0657	0,0230	21.323.318,00	491.279,54	- 122.583,54	-0,05	5.600.000
FNSBNK	2008-2	3.998.109	0,9357	0,0643	0,0786	21.782.905,00	1.713.203,61	- 1.350.781,21	-0,22	4.088.000
FNSBNK	2008-3	3.934.169	0,9376	0,0624	0,1023	24.024.924,00	2.457.381,75	- 2.071.420,95	0,28	5.500.000
FNSBNK	2008-4	4.147.398	0,9392	0,0608	0,0988	24.672.659,00	2.437.949,42	- 953.236,62	-0,15	4.860.000
FNSBNK	2009-1	4.479.606	0,9338	0,0662	0,0217	22.648.342,00	491.682,86	- 37.562,06	0,12	5.670.000
FNSBNK	2009-2	3.970.237	0,9275	0,0725	0,0541	20.677.380,00	1.117.917,86	- 207.653,86	0,08	6.225.000
FNSBNK	2009-3	3.902.171	0,9259	0,0741	0,0646	21.254.636,00	1.372.494,07	4.726,73	0,42	9.922.500
FNSBNK	2009-4	2.049.365	0,9341	0,0659	0,0922	23.891.927,00	2.204.021,39	- 414.890,99	-0,17	7.953.750

Şirket	Tarih	Sermaye	Vergi Oranı	NOPAT	Tahvil Oranı	Kd*	Kd	Beta	kM	KRF	Ke	Kısa Vadeli Borçlar
GARAN	2001-1	260.000	0,2500	125.152	0,2073	0,218	0,1632	0,6107	-0,1600	0,2073	-0,0170	3.867.717
GARAN	2001-2	260.000	0,2500	183.259	0,3148	0,330	0,2479	0,6183	0,2400	0,3148	0,2685	4.796.501
GARAN	2001-3	750.000	0,2500	377.296	0,4417	0,464	0,3478	0,3965	-0,1600	0,4417	0,2031	6.137.905
GARAN	2001-4	750.000	0,2500	502.845	0,5893	0,619	0,4641	0,4613	0,4800	0,5893	0,5389	10.085.354
GARAN	2002-1	750.000	0,2500	17.606	0,1348	0,142	0,1062	0,6301	-0,1700	0,1348	-0,0573	9.227.961
GARAN	2002-2	750.000	0,2500	457.798	0,2398	0,252	0,1888	0,6545	-0,3200	0,2398	-0,1266	11.609.456
GARAN	2002-3	791.748	0,2500	695.673	0,3450	0,362	0,2717	0,5276	-0,3900	0,3450	-0,0428	12.906.704
GARAN	2002-4	791.748	0,2500	578.377	0,4400	0,462	0,3465	0,6809	-0,2800	0,4400	-0,0502	13.163.403
GARAN	2003-1	791.748	0,3000	166.625	0,1100	0,116	0,0809	0,7604	-0,1000	0,1100	-0,0497	15.783.317
GARAN	2003-2	822.038	0,3000	4.630	0,1916	0,201	0,1408	0,6137	0,0400	0,1916	0,0985	12.898.476
GARAN	2003-3	822.038	0,3000	7.760	0,2174	0,228	0,1598	0,4235	0,2900	0,2174	0,2482	15.105.544
GARAN	2003-4	822.038	0,3000	117.118	0,2600	0,273	0,1911	0,6731	0,8700	0,2600	0,6706	16.911.563
GARAN	2004-1	822.038	0,3300	200.629	0,0550	0,058	0,0387	0,5446	0,0400	0,0550	0,0468	16.722.350
GARAN	2004-2	822.038	0,3300	486.572	0,1100	0,116	0,0774	0,6832	-0,0600	0,1100	-0,0061	18.988.041
GARAN	2004-3	1.200.000	0,3300	740.928	0,1500	0,158	0,1055	0,5467	0,1400	0,1500	0,1445	19.560.362
GARAN	2004-4	1.200.000	0,3300	953.724	0,1801	0,189	0,1267	0,5428	0,3200	0,1801	0,2560	20.539.920
GARAN	2005-1	1.200.000	0,3000	334.471	0,0390	0,041	0,0287	0,4916	0,0000	0,0390	0,0198	20.192.835
GARAN	2005-2	2.100.000	0,3000	648.138	0,0778	0,082	0,0571	0,4933	0,0800	0,0778	0,0789	21.041.594
GARAN	2005-3	2.100.000	0,3000	963.024	0,1169	0,123	0,0859	0,3343	0,3500	0,1169	0,1948	22.447.662
GARAN	2005-4	2.100.000	0,3000	1.272.174	0,1521	0,160	0,1118	0,8612	0,5800	0,1521	0,5206	26.222.315
GARAN	2006-1	2.100.000	0,2000	370.057	0,0338	0,035	0,0284	0,6141	0,0700	0,0338	0,0560	27.406.522
GARAN	2006-2	2.100.000	0,2000	808.390	0,0906	0,095	0,0761	0,6974	-0,1000	0,0906	-0,0423	30.525.862
GARAN	2006-3	2.100.000	0,2000	1.190.462	0,1317	0,138	0,1106	0,5333	-0,0600	0,1317	0,0295	32.421.136
GARAN	2006-4	2.100.000	0,2000	1.660.706	0,1825	0,192	0,1533	0,5449	-0,0200	0,1825	0,0722	33.780.205
GARAN	2007-1	2.100.000	0,2000	535.967	0,0457	0,048	0,0384	0,5307	0,1300	0,0457	0,0904	37.051.605
GARAN	2007-2	2.100.000	0,2000	1.131.676	0,0880	0,092	0,0739	0,4855	0,2500	0,0880	0,1666	37.562.450
GARAN	2007-3	2.100.000	0,2000	1.759.150	0,1301	0,137	0,1092	0,7122	0,4500	0,1301	0,3579	38.560.881
GARAN	2007-4	2.100.000	0,2000	2.478.362	0,1712	0,180	0,1438	0,5471	0,4800	0,1712	0,3401	43.689.530
GARAN	2008-1	2.100.000	0,2000	676.730	0,0385	0,040	0,0324	0,6729	-0,3000	0,0385	-0,1893	48.242.986
GARAN	2008-2	2.100.000	0,2000	1.394.594	0,0939	0,099	0,0789	0,4796	-0,3700	0,0939	-0,1286	48.485.666
GARAN	2008-3	4.200.000	0,2000	2.114.458	0,1257	0,132	0,1056	0,6308	-0,3500	0,1257	-0,1744	53.361.364
GARAN	2008-4	4.200.000	0,2000	2.744.563	0,1511	0,159	0,1269	0,7096	-0,4800	0,1511	-0,2967	57.959.957
GARAN	2009-1	4.200.000	0,2000	926.047	0,0264	0,028	0,0222	0,6773	-0,0600	0,0264	-0,0321	63.641.589
GARAN	2009-2	4.200.000	0,2000	1.999.302	0,0451	0,047	0,0378	0,5661	0,3900	0,0451	0,2403	63.791.779
GARAN	2009-3	4.200.000	0,2000	3.070.180	0,0553	0,058	0,0464	0,5043	0,8200	0,0553	0,4409	64.292.597
GARAN	2009-4	4.200.000	0,2000	4.324.672	0,0665	0,070	0,0559	0,5977	0,9600	0,0665	0,6005	68.781.713

Şirket	Tarih	Uzun Vadeli Borçlar	wd	we	WACC	Toplam Sema-ye	Toplam (SermayeXWACC)	EVA	Hisse Senedi Getirisi	MVA
GARAN	2001-1	1.991.840	0,9575	0,0425	0,1556	6.119.557,00	952.142,73	- 826.990,73	-0,23	507.000
GARAN	2001-2	2.633.237	0,9662	0,0338	0,2486	7.689.738,00	1.911.394,99	- 1.728.135,99	1,24	1.456.000
GARAN	2001-3	2.574.450	0,9207	0,0793	0,3363	9.462.355,00	3.182.656,30	- 2.805.360,30	-0,80	243.750
GARAN	2001-4	3.325.760	0,9470	0,0530	0,4680	14.161.114,00	6.627.905,90	- 6.125.060,90	1,04	1.237.500
GARAN	2002-1	1.962.673	0,9372	0,0628	0,0959	11.940.634,00	1.145.000,89	- 1.127.394,89	-0,05	1.275.000
GARAN	2002-2	2.505.953	0,9495	0,0505	0,1729	14.865.409,00	2.570.078,55	- 2.112.280,55	-0,24	787.500
GARAN	2002-3	1.966.232	0,9495	0,0505	0,2558	15.664.684,00	4.006.915,07	- 3.311.242,07	-0,29	356.286
GARAN	2002-4	2.560.173	0,9521	0,0479	0,3275	16.515.324,00	5.408.435,33	- 4.830.058,33	0,48	910.509
GARAN	2003-1	2.908.428	0,9594	0,0406	0,0755	19.483.493,00	1.471.890,38	- 1.305.265,38	-0,26	475.048
GARAN	2003-2	1.617.553	0,9464	0,0536	0,1385	15.338.067,00	2.124.707,56	- 2.120.077,56	0,20	698.117
GARAN	2003-3	2.567.783	0,9556	0,0444	0,1637	18.495.365,00	3.028.325,37	- 3.020.565,37	0,33	1.274.158
GARAN	2003-4	3.154.454	0,9606	0,0394	0,2100	20.888.055,00	4.385.867,13	- 4.268.749,13	0,61	2.548.317
GARAN	2004-1	3.066.651	0,9601	0,0399	0,0390	20.611.039,00	804.182,78	- 603.553,78	0,13	3.062.090
GARAN	2004-2	3.786.576	0,9652	0,0348	0,0745	23.596.655,00	1.757.363,14	- 1.270.791,14	-0,06	2.815.479
GARAN	2004-3	4.218.166	0,9520	0,0480	0,1074	24.978.528,00	2.682.668,77	- 1.941.740,77	0,14	2.951.290
GARAN	2004-4	4.044.027	0,9535	0,0465	0,1327	25.783.947,00	3.422.039,95	- 2.468.315,95	-0,15	3.912.000
GARAN	2005-1	4.048.259	0,9528	0,0472	0,0283	25.441.094,00	719.124,76	- 384.653,76	0,18	4.944.000
GARAN	2005-2	4.857.849	0,9250	0,0750	0,0588	27.999.443,00	1.645.661,89	- 997.523,89	0,12	4.800.000
GARAN	2005-3	5.951.549	0,9311	0,0689	0,0934	30.499.211,00	2.848.122,43	- 1.885.098,43	-0,30	6.342.000
GARAN	2005-4	6.629.211	0,9399	0,0601	0,1364	34.951.525,59	4.765.862,94	- 3.493.688,94	0,22	8.316.000
GARAN	2006-1	6.976.783	0,9424	0,0576	0,0300	36.483.305,00	1.093.132,37	- 723.075,37	0,01	8.400.000
GARAN	2006-2	9.507.179	0,9502	0,0498	0,0702	42.133.041,00	2.956.080,07	- 2.147.690,07	-0,21	6.174.000
GARAN	2006-3	9.097.377	0,9519	0,0481	0,1067	43.618.513,00	4.654.989,48	- 3.464.527,48	0,15	7.434.000
GARAN	2006-4	9.661.875	0,9539	0,0461	0,1496	45.542.080,00	6.811.202,14	- 5.150.496,14	0,05	7.728.000
GARAN	2007-1	9.870.334	0,9572	0,0428	0,0406	49.021.939,00	1.992.169,21	- 1.456.202,21	0,31	11.025.000
GARAN	2007-2	10.234.380	0,9579	0,0421	0,0778	49.896.830,00	3.881.047,28	- 2.749.371,28	0,22	13.965.000
GARAN	2007-3	10.423.913	0,9589	0,0411	0,1195	51.084.794,00	6.102.825,49	- 4.343.675,49	0,21	17.325.000
GARAN	2007-4	10.900.742	0,9630	0,0370	0,1511	56.690.272,00	8.564.821,24	- 6.086.459,24	0,14	19.950.000
GARAN	2008-1	12.807.113	0,9667	0,0333	0,0250	63.150.099,00	1.578.178,46	- 901.448,46	-0,41	10.500.000
GARAN	2008-2	12.168.794	0,9665	0,0335	0,0719	62.754.460,00	4.514.149,66	- 3.119.555,66	-0,53	9.744.000
GARAN	2008-3	12.629.218	0,9402	0,0598	0,0888	70.190.582,00	6.235.453,02	- 4.120.995,02	0,04	8.064.000
GARAN	2008-4	13.473.379	0,9445	0,0555	0,1034	75.633.336,00	7.820.344,79	- 5.075.781,79	-0,11	6.720.000
GARAN	2009-1	14.121.340	0,9488	0,0512	0,0194	81.962.929,00	1.591.238,99	- 665.191,99	-0,10	5.712.000
GARAN	2009-2	15.378.413	0,9496	0,0504	0,0480	83.370.192,00	4.005.328,42	- 2.006.026,42	0,77	13.356.000
GARAN	2009-3	14.537.488	0,9494	0,0506	0,0664	83.030.085,00	5.512.048,11	- 2.441.868,11	0,34	19.320.000
GARAN	2009-4	15.466.351	0,9525	0,0475	0,0817	88.448.064,00	7.228.385,65	- 2.903.713,65	0,13	22.470.000

Şirket	Tarih	Sermaye	Vergi Oranı	NOPAT	Tahvil Oranı	Kd*	Kd	Beta	kM	kRF	Ke	Kısa Vadeli Borçlar
HURRIYET	2001-1	62.188	0,2500	3.631	0,2073	0,218	0,1632	0,6424	-0,1600	0,2073	-0,0287	5.732
HURRIYET	2001-2	104.477	0,2500	8.643	0,3146	0,330	0,2479	0,5054	0,2400	0,3148	0,2770	12.192
HURRIYET	2001-3	104.477	0,2500	11.541	0,4417	0,464	0,3478	0,4548	-0,1600	0,4417	0,1680	31.972
HURRIYET	2001-4	104.477	0,2500	19.425	0,5893	0,619	0,4641	0,2984	0,4800	0,5893	0,5567	37.785
HURRIYET	2002-1	104.477	0,2500	4.574	0,1348	0,142	0,1062	0,4200	-0,1700	0,1348	0,0068	37.010
HURRIYET	2002-2	145.745	0,2500	20.835	0,2398	0,252	0,1888	0,4739	-0,3200	0,2398	-0,0255	43.859
HURRIYET	2002-3	145.745	0,2500	28.907	0,3450	0,362	0,2717	0,5485	-0,3900	0,3450	-0,0581	24.180
HURRIYET	2002-4	145.745	0,2500	33.038	0,4400	0,462	0,3465	0,5516	-0,2800	0,4400	0,0428	17.513
HURRIYET	2003-1	145.745	0,3000	3.070	0,1100	0,116	0,0809	0,7713	-0,1000	0,1100	-0,0520	15.462
HURRIYET	2003-2	245.143	0,3000	16.776	0,1916	0,201	0,1408	0,4704	0,0400	0,1916	0,1203	9.351
HURRIYET	2003-3	245.143	0,3000	23.707	0,2174	0,228	0,1598	0,4468	0,2900	0,2174	0,2499	10.588
HURRIYET	2003-4	245.143	0,3000	7.666	0,2600	0,273	0,1911	0,7745	0,8700	0,2600	0,7324	42.515
HURRIYET	2004-1	245.143	0,3300	8.122	0,0550	0,058	0,0387	0,6746	0,0400	0,0550	0,0449	34.219
HURRIYET	2004-2	416.743	0,3300	14.748	0,1100	0,116	0,0774	0,7140	-0,0600	0,1100	-0,0114	41.529
HURRIYET	2004-3	416.743	0,3300	8.410	0,1500	0,158	0,1055	0,6392	0,1400	0,1500	0,1436	37.810
HURRIYET	2004-4	416.743	0,3300	42.684	0,1801	0,189	0,1267	0,5078	0,3200	0,1801	0,2511	21.134
HURRIYET	2005-1	416.743	0,3000	9.879	0,0390	0,041	0,0287	0,5209	0,0000	0,0390	0,0187	20.864
HURRIYET	2005-2	416.743	0,3000	32.344	0,0778	0,082	0,0571	0,4744	0,0800	0,0778	0,0788	48.730
HURRIYET	2005-3	416.743	0,3000	51.051	0,1169	0,123	0,0859	0,3209	0,3500	0,1169	0,1917	54.148
HURRIYET	2005-4	416.743	0,3000	72.527	0,1521	0,160	0,1118	0,4683	0,5800	0,1521	0,3525	46.889
HURRIYET	2006-1	416.743	0,2000	13.156	0,0338	0,035	0,0284	0,4171	0,0700	0,0338	0,0489	26.653
HURRIYET	2006-2	416.743	0,2000	41.765	0,0906	0,095	0,0761	0,5118	-0,1000	0,0906	-0,0070	18.477
HURRIYET	2006-3	416.743	0,2000	58.417	0,1317	0,138	0,1106	0,4244	-0,0600	0,1317	0,0503	13.929
HURRIYET	2006-4	416.743	0,2000	69.583	0,1825	0,192	0,1533	0,3936	-0,0200	0,1825	0,1028	7.087
HURRIYET	2007-1	416.743	0,2000	1.667	0,0457	0,048	0,0384	0,4899	0,1300	0,0457	0,0870	197.915
HURRIYET	2007-2	416.743	0,2000	36.679	0,0880	0,092	0,0739	0,5750	0,2500	0,0880	0,1811	24.974
HURRIYET	2007-3	416.743	0,2000	67.949	0,1301	0,137	0,1092	0,8272	0,4500	0,1301	0,3947	27.167
HURRIYET	2007-4	421.000	0,2000	93.112	0,1712	0,180	0,1438	0,7049	0,4800	0,1712	0,3889	41.402
HURRIYET	2008-1	421.000	0,2000	19.229	0,0385	0,040	0,0324	0,5959	-0,3000	0,0385	-0,1632	147.331
HURRIYET	2008-2	460.000	0,2000	103.902	0,0939	0,099	0,0789	0,5025	-0,3700	0,0939	-0,1392	180.846
HURRIYET	2008-3	460.000	0,2000	122.797	0,1257	0,132	0,1056	0,5689	-0,3500	0,1257	-0,1449	175.395
HURRIYET	2008-4	460.000	0,2000	62.084	0,1511	0,159	0,1269	0,7253	-0,4800	0,1511	-0,3066	275.661
HURRIYET	2009-1	460.000	0,2000	-1.266	0,0264	0,028	0,0222	0,3198	-0,0600	0,0264	-0,0012	230.787
HURRIYET	2009-2	460.000	0,2000	251	0,0451	0,047	0,0378	0,2453	0,3900	0,0451	0,1297	213.951
HURRIYET	2009-3	552.000	0,2000	14.640	0,0553	0,058	0,0464	0,1168	0,8200	0,0553	0,1446	243.767
HURRIYET	2009-4	552.000	0,2000	-4.727	0,0665	0,070	0,0559	0,0484	0,9600	0,0665	0,1097	335.458

Şirket	Tarih	Uzun Vadeli Borçlar	wd	we	WACC	Toplam Sermaye	Toplam (SermayeXWACC)	EVA	Hisse Senedi Getirisi	MVA
HURRIYET	2001-1	38.879	0,4177	0,5823	0,0515	106.799,83	5.500,84	- 1.869,47	-0,42	83.954
HURRIYET	2001-2	42.332	0,3429	0,6571	0,2670	159.001,11	42.451,77	- 33.809,17	0,15	177.610
HURRIYET	2001-3	33.073	0,3837	0,6163	0,2370	169.521,60	40.179,44	- 28.638,26	-0,23	112.312
HURRIYET	2001-4	47.741	0,4501	0,5499	0,5150	190.002,95	97.851,07	- 78.425,90	0,98	323.877
HURRIYET	2002-1	44.334	0,4378	0,5622	0,0503	185.820,77	9.343,87	- 4.769,50	0,21	428.354
HURRIYET	2002-2	44.826	0,3783	0,6217	0,0556	234.429,73	13.025,25	7.809,38	-0,02	582.979
HURRIYET	2002-3	49.580	0,3360	0,6640	0,0527	219.505,41	11.565,15	17.341,71	-0,30	364.362
HURRIYET	2002-4	52.084	0,3232	0,6768	0,1410	215.341,66	30.360,20	2.678,29	0,24	488.245
HURRIYET	2003-1	54.438	0,3241	0,6759	-0,0089	215.645,25	- 1.923,34	4.993,60	-0,35	276.915
HURRIYET	2003-2	41.984	0,1732	0,8268	0,1238	296.478,17	36.708,56	- 19.932,90	-0,16	355.457
HURRIYET	2003-3	17.830	0,1039	0,8961	0,2405	273.560,70	65.790,68	- 42.083,81	0,24	502.542
HURRIYET	2003-4	34.502	0,2391	0,7609	0,6030	322.159,61	194.271,47	- 186.605,27	0,64	840.617
HURRIYET	2004-1	54.296	0,2653	0,7347	0,0432	333.658,01	14.427,13	- 6.304,72	-0,08	735.901
HURRIYET	2004-2	61.037	0,1975	0,8025	0,0062	519.308,34	3.194,52	11.553,95	-0,13	529.766
HURRIYET	2004-3	62.434	0,1939	0,8061	0,1362	516.986,77	70.425,84	- 62.016,01	-0,33	661.319
HURRIYET	2004-4	61.129	0,1649	0,8351	0,2306	499.004,86	115.083,90	- 72.400,14	0,20	831.300
HURRIYET	2005-1	67.377	0,1747	0,8253	0,0204	504.983,28	10.322,83	- 443,75	-0,10	808.481
HURRIYET	2005-2	32.059	0,1624	0,8376	0,0753	497.531,66	37.463,36	- 5.119,85	0,08	908.499
HURRIYET	2005-3	24.436	0,1587	0,8413	0,1749	495.326,71	86.625,32	- 35.574,55	0,26	1.250.228
HURRIYET	2005-4	26.579	0,1499	0,8501	0,3164	490.209,98	155.108,92	- 82.582,16	0,30	1.729.482
HURRIYET	2006-1	23.246	0,1069	0,8931	0,0467	466.641,25	21.787,91	- 8.632,32	0,00	1.729.482
HURRIYET	2006-2	34.201	0,1122	0,8878	0,0023	469.420,93	1.100,67	40.664,45	-0,37	933.503
HURRIYET	2006-3	33.989	0,1031	0,8969	0,0566	464.659,91	26.280,87	32.136,35	0,17	1.166.879
HURRIYET	2006-4	39.027	0,0996	0,9004	0,1078	462.856,55	49.908,74	19.674,12	-0,02	1.141.875
HURRIYET	2007-1	442.890	0,6059	0,3941	0,0576	1.057.547,32	60.873,99	- 59.206,73	0,17	1.333.576
HURRIYET	2007-2	592.955	0,5972	0,4028	0,1171	1.034.672,06	121.135,45	- 84.456,82	-0,12	1.116.870
HURRIYET	2007-3	545.377	0,5787	0,4213	0,2295	989.286,63	227.039,42	- 159.090,87	0,05	1.191.884
HURRIYET	2007-4	516.698	0,5700	0,4300	0,2492	979.099,61	243.974,77	- 150.862,62	-0,06	1.103.020
HURRIYET	2008-1	610.427	0,6428	0,3572	-0,0375	1.178.758,02	- 44.186,25	63.415,03	-0,42	437.840
HURRIYET	2008-2	505.041	0,5986	0,4014	-0,0087	1.145.887,51	- 9.936,42	113.838,83	-0,29	146.240
HURRIYET	2008-3	525.310	0,6037	0,3963	0,0063	1.160.704,88	7.320,19	115.476,51	-0,10	138.000
HURRIYET	2008-4	627.938	0,6627	0,3373	-0,0193	1.363.599,30	- 26.364,50	88.448,84	-0,50	- 161.000
HURRIYET	2009-1	626.381	0,6508	0,3492	0,0140	1.317.167,89	18.468,25	- 19.733,84	-0,14	- 184.000
HURRIYET	2009-2	534.094	0,6192	0,3808	0,0728	1.208.044,80	87.953,98	- 87.703,31	0,95	78.200
HURRIYET	2009-3	438.601	0,5528	0,4472	0,0903	1.234.367,24	111.499,37	- 96.859,22	0,15	187.680
HURRIYET	2009-4	329.951	0,5466	0,4534	0,0803	1.217.408,97	97.749,21	- 102.476,70	0,40	480.240

Şirket	Tarih	Sermaye	Vergi Oranı	NOPAT	Tahvil Oranı	Kd*	Kd	Beta	kM	kRF	Ke	Kısa Vadeli Borçlar
ISCTR	2001-1	558.964	0,2500	162.769	0,2073	0,218	0,1632	0,8073	-0,1600	0,2073	-0,0892	5.777.033
ISCTR	2001-2	558.964	0,2500	362.461	0,3148	0,330	0,2479	0,8232	0,2400	0,3148	0,2532	8.557.332
ISCTR	2001-3	810.573	0,2500	638.868	0,4417	0,464	0,3478	0,7653	-0,1600	0,4417	-0,0188	11.090.413
ISCTR	2001-4	810.573	0,2500	854.614	0,5893	0,619	0,4641	0,6641	0,4800	0,5893	0,5167	11.432.358
ISCTR	2002-1	810.573	0,2500	138.730	0,1348	0,142	0,1062	0,7068	-0,1700	0,1348	-0,0806	11.002.595
ISCTR	2002-2	810.573	0,2500	386.881	0,2398	0,252	0,1888	0,6869	-0,3200	0,2398	-0,1447	13.226.059
ISCTR	2002-3	810.573	0,2500	675.857	0,3450	0,362	0,2717	0,5670	-0,3900	0,3450	-0,0717	14.974.801
ISCTR	2002-4	810.573	0,2500	848.425	0,4400	0,462	0,3465	0,6734	-0,2800	0,4400	-0,0448	16.720.074
ISCTR	2003-1	810.572	0,3000	167.630	0,1100	0,116	0,0809	0,6560	-0,1000	0,1100	-0,0278	17.247.063
ISCTR	2003-2	810.572	0,3000	164.123	0,1916	0,201	0,1408	0,6108	0,0400	0,1916	0,0990	16.562.732
ISCTR	2003-3	810.572	0,3000	480.719	0,2174	0,228	0,1598	0,6080	0,2900	0,2174	0,2616	17.611.919
ISCTR	2003-4	1.426.724	0,3000	766.527	0,2600	0,273	0,1911	0,7240	0,8700	0,2600	0,7016	19.614.877
ISCTR	2004-1	1.426.724	0,3300	306.840	0,0550	0,058	0,0387	0,7946	0,0400	0,0550	0,0431	19.699.254
ISCTR	2004-2	1.426.724	0,3300	646.831	0,1100	0,116	0,0774	0,6943	-0,0600	0,1100	-0,0080	21.223.990
ISCTR	2004-3	1.640.757	0,3300	1.020.397	0,1500	0,158	0,1055	0,7031	0,1400	0,1500	0,1430	23.329.723
ISCTR	2004-4	1.640.757	0,3300	1.402.030	0,1801	0,189	0,1267	0,5445	0,3200	0,1801	0,2563	24.446.284
ISCTR	2005-1	1.640.757	0,3000	435.619	0,0390	0,041	0,0287	0,6362	0,0000	0,0390	0,0142	25.394.520
ISCTR	2005-2	1.640.757	0,3000	907.766	0,0778	0,082	0,0571	0,6384	0,0800	0,0778	0,0792	26.895.252
ISCTR	2005-3	1.968.942	0,3000	1.338.723	0,1169	0,123	0,0859	0,5102	0,3500	0,1169	0,2358	32.749.610
ISCTR	2005-4	1.968.942	0,3000	1.807.171	0,1521	0,160	0,1118	0,5231	0,5800	0,1521	0,3759	37.140.843
ISCTR	2006-1	1.968.942	0,2000	506.501	0,0338	0,035	0,0284	0,5828	0,0700	0,0338	0,0549	39.634.123
ISCTR	2006-2	1.968.942	0,2000	1.098.086	0,0906	0,095	0,0761	0,6393	-0,1000	0,0906	-0,0313	41.759.251
ISCTR	2006-3	2.756.585	0,2000	1.565.400	0,1317	0,138	0,1106	0,5159	-0,0600	0,1317	0,0328	43.364.407
ISCTR	2006-4	2.756.585	0,2000	2.016.573	0,1825	0,192	0,1533	0,5096	-0,0200	0,1825	0,0793	46.306.374
ISCTR	2007-1	2.756.585	0,2000	544.167	0,0457	0,048	0,0384	0,5653	0,1300	0,0457	0,0934	49.185.735
ISCTR	2007-2	2.756.585	0,2000	1.052.502	0,0880	0,092	0,0739	0,5494	0,2500	0,0880	0,1770	46.457.066
ISCTR	2007-3	2.756.585	0,2000	1.637.077	0,1301	0,137	0,1092	0,7483	0,4500	0,1301	0,3695	43.248.516
ISCTR	2007-4	2.756.585	0,2000	2.368.177	0,1712	0,180	0,1438	0,5712	0,4800	0,1712	0,3476	48.063.949
ISCTR	2008-1	2.756.585	0,2000	738.718	0,0385	0,040	0,0324	0,7348	-0,3000	0,0385	-0,2102	51.117.989
ISCTR	2008-2	2.756.585	0,2000	1.455.458	0,0939	0,099	0,0789	0,5714	-0,3700	0,0939	-0,1712	53.485.124
ISCTR	2008-3	2.756.585	0,2000	2.136.261	0,1257	0,132	0,1056	0,7259	-0,3500	0,1257	-0,2196	55.728.488
ISCTR	2008-4	2.756.585	0,2000	2.894.636	0,1511	0,159	0,1269	0,7192	-0,4800	0,1511	-0,3028	62.988.002
ISCTR	2009-1	2.756.585	0,2000	871.842	0,0264	0,028	0,0222	0,7672	-0,0600	0,0264	-0,0399	63.906.541
ISCTR	2009-2	3.079.639	0,2000	1.847.665	0,0451	0,047	0,0378	0,7037	0,3900	0,0451	0,2878	66.358.494
ISCTR	2009-3	3.079.639	0,2000	2.868.052	0,0553	0,058	0,0464	0,5119	0,8200	0,0553	0,4467	69.390.387
ISCTR	2009-4	3.079.639	0,2000	3.893.990	0,0665	0,070	0,0559	0,5539	0,9600	0,0665	0,5614	72.177.063

Şirket	Tarih	Uzun Vadeli Borçlar	wd	we	WACC	Toplam Sermaye	Toplam (SermayeXWACC)	EVA	Hisse Senedi Getirisi	MVA
ISCTR	2001-1	1.035.254	0,9242	0,0758	0,1441	7.371.251,00	1.062.225,85	- 899.457,10	-0,14	4.750.909
ISCTR	2001-2	1.507.985	0,9474	0,0526	0,2481	10.624.281,00	2.636.384,61	- 2.273.923,86	-0,05	6.735.919
ISCTR	2001-3	1.124.821	0,9378	0,0622	0,3250	13.025.807,00	4.233.463,10	- 3.594.595,10	-0,43	3.323.194
ISCTR	2001-4	1.259.223	0,9400	0,0600	0,4672	13.502.154,00	6.308.663,90	- 5.454.050,15	0,63	5.754.821
ISCTR	2002-1	1.140.624	0,9374	0,0626	0,0945	12.953.792,00	1.223.704,77	- 1.084.975,02	-0,15	5.106.387
ISCTR	2002-2	1.216.156	0,9469	0,0531	0,1711	15.252.788,00	2.609.411,14	- 2.222.530,39	-0,44	2.512.651
ISCTR	2002-3	1.251.026	0,9524	0,0476	0,2553	17.036.400,00	4.350.199,81	- 3.674.343,31	-0,18	1.904.744
ISCTR	2002-4	1.435.416	0,9573	0,0427	0,3298	18.966.063,00	6.254.524,71	- 5.406.099,96	0,30	2.715.287
ISCTR	2003-1	3.151.324	0,9618	0,0382	0,0767	21.208.959,00	1.626.708,11	- 1.459.078,41	-0,11	2.391.070
ISCTR	2003-2	3.011.776	0,9602	0,0398	0,1391	20.385.080,00	2.836.113,36	- 2.671.989,96	0,14	2.836.868
ISCTR	2003-3	3.795.671	0,9635	0,0365	0,1635	22.218.162,00	3.633.096,36	- 3.152.376,96	0,41	4.336.372
ISCTR	2003-4	4.167.598	0,9434	0,0566	0,2200	25.209.199,00	5.545.877,60	- 4.779.351,00	-0,10	6.705.431
ISCTR	2004-1	4.151.258	0,9436	0,0564	0,0389	25.277.236,00	984.300,63	- 677.460,73	0,00	6.990.769
ISCTR	2004-2	4.790.652	0,9480	0,0520	0,0729	27.441.366,00	2.001.685,05	- 1.354.854,32	-0,08	6.277.423
ISCTR	2004-3	4.956.922	0,9452	0,0548	0,1076	29.927.402,00	3.219.525,60	- 2.199.128,33	0,02	7.383.243
ISCTR	2004-4	5.619.001	0,9483	0,0517	0,1334	31.706.042,00	4.229.768,03	- 2.827.738,09	0,36	10.582.661
ISCTR	2005-1	6.451.006	0,9510	0,0490	0,0280	33.486.283,00	936.731,48	- 501.112,38	0,68	11.156.916
ISCTR	2005-2	7.869.232	0,9549	0,0451	0,0581	36.405.241,00	2.116.585,53	- 1.208.819,93	0,00	11.156.916
ISCTR	2005-3	8.772.460	0,9547	0,0453	0,0927	43.491.012,00	4.030.395,29	- 2.691.671,89	0,20	16.440.384
ISCTR	2005-4	10.638.228	0,9604	0,0396	0,1222	49.748.013,00	6.081.582,78	- 4.274.411,68	0,26	21.461.110
ISCTR	2006-1	11.115.781	0,9627	0,0373	0,0294	52.718.846,00	1.547.894,71	- 1.041.393,91	-0,06	20.082.872
ISCTR	2006-2	15.108.696	0,9665	0,0335	0,0725	58.836.889,00	4.263.923,70	- 3.165.837,30	-0,30	13.388.571
ISCTR	2006-3	14.691.333	0,9547	0,0453	0,1071	60.812.325,00	6.513.011,82	- 4.947.611,82	0,03	12.994.710
ISCTR	2006-4	13.901.745	0,9562	0,0438	0,1501	62.964.704,00	9.448.518,37	- 7.431.945,57	-0,19	15.161.023
ISCTR	2007-1	13.683.375	0,9580	0,0420	0,0407	65.625.695,00	2.672.110,02	- 2.127.942,82	0,03	15.574.506
ISCTR	2007-2	14.536.060	0,9568	0,0432	0,0783	63.749.711,00	4.993.911,32	- 3.941.409,72	-0,05	14.609.712
ISCTR	2007-3	13.894.387	0,9540	0,0460	0,1212	59.899.488,00	7.260.876,57	- 5.623.799,77	0,16	17.366.267
ISCTR	2007-4	13.568.701	0,9572	0,0428	0,1525	64.389.235,00	9.821.420,03	- 7.453.243,23	0,01	17.504.094
ISCTR	2008-1	15.166.995	0,9601	0,0399	0,0227	69.041.569,00	1.565.550,33	- 826.831,93	-0,32	10.860.797
ISCTR	2008-2	14.444.207	0,9610	0,0390	0,0691	70.685.916,00	4.886.142,48	- 3.430.684,88	-0,19	8.269.635
ISCTR	2008-3	14.403.162	0,9622	0,0378	0,0933	72.888.235,00	6.799.685,29	- 4.663.424,49	0,33	11.853.157
ISCTR	2008-4	16.012.806	0,9663	0,0337	0,1124	81.757.393,00	9.192.440,12	- 6.297.804,12	-0,23	8.545.291
ISCTR	2009-1	16.605.207	0,9669	0,0331	0,0201	83.268.333,00	1.677.185,94	- 805.343,54	-0,09	7.552.931
ISCTR	2009-2	15.282.549	0,9636	0,0364	0,0469	84.720.682,00	3.975.753,71	- 2.128.088,91	0,21	10.901.784
ISCTR	2009-3	14.969.384	0,9648	0,0352	0,0605	87.439.410,00	5.292.699,46	- 2.424.647,46	0,28	14.782.091
ISCTR	2009-4	9.743.859	0,9638	0,0362	0,0742	85.000.561,00	6.305.041,76	- 2.411.051,36	0,09	16.321.896

Şirket	Tarih	Sermaye	Vergi Oranı	NOPAT	Tahvil Oranı	Kd*	Kd	Beta	kM	kRF	Ke	Kısa Vadeli Borçlar
İŞ GYO	2001-1	91.000	0,2500	1.929	0,2073	0,218	0,1632	0,9073	-0,1600	0,2073	-0,1260	0
İŞ GYO	2001-2	127.400	0,2500	4.096	0,3148	0,330	0,2479	0,6998	0,2400	0,3148	0,2624	0
İŞ GYO	2001-3	189.405	0,2500	8.222	0,4417	0,464	0,3478	0,5727	-0,1600	0,4417	0,0971	0
İŞ GYO	2001-4	235.690	0,2500	11.922	0,5893	0,619	0,4641	0,7813	0,4800	0,5893	0,5039	139
İŞ GYO	2002-1	235.690	0,2500	3.853	0,1348	0,142	0,1062	0,7159	-0,1700	0,1348	-0,0834	0
İŞ GYO	2002-2	235.690	0,2500	7.987	0,2398	0,252	0,1888	0,7194	-0,3200	0,2398	-0,1629	0
İŞ GYO	2002-3	235.690	0,2500	12.336	0,3450	0,362	0,2717	0,6555	-0,3900	0,3450	-0,1368	0
İŞ GYO	2002-4	235.690	0,2500	17.228	0,4400	0,462	0,3465	0,6211	-0,2800	0,4400	-0,0072	0
İŞ GYO	2003-1	235.690	0,3000	5.296	0,1100	0,116	0,0809	0,7641	-0,1000	0,1100	-0,0505	0
İŞ GYO	2003-2	235.690	0,3000	9.929	0,1916	0,201	0,1408	0,4736	0,0400	0,1916	0,1198	0
İŞ GYO	2003-3	235.690	0,3000	14.320	0,2174	0,228	0,1598	0,2573	0,2900	0,2174	0,2361	0
İŞ GYO	2003-4	235.690	0,3000	18.794	0,2600	0,273	0,1911	0,77	0,8700	0,2600	0,7297	0
İŞ GYO	2004-1	235.690	0,3300	2.494	0,0550	0,058	0,0387	0,4522	0,0400	0,0550	0,0482	0
İŞ GYO	2004-2	235.690	0,3300	4.357	0,1100	0,116	0,0774	0,5031	-0,0600	0,1100	0,0245	0
İŞ GYO	2004-3	235.690	0,3300	7.971	0,1500	0,158	0,1055	0,1167	0,1400	0,1500	0,1488	0
İŞ GYO	2004-4	329.615	0,3300	9.393	0,1801	0,189	0,1267	0,2819	0,3200	0,1801	0,2195	0
İŞ GYO	2005-1	329.615	0,3000	2.357	0,0390	0,041	0,0287	0,4783	0,0000	0,0390	0,0204	0
İŞ GYO	2005-2	329.615	0,3000	5.210	0,0778	0,082	0,0571	0,4276	0,0800	0,0778	0,0787	0
İŞ GYO	2005-3	329.615	0,3000	7.682	0,1169	0,123	0,0859	0,2367	0,3500	0,1169	0,1720	0
İŞ GYO	2005-4	329.615	0,3000	9.441	0,1521	0,160	0,1118	0,6798	0,5800	0,1521	0,4430	0
İŞ GYO	2006-1	329.615	0,2000	-9.734	0,0338	0,035	0,0284	0,3575	0,0700	0,0338	0,0467	0
İŞ GYO	2006-2	329.615	0,2000	-7.808	0,0906	0,095	0,0761	0,4357	-0,1000	0,0906	0,0075	0
İŞ GYO	2006-3	329.615	0,2000	-3.786	0,1317	0,138	0,1106	0,5716	-0,0600	0,1317	0,0221	0
İŞ GYO	2006-4	329.615	0,2000	4.524	0,1825	0,192	0,1533	0,4909	-0,0200	0,1825	0,0831	0
İŞ GYO	2007-1	329.615	0,2000	5.141	0,0457	0,048	0,0384	0,4785	0,1300	0,0457	0,0861	0
İŞ GYO	2007-2	450.000	0,2000	55.070	0,0880	0,092	0,0739	0,5751	0,2500	0,0880	0,1811	0
İŞ GYO	2007-3	450.000	0,2000	43.149	0,1301	0,137	0,1092	0,7514	0,4500	0,1301	0,3705	0
İŞ GYO	2007-4	450.000	0,2000	48.526	0,1712	0,180	0,1438	0,7168	0,4800	0,1712	0,3925	0
İŞ GYO	2008-1	450.000	0,2000	5.193	0,0385	0,040	0,0324	0,7225	-0,3000	0,0385	-0,2061	0
İŞ GYO	2008-2	450.000	0,2000	9.338	0,0939	0,099	0,0789	0,6396	-0,3700	0,0939	-0,2028	0
İŞ GYO	2008-3	450.000	0,2000	16.153	0,1257	0,132	0,1056	0,6858	-0,3500	0,1257	-0,2005	0
İŞ GYO	2008-4	450.000	0,2000	23.391	0,1511	0,159	0,1269	0,5953	-0,4800	0,1511	-0,2246	0
İŞ GYO	2009-1	450.000	0,2000	8.701	0,0264	0,028	0,0222	0,3667	-0,0600	0,0264	-0,0053	0
İŞ GYO	2009-2	450.000	0,2000	15.813	0,0451	0,047	0,0378	0,6359	0,3900	0,0451	0,2644	0
İŞ GYO	2009-3	450.000	0,2000	26.601	0,0553	0,058	0,0464	0,2553	0,8200	0,0553	0,2505	0
İŞ GYO	2009-4	450.000	0,2000	40.153	0,0665	0,070	0,0559	0,4619	0,9600	0,0665	0,4792	0

Şirket	Tarih	Uzun Vadeli Borçlar	wd	we	WACC	Toplam Sermaye	Toplam (SermayeXWACC)	EVA	Hisse Senedi Getirisi	MVA
İŞ GYO	2001-1	0	0,0000	1,0000	-0,1260	91.000,00	- 11.461,57	13.390,36	-0,27	40.950
İŞ GYO	2001-2	0	0,0000	1,0000	0,2624	127.400,00	33.434,85	- 29.339,16	-0,03	50.960
İŞ GYO	2001-3	0	0,0000	1,0000	0,0971	189.404,83	18.390,40	- 10.168,89	-0,33	32.144
İŞ GYO	2001-4	0	0,0006	0,9994	0,5039	235.829,32	118.829,76	- 106.907,57	0,38	70.707
İŞ GYO	2002-1	0	0,0000	1,0000	-0,0834	235.690,00	- 19.658,04	23.511,40	-0,23	5.892
İŞ GYO	2002-2	0	0,0000	1,0000	-0,1629	235.690,00	- 38.401,95	46.389,08	-0,25	-54.209
İŞ GYO	2002-3	0	0,0000	1,0000	-0,1368	235.690,00	- 32.240,62	44.577,10	-0,06	-65.993
İŞ GYO	2002-4	0	0,0000	1,0000	-0,0072	235.690,00	- 1.695,08	18.922,74	0,13	-44.781
İŞ GYO	2003-1	0	0,0000	1,0000	-0,0505	235.690,00	- 11.893,15	17.188,98	-0,12	-65.993
İŞ GYO	2003-2	0	0,0000	1,0000	0,1198	235.690,00	28.229,99	- 18.300,80	0,22	-28.283
İŞ GYO	2003-3	0	0,0000	1,0000	0,2361	235.690,00	55.646,07	- 41.326,38	0,09	-9.428
İŞ GYO	2003-4	0	0,0000	1,0000	0,7297	235.690,00	171.982,99	- 153.189,31	0,35	70.707
İŞ GYO	2004-1	0	0,0000	1,0000	0,0482	235.690,00	11.364,26	- 8.870,66	0,30	167.340
İŞ GYO	2004-2	0	0,0000	1,0000	0,0245	235.690,00	5.768,04	- 1.410,59	-0,16	103.704
İŞ GYO	2004-3	0	0,0000	1,0000	0,1488	235.690,00	35.078,45	- 27.107,89	0,65	322.895
İŞ GYO	2004-4	0	0,0000	1,0000	0,2195	329.614,63	72.362,87	- 62.970,10	-0,18	303.569
İŞ GYO	2005-1	0	0,0000	1,0000	0,0204	329.614,63	6.710,74	- 4.353,80	-0,03	303.569
İŞ GYO	2005-2	0	0,0000	1,0000	0,0787	329.614,63	25.944,66	- 20.734,64	0,13	386.060
İŞ GYO	2005-3	0	0,0000	1,0000	0,1720	329.614,63	56.705,78	- 49.023,56	0,21	534.545
İŞ GYO	2005-4	0	0,0000	1,0000	0,4430	329.614,63	146.014,81	- 136.573,97	0,11	626.935
İŞ GYO	2006-1	0	0,0000	1,0000	0,0467	329.614,63	15.401,39	- 25.135,33	0,15	772.120
İŞ GYO	2006-2	0	0,0000	1,0000	0,0075	329.614,63	2.481,13	- 10.289,02	-0,28	461.952
İŞ GYO	2006-3	0	0,0000	1,0000	0,0221	329.614,63	7.292,49	- 11.078,51	0,12	554.343
İŞ GYO	2006-4	0	0,0000	1,0000	0,0831	329.614,63	27.388,59	- 22.864,99	0,10	626.935
İŞ GYO	2007-1	0	0,0000	1,0000	0,0861	329.614,63	28.363,53	- 23.222,75	0,07	706.127
İŞ GYO	2007-2	0	0,0000	1,0000	0,1811	450.000,00	81.515,23	- 26.444,85	-0,32	513.000
İŞ GYO	2007-3	0	0,0000	1,0000	0,3705	450.000,00	166.707,19	- 123.558,49	-0,03	486.000
İŞ GYO	2007-4	0	0,0000	1,0000	0,3925	450.000,00	176.646,53	- 128.120,46	-0,17	324.000
İŞ GYO	2008-1	0	0,0000	1,0000	-0,2061	450.000,00	- 92.726,69	97.920,03	-0,40	9.000
İŞ GYO	2008-2	0	0,0000	1,0000	-0,2028	450.000,00	- 91.264,70	100.602,22	-0,15	-58.500
İŞ GYO	2008-3	0	0,0000	1,0000	-0,2005	450.000,00	- 90.240,78	106.393,29	0,05	-40.500
İŞ GYO	2008-4	0	0,0000	1,0000	-0,2246	450.000,00	- 101.067,22	124.458,36	-0,23	-135.000
İŞ GYO	2009-1	0	0,0000	1,0000	-0,0053	450.000,00	- 2.370,17	11.071,19	0,33	-18.000
İŞ GYO	2009-2	0	0,0000	1,0000	0,2644	450.000,00	118.981,67	- 103.168,85	0,11	31.500
İŞ GYO	2009-3	0	0,0000	1,0000	0,2505	450.000,00	112.729,18	- 86.128,01	0,53	288.000
İŞ GYO	2009-4	0	0,0000	1,0000	0,4792	450.000,00	215.643,44	- 175.490,76	-0,04	292.500

EK 2

Şirket	Tarih	Sermaye	Vergi Oranı	NOPAT	Tahvil Oranı	Kd*	Kd	Beta	kM	kRF	Ke	Kısa Vadeli Borçlar
KCHOL	2001-1	85.470	0,2500	-1.720	0,2073	0,218	0,1632	0,8018	-0,1600	0,2073	-0,0872	0
KCHOL	2001-2	85.470	0,2500	-4.551	0,3148	0,330	0,2479	0,7888	0,2400	0,3148	0,2558	0
KCHOL	2001-3	101.578	0,2500	-6.796	0,4417	0,464	0,3478	0,8018	-0,1600	0,4417	-0,0407	0
KCHOL	2001-4	101.578	0,2500	-14.003	0,5893	0,619	0,4641	0,6524	0,4800	0,5893	0,5180	19.246
KCHOL	2002-1	101.578	0,2500	-5.697	0,1348	0,142	0,1062	0,7711	-0,1700	0,1348	-0,1002	37.570
KCHOL	2002-2	203.156	0,2500	-7.871	0,2398	0,252	0,1888	0,5883	-0,3200	0,2398	-0,0896	44.136
KCHOL	2002-3	203.156	0,2500	-9.298	0,3450	0,362	0,2717	0,6633	-0,3900	0,3450	-0,1425	46.445
KCHOL	2002-4	203.156	0,2500	-14.444	0,4400	0,462	0,3465	0,8892	-0,2800	0,4400	-0,2002	46.118
KCHOL	2003-1	203.156	0,3000	-1.765	0,1100	0,116	0,0809	0,8652	-0,1000	0,1100	-0,0717	77.451
KCHOL	2003-2	243.787	0,3000	-3.920	0,1916	0,201	0,1408	0,804	0,0400	0,1916	0,0697	41.669
KCHOL	2003-3	243.787	0,3000	-4.793	0,2174	0,228	0,1598	0,6188	0,2900	0,2174	0,2622	40.414
KCHOL	2003-4	789.750	0,3000	583	0,2600	0,273	0,1911	0,7736	0,8700	0,2600	0,7319	1.846.763
KCHOL	2004-1	789.750	0,3300	203	0,0550	0,058	0,0387	0,8358	0,0400	0,0550	0,0425	1.832.737
KCHOL	2004-2	789.750	0,3300	525	0,1100	0,116	0,0774	0,7151	-0,0600	0,1100	-0,0116	2.270.897
KCHOL	2004-3	789.750	0,3300	776	0,1500	0,158	0,1055	0,6457	0,1400	0,1500	0,1435	3.535.975
KCHOL	2004-4	1.000.000	0,3300	838	0,1801	0,189	0,1267	0,5876	0,3200	0,1801	0,2623	2.601.245
KCHOL	2005-1	1.000.000	0,3000	152	0,0390	0,041	0,0287	0,1651	0,0000	0,0390	0,0326	2.642.825
KCHOL	2005-2	1.000.000	0,3000	371	0,0778	0,082	0,0571	0,5077	0,0800	0,0778	0,0789	3.304.175
KCHOL	2005-3	1.150.000	0,3000	615	0,1169	0,123	0,0859	0,1526	0,3500	0,1169	0,1524	4.059.383
KCHOL	2005-4	1.150.000	0,3000	847	0,1521	0,160	0,1118	0,5633	0,5800	0,1521	0,3931	3.691.007
KCHOL	2006-1	1.150.000	0,2000	333	0,0338	0,035	0,0284	0,1019	0,0700	0,0338	0,0301	4.294.788
KCHOL	2006-2	1.265.000	0,2000	1.083	0,0906	0,095	0,0761	0,8379	-0,1000	0,0906	-0,0691	6.122.593
KCHOL	2006-3	1.265.000	0,2000	1.863	0,1317	0,138	0,1106	0,5549	-0,0600	0,1317	0,0253	6.093.514
KCHOL	2006-4	1.265.000	0,2000	2.383	0,1825	0,192	0,1533	0,5307	-0,0200	0,1825	0,0750	5.827.374
KCHOL	2007-1	1.265.000	0,2000	537	0,0457	0,048	0,0384	0,4811	0,1300	0,0457	0,0863	4.490.816
KCHOL	2007-2	1.745.700	0,2000	1.388	0,0880	0,092	0,0739	0,3531	0,2500	0,0880	0,1452	4.411.391
KCHOL	2007-3	1.745.700	0,2000	2.234	0,1301	0,137	0,1092	0,752	0,4500	0,1301	0,3707	4.674.292
KCHOL	2007-4	1.745.700	0,2000	2.860	0,1712	0,180	0,1438	0,6453	0,4800	0,1712	0,3705	5.148.803
KCHOL	2008-1	1.745.700	0,2000	714	0,0385	0,040	0,0324	0,7735	-0,3000	0,0385	-0,2233	10.322.355
KCHOL	2008-2	2.007.555	0,2000	1.789	0,0939	0,099	0,0789	0,5945	-0,3700	0,0939	-0,1819	10.037.953
KCHOL	2008-3	2.012.618	0,2000	2.711	0,1257	0,132	0,1056	0,7629	-0,3500	0,1257	-0,2372	9.536.785
KCHOL	2008-4	2.012.618	0,2000	2.960	0,1511	0,159	0,1269	0,6328	-0,4800	0,1511	-0,2483	9.387.366
KCHOL	2009-1	2.012.618	0,2000	637	0,0264	0,028	0,0222	0,7504	-0,0600	0,0264	-0,0384	7.958.292
KCHOL	2009-2	2.415.141	0,2000	1.695	0,0451	0,047	0,0378	0,592	0,3900	0,0451	0,2493	7.124.009
KCHOL	2009-3	2.415.141	0,2000	2.678	0,0553	0,058	0,0464	0,4106	0,8200	0,0553	0,3693	7.900.257
KCHOL	2009-4	2.415.141	0,2000	3.487	0,0665	0,070	0,0559	0,5634	0,9600	0,0665	0,5699	8.492.043

Şirket	Tarih	Uzun Vadeli Borçlar	wd	we	WACC	Toplam Sermaye	Toplam (SermayeXWACC)	EVA	Hisse Senedi Getirisi	MVA
KCHOL	2001-1	0	0,0000	1,0000	-0,0872	85.469,60	- 7.453,05	5.732,77	0,02	1.805.545
KCHOL	2001-2	0	0,0000	1,0000	0,2558	85.469,60	21.862,03	- 26.413,50	0,12	2.735.027
KCHOL	2001-3	6.616	0,0612	0,9388	-0,0170	108.194,41	- 1.837,79	- 4.958,05	-0,38	1.980.771
KCHOL	2001-4	40.368	0,3698	0,6302	0,4981	161.192,32	80.282,10	- 94.285,22	0,85	3.758.386
KCHOL	2002-1	16.236	0,3463	0,6537	-0,0288	155.384,04	- 4.469,51	- 1.227,21	-0,16	3.199.707
KCHOL	2002-2	17.840	0,2338	0,7662	-0,0245	265.132,03	- 6.491,54	- 1.379,83	-0,49	3.148.918
KCHOL	2002-3	17.462	0,2393	0,7607	-0,0434	267.063,14	- 11.592,14	2.294,51	-0,06	2.945.762
KCHOL	2002-4	16.019	0,2342	0,7658	-0,0722	265.293,43	- 19.146,09	4.702,28	0,11	3.301.285
KCHOL	2003-1	15.372	0,3136	0,6864	-0,0239	295.978,20	- 7.059,99	5.295,43	-0,21	2.590.239
KCHOL	2003-2	11.638	0,1794	0,8206	0,0825	297.094,46	24.497,98	- 28.417,99	-0,10	2.779.174
KCHOL	2003-3	100.052	0,3656	0,6344	0,2248	384.253,44	86.365,93	- 91.159,20	0,31	3.730.944
KCHOL	2003-4	1.131.077	0,7904	0,2096	0,3045	3.767.590,00	1.147.080,09	- 1.146.497,26	0,47	5.776.895
KCHOL	2004-1	1.191.683	0,7929	0,2071	0,0395	3.814.170,00	150.557,53	- 150.354,66	-0,68	5.330.813
KCHOL	2004-2	1.393.410	0,8227	0,1773	0,0616	4.454.057,00	274.427,36	- 273.902,28	-0,14	4.501.575
KCHOL	2004-3	1.611.862	0,8670	0,1330	0,1106	5.937.587,00	656.588,58	- 655.812,38	0,31	-94.770
KCHOL	2004-4	1.476.831	0,8031	0,1969	0,1534	5.078.076,00	778.998,90	- 778.160,93	0,00	5.949.800
KCHOL	2005-1	1.338.239	0,7992	0,2008	0,0295	4.981.064,00	146.772,32	- 146.620,25	-0,33	4.857.950
KCHOL	2005-2	1.439.913	0,8259	0,1741	0,0609	5.744.088,00	349.999,16	- 349.628,61	0,00	4.900.000
KCHOL	2005-3	2.467.594	0,8502	0,1498	0,0959	7.676.977,00	735.860,78	- 735.245,69	0,03	5.865.000
KCHOL	2005-4	2.630.787	0,8461	0,1539	0,1551	7.471.794,00	1.158.841,96	- 1.157.995,43	0,03	6.037.500
KCHOL	2006-1	9.143.369	0,9212	0,0788	0,0285	14.588.157,00	415.850,18	- 415.516,79	0,14	-327.750
KCHOL	2006-2	10.202.967	0,9281	0,0719	0,0656	17.590.560,00	1.154.328,26	- 1.153.244,84	-0,34	4.705.800
KCHOL	2006-3	9.666.088	0,9257	0,0743	0,1043	17.024.602,00	1.775.490,22	- 1.773.626,79	0,03	4.908.200
KCHOL	2006-4	10.429.378	0,9278	0,0722	0,1476	17.521.752,00	2.587.077,14	- 2.584.694,11	0,14	5.692.500
KCHOL	2007-1	10.678.646	0,9230	0,0770	0,0421	16.434.462,00	691.775,04	- 691.237,97	0,14	6.704.500
KCHOL	2007-2	10.011.103	0,8920	0,1080	0,0816	16.168.194,00	1.318.928,03	- 1.317.540,17	-0,14	7.681.080
KCHOL	2007-3	9.078.312	0,8874	0,1126	0,1387	15.498.304,00	2.149.409,86	- 2.147.175,48	0,18	9.339.495
KCHOL	2007-4	7.779.889	0,8810	0,1190	0,1708	14.674.392,00	2.505.976,44	- 2.503.116,76	0,00	9.339.495
KCHOL	2008-1	7.152.397	0,9092	0,0908	0,0091	19.220.452,00	175.643,59	- 174.929,73	-0,41	4.748.304
KCHOL	2008-2	6.872.802	0,8939	0,1061	0,0512	18.918.310,00	968.701,44	- 966.912,89	-0,10	4.697.679
KCHOL	2008-3	7.088.988	0,8920	0,1080	0,0686	18.638.391,00	1.278.065,92	- 1.275.354,83	0,11	5.474.319
KCHOL	2008-4	8.190.795	0,8973	0,1027	0,0884	19.590.779,00	1.731.437,80	- 1.728.477,83	-0,30	3.260.440
KCHOL	2009-1	9.266.661	0,8954	0,1046	0,0159	19.237.571,00	305.000,75	- 304.364,24	-0,10	2.696.907
KCHOL	2009-2	7.879.031	0,8613	0,1387	0,0672	17.418.181,00	1.169.744,05	- 1.168.048,72	0,14	4.009.134
KCHOL	2009-3	6.475.469	0,8562	0,1438	0,0929	16.790.867,00	1.559.321,07	- 1.556.642,97	0,47	7.003.909
KCHOL	2009-4	6.428.177	0,8607	0,1393	0,1275	17.335.361,00	2.209.827,27	- 2.206.340,03	0,13	8.259.782

EK 2

Şirket	Tarih	Sermaye	Vergi Oranı	NOPAT	Tahvil Oranı	Kd*	Kd	Beta	kM	kRF	Ke	Kısa Vadeli Borçlar
PETKİM	2001-1	117000	0,2500	- 21.444	0,2073	0,218	0,1632	0,7739	-0,1600	0,2073	-0,0770	1.548
PETKİM	2001-2	117000	0,2500	5.250	0,3148	0,330	0,2479	0,7539	0,2400	0,3148	0,2584	4.475
PETKİM	2001-3	204750	0,2500	13.555	0,4417	0,464	0,3478	0,7058	-0,1600	0,4417	0,0170	1.433
PETKİM	2001-4	204750	0,2500	9.418	0,5893	0,619	0,4641	0,4895	0,4800	0,5893	0,5358	-
PETKİM	2002-1	204750	0,2500	- 32.214	0,1348	0,142	0,1062	0,7672	-0,1700	0,1348	-0,0990	-
PETKİM	2002-2	204750	0,2500	- 33.120	0,2398	0,252	0,1888	0,5728	-0,3200	0,2398	-0,0809	35.545
PETKİM	2002-3	204750	0,2500	- 18.006	0,3450	0,362	0,2717	0,5419	-0,3900	0,3450	-0,0533	29.444
PETKİM	2002-4	204750	0,2500	- 44.799	0,4400	0,462	0,3465	0,6543	-0,2800	0,4400	-0,0311	23.949
PETKİM	2003-1	204750	0,3000	- 15.007	0,1100	0,116	0,0809	0,5454	-0,1000	0,1100	-0,0045	39.955
PETKİM	2003-2	204750	0,3000	- 61.303	0,1916	0,201	0,1408	0,2319	0,0400	0,1916	0,1564	35.057
PETKİM	2003-3	204750	0,3000	- 110.244	0,2174	0,228	0,1598	0,4175	0,2900	0,2174	0,2477	22.487
PETKİM	2003-4	204750	0,3000	- 120.464	0,2600	0,273	0,1911	0,4794	0,8700	0,2600	0,5524	14.990
PETKİM	2004-1	204750	0,3300	- 25.817	0,0550	0,058	0,0387	0,4362	0,0400	0,0550	0,0485	11.357
PETKİM	2004-2	204750	0,3300	- 11.503	0,1100	0,116	0,0774	0,6610	-0,0600	0,1100	-0,0024	13.903
PETKİM	2004-3	204750	0,3300	22.753	0,1500	0,158	0,1055	0,4871	0,1400	0,1500	0,1451	6.624
PETKİM	2004-4	204750	0,3300	50.151	0,1801	0,189	0,1267	0,1528	0,3200	0,1801	0,2015	10.889
PETKİM	2005-1	204750	0,3000	- 43.597	0,0390	0,041	0,0287	0,3141	0,0000	0,0390	0,0268	12.512
PETKİM	2005-2	204750	0,3000	- 60.998	0,0778	0,082	0,0571	0,0504	0,0800	0,0778	0,0776	17.322
PETKİM	2005-3	204750	0,3000	- 20.746	0,1169	0,123	0,0859	0,2792	0,3500	0,1169	0,1819	24.592
PETKİM	2005-4	204750	0,3000	- 34.911	0,1521	0,160	0,1118	0,5322	0,5800	0,1521	0,3798	92.152
PETKİM	2006-1	204750	0,2000	10.415	0,0338	0,035	0,0284	0,6921	0,0700	0,0338	0,0588	82.143
PETKİM	2006-2	204750	0,2000	19.744	0,0906	0,095	0,0761	0,7515	-0,1000	0,0906	-0,0526	83.186
PETKİM	2006-3	204750	0,2000	60.067	0,1317	0,138	0,1106	0,4210	-0,0600	0,1317	0,0510	33.788
PETKİM	2006-4	204750	0,2000	94.035	0,1825	0,192	0,1533	0,6294	-0,0200	0,1825	0,0550	17.381
PETKİM	2007-1	204750	0,2000	45.169	0,0457	0,048	0,0384	0,2788	0,1300	0,0457	0,0692	21.688
PETKİM	2007-2	204750	0,2000	74.154	0,0880	0,092	0,0739	0,3405	0,2500	0,0880	0,1431	29.954
PETKİM	2007-3	204750	0,2000	98.678	0,1301	0,137	0,1092	0,1701	0,4500	0,1301	0,0756	33.300
PETKİM	2007-4	204750	0,2000	91.794	0,1712	0,180	0,1438	0,3743	0,4800	0,1712	0,2868	28.047
PETKİM	2008-1	204750	0,2000	- 29.317	0,0385	0,040	0,0324	0,5005	-0,3000	0,0385	-0,1309	27.966
PETKİM	2008-2	204750	0,2000	- 20.007	0,0939	0,099	0,0789	0,3725	-0,3700	0,0939	-0,0789	30.999
PETKİM	2008-3	204750	0,2000	- 55.523	0,1257	0,132	0,1056	0,715	-0,3500	0,1257	-0,2144	63.556
PETKİM	2008-4	204750	0,2000	- 127.558	0,1511	0,159	0,1269	0,8288	-0,4800	0,1511	-0,3720	28.849
PETKİM	2009-1	204750	0,2000	20.406	0,0264	0,028	0,0222	0,5556	-0,0600	0,0264	-0,0216	32.097
PETKİM	2009-2	204750	0,2000	33.123	0,0451	0,047	0,0378	0,3747	0,3900	0,0451	0,1743	14.358
PETKİM	2009-3	204750	0,2000	45.251	0,0553	0,058	0,0464	0,2819	0,8200	0,0553	0,2709	57.404
PETKİM	2009-4	204750	0,2000	36.530	0,0665	0,070	6,0000	0,619	0,9600	0,0665	0,6196	87.728

Şirket	Tarih	Uzun Vadeli Borçlar	wd	we	WACC	Toplam Sermaye	Toplam (SermayeXWACC)	EVA	Hisse Senedi Getirisi	MVA
PETKİM	2001-1	0	0,0131	0,9869	-0,0738	118.548,15	- 8.750,82	- 12.693,33	-0,04	1.170.000
PETKİM	2001-2	0	0,0368	0,9632	0,2580	121.475,49	31.341,65	- 26.092,08	0,14	1.345.500
PETKİM	2001-3	0	0,0069	0,9931	0,0193	206.182,67	3.981,68	9.572,89	-0,62	757.575
PETKİM	2001-4	0	0,0000	1,0000	0,5358	204.750,00	109.704,57	- 100.286,91	0,81	1.535.625
PETKİM	2002-1	0	0,0000	1,0000	-0,0990	204.750,00	- 20.278,96	- 11.935,33	-0,23	1.126.125
PETKİM	2002-2	0	0,1479	0,8521	-0,0410	240.295,37	- 9.848,04	- 23.271,61	-0,22	839.475
PETKİM	2002-3	0	0,1257	0,8743	-0,0124	234.194,41	- 2.912,78	- 15.093,35	0,01	849.713
PETKİM	2002-4	0	0,1047	0,8953	0,0084	228.699,31	1.931,53	- 46.730,05	0,13	982.800
PETKİM	2003-1	0	0,1633	0,8367	0,0094	244.705,16	2.302,04	- 17.308,65	0,19	1.228.500
PETKİM	2003-2	0	0,1462	0,8538	0,1541	239.806,69	36.959,64	- 98.262,87	-0,16	1.003.275
PETKİM	2003-3	0	0,0990	0,9010	0,2390	227.236,79	54.315,26	- 164.559,47	-0,11	870.188
PETKİM	2003-4	0	0,0682	0,9318	0,5278	219.739,90	115.975,43	- 236.439,66	0,12	1.003.275
PETKİM	2004-1	0	0,0526	0,9474	0,0479	216.106,64	10.360,99	- 36.177,59	0,01	1.044.225
PETKİM	2004-2	0	0,0636	0,9364	0,0027	218.653,36	590,65	- 12.094,10	-0,14	870.188
PETKİM	2004-3	0	0,0313	0,9687	0,1439	211.373,98	30.414,16	- 7.661,25	0,09	962.325
PETKİM	2004-4	0	0,0505	0,9495	0,1977	215.639,37	42.632,05	7.519,09	0,15	1.136.363
PETKİM	2005-1	0	0,0576	0,9424	0,0269	217.261,50	5.839,47	- 49.436,70	-0,09	1.003.275
PETKİM	2005-2	0	0,0780	0,9220	0,0760	222.072,40	16.886,00	- 77.883,75	-0,01	993.038
PETKİM	2005-3	0	0,1072	0,8928	0,1716	229.341,88	39.365,40	- 60.111,14	0,16	1.187.550
PETKİM	2005-4	0	0,3104	0,6896	0,2966	296.901,57	88.071,81	- 122.983,11	0,15	1.382.063
PETKİM	2006-1	0	0,2863	0,7137	0,0501	286.892,99	14.379,26	- 3.964,28	-0,19	1.074.938
PETKİM	2006-2	0	0,2889	0,7111	-0,0155	287.936,25	- 4.452,43	24.196,19	-0,18	839.475
PETKİM	2006-3	0	0,1416	0,8584	0,0594	238.538,45	14.179,03	45.888,02	-0,01	831.285
PETKİM	2006-4	0	0,0782	0,9218	0,0627	222.131,25	13.935,32	80.100,14	0,00	839.475
PETKİM	2007-1	0	0,0958	0,9042	0,0663	226.437,50	15.005,97	30.163,33	0,38	1.238.738
PETKİM	2007-2	0	0,1276	0,8724	0,1343	234.704,17	31.518,42	42.635,15	0,27	1.627.763
PETKİM	2007-3	0	0,1399	0,8601	0,0803	238.050,00	19.122,29	79.555,51	0,06	1.730.138
PETKİM	2007-4	0	0,1205	0,8795	0,2696	232.797,17	62.752,40	29.041,48	-0,09	1.596.100
PETKİM	2008-1	0	0,1202	0,8798	-0,1113	232.716,00	- 25.898,15	- 3.419,28	-0,26	1.126.125
PETKİM	2008-2	0	0,1315	0,8685	-0,0582	235.749,28	- 13.710,24	- 6.296,47	-0,23	819.000
PETKİM	2008-3	0	0,2369	0,7631	-0,1386	268.306,07	- 37.192,86	- 18.330,52	-0,13	687.960
PETKİM	2008-4	0	0,1235	0,8765	-0,3103	233.599,14	- 72.496,28	- 55.061,74	0,06	741.195
PETKİM	2009-1	0	0,1355	0,8645	-0,0157	236.847,29	- 3.708,65	24.114,69	-0,11	630.630
PETKİM	2009-2	0	0,0655	0,9345	0,1654	219.107,56	36.231,81	- 3.108,88	0,59	1.126.125
PETKİM	2009-3	0	0,2190	0,7810	0,2217	262.153,97	58.122,06	- 12.871,35	0,15	1.330.875
PETKİM	2009-4	0	0,2999	0,7001	0,4505	292.477,99	131.758,77	- 95.229,19	-0,03	1.289.925

EK 2

Şirket	Tarih	Sermaye	Vergi Oranı	NOPAT	Tahvil Oranı	Kd*	Kd	Beta	kM	kRF	Ke	Kısa Vadeli Borçlar
PETOF5	2001-1	50.000	0,2500	21.731	0,2073	0,218	0,1632	-0,1362	-0,1600	0,2073	0,2573	-
PETOF5	2001-2	50.000	0,2500	69.418	0,3148	0,330	0,2479	0,7728	0,2400	0,3148	0,2570	-
PETOF5	2001-3	50.000	0,2500	125.370	0,4417	0,464	0,3478	0,7226	-0,1600	0,4417	0,0069	116.884
PETOF5	2001-4	50.000	0,2500	149.954	0,5893	0,619	0,4641	0,6472	0,4800	0,5893	0,5186	113.035
PETOF5	2002-1	50.000	0,2500	34.689	0,1348	0,142	0,1062	0,483	-0,1700	0,1348	-0,0124	59.537
PETOF5	2002-2	50.000	0,2500	64.136	0,2398	0,252	0,1888	0,1013	-0,3200	0,2398	0,1830	57.085
PETOF5	2002-3	250.000	0,2500	106.927	0,3450	0,362	0,2717	0,1299	-0,3900	0,3450	0,2495	188.152
PETOF5	2002-4	252.441	0,2500	137.059	0,4400	0,462	0,3465	0,3503	-0,2800	0,4400	0,1878	1.651.805
PETOF5	2003-1	252.441	0,3000	- 27.912	0,1100	0,116	0,0809	-0,0746	-0,1000	0,1100	0,1257	1.316.021
PETOF5	2003-2	300.000	0,3000	- 62.861	0,1916	0,201	0,1408	0,5274	0,0400	0,1916	0,1116	1.107.618
PETOF5	2003-3	300.000	0,3000	143.932	0,2174	0,228	0,1598	0,4407	0,2900	0,2174	0,2494	495.715
PETOF5	2003-4	300.000	0,3000	111.980	0,2600	0,273	0,1911	0,8385	0,8700	0,2600	0,7715	454.053
PETOF5	2004-1	300.000	0,3300	15.990	0,0550	0,058	0,0387	0,5906	0,0400	0,0550	0,0461	612.778
PETOF5	2004-2	300.000	0,3300	39.810	0,1100	0,116	0,0774	0,6119	-0,0600	0,1100	0,0060	783.973
PETOF5	2004-3	345.000	0,3300	85.433	0,1500	0,158	0,1055	0,5797	0,1400	0,1500	0,1442	402.384
PETOF5	2004-4	345.000	0,3300	124.348	0,1801	0,189	0,1267	0,5806	0,3200	0,1801	0,2613	250.809
PETOF5	2005-1	345.000	0,3000	32.347	0,0390	0,041	0,0287	0,4751	0,0000	0,0390	0,0205	186.618
PETOF5	2005-2	417.450	0,3000	107.216	0,0778	0,082	0,0571	0,5058	0,0800	0,0778	0,0789	212.260
PETOF5	2005-3	417.450	0,3000	201.796	0,1169	0,123	0,0859	0,1587	0,3500	0,1169	0,1539	239.668
PETOF5	2005-4	417.450	0,3000	245.835	0,1521	0,160	0,1118	0,225	0,5800	0,1521	0,2484	206.859
PETOF5	2006-1	417.450	0,2000	56.387	0,0338	0,035	0,0284	0,2559	0,0700	0,0338	0,0430	231.507
PETOF5	2006-2	417.450	0,2000	163.987	0,0906	0,095	0,0761	0,4054	-0,1000	0,0906	0,0133	143.112
PETOF5	2006-3	417.450	0,2000	313.588	0,1317	0,138	0,1106	0,5104	-0,0600	0,1317	0,0339	219.237
PETOF5	2006-4	417.450	0,2000	399.746	0,1825	0,192	0,1533	0,2631	-0,0200	0,1825	0,1292	144.215
PETOF5	2007-1	417.450	0,2000	55.547	0,0457	0,048	0,0384	0,2242	0,1300	0,0457	0,0646	50.965
PETOF5	2007-2	492.000	0,2000	182.592	0,0880	0,092	0,0739	0,3462	0,2500	0,0880	0,1441	28.587
PETOF5	2007-3	492.000	0,2000	324.026	0,1301	0,137	0,1092	0,6657	0,4500	0,1301	0,3430	22.251
PETOF5	2007-4	492.000	0,2000	425.688	0,1712	0,180	0,1438	0,3523	0,4800	0,1712	0,2800	20.426
PETOF5	2008-1	492.000	0,2000	92.145	0,0385	0,040	0,0324	0,583	-0,3000	0,0385	-0,1521	67.679
PETOF5	2008-2	550.000	0,2000	278.045	0,0939	0,099	0,0789	0,2714	-0,3700	0,0939	-0,0320	141.963
PETOF5	2008-3	550.000	0,2000	462.715	0,1257	0,132	0,1056	0,4914	-0,3500	0,1257	-0,1081	358.257
PETOF5	2008-4	550.000	0,2000	655.810	0,1511	0,159	0,1269	0,6661	-0,4800	0,1511	-0,2693	130.392
PETOF5	2009-1	550.000	0,2000	136.449	0,0264	0,028	0,0222	0,1733	-0,0600	0,0264	0,0114	213.803
PETOF5	2009-2	577.500	0,2000	277.281	0,0451	0,047	0,0378	0,4084	0,3900	0,0451	0,1859	565.158
PETOF5	2009-3	577.500	0,2000	421.199	0,0553	0,058	0,0464	0,0435	0,8200	0,0553	0,0885	575.328
PETOF5	2009-4	577.500	0,2000	502.540	0,0665	0,070	0,0559	0,344	0,9600	0,0665	0,3739	547.907

Şirket	Tarih	Uzun Vadeli Borçlar	wd	we	WACC	Toplam Sermaye	Toplam (SermayeXWACC)	EVA	Hisse Senedi Getirisi	MVA
PETOF5	2001-1	-	0,0000	1,0000	0,2573	50.000,00	12.866,31	8.864,87	0,08	1.375.000
PETOF5	2001-2	-	0,0000	1,0000	0,2570	50.000,00	12.849,16	56.568,62	0,56	2.175.000
PETOF5	2001-3	-	0,7004	0,2996	0,2457	166.884,33	40.999,83	84.370,47	-0,02	2.125.000
PETOF5	2001-4	-	0,6933	0,3067	0,4808	163.035,18	78.384,71	71.568,79	0,43	3.050.000
PETOF5	2002-1	-	0,5435	0,4565	0,0520	109.537,35	5.699,27	28.989,75	-0,54	1.400.000
PETOF5	2002-2	-	0,5331	0,4669	0,1861	107.085,01	19.930,20	44.205,86	-0,14	1.200.000
PETOF5	2002-3	-	0,4294	0,5706	0,2590	438.151,84	113.499,38	- 6.572,73	-0,26	875.000
PETOF5	2002-4	551.270	0,8972	0,1028	0,3302	2.455.516,83	810.770,09	- 673.711,04	-0,63	1.472.559
PETOF5	2003-1	722.193	0,8898	0,1102	0,0858	2.290.654,79	196.512,85	- 224.424,56	-0,23	1.085.498
PETOF5	2003-2	602.625	0,8508	0,1492	0,1364	2.010.243,23	274.270,62	- 337.131,72	-0,25	900.000
PETOF5	2003-3	975.879	0,8307	0,1693	0,1750	1.771.593,71	309.994,17	- 166.062,33	0,04	952.500
PETOF5	2003-4	861.275	0,8143	0,1857	0,2989	1.615.327,54	482.804,59	- 370.824,29	0,19	1.185.000
PETOF5	2004-1	552.374	0,7952	0,2048	0,0402	1.465.152,34	58.924,96	- 42.935,43	0,15	1.455.000
PETOF5	2004-2	548.658	0,8162	0,1838	0,0643	1.632.630,62	104.918,72	- 65.109,13	-0,20	1.102.500
PETOF5	2004-3	551.731	0,7344	0,2656	0,1158	1.299.114,33	150.432,95	- 65.000,05	0,11	1.449.000
PETOF5	2004-4	470.419	0,6764	0,3236	0,1703	1.066.227,79	181.537,26	- 57.188,99	-0,12	1.200.600
PETOF5	2005-1	695.957	0,7190	0,2810	0,0264	1.227.574,84	32.382,28	- 35,04	-0,03	1.166.100
PETOF5	2005-2	610.243	0,6633	0,3367	0,0645	1.239.952,87	79.934,77	27.280,83	-0,06	1.302.444
PETOF5	2005-3	595.944	0,6669	0,3331	0,1085	1.253.062,46	135.991,43	65.804,09	0,08	1.444.377
PETOF5	2005-4	538.459	0,6410	0,3590	0,1608	1.162.767,43	187.006,83	58.828,12	0,40	2.170.740
PETOF5	2006-1	477.629	0,6295	0,3705	0,0338	1.126.586,83	38.088,05	18.298,93	0,44	3.297.855
PETOF5	2006-2	592.658	0,6380	0,3620	0,0533	1.153.219,86	61.516,63	102.470,04	-0,38	1.878.525
PETOF5	2006-3	613.599	0,6661	0,3339	0,0850	1.250.285,92	106.268,29	207.319,88	-0,13	1.577.961
PETOF5	2006-4	680.530	0,6639	0,3361	0,1452	1.242.194,82	180.377,21	219.368,33	-0,05	1.494.471
PETOF5	2007-1	653.277	0,6278	0,3722	0,0482	1.121.691,74	54.024,61	1.522,84	0,29	2.003.760
PETOF5	2007-2	611.721	0,5655	0,4345	0,1044	1.132.307,63	118.178,09	64.413,92	-0,05	2.214.000
PETOF5	2007-3	555.319	0,5400	0,4600	0,2168	1.069.569,79	231.870,91	92.155,42	0,12	2.533.800
PETOF5	2007-4	564.070	0,5430	0,4570	0,2060	1.076.495,60	221.810,34	203.877,99	-0,02	2.484.600
PETOF5	2008-1	1.004.464	0,6855	0,3145	-0,0256	1.564.142,78	- 40.120,16	132.265,60	-0,09	2.189.400
PETOF5	2008-2	1.050.533	0,6844	0,3156	0,0439	1.742.495,45	76.457,92	201.586,67	-0,09	2.167.000
PETOF5	2008-3	803.111	0,6786	0,3214	0,0369	1.711.368,12	63.194,10	399.520,67	0,11	2.475.000
PETOF5	2008-4	853.112	0,6413	0,3587	-0,0152	1.533.504,41	- 23.271,33	679.081,54	-0,50	968.000
PETOF5	2009-1	921.210	0,6736	0,3264	0,0187	1.685.012,65	31.490,03	104.958,47	0,31	1.551.000
PETOF5	2009-2	583.312	0,6654	0,3346	0,0874	1.725.970,22	150.833,59	126.447,89	0,35	2.396.625
PETOF5	2009-3	562.340	0,6633	0,3367	0,0606	1.715.167,98	103.955,22	317.244,00	0,41	3.609.375
PETOF5	2009-4	870.560	0,7107	0,2893	0,1479	1.995.967,57	295.142,06	207.397,91	-0,21	2.743.125

Şirket	Tarih	Sermaye	Vergi Oranı	NOPAT	Tahvil Oranı	Kd*	Kd	Beta	kM	kRF	Ke	Kısa Vadeli Borçlar
SAHOL	2001-1	600.000	0,2500	-4.020	0,2073	0,218	0,1632	0,8944	-0,1600	0,2073	-0,1212	0
SAHOL	2001-2	600.000	0,2500	-8.472	0,3148	0,330	0,2479	0,827	0,2400	0,3148	0,2529	0
SAHOL	2001-3	600.000	0,2500	-13.683	0,4417	0,464	0,3478	0,8401	-0,1600	0,4417	-0,0638	0
SAHOL	2001-4	600.000	0,2500	-18.463	0,5893	0,619	0,4641	0,6901	0,4800	0,5893	0,5139	0
SAHOL	2002-1	800.000	0,2500	-5.173	0,1348	0,142	0,1062	0,7826	-0,1700	0,1348	-0,1037	0
SAHOL	2002-2	800.000	0,2500	-11.592	0,2398	0,252	0,1888	0,7995	-0,3200	0,2398	-0,2078	0
SAHOL	2002-3	800.000	0,2500	-18.443	0,3450	0,362	0,2717	0,8243	-0,3900	0,3450	-0,2609	0
SAHOL	2002-4	800.000	0,2500	-25.058	0,4400	0,462	0,3465	0,955	-0,2800	0,4400	-0,2476	52.053
SAHOL	2003-1	1.000.000	0,3000	-6.625	0,1100	0,116	0,0809	0,9309	-0,1000	0,1100	-0,0855	54.782
SAHOL	2003-2	1.000.000	0,3000	-13.987	0,1916	0,201	0,1408	0,8112	0,0400	0,1916	0,0686	45.918
SAHOL	2003-3	1.000.000	0,3000	-22.076	0,2174	0,228	0,1598	0,6949	0,2900	0,2174	0,2679	44.765
SAHOL	2003-4	1.000.000	0,3000	-7.514	0,2600	0,273	0,1911	0,6696	0,8700	0,2600	0,6685	2.760.182
SAHOL	2004-1	1.200.000	0,3300	481.851	0,0550	0,058	0,0387	0,8181	0,0400	0,0550	0,0427	2.939.692
SAHOL	2004-2	1.200.000	0,3300	864.122	0,1100	0,116	0,0774	0,8316	-0,0600	0,1100	-0,0314	3.201.222
SAHOL	2004-3	1.200.000	0,3300	1.306.318	0,1500	0,158	0,1055	0,6531	0,1400	0,1500	0,1435	3.398.010
SAHOL	2004-4	1.200.000	0,3300	1.578.395	0,1801	0,189	0,1267	0,5169	0,3200	0,1801	0,2524	3.985.341
SAHOL	2005-1	1.200.000	0,3000	373.617	0,0390	0,041	0,0287	0,7185	0,0000	0,0390	0,0110	4.064.989
SAHOL	2005-2	1.200.000	0,3000	877.288	0,0778	0,082	0,0571	0,5784	0,0800	0,0778	0,0791	5.130.903
SAHOL	2005-3	1.200.000	0,3000	1.334.057	0,1169	0,123	0,0859	0,3984	0,3500	0,1169	0,2097	5.383.925
SAHOL	2005-4	1.800.000	0,3000	1.720.116	0,1521	0,160	0,1118	0,5975	0,5800	0,1521	0,4078	5.945.359
SAHOL	2006-1	1.800.000	0,2000	513.102	0,0338	0,035	0,0284	0,515	0,0700	0,0338	0,0524	6.529.538
SAHOL	2006-2	1.800.000	0,2000	862.766	0,0906	0,095	0,0761	0,7372	-0,1000	0,0906	-0,0499	6.876.256
SAHOL	2006-3	1.800.000	0,2000	1.314.478	0,1317	0,138	0,1106	0,5215	-0,0600	0,1317	0,0317	5.115.667
SAHOL	2006-4	1.800.000	0,2000	1.747.935	0,1825	0,192	0,1533	0,4809	-0,0200	0,1825	0,0851	3.757.903
SAHOL	2007-1	1.800.000	0,2000	502.341	0,0457	0,048	0,0384	0,6535	0,1300	0,0457	0,1008	4.333.079
SAHOL	2007-2	1.800.000	0,2000	1.074.594	0,0880	0,092	0,0739	0,5621	0,2500	0,0880	0,1790	4.203.072
SAHOL	2007-3	1.800.000	0,2000	1.582.955	0,1301	0,137	0,1092	0,7613	0,4500	0,1301	0,3736	4.246.968
SAHOL	2007-4	1.800.000	0,2000	2.055.809	0,1712	0,180	0,1438	0,6089	0,4800	0,1712	0,3592	4.382.957
SAHOL	2008-1	1.800.000	0,2000	392.115	0,0385	0,040	0,0324	0,846	-0,3000	0,0385	-0,2479	5.643.333
SAHOL	2008-2	1.800.000	0,2000	972.118	0,0939	0,099	0,0789	0,5392	-0,3700	0,0939	-0,1562	6.593.333
SAHOL	2008-3	1.800.000	0,2000	1.227.814	0,1257	0,132	0,1056	0,5792	-0,3500	0,1257	-0,1498	6.541.472
SAHOL	2008-4	1.800.000	0,2000	1.606.762	0,1511	0,159	0,1269	0,5898	-0,4800	0,1511	-0,2211	7.352.157
SAHOL	2009-1	1.800.000	0,2000	469.575	0,0264	0,028	0,0222	0,5678	-0,0600	0,0264	-0,0226	7.950.192
SAHOL	2009-2	1.900.000	0,2000	1.298.620	0,0451	0,047	0,0378	0,5964	0,3900	0,0451	0,2508	5.338.108
SAHOL	2009-3	1.900.000	0,2000	2.085.194	0,0553	0,058	0,0464	0,3758	0,8200	0,0553	0,3427	4.907.832
SAHOL	2009-4	1.900.000	0,2000	2.719.939	0,0665	0,070	0,0559	0,556	0,9600	0,0665	0,5633	5.149.488

Şirket	Tarih	Uzun Vadeli Borçlar	wd	we	WACC	Toplam Sermaye	Toplam (SermayeXWACC)	EVA	Hisse Senedi Getirisi	MVA
SAHOL	2001-1	0	0,0000	1,0000	-0,1212	600.000,00	- 72.727,87	68.708,33	-0,33	1.740.000
SAHOL	2001-2	0	0,0000	1,0000	0,2529	600.000,00	151.759,05	- 160.231,40	0,36	2.580.000
SAHOL	2001-3	46.803	0,0724	0,9276	-0,0340	646.803,43	- 21.996,18	8.312,90	-0,25	1.800.000
SAHOL	2001-4	44.362	0,0688	0,9312	0,5104	644.362,34	328.910,64	- 347.373,22	0,98	4.140.000
SAHOL	2002-1	41.573	0,0494	0,9506	-0,0934	841.572,71	- 78.576,03	73.403,38	-0,23	2.920.000
SAHOL	2002-2	49.186	0,0579	0,9421	-0,1848	849.185,71	- 156.929,69	145.337,77	-0,35	2.440.000
SAHOL	2002-3	52.119	0,0612	0,9388	-0,2283	852.118,57	- 194.528,44	176.085,86	-0,07	2.200.000
SAHOL	2002-4	0	0,0611	0,9389	-0,2113	852.053,03	- 180.043,63	154.985,59	0,16	2.680.000
SAHOL	2003-1	0	0,0519	0,9481	-0,0768	1.054.782,46	- 81.059,84	74.435,05	-0,27	2.190.000
SAHOL	2003-2	0	0,0439	0,9561	0,0718	1.045.918,44	75.077,46	- 89.064,15	0,06	2.400.000
SAHOL	2003-3	0	0,0428	0,9572	0,2632	1.044.764,70	275.011,10	- 297.087,43	0,35	3.600.000
SAHOL	2003-4	1.697.435	0,8168	0,1832	0,2786	5.457.617,00	1.520.306,61	- 1.527.821,07	0,45	5.650.000
SAHOL	2004-1	1.512.313	0,7877	0,2123	0,0395	5.652.005,00	223.533,40	258.317,87	-0,09	5.050.000
SAHOL	2004-2	2.010.669	0,8128	0,1872	0,0570	6.411.891,00	365.675,79	498.446,66	-0,30	4.080.000
SAHOL	2004-3	2.190.576	0,8232	0,1768	0,1122	6.788.586,00	761.898,34	544.420,09	0,23	5.280.000
SAHOL	2004-4	2.078.059	0,8348	0,1652	0,1475	7.263.400,00	1.071.132,07	507.262,64	-0,03	5.100.000
SAHOL	2005-1	1.420.024	0,8205	0,1795	0,0255	6.685.013,00	170.511,33	203.105,97	-0,12	4.416.000
SAHOL	2005-2	2.624.172	0,8660	0,1340	0,0601	8.955.075,00	538.035,13	339.252,47	0,10	4.980.000
SAHOL	2005-3	2.622.944	0,8697	0,1303	0,1020	9.206.869,00	939.352,29	394.704,91	0,35	7.140.000
SAHOL	2005-4	3.519.917	0,8402	0,1598	0,1591	11.265.276,00	1.792.142,78	- 72.026,48	0,09	7.860.000
SAHOL	2006-1	3.399.599	0,8465	0,1535	0,0321	11.729.137,00	376.075,12	137.027,28	0,26	9.600.000
SAHOL	2006-2	5.107.989	0,8694	0,1306	0,0596	13.784.245,00	821.683,42	41.082,98	-0,55	5.904.000
SAHOL	2006-3	4.598.592	0,8437	0,1563	0,0983	11.514.259,00	1.131.780,25	182.697,35	0,24	7.740.000
SAHOL	2006-4	6.766.744	0,8540	0,1460	0,1433	12.324.647,00	1.766.640,34	- 18.705,14	0,06	8.190.000
SAHOL	2007-1	5.728.371	0,8482	0,1518	0,0479	11.861.450,00	567.887,92	- 65.547,12	0,01	8.460.000
SAHOL	2007-2	5.469.797	0,8431	0,1569	0,0904	11.472.869,00	1.036.881,16	37.712,44	0,17	10.170.000
SAHOL	2007-3	5.116.987	0,8388	0,1612	0,1519	11.163.955,00	1.695.467,46	- 112.512,26	0,18	12.330.000
SAHOL	2007-4	4.113.529	0,8252	0,1748	0,1815	10.296.486,00	1.868.473,63	187.335,17	-0,18	9.810.000
SAHOL	2008-1	4.466.439	0,8489	0,1511	-0,0100	11.909.772,00	- 118.998,54	511.113,74	-0,34	5.688.000
SAHOL	2008-2	3.786.687	0,8522	0,1478	0,0441	12.180.020,00	537.511,67	434.606,73	0,00	5.724.000
SAHOL	2008-3	3.915.619	0,8531	0,1469	0,0681	12.257.091,00	834.457,53	393.356,07	0,07	6.264.000
SAHOL	2008-4	4.612.026	0,8692	0,1308	0,0814	13.764.183,00	1.120.520,96	486.240,64	-0,22	4.500.000
SAHOL	2009-1	5.196.124	0,8796	0,1204	0,0168	14.946.316,00	251.043,97	218.531,23	-0,15	3.348.000
SAHOL	2009-2	4.913.079	0,8436	0,1564	0,0711	12.151.187,00	864.403,96	434.216,04	0,45	5.966.000
SAHOL	2009-3	4.459.511	0,8314	0,1686	0,0964	11.267.343,00	1.085.986,55	999.207,05	0,39	9.025.000
SAHOL	2009-4	4.569.513	0,8365	0,1635	0,1388	11.619.001,00	1.613.146,80	1.106.792,40	0,00	9.025.000

Sirket	Tarih	Sermaye	Vergi Oranı	NOPAT	Tahvil Oranı	Kd*	Kd	Beta	kM	kRF	Ke	Kısa Vadeli Borçlar
SISE	2001-1	84.106	0,2500	774	0,2073	0,218	0,1632	0,8073	-0,1600	0,2073	-0,0892	91.176
SISE	2001-2	84.106	0,2500	- 301	0,3148	0,330	0,2479	0,7833	0,2400	0,3148	0,2562	112.376
SISE	2001-3	84.106	0,2500	615	0,4417	0,464	0,3478	0,662	-0,1600	0,4417	0,0434	124.734
SISE	2001-4	84.106	0,2500	776	0,5893	0,619	0,4641	0,5348	0,4600	0,5893	0,5308	114.693
SISE	2002-1	285.000	0,2500	127	0,1348	0,142	0,1062	0,6027	-0,1700	0,1348	-0,0489	63.031
SISE	2002-2	285.000	0,2500	1.071	0,2398	0,252	0,1888	0,664	-0,3200	0,2398	-0,1319	71.448
SISE	2002-3	285.000	0,2500	2.031	0,3450	0,362	0,2717	0,5495	-0,3900	0,3450	-0,0589	70.546
SISE	2002-4	285.000	0,2500	2.057	0,4400	0,462	0,3465	0,7236	-0,2800	0,4400	-0,0810	69.728
SISE	2003-1	285.000	0,3000	402	0,1100	0,116	0,0809	0,8119	-0,1000	0,1100	-0,0605	74.227
SISE	2003-2	285.000	0,3000	1.304	0,1916	0,201	0,1408	0,5152	0,0400	0,1916	0,1135	64.033
SISE	2003-3	285.000	0,3000	1.671	0,2174	0,228	0,1598	0,688	0,2900	0,2174	0,2674	84.347
SISE	2003-4	285.000	0,3000	188.057	0,2600	0,273	0,1911	0,6786	0,8700	0,2600	0,6739	255.074
SISE	2004-1	285.000	0,3300	26.463	0,0550	0,058	0,0387	0,6274	0,0400	0,0550	0,0456	244.690
SISE	2004-2	403.000	0,3300	98.566	0,1100	0,116	0,0774	0,7836	-0,0600	0,1100	-0,0232	340.661
SISE	2004-3	423.500	0,3300	178.428	0,1500	0,158	0,1055	0,6122	0,1400	0,1500	0,1439	315.299
SISE	2004-4	423.500	0,3300	210.512	0,1801	0,189	0,1267	0,4238	0,3200	0,1801	0,2394	339.819
SISE	2005-1	423.500	0,3000	42.415	0,0390	0,041	0,0287	0,7137	0,0000	0,0390	0,0112	232.136
SISE	2005-2	423.500	0,3000	99.323	0,0778	0,082	0,0571	0,4697	0,0800	0,0778	0,0788	316.669
SISE	2005-3	423.500	0,3000	159.365	0,1169	0,123	0,0859	0,3209	0,3500	0,1169	0,1917	322.731
SISE	2005-4	423.500	0,3000	202.726	0,1521	0,160	0,1118	0,7065	0,5800	0,1521	0,4544	354.959
SISE	2006-1	423.500	0,2000	31.532	0,0338	0,035	0,0284	0,4159	0,0700	0,0338	0,0488	278.242
SISE	2006-2	423.500	0,2000	147.142	0,0906	0,095	0,0761	0,6143	-0,1000	0,0906	-0,0265	335.777
SISE	2006-3	423.500	0,2000	227.490	0,1317	0,138	0,1106	0,532	-0,0600	0,1317	0,0297	257.966
SISE	2006-4	423.500	0,2000	262.912	0,1825	0,192	0,1533	0,4973	-0,0200	0,1825	0,0818	446.818
SISE	2007-1	423.500	0,2000	75.468	0,0457	0,048	0,0384	0,534	0,1300	0,0457	0,0907	484.301
SISE	2007-2	423.500	0,2000	158.015	0,0880	0,092	0,0739	0,576	0,2500	0,0880	0,1813	412.995
SISE	2007-3	423.500	0,2000	242.887	0,1301	0,137	0,1092	0,7543	0,4500	0,1301	0,3714	408.210
SISE	2007-4	1.006.222	0,2000	289.863	0,1712	0,180	0,1438	0,9793	0,4800	0,1712	0,4736	294.581
SISE	2008-1	1.006.222	0,2000	82.201	0,0385	0,040	0,0324	0,7821	-0,3000	0,0385	-0,2262	666.391
SISE	2008-2	1.006.222	0,2000	230.140	0,0939	0,099	0,0789	0,4758	-0,3700	0,0939	-0,1268	536.145
SISE	2008-3	1.006.222	0,2000	332.853	0,1257	0,132	0,1056	0,7949	-0,3500	0,1257	-0,2524	446.753
SISE	2008-4	1.006.222	0,2000	380.637	0,1511	0,159	0,1269	0,7248	-0,4800	0,1511	-0,3063	743.556
SISE	2009-1	1.006.222	0,2000	23.029	0,0264	0,028	0,0222	0,6824	-0,0600	0,0264	-0,0326	994.364
SISE	2009-2	1.100.000	0,2000	68.774	0,0451	0,047	0,0378	0,6493	0,3900	0,0451	0,2690	996.599
SISE	2009-3	1.100.000	0,2000	152.539	0,0553	0,058	0,0464	0,3633	0,8200	0,0553	0,3331	930.397
SISE	2009-4	1.100.000	0,2000	170.287	0,0665	0,070	0,0559	0,5522	0,9600	0,0665	0,5599	768.229

Şirket	Tarih	Uzun Vadeli Borçlar		we	WACC	Toplam Serma-ye	Toplam (SermayeXWACC)		EVA	Hisse Senedi Getirisi	
		wd	wd							MVA	
SISE	2001-1	340	0,5211	0,4789	0,0423	175.622,79	7.435,96	-	6.661,97	-0,15	264.879
SISE	2001-2	443	0,5729	0,4271	0,2514	196.924,73	49.511,70	-	49.812,21	0,05	281.755
SISE	2001-3	535	0,5983	0,4017	0,2255	209.374,69	47.218,19	-	46.603,15	-0,38	142.980
SISE	2001-4	487	0,5780	0,4220	0,4923	199.285,91	98.099,34	-	97.323,21	1,15	403.709
SISE	2002-1	349	0,1819	0,8181	-0,0207	348.379,88	-	7.209,25	7.336,65	-0,75	144.603
SISE	2002-2	457	0,2015	0,7985	-0,0673	356.905,52	-	24.022,35	25.093,06	-0,18	71.250
SISE	2002-3	402	0,1993	0,8007	0,0070	355.947,34	2.493,99	-	462,53	0,06	92.625
SISE	2002-4	398	0,1975	0,8025	0,0034	355.126,64	1.216,16		841,18	0,17	156.750
SISE	2003-1	344	0,2074	0,7926	-0,0312	359.570,61	-	11.213,18	11.614,79	-0,05	149.625
SISE	2003-2	286	0,1841	0,8159	0,1185	349.319,67	41.394,88	-	40.090,87	0,12	202.350
SISE	2003-3	11.843	0,2523	0,7477	0,2402	381.190,15	91.568,53	-	89.897,26	0,15	276.450
SISE	2003-4	227.221	0,6286	0,3714	0,3704	767.294,80	284.241,15	-	96.184,30	0,42	513.000
SISE	2004-1	220.101	0,6199	0,3801	0,0413	749.790,95	30.976,79	-	4.513,99	0,30	826.500
SISE	2004-2	218.747	0,5813	0,4187	0,0353	962.407,89	33.935,34		64.630,43	-0,29	705.250
SISE	2004-3	247.592	0,5707	0,4293	0,1220	986.390,99	120.331,40		58.096,50	0,20	974.050
SISE	2004-4	253.633	0,5836	0,4164	0,1736	1.016.951,73	176.572,05		33.940,03	0,15	1.151.920
SISE	2005-1	262.181	0,5386	0,4614	0,0206	917.816,64	18.910,37		23.504,50	-0,12	1.007.930
SISE	2005-2	228.709	0,5629	0,4371	0,0666	968.877,48	64.540,97		34.781,91	0,15	1.228.150
SISE	2005-3	281.897	0,5881	0,4119	0,1295	1.028.127,48	133.099,61		26.264,99	0,10	1.389.080
SISE	2005-4	388.580	0,6371	0,3629	0,2361	1.167.039,47	275.566,09	-	72.840,44	0,09	1.550.010
SISE	2006-1	523.308	0,6543	0,3457	0,0354	1.225.049,96	43.424,93	-	11.893,37	0,23	2.011.625
SISE	2006-2	605.842	0,6898	0,3102	0,0442	1.365.118,84	60.396,60		86.745,34	-0,25	1.406.020
SISE	2006-3	743.763	0,7029	0,2971	0,0866	1.425.229,51	123.403,89		104.086,12	0,13	1.651.650
SISE	2006-4	642.479	0,7201	0,2799	0,1333	1.512.796,47	201.630,07		61.282,17	0,02	1.694.000
SISE	2007-1	596.740	0,7185	0,2815	0,0531	1.504.540,84	79.944,94	-	4.476,81	0,06	1.821.050
SISE	2007-2	598.231	0,7048	0,2952	0,1056	1.434.726,48	151.484,04		6.530,75	0,04	1.905.750
SISE	2007-3	601.337	0,7045	0,2955	0,1867	1.433.046,64	267.567,83	-	24.680,55	0,09	2.117.500
SISE	2007-4	627.703	0,4782	0,5218	0,3159	1.928.505,75	609.186,47	-	319.323,55	-0,61	1.234.400
SISE	2008-1	731.357	0,5814	0,4186	-0,0759	2.403.971,08	-	182.410,53	264.611,40	-0,28	654.044
SISE	2008-2	878.734	0,5844	0,4156	-0,0066	2.421.101,30	-	16.012,73	246.152,31	-0,21	301.867
SISE	2008-3	1.020.676	0,5932	0,4068	-0,0400	2.473.650,61	-	99.061,79	431.915,21	0,15	503.111
SISE	2008-4	1.244.841	0,6640	0,3360	-0,0187	2.994.620,06	-	55.851,85	436.489,25	-0,27	90.560
SISE	2009-1	1.239.738	0,6895	0,3105	0,0052	3.240.324,15	16.836,40		6.192,19	-0,09	0
SISE	2009-2	1.099.173	0,6558	0,3442	0,1174	3.195.772,87	375.236,88	-	306.463,25	0,26	286.000
SISE	2009-3	1.505.640	0,6889	0,3111	0,1356	3.536.037,83	479.517,22	-	326.978,16	0,25	638.000
SISE	2009-4	1.550.876	0,6783	0,3217	0,2180	3.419.104,89	745.424,97	-	575.137,65	0,18	957.000

EK 2

Şirket	Tarih	Sermaye	Vergi Oranı	NOPAT	Tahvil Oranı	Kd*	Kd	Beta	kM	kRF	Ke	Kısa Vadeli Borçlar
SKBNK	2001-1	30.000	0,2500	10.672	0,2073	0,218	0,1632	0,7806	-0,1600	0,2073	-0,0794	726.616
SKBNK	2001-2	50.000	0,2500	29.965	0,3148	0,330	0,2479	0,1714	0,2400	0,3148	0,3019	864.953
SKBNK	2001-3	100.000	0,2500	51.129	0,4417	0,464	0,3478	0,4184	-0,1600	0,4417	0,1899	1.154.967
SKBNK	2001-4	100.000	0,2500	67.271	0,5893	0,619	0,4641	0,1824	0,4800	0,5893	0,5694	1.668.875
SKBNK	2002-1	100.000	0,2500	6.799	0,1348	0,142	0,1062	0,1846	-0,1700	0,1348	0,0785	1.494.416
SKBNK	2002-2	100.000	0,2500	26.265	0,2398	0,252	0,1888	0,1715	-0,3200	0,2398	0,1438	1.824.333
SKBNK	2002-3	76.000	0,2500	56.657	0,3450	0,362	0,2717	0,0661	-0,3900	0,3450	0,2964	1.774.920
SKBNK	2002-4	76.000	0,2500	66.935	0,4400	0,462	0,3465	0,3481	-0,2800	0,4400	0,1894	1.856.022
SKBNK	2003-1	76.000	0,3000	15.814	0,1100	0,116	0,0809	0,4436	-0,1000	0,1100	0,0168	1.975.628
SKBNK	2003-2	76.000	0,3000	1.337	0,1916	0,201	0,1408	0,0372	0,0400	0,1916	0,1859	2.004.302
SKBNK	2003-3	76.000	0,3000	5.149	0,2174	0,228	0,1598	0,1181	0,2900	0,2174	0,2260	1.957.898
SKBNK	2003-4	76.000	0,3000	53.411	0,2600	0,273	0,1911	0,4424	0,8700	0,2600	0,5299	2.105.597
SKBNK	2004-1	85.000	0,3300	28.639	0,0550	0,058	0,0387	0,1686	0,0400	0,0550	0,0525	2.023.123
SKBNK	2004-2	85.000	0,3300	74.730	0,1100	0,116	0,0774	0,1317	-0,0600	0,1100	0,0876	2.238.793
SKBNK	2004-3	85.000	0,3300	136.346	0,1500	0,158	0,1055	0,0572	0,1400	0,1500	0,1494	2.316.585
SKBNK	2004-4	125.000	0,3300	208.360	0,1801	0,189	0,1267	0,0569	0,3200	0,1801	0,1881	2.353.290
SKBNK	2005-1	125.000	0,3000	71.341	0,0390	0,041	0,0287	0,2203	0,0000	0,0390	0,0304	2.346.470
SKBNK	2005-2	125.000	0,3000	113.191	0,0778	0,082	0,0571	0,3417	0,0800	0,0778	0,0785	2.314.644
SKBNK	2005-3	125.000	0,3000	167.997	0,1169	0,123	0,0859	0,0384	0,3500	0,1169	0,1258	2.429.380
SKBNK	2005-4	125.000	0,3000	215.714	0,1521	0,160	0,1118	0,1729	0,5800	0,1521	0,2261	2.524.307
SKBNK	2006-1	125.000	0,2000	47.888	0,0338	0,035	0,0284	0,1634	0,0700	0,0338	0,0397	2.531.849
SKBNK	2006-2	125.000	0,2000	82.708	0,0906	0,095	0,0761	0,1226	-0,1000	0,0906	0,0672	2.662.492
SKBNK	2006-3	125.000	0,2000	143.157	0,1317	0,138	0,1106	0,2472	-0,0600	0,1317	0,0843	2.701.817
SKBNK	2006-4	125.000	0,2000	195.521	0,1825	0,192	0,1533	0,4095	-0,0200	0,1825	0,0996	3.110.461
SKBNK	2007-1	125.000	0,2000	78.938	0,0457	0,048	0,0384	0,2027	0,1300	0,0457	0,0628	3.498.541
SKBNK	2007-2	125.000	0,2000	147.509	0,0880	0,092	0,0739	0,2500	0,2500	0,0880	0,1285	4.044.814
SKBNK	2007-3	400.000	0,2000	247.797	0,1301	0,137	0,1092	0,3760	0,4500	0,1301	0,2504	3.931.061
SKBNK	2007-4	400.000	0,2000	369.760	0,1712	0,180	0,1438	0,5219	0,4800	0,1712	0,3324	4.224.798
SKBNK	2008-1	400.000	0,2000	121.229	0,0385	0,040	0,0324	0,5513	-0,3000	0,0385	-0,1481	4.403.636
SKBNK	2008-2	400.000	0,2000	232.414	0,0939	0,099	0,0789	0,3375	-0,3700	0,0939	-0,0627	4.685.491
SKBNK	2008-3	400.000	0,2000	368.656	0,1257	0,132	0,1056	0,6596	-0,3500	0,1257	-0,1881	5.676.755
SKBNK	2008-4	400.000	0,2000	517.598	0,1511	0,159	0,1269	0,7017	-0,4800	0,1511	-0,2917	6.001.420
SKBNK	2009-1	400.000	0,2000	155.709	0,0264	0,028	0,0222	0,6892	-0,0600	0,0264	-0,0331	5.813.066
SKBNK	2009-2	500.000	0,2000	305.534	0,0451	0,047	0,0378	0,3579	0,3900	0,0451	0,1685	5.854.846
SKBNK	2009-3	500.000	0,2000	466.368	0,0553	0,058	0,0464	0,3618	0,8200	0,0553	0,3320	6.252.784
SKBNK	2009-4	500.000	0,2000	571.835	0,0665	0,070	0,0559	0,4976	0,9600	0,0665	0,5111	6.639.981

Şirket	Tarih	Uzun Vadeli Borçlar	wd	we	WACC	Toplam Sermaye	Toplam (SermayeXWACC)	EVA	Hisse Senedi	
									Getirisi	MVA
SKBANK	2001-1	14.678	0,9611	0,0389	0,1538	771.294,00	118.632,89	- 107.961,14	-0,38	10.000
SKBANK	2001-2	35.803	0,9474	0,0526	0,2507	950.756,00	238.363,34	- 208.398,59	0,66	16.250
SKBANK	2001-3	23.873	0,9218	0,0782	0,3355	1.278.840,00	429.016,44	- 377.887,44	-0,41	5.714
SKBANK	2001-4	24.592	0,9442	0,0558	0,4699	1.793.467,00	842.829,95	- 775.559,45	0,15	38.000
SKBANK	2002-1	74.037	0,9401	0,0599	0,1045	1.668.453,00	174.352,52	- 167.553,77	-0,06	40.000
SKBANK	2002-2	68.952	0,9498	0,0502	0,1865	1.993.285,00	371.833,41	- 345.568,41	-0,24	18.000
SKBANK	2002-3	53.657	0,9601	0,0399	0,2727	1.904.577,00	519.329,17	- 462.671,92	0,09	-19.760
SKBANK	2002-4	31.905	0,9613	0,0387	0,3404	1.963.927,00	668.558,67	- 601.624,17	0,04	-17.480
SKBANK	2003-1	52.994	0,9639	0,0361	0,0785	2.104.622,00	165.294,23	- 149.480,53	-0,09	-20.520
SKBANK	2003-2	58.738	0,9645	0,0355	0,1424	2.139.040,00	304.583,19	- 303.246,19	0,29	-4.560
SKBANK	2003-3	68.767	0,9639	0,0361	0,1622	2.102.665,00	341.051,72	- 335.902,52	-0,13	-13.680
SKBANK	2003-4	62.579	0,9661	0,0339	0,2026	2.244.176,00	454.608,10	- 401.197,40	0,39	20.900
SKBANK	2004-1	73.282	0,9610	0,0390	0,0392	2.181.405,00	85.575,19	- 56.936,04	0,31	43.350
SKBANK	2004-2	95.289	0,9649	0,0351	0,0777	2.419.081,85	188.069,86	- 113.340,07	-0,21	17.000
SKBANK	2004-3	122.947	0,9663	0,0337	0,1070	2.524.532,00	270.132,99	- 133.787,32	0,34	51.850
SKBANK	2004-4	154.623	0,9525	0,0475	0,1296	2.632.913,00	341.260,99	- 132.901,04	0,80	119.800
SKBANK	2005-1	168.296	0,9526	0,0474	0,0288	2.639.766,00	75.935,45	- 4.594,25	0,09	287.500
SKBANK	2005-2	179.825	0,9523	0,0477	0,0582	2.619.469,00	152.364,40	- 39.173,00	0,20	370.000
SKBANK	2005-3	174.720	0,9542	0,0458	0,0877	2.729.100,00	239.377,85	- 71.380,65	0,21	472.500
SKBANK	2005-4	134.013	0,9551	0,0449	0,1169	2.783.320,00	325.443,39	- 109.729,29	0,07	506.250
SKBANK	2006-1	129.245	0,9551	0,0449	0,0289	2.786.094,00	80.459,67	- 32.571,67	0,31	700.000
SKBANK	2006-2	149.614	0,9574	0,0426	0,0757	2.937.106,00	222.292,98	- 139.584,98	-0,17	562.500
SKBANK	2006-3	166.900	0,9582	0,0418	0,1095	2.993.717,00	327.899,39	- 184.742,59	-0,11	485.000
SKBANK	2006-4	189.684	0,9635	0,0365	0,1513	3.425.145,00	518.359,26	- 322.838,46	-0,02	470.000
SKBANK	2007-1	223.055	0,9675	0,0325	0,0392	3.846.596,00	150.793,72	- 71.855,32	0,33	650.000
SKBANK	2007-2	225.853	0,9716	0,0284	0,0754	4.395.667,00	331.566,15	- 184.057,35	0,53	1.062.500
SKBANK	2007-3	557.249	0,9182	0,0818	0,1208	4.888.310,00	590.452,44	- 342.655,64	-0,49	1.536.000
SKBANK	2007-4	605.341	0,9235	0,0765	0,1582	5.230.139,00	827.557,72	- 457.797,72	0,07	1.680.000
SKBANK	2008-1	483.550	0,9243	0,0757	0,0187	5.287.186,00	98.912,69	22.316,11	-0,50	616.000
SKBANK	2008-2	618.952	0,9299	0,0701	0,0690	5.704.443,00	393.326,75	- 160.913,15	-0,06	552.000
SKBANK	2008-3	653.070	0,9406	0,0594	0,0881	6.729.825,00	593.124,87	- 224.468,87	-0,22	340.000
SKBANK	2008-4	727.763	0,9439	0,0561	0,1034	7.129.183,00	737.397,68	- 219.799,28	-0,41	36.000
SKBANK	2009-1	785.486	0,9428	0,0572	0,0190	6.998.552,00	133.212,41	22.496,39	-0,12	-24.000
SKBANK	2009-2	727.867	0,9294	0,0706	0,0471	7.082.713,00	333.356,83	- 27.823,23	0,71	305.000
SKBANK	2009-3	365.461	0,9298	0,0702	0,0665	7.118.245,00	473.267,99	- 6.899,99	0,55	750.000
SKBANK	2009-4	288.842	0,9327	0,0673	0,0865	7.428.823,00	642.596,85	- 70.761,65	0,03	790.000

Sirket	Tarih	Sermaye	Vergi Oranı	NOPAT	Tahvil Oranı	Kd*	Kd	Beta	kM	kRF	Ke	Kısa Vadeli Borçlar
TCELL	2001-1	263.766	0,2500	-7.734	0,2073	0,218	0,1632	0,7422	-0,1600	0,2073	-0,0653	496.282
TCELL	2001-2	500.000	0,2500	12.363	0,3148	0,330	0,2479	0,6309	0,2400	0,3148	0,2676	954.200
TCELL	2001-3	500.000	0,2500	88.272	0,4417	0,464	0,3478	0,5779	-0,1600	0,4417	0,0940	467.252
TCELL	2001-4	500.000	0,2500	168.857	0,5893	0,619	0,4641	0,3855	0,4800	0,5893	0,5472	615.498
TCELL	2002-1	500.000	0,2500	65.961	0,1348	0,142	0,1062	0,5448	-0,1700	0,1348	-0,0313	570.129
TCELL	2002-2	500.000	0,2500	157.685	0,2398	0,252	0,1888	0,2385	-0,3200	0,2398	0,1062	782.663
TCELL	2002-3	500.000	0,2500	328.093	0,3450	0,362	0,2717	0,5431	-0,3900	0,3450	-0,0542	799.264
TCELL	2002-4	500.000	0,2500	354.079	0,4400	0,462	0,3465	0,6333	-0,2800	0,4400	-0,0160	888.580
TCELL	2003-1	500.000	0,3000	118.871	0,1100	0,116	0,0809	-0,1300	-0,1000	0,1100	0,1373	235.949
TCELL	2003-2	500.000	0,3000	252.322	0,1916	0,201	0,1408	0,6448	0,0400	0,1916	0,0938	332.967
TCELL	2003-3	500.000	0,3000	464.553	0,2174	0,228	0,1598	0,4322	0,2900	0,2174	0,2488	684.604
TCELL	2003-4	500.000	0,3000	109.819	0,2600	0,273	0,1911	0,7625	0,8700	0,2600	0,7251	210.888
TCELL	2004-1	500.000	0,3300	137.857	0,0550	0,058	0,0387	0,6482	0,0400	0,0550	0,0453	259.343
TCELL	2004-2	1.474.639	0,3300	53.391	0,1100	0,116	0,0774	0,5221	-0,0600	0,1100	0,0212	357.542
TCELL	2004-3	1.474.639	0,3300	323.893	0,1500	0,158	0,1055	0,4625	0,1400	0,1500	0,1454	887.619
TCELL	2004-4	1.474.639	0,3300	529.429	0,1801	0,189	0,1267	0,0134	0,3200	0,1801	0,1820	875.955
TCELL	2005-1	1.474.639	0,3000	156.597	0,0390	0,041	0,0287	0,0917	0,0000	0,0390	0,0354	1.091.970
TCELL	2005-2	1.854.887	0,3000	391.269	0,0778	0,082	0,0571	0,5270	0,0800	0,0778	0,0789	1.127.849
TCELL	2005-3	1.854.887	0,3000	739.827	0,1169	0,123	0,0859	0,3761	0,3500	0,1169	0,2045	589.313
TCELL	2005-4	1.854.887	0,3000	911.091	0,1521	0,160	0,1118	0,4645	0,5800	0,1521	0,3509	771.815
TCELL	2006-1	1.854.887	0,2000	238.639	0,0338	0,035	0,0284	0,5200	0,0700	0,0338	0,0526	1.091.083
TCELL	2006-2	2.200.000	0,2000	564.022	0,0906	0,095	0,0761	0,5078	-0,1000	0,0906	-0,0062	902.257
TCELL	2006-3	2.200.000	0,2000	927.329	0,1317	0,138	0,1106	0,4569	-0,0600	0,1317	0,0441	811.769
TCELL	2006-4	2.200.000	0,2000	1.282.946	0,1825	0,192	0,1533	0,4525	-0,0200	0,1825	0,0909	739.850
TCELL	2007-1	2.200.000	0,2000	371.469	0,0457	0,048	0,0384	0,4735	0,1300	0,0457	0,0856	639.255
TCELL	2007-2	2.200.000	0,2000	801.846	0,0880	0,092	0,0739	0,4157	0,2500	0,0880	0,1553	733.380
TCELL	2007-3	2.200.000	0,2000	1.398.376	0,1301	0,137	0,1092	0,7207	0,4500	0,1301	0,3606	723.057
TCELL	2007-4	2.200.000	0,2000	1.917.707	0,1712	0,180	0,1438	0,2053	0,4800	0,1712	0,2346	723.989
TCELL	2008-1	2.200.000	0,2000	373.102	0,0385	0,040	0,0324	0,6130	-0,3000	0,0385	-0,1690	650.574
TCELL	2008-2	2.200.000	0,2000	840.754	0,0939	0,099	0,0789	0,3809	-0,3700	0,0939	-0,0828	257.853
TCELL	2008-3	2.200.000	0,2000	1.480.978	0,1257	0,132	0,1056	0,6840	-0,3500	0,1257	-0,1997	825.036
TCELL	2008-4	2.200.000	0,2000	1.931.095	0,1511	0,159	0,1269	0,7158	-0,4800	0,1511	-0,3006	998.542
TCELL	2009-1	2.200.000	0,2000	467.250	0,0264	0,028	0,0222	0,6860	-0,0600	0,0264	-0,0329	1.029.131
TCELL	2009-2	2.200.000	0,2000	869.983	0,0451	0,047	0,0378	0,6107	0,3900	0,0451	0,2557	936.762
TCELL	2009-3	2.200.000	0,2000	1.344.566	0,0553	0,058	0,0464	0,4257	0,8200	0,0553	0,3808	915.098
TCELL	2009-4	2.200.000	0,2000	1.669.124	0,0665	0,070	0,0559	0,6157	0,9600	0,0665	0,6166	1.048.003

Şirket	Tarih	Uzun Vadeli Borçlar	wd	we	WACC	Toplam Sermaye	Toplam (SermayeXWACC)	EVA	Hisse Senedi Getirisi	MVA
TCELL	2001-1	1.568.137	0,8867	0,1133	0,1374	2.328.185,45	319.787,26	- 327.521,23	-0,34	2.976.234
TCELL	2001-2	1.393.353	0,8244	0,1756	0,2513	2.847.553,14	715.672,84	- 703.309,40	0,09	3.390.552
TCELL	2001-3	2.035.126	0,8335	0,1665	0,3055	3.002.377,89	917.358,24	- 829.086,21	-0,73	1.525.000
TCELL	2001-4	1.760.263	0,8261	0,1739	0,4785	2.875.760,28	1.376.110,41	- 1.207.253,81	1,96	5.750.000
TCELL	2002-1	1.529.904	0,8077	0,1923	0,0797	2.600.032,64	207.301,45	- 141.340,74	-0,31	3.700.000
TCELL	2002-2	1.612.194	0,8273	0,1727	0,1745	2.894.857,25	505.281,35	- 347.596,70	-0,15	3.050.000
TCELL	2002-3	1.563.370	0,8253	0,1747	0,2148	2.862.633,44	614.808,72	- 286.715,53	0,08	3.350.000
TCELL	2002-4	1.282.496	0,8128	0,1872	0,2786	2.671.076,42	744.289,98	- 390.210,59	0,26	4.350.000
TCELL	2003-1	1.550.988	0,7814	0,2186	0,0932	2.286.936,64	213.123,83	- 94.252,35	-0,14	3.850.000
TCELL	2003-2	1.163.965	0,7496	0,2504	0,1290	1.996.931,48	257.667,14	- 5.345,60	0,09	4.250.000
TCELL	2003-3	708.965	0,7359	0,2641	0,1833	1.893.569,41	347.098,63	117.454,59	0,01	4.275.000
TCELL	2003-4	660.486	0,6354	0,3646	0,3858	1.371.374,35	529.082,14	- 419.262,89	0,47	6.500.000
TCELL	2004-1	847.007	0,6887	0,3113	0,0407	1.606.350,16	65.445,95	72.410,65	0,30	8.850.000
TCELL	2004-2	976.015	0,4749	0,5251	0,0479	2.808.196,48	134.523,08	- 81.131,61	-0,02	7.675.361
TCELL	2004-3	391.790	0,4646	0,5354	0,1269	2.754.048,40	349.385,34	- 25.492,09	-0,63	8.405.444
TCELL	2004-4	345.702	0,4531	0,5469	0,1569	2.696.296,00	423.131,30	106.298,01	0,47	12.386.971
TCELL	2005-1	201.545	0,4673	0,5327	0,0323	2.768.154,00	89.373,03	67.223,97	-0,06	12.165.775
TCELL	2005-2	109.236	0,4001	0,5999	0,0702	3.091.972,00	217.111,67	174.157,53	-0,29	10.387.369
TCELL	2005-3	134.870	0,2808	0,7192	0,1712	2.579.070,00	441.590,62	298.235,88	0,12	11.871.279
TCELL	2005-4	106.211	0,3213	0,6787	0,2741	2.732.912,82	748.962,48	162.128,12	0,11	13.447.934
TCELL	2006-1	21.770	0,3750	0,6250	0,0435	2.967.740,00	129.162,07	109.477,13	0,04	14.097.144
TCELL	2006-2	183.501	0,3304	0,6696	0,0210	3.285.758,00	68.920,09	495.102,31	-0,16	13.750.000
TCELL	2006-3	153.514	0,3050	0,6950	0,0644	3.165.283,00	203.834,32	723.494,48	0,08	14.960.000
TCELL	2006-4	159.540	0,2902	0,7098	0,1090	3.099.390,00	337.787,74	945.157,86	-0,12	13.530.000
TCELL	2007-1	160.077	0,2665	0,7335	0,0730	2.999.332,00	219.085,81	152.382,99	-0,01	12.980.000
TCELL	2007-2	184.771	0,2945	0,7055	0,1313	3.118.151,00	409.522,37	392.324,03	0,30	17.600.000
TCELL	2007-3	168.305	0,2883	0,7117	0,2882	3.091.362,00	890.777,69	507.598,31	0,14	20.460.000
TCELL	2007-4	163.529	0,2875	0,7125	0,2085	3.087.518,00	643.744,80	1.273.962,40	0,24	25.960.000
TCELL	2008-1	182.227	0,2746	0,7254	-0,1137	3.032.801,00	- 344.829,54	717.931,14	-0,15	22.220.000
TCELL	2008-2	639.656	0,2898	0,7102	-0,0360	3.097.509,00	- 111.367,00	952.121,40	-0,37	13.200.000
TCELL	2008-3	185.975	0,3149	0,6851	-0,1036	3.211.011,00	- 332.542,73	1.813.520,33	0,14	15.400.000
TCELL	2008-4	196.630	0,3520	0,6480	-0,1501	3.395.172,00	- 509.715,03	2.440.810,23	0,09	17.050.000
TCELL	2009-1	289.143	0,3747	0,6253	-0,0122	3.518.274,00	- 43.035,88	510.286,28	-0,06	15.730.000
TCELL	2009-2	257.870	0,3519	0,6481	0,1790	3.394.632,00	607.771,39	262.211,81	0,05	16.610.000
TCELL	2009-3	830.718	0,4424	0,5576	0,2329	3.945.816,00	918.860,53	425.705,07	0,24	21.120.000
TCELL	2009-4	1.236.449	0,5094	0,4906	0,3310	4.484.452,00	1.484.190,98	184.933,02	0,00	21.120.000

EK 2												
Şirket	Tarih	Sermaye	Vergi Oranı	NOPAT	Tahvil Oranı	Kd*	Kd	Beta	kM	kRF	Ke	Kısa Vadeli Borçlar
THYAO	2001-1	175.000	0,2500	- 82.361	0,2073	0,218	0,1632	0,8136	0,1600	0,2073	-0,0915	53.053
THYAO	2001-2	175.000	0,2500	- 97.113	0,3148	0,330	0,2479	0,4563	0,2400	0,3148	0,2806	41.870
THYAO	2001-3	175.000	0,2500	- 122.200	0,4417	0,464	0,3478	0,5851	0,1600	0,4417	0,0896	6.05
THYAO	2001-4	175.000	0,2500	- 184.530	0,5893	0,619	0,4641	0,4676	0,4800	0,5893	0,5382	5.67
THYAO	2002-1	175.000	0,2500	- 20.421	0,1348	0,142	0,1062	0,4805	0,1700	0,1348	-0,0117	5.09
THYAO	2002-2	175.000	0,2500	39.393	0,2398	0,252	0,1888	0,5118	0,3200	0,2398	-0,0467	6.81
THYAO	2002-3	175.000	0,2500	114.916	0,3450	0,362	0,2717	0,4662	0,3900	0,3450	0,0023	7.00
THYAO	2002-4	175.000	0,2500	61.577	0,4400	0,462	0,3465	0,5406	0,2800	0,4400	0,0508	7.43
THYAO	2003-1	175.000	0,3000	- 53.375	0,1100	0,116	0,0809	0,7426	0,1000	0,1100	-0,0459	0
THYAO	2003-2	175.000	0,3000	- 9.845	0,1916	0,201	0,1408	0,4159	0,0400	0,1916	0,1285	0
THYAO	2003-3	175.000	0,3000	130.773	0,2174	0,228	0,1598	0,5254	0,2900	0,2174	0,2556	0
THYAO	2003-4	175.000	0,3000	227.583	0,2600	0,273	0,1911	0,5406	0,8700	0,2600	0,5898	0
THYAO	2004-1	175.000	0,3300	- 2.223	0,0550	0,058	0,0387	0,5563	0,0400	0,0550	0,0467	9.160
THYAO	2004-2	175.000	0,3300	16.664	0,1100	0,116	0,0774	0,6578	0,0600	0,1100	-0,0018	7.148
THYAO	2004-3	175.000	0,3300	102.088	0,1500	0,158	0,1055	0,6736	0,1400	0,1500	0,1433	7.80
THYAO	2004-4	175.000	0,3300	95.507	0,1801	0,189	0,1267	0,0776	0,3200	0,1801	0,1910	2.81
THYAO	2005-1	175.000	0,3000	- 38.131	0,0390	0,041	0,0287	0,6094	0,0000	0,0390	0,0152	3.70.062
THYAO	2005-2	175.000	0,3000	- 5.029	0,0778	0,082	0,0571	0,3759	0,0800	0,0778	0,0786	3.62.193
THYAO	2005-3	175.000	0,3000	83.659	0,1169	0,123	0,0859	0,3671	0,3500	0,1169	0,2024	3.62.514
THYAO	2005-4	175.000	0,3000	65.500	0,1521	0,160	0,1118	0,6000	0,5800	0,1521	0,4088	3.62.903
THYAO	2006-1	175.000	0,2000	- 161.133	0,0338	0,035	0,0284	0,4362	0,0700	0,0338	0,0496	3.62.841
THYAO	2006-2	175.000	0,2000	- 141.576	0,0906	0,095	0,0761	0,0505	0,1000	0,0906	0,0809	2.41.278
THYAO	2006-3	175.000	0,2000	25.138	0,1317	0,138	0,1106	0,2628	0,0600	0,1317	0,0813	4.705
THYAO	2006-4	175.000	0,2000	71.538	0,1825	0,192	0,1533	0,3044	0,0200	0,1825	0,1209	4.481
THYAO	2007-1	175.000	0,2000	4.219	0,0457	0,048	0,0384	0,2741	0,1300	0,0457	0,0688	4.465
THYAO	2007-2	175.000	0,2000	100.397	0,0880	0,092	0,0739	0,3673	0,2500	0,0880	0,1475	4.222
THYAO	2007-3	175.000	0,2000	334.674	0,1301	0,137	0,1092	0,7189	0,4500	0,1301	0,3601	3.892
THYAO	2007-4	175.000	0,2000	436.824	0,1712	0,180	0,1438	0,5123	0,4800	0,1712	0,3294	3.735
THYAO	2008-1	175.000	0,2000	- 4.097	0,0385	0,040	0,0324	0,7293	0,3000	0,0385	-0,2084	2.65.108
THYAO	2008-2	175.000	0,2000	133.477	0,0939	0,099	0,0789	0,3886	0,3700	0,0939	-0,0864	2.72.301
THYAO	2008-3	175.000	0,2000	391.522	0,1257	0,132	0,1056	0,4457	0,3500	0,1257	-0,0863	3.19.594
THYAO	2008-4	175.000	0,2000	506.603	0,1511	0,159	0,1269	0,6049	0,4800	0,1511	-0,2307	4.19.289
THYAO	2009-1	175.000	0,2000	- 33.150	0,0264	0,028	0,0222	0,5376	0,0600	0,0264	-0,0200	4.70.360
THYAO	2009-2	875.000	0,2000	124.230	0,0451	0,047	0,0378	0,2016	0,3900	0,0451	0,1146	4.24.452
THYAO	2009-3	875.000	0,2000	487.690	0,0553	0,058	0,0464	0,1906	0,8200	0,0553	0,2010	4.00.906
THYAO	2009-4	875.000	0,2000	665.515	0,0665	0,070	0,0559	0,3380	0,9600	0,0665	0,3685	4.12.267

EK 2										
Şirket	Tarih	Uzun Vadeli Borçlar	wd	we	WACC	Toplam Sermaye	Toplam (SermayeXWACC)	EVA	Hisse Senedi Getirisi	MVA
THYAO	2001-1	417	0,2340	0,7660	-0,0319	228.470,00	- 7.289,76	- 75.071,41	-0,13	1.257.532
THYAO	2001-2	464	0,1948	0,8052	0,2743	217.333,40	59.605,27	- 156.718,24	0,17	1.505.000
THYAO	2001-3	605	0,0069	0,9931	0,0914	176.210,79	16.107,25	- 138.307,44	-0,50	665.000
THYAO	2001-4	553	0,0064	0,9936	-0,5377	176.120,10	94.703,29	- 279.232,96	0,63	1.190.000
THYAO	2002-1	-	0,0029	0,9971	-0,0113	175.508,96	- 1.985,84	- 18.435,53	-0,22	910.000
THYAO	2002-2	-	0,0039	0,9961	-0,0458	175.680,54	- 8.049,27	47.442,24	-0,18	717.500
THYAO	2002-3	-	0,0040	0,9960	0,0034	175.699,65	600,11	114.316,13	0,00	717.500
THYAO	2002-4	-	0,0042	0,9958	0,0520	175.742,96	9.141,84	52.435,19	0,16	857.500
THYAO	2003-1	-	0,0000	1,0000	-0,0459	175.000,00	- 8.040,55	- 45.334,29	-0,05	840.000
THYAO	2003-2	-	0,0000	1,0000	0,1285	175.000,00	22.491,06	- 32.336,51	0,09	927.500
THYAO	2003-3	-	0,0000	1,0000	0,2556	175.000,00	44.722,28	86.050,23	-0,06	857.500
THYAO	2003-4	-	0,0000	1,0000	0,5898	175.000,00	103.209,05	124.374,18	0,31	1.181.250
THYAO	2004-1	-	0,0497	0,9503	0,0463	184.159,56	8.519,12	- 10.741,68	0,12	1.391.250
THYAO	2004-2	-	0,0392	0,9608	0,0013	182.147,65	233,57	16.430,08	-0,18	1.111.250
THYAO	2004-3	-	0,0044	0,9956	0,1431	175.779,60	25.153,47	76.934,90	0,17	1.330.000
THYAO	2004-4	-	0,0016	0,9984	0,1909	175.281,24	33.452,98	62.054,48	-0,08	1.216.250
THYAO	2005-1	-	0,6789	0,3211	0,0244	545.062,00	13.282,18	- 51.412,97	-0,18	953.750
THYAO	2005-2	-	0,6742	0,3258	0,0641	537.192,65	34.452,21	- 39.481,49	0,17	1.146.250
THYAO	2005-3	-	0,6744	0,3256	0,1238	537.514,16	66.561,33	17.097,55	-0,05	1.085.000
THYAO	2005-4	-	0,6747	0,3253	0,2084	537.903,23	112.117,22	- 46.616,82	0,21	1.338.750
THYAO	2006-1	-	0,6746	0,3254	0,0353	537.841,12	18.970,03	- 180.102,97	-0,14	1.120.000
THYAO	2006-2	-	0,5796	0,4204	0,0781	416.277,96	32.514,35	- 174.090,37	-0,26	778.750
THYAO	2006-3	39.879	0,2030	0,7970	0,0873	219.583,68	19.163,42	5.975,04	0,11	883.750
THYAO	2006-4	36.401	0,1894	0,8106	0,1270	215.882,60	27.417,63	44.119,92	0,01	892.500
THYAO	2007-1	34.720	0,1829	0,8171	0,0633	214.184,90	13.549,39	- 9.330,34	0,14	1.050.000
THYAO	2007-2	31.855	0,1709	0,8291	0,1349	211.076,84	28.472,70	71.924,39	0,39	1.531.250
THYAO	2007-3	28.527	0,1563	0,8437	0,3209	207.419,18	66.552,40	268.122,10	-0,04	1.470.000
THYAO	2007-4	26.716	0,1482	0,8518	0,3019	205.450,74	62.023,75	374.800,30	-0,09	1.330.000
THYAO	2008-1	1.923.039	0,9259	0,0741	0,0145	2.363.146,64	34.347,39	- 38.444,06	-0,26	918.750
THYAO	2008-2	1.979.581	0,9279	0,0721	0,0670	2.426.882,23	162.504,44	- 29.027,57	-0,20	700.000
THYAO	2008-3	2.096.660	0,9325	0,0675	0,0926	2.591.253,57	240.021,47	151.500,45	0,35	1.006.250
THYAO	2008-4	2.798.005	0,9484	0,0516	0,1085	3.392.294,46	367.987,71	138.615,20	-0,16	822.500
THYAO	2009-1	3.016.864	0,9522	0,0478	0,0202	3.662.223,14	73.899,40	- 107.049,20	0,14	971.250
THYAO	2009-2	2.715.530	0,7821	0,2179	0,0546	4.014.982,17	219.091,14	- 94.860,74	-0,65	1.155.000
THYAO	2009-3	2.651.952	0,7772	0,2228	0,0809	3.927.858,56	317.649,91	170.039,64	0,66	2.502.500
THYAO	2009-4	2.575.899	0,7735	0,2265	0,1267	3.863.166,12	489.359,08	176.155,97	0,48	4.112.500

EK 2												
Şirket	Tarih	Sermaye	Vergi Oranı	NOPAT	Tahvil Oranı	Kd*	Kd	Beta	kM	kRF	Ke	Kısa Vadeli Borçlar
TOFAŞ	2001-1	63.504	0,2500	25.002	0,2073	0,218	0,1632	0,6901	-0,1600	0,2073	-0,0462	83.588
TOFAŞ	2001-2	68.165	0,2500	48.343	0,3148	0,330	0,2479	0,6391	0,2400	0,3148	0,2670	71.575
TOFAŞ	2001-3	68.165	0,2500	52.569	0,4417	0,464	0,3478	0,5333	-0,1600	0,4417	0,1208	92.557
TOFAŞ	2001-4	170.413	0,2500	31.276	0,5893	0,619	0,4641	0,5259	0,4800	0,5893	0,5318	90.642
TOFAŞ	2002-1	170.413	0,2500	-18.909	0,1348	0,142	0,1062	0,5628	-0,1700	0,1348	-0,0367	73.492
TOFAŞ	2002-2	170.413	0,2500	13.355	0,2398	0,252	0,1888	0,7046	-0,3200	0,2398	-0,1546	85.267
TOFAŞ	2002-3	170.413	0,2500	21.046	0,3450	0,362	0,2717	0,6361	-0,3900	0,3450	-0,1225	76.615
TOFAŞ	2002-4	170.413	0,2500	-2.657	0,4400	0,462	0,3465	0,7126	-0,2800	0,4400	-0,0731	114.342
TOFAŞ	2003-1	170.413	0,3000	-1.650	0,1100	0,116	0,0809	0,7218	-0,1000	0,1100	-0,0416	77.826
TOFAŞ	2003-2	450.000	0,3000	-17.120	0,1916	0,201	0,1408	0,6428	0,0400	0,1916	0,0941	83.973
TOFAŞ	2003-3	450.000	0,3000	-15.333	0,2174	0,228	0,1598	0,6198	0,2900	0,2174	0,2624	83.776
TOFAŞ	2003-4	701.566	0,3000	546	0,2600	0,273	0,1911	0,8027	0,8700	0,2600	0,7496	85.344
TOFAŞ	2004-1	747.168	0,3300	14.646	0,0550	0,058	0,0387	0,7667	0,0400	0,0550	0,0435	87.302
TOFAŞ	2004-2	758.393	0,3300	46.290	0,1100	0,116	0,0774	0,5537	-0,0600	0,1100	0,0159	86.840
TOFAŞ	2004-3	766.812	0,3300	41.574	0,1500	0,158	0,1055	0,5309	0,1400	0,1500	0,1447	80,91
TOFAŞ	2004-4	798.382	0,3300	-14.393	0,1801	0,189	0,1267	0,3344	0,3200	0,1801	0,2269	72.541
TOFAŞ	2005-1	450.000	0,3000	-6.065	0,0390	0,041	0,0287	0,6552	0,0000	0,0390	0,0135	69.816
TOFAŞ	2005-2	500.000	0,3000	15.985	0,0778	0,082	0,0571	0,4647	0,0800	0,0778	0,0788	83.949
TOFAŞ	2005-3	500.000	0,3000	21.240	0,1169	0,123	0,0859	0,3800	0,3500	0,1169	0,2054	75.223
TOFAŞ	2005-4	500.000	0,3000	24.798	0,1521	0,160	0,1118	0,5375	0,5800	0,1521	0,3821	150.743
TOFAŞ	2006-1	500.000	0,2000	2.198	0,0338	0,035	0,0284	0,3489	0,0700	0,0338	0,0464	158.519
TOFAŞ	2006-2	500.000	0,2000	51.451	0,0906	0,095	0,0761	0,5166	-0,1000	0,0906	-0,0079	104.960
TOFAŞ	2006-3	500.000	0,2000	55.302	0,1317	0,138	0,1106	0,4341	-0,0600	0,1317	0,0485	87.567
TOFAŞ	2006-4	500.000	0,2000	63.474	0,1825	0,192	0,1533	0,3232	-0,0200	0,1825	0,1171	70.859
TOFAŞ	2007-1	500.000	0,2000	9.907	0,0457	0,048	0,0384	0,3778	0,1300	0,0457	0,0776	82.725
TOFAŞ	2007-2	500.000	0,2000	42.678	0,0880	0,092	0,0739	0,2691	0,2500	0,0880	0,1316	75.520
TOFAŞ	2007-3	500.000	0,2000	75.674	0,1301	0,137	0,1092	0,6520	0,4500	0,1301	0,3387	79.113
TOFAŞ	2007-4	500.000	0,2000	105.681	0,1712	0,180	0,1438	0,5051	0,4800	0,1712	0,3272	174.865
TOFAŞ	2008-1	500.000	0,2000	42.475	0,0385	0,040	0,0324	0,7145	-0,3000	0,0385	-0,2034	201.430
TOFAŞ	2008-2	500.000	0,2000	128.854	0,0939	0,099	0,0789	0,4136	-0,3700	0,0939	-0,0980	365.090
TOFAŞ	2008-3	500.000	0,2000	170.140	0,1257	0,132	0,1056	0,6461	-0,3500	0,1257	-0,1816	365.066
TOFAŞ	2008-4	500.000	0,2000	216.475	0,1511	0,159	0,1269	0,4879	-0,4800	0,1511	-0,1568	483.677
TOFAŞ	2009-1	500.000	0,2000	35.893	0,0264	0,028	0,0222	0,6043	-0,0600	0,0264	-0,0258	548.482
TOFAŞ	2009-2	500.000	0,2000	98.540	0,0451	0,047	0,0378	0,1936	0,3900	0,0451	0,1118	436.104
TOFAŞ	2009-3	500.000	0,2000	161.075	0,0553	0,058	0,0464	0,1954	0,8200	0,0553	0,2047	488.665
TOFAŞ	2009-4	500.000	0,2000	194.429	0,0665	0,070	0,0559	0,3227	0,9600	0,0665	0,3548	481.182

Şirket	Tarih	Uzun Vadeli Borçlar	wd	we	WACC	Toplam Sermaye	Toplam (SermayeXWACC)	EVA	Hisse Senedi Getirisi	MVA
TOFAŞ	2001-1	115.675	0,7583	0,2417	0,1126	262.767,02	29.597,22	- 4.595,18	0,23	292.118
TOFAŞ	2001-2	151.154	0,7657	0,2343	0,2523	290.893,98	73.405,37	- 25.062,54	0,84	633.936
TOFAŞ	2001-3	192.429	0,8070	0,1930	0,3040	353.151,15	107.358,03	- 54.788,84	-0,17	518.055
TOFAŞ	2001-4	186.150	0,6189	0,3811	0,4899	447.205,17	219.080,87	- 187.804,63	-0,40	715.734
TOFAŞ	2002-1	172.444	0,5907	0,4093	0,0477	416.348,45	19.846,08	- 38.755,31	-0,14	604.966
TOFAŞ	2002-2	234.870	0,6526	0,3474	0,0695	490.550,64	34.088,69	- 20.733,57	-0,10	526.280
TOFAŞ	2002-3	245.802	0,6542	0,3458	0,1354	492.830,06	66.715,43	- 45.669,92	-0,35	281.181
TOFAŞ	2002-4	244.143	0,6778	0,3222	0,2113	528.897,88	111.762,65	- 114.420,07	0,26	400.470
TOFAŞ	2003-1	268.735	0,6704	0,3296	0,0405	516.974,64	20.934,09	- 22.584,47	0,09	468.635
TOFAŞ	2003-2	237.992	0,4171	0,5829	0,1136	771.964,88	87.689,34	- 104.809,74	-0,56	292.500
TOFAŞ	2003-3	207.272	0,3928	0,6072	0,2221	741.048,00	164.594,76	- 179.927,44	0,20	441.000
TOFAŞ	2003-4	229.090	0,3095	0,6905	0,5768	1.016.000,00	586.015,18	- 585.469,18	0,57	693.434
TOFAŞ	2004-1	186.666	0,2683	0,7317	0,0422	1.021.136,00	43.101,94	- 28.456,41	0,05	726.582
TOFAŞ	2004-2	210.831	0,2819	0,7181	0,0332	1.056.064,00	35.071,73	- 11.218,57	-0,22	389.107
TOFAŞ	2004-3	188.367	0,1973	0,8027	0,1370	955.259,91	130.836,76	- 89.263,26	0,41	853.188
TOFAŞ	2004-4	186.490	0,2450	0,7550	0,2023	1.057.413,00	213.958,27	- 228.351,27	-0,24	434.618
TOFAŞ	2005-1	155.359	0,3335	0,6665	0,0185	675.175,00	12.513,90	- 18.578,90	-0,10	661.500
TOFAŞ	2005-2	141.447	0,3107	0,6893	0,0721	725.396,00	52.278,32	- 36.293,12	-0,08	521.500
TOFAŞ	2005-3	117.829	0,2786	0,7214	0,1721	693.052,00	119.303,72	- 98.063,62	0,10	750.000
TOFAŞ	2005-4	115.743	0,3477	0,6523	0,2881	766.486,00	220.839,53	- 196.041,33	0,14	920.000
TOFAŞ	2006-1	94.555	0,3361	0,6639	0,0404	753.074,00	30.386,91	- 28.188,51	0,50	1.630.000
TOFAŞ	2006-2	295.831	0,4449	0,5551	0,0295	900.791,00	26.540,90	- 24.910,30	-0,03	1.570.000
TOFAŞ	2006-3	261.528	0,4111	0,5889	0,0740	849.095,00	62.861,20	- 7.559,60	0,00	1.560.000
TOFAŞ	2006-4	376.499	0,4722	0,5278	0,1342	947.358,00	127.105,98	- 63.632,38	0,17	1.930.000
TOFAŞ	2007-1	347.151	0,4623	0,5377	0,0595	929.876,00	55.293,15	- 45.385,95	0,06	2.075.000
TOFAŞ	2007-2	552.477	0,5567	0,4433	0,0994	1.127.997,00	112.173,99	- 69.496,39	0,21	2.625.000
TOFAŞ	2007-3	637.910	0,5892	0,4108	0,2035	1.217.023,00	247.657,73	- 171.983,33	-0,02	2.550.000
TOFAŞ	2007-4	665.004	0,6268	0,3732	0,2122	1.339.869,00	284.367,32	- 178.686,52	0,01	2.575.000
TOFAŞ	2008-1	776.138	0,6616	0,3384	-0,0474	1.477.568,00	70.040,48	- 112.515,68	-0,31	1.650.000
TOFAŞ	2008-2	566.498	0,6507	0,3493	0,0171	1.431.588,00	24.495,42	- 104.358,18	-0,17	1.280.000
TOFAŞ	2008-3	772.796	0,6947	0,3053	0,0179	1.637.862,00	29.319,69	- 140.820,31	-0,28	775.000
TOFAŞ	2008-4	955.141	0,7421	0,2579	0,0538	1.938.818,00	104.213,69	- 112.261,51	-0,55	75.000
TOFAŞ	2009-1	1.102.698	0,7676	0,2324	0,0110	2.151.180,00	23.750,43	- 12.142,37	0,23	230.000
TOFAŞ	2009-2	1.037.732	0,7467	0,2533	0,0566	1.973.836,00	111.689,06	- 13.149,06	0,85	850.000
TOFAŞ	2009-3	1.045.583	0,7542	0,2458	0,0853	2.034.248,00	173.587,80	- 12.512,60	0,55	1.590.000
TOFAŞ	2009-4	986.015	0,7458	0,2542	0,1318	1.967.197,00	259.373,85	- 64.945,05	0,13	1.860.000

Şirket	Tarih	Sermaye	Vergi Oranı	NOPAT	Tahvil Oranı	Kd*	Kd	Beta	kM	kRF	Ke	Kısa Vadeli Borçlar
TSKBNK	2001-1	38.500	0,2500	12.354	0,2073	0,218	0,1632	0,2302	-0,1600	0,2073	0,1227	267.085
TSKBNK	2001-2	38.500	0,2500	21.293	0,3148	0,330	0,2479	0,1403	0,2400	0,3148	0,3043	360.523
TSKBNK	2001-3	38.500	0,2500	32.675	0,4417	0,464	0,3478	0,1533	-0,1600	0,4417	0,3494	460.444
TSKBNK	2001-4	38.500	0,2500	36.428	0,5893	0,619	0,4641	0,1497	0,4800	0,5893	0,5729	434.527
TSKBNK	2002-1	84.925	0,2500	6.468	0,1348	0,142	0,1062	0,0627	-0,1700	0,1348	0,1157	7.15.685
TSKBNK	2002-2	84.925	0,2500	29.267	0,2398	0,252	0,1888	0,1513	-0,3200	0,2398	0,1551	878.955
TSKBNK	2002-3	84.925	0,2500	47.418	0,3450	0,362	0,2717	0,0884	-0,3900	0,3450	0,2800	1.040.816
TSKBNK	2002-4	114.000	0,2500	70.385	0,4400	0,462	0,3465	0,4899	-0,2800	0,4400	0,0873	1.249.598
TSKBNK	2003-1	114.000	0,3000	13.832	0,1100	0,116	0,0809	0,3398	-0,1000	0,1100	0,0386	1.228.869
TSKBNK	2003-2	114.000	0,3000	8.026	0,1916	0,201	0,1408	0,0943	0,0400	0,1916	0,1773	1.092.522
TSKBNK	2003-3	114.000	0,3000	22.644	0,2174	0,228	0,1598	0,1337	0,2900	0,2174	0,2271	1.176.988
TSKBNK	2003-4	114.000	0,3000	32.119	0,2600	0,273	0,1911	0,1942	0,8700	0,2600	0,3785	1.270.733
TSKBNK	2004-1	114.000	0,3300	15.937	0,0550	0,058	0,0387	0,1679	0,0400	0,0550	0,0525	1.174.667
TSKBNK	2004-2	114.000	0,3300	39.119	0,1100	0,116	0,0774	0,2800	-0,0600	0,1100	0,0624	1.389.973
TSKBNK	2004-3	142.500	0,3300	58.687	0,1500	0,158	0,1055	0,2369	0,1400	0,1500	0,1476	1.584.625
TSKBNK	2004-4	142.500	0,3300	79.701	0,1801	0,189	0,1267	0,3067	0,3200	0,1801	0,2230	1.602.259
TSKBNK	2005-1	142.500	0,3000	25.960	0,0390	0,041	0,0287	0,1836	0,0000	0,0390	0,0319	1.684.995
TSKBNK	2005-2	200.000	0,3000	47.905	0,0778	0,082	0,0571	0,3965	0,0800	0,0778	0,0786	1.809.688
TSKBNK	2005-3	200.000	0,3000	70.271	0,1169	0,123	0,0859	0,1986	0,3500	0,1169	0,1632	1.954.400
TSKBNK	2005-4	200.000	0,3000	94.902	0,1521	0,160	0,1118	0,4706	0,5800	0,1521	0,3535	2.128.690
TSKBNK	2006-1	200.000	0,2000	29.558	0,0338	0,035	0,0284	0,4360	0,0700	0,0338	0,0496	2.305.630
TSKBNK	2006-2	300.000	0,2000	52.580	0,0906	0,095	0,0761	0,4353	-0,1000	0,0906	0,0076	2.883.751
TSKBNK	2006-3	300.000	0,2000	77.739	0,1317	0,138	0,1106	0,4117	-0,0600	0,1317	0,0528	2.783.817
TSKBNK	2006-4	300.000	0,2000	111.590	0,1825	0,192	0,1533	0,4295	-0,0200	0,1825	0,0955	2.873.412
TSKBNK	2007-1	300.000	0,2000	27.693	0,0457	0,048	0,0384	0,4785	0,1300	0,0457	0,0861	3.024.468
TSKBNK	2007-2	400.000	0,2000	50.369	0,0880	0,092	0,0739	0,5586	0,2500	0,0880	0,1785	3.076.762
TSKBNK	2007-3	400.000	0,2000	83.352	0,1301	0,137	0,1092	0,8365	0,4500	0,1301	0,3977	2.934.866
TSKBNK	2007-4	400.000	0,2000	114.505	0,1712	0,180	0,1438	0,7589	0,4800	0,1712	0,4055	3.126.174
TSKBNK	2008-1	400.000	0,2000	55.197	0,0385	0,040	0,0324	0,7146	-0,3000	0,0385	-0,2034	3.908.667
TSKBNK	2008-2	500.000	0,2000	83.713	0,0939	0,099	0,0789	0,4952	-0,3700	0,0939	-0,1358	3.627.462
TSKBNK	2008-3	500.000	0,2000	141.982	0,1257	0,132	0,1056	0,6301	-0,3500	0,1257	-0,1740	3.609.184
TSKBNK	2008-4	500.000	0,2000	201.516	0,1511	0,159	0,1269	0,7709	-0,4800	0,1511	-0,3354	4.451.240
TSKBNK	2009-1	500.000	0,2000	43.286	0,0264	0,028	0,0222	0,5889	-0,0600	0,0264	-0,0245	4.596.724
TSKBNK	2009-2	600.000	0,2000	90.825	0,0451	0,047	0,0378	0,5241	0,3900	0,0451	0,2258	4.207.439
TSKBNK	2009-3	600.000	0,2000	155.338	0,0553	0,058	0,0464	0,3833	0,8200	0,0553	0,3484	4.258.017
TSKBNK	2009-4	600.000	0,2000	204.170	0,0665	0,070	0,0559	0,5256	0,9600	0,0665	0,5361	4.328.215

Şirket	Tarih	Uzun Vadeli Borçlar	wd	we	WACC	Toplam Sermaye	Toplam (SermayeXWACC)	EVA	Hisse Senedi Getirisi	MVA
TSKBNK	2001-1		0,8740	0,1260	0,1581	305.585,00	48.327,07	- 35.973,07	-0,50	-17.325
TSKBNK	2001-2		0,9035	0,0965	0,2533	399.023,00	101.075,37	- 79.782,12	0,86	963
TSKBNK	2001-3		0,9228	0,0772	0,3479	498.944,00	173.604,57	- 140.930,07	-0,48	-18.095
TSKBNK	2001-4		0,9186	0,0814	0,4729	473.027,00	223.710,68	- 187.282,43	0,79	-2.310
TSKBNK	2002-1		0,8939	0,1061	0,1072	800.610,00	85.798,43	- 79.330,43	-0,26	-42.768
TSKBNK	2002-2		0,9119	0,0881	0,1858	963.880,00	179.117,91	- 149.850,66	-0,27	-39.915
TSKBNK	2002-3		0,9246	0,0754	0,2723	1.125.741,00	306.557,91	- 259.139,91	0,06	-37.367
TSKBNK	2002-4		0,9164	0,0836	0,3248	1.363.598,00	442.934,72	- 372.550,22	0,09	-44.460
TSKBNK	2003-1		0,9151	0,0849	0,0773	1.342.869,00	103.759,25	- 89.927,25	-0,30	-64.980
TSKBNK	2003-2		0,9055	0,0945	0,1442	1.206.522,00	174.022,86	- 165.996,66	0,56	-37.620
TSKBNK	2003-3		0,9117	0,0883	0,1658	1.290.988,00	213.983,99	- 191.340,39	-0,04	-41.040
TSKBNK	2003-4		0,9177	0,0823	0,2065	1.384.733,00	285.981,74	- 253.862,94	0,72	11.400
TSKBNK	2004-1		0,9115	0,0885	0,0399	1.288.667,00	51.433,69	- 35.497,07	0,05	18.240
TSKBNK	2004-2		0,9242	0,0758	0,0762	1.503.973,00	114.676,66	- 75.557,37	-0,12	2.280
TSKBNK	2004-3		0,9175	0,0825	0,1090	1.727.125,00	188.254,97	- 129.568,33	0,13	21.375
TSKBNK	2004-4		0,9183	0,0817	0,1346	1.744.759,00	234.785,32	- 155.084,13	0,15	44.175
TSKBNK	2005-1		0,9220	0,0780	0,0289	1.827.495,00	52.871,39	- 26.911,89	1,19	279.300
TSKBNK	2005-2		0,9005	0,0995	0,0593	2.009.688,00	119.145,31	- 71.240,11	-0,31	210.000
TSKBNK	2005-3		0,9072	0,0928	0,0931	2.154.400,00	200.483,87	- 130.212,97	0,77	524.000
TSKBNK	2005-4		0,9141	0,0859	0,1325	2.328.690,00	308.667,65	- 213.765,85	0,27	740.000
TSKBNK	2006-1		0,9202	0,0798	0,0301	2.505.630,00	75.326,85	- 45.768,45	0,07	804.000
TSKBNK	2006-2		0,9058	0,0942	0,0696	3.183.751,00	221.624,94	- 169.044,94	-0,58	330.000
TSKBNK	2006-3		0,9027	0,0973	0,1050	3.083.817,00	323.801,24	- 246.062,04	0,34	546.000
TSKBNK	2006-4		0,9055	0,0945	0,1478	3.173.412,00	469.151,93	- 357.562,33	-0,08	474.000
TSKBNK	2007-1		0,9098	0,0902	0,0427	3.324.468,00	141.981,97	- 114.289,17	0,12	564.000
TSKBNK	2007-2		0,8850	0,1150	0,0859	3.476.762,00	298.693,48	- 248.324,68	-0,29	416.000
TSKBNK	2007-3		0,8801	0,1199	0,1438	3.334.866,00	479.685,90	- 396.333,90	0,06	464.000
TSKBNK	2007-4		0,8866	0,1134	0,1735	3.526.174,00	611.788,16	- 497.283,36	-0,11	372.000
TSKBNK	2008-1		0,9072	0,0928	0,0105	4.308.667,00	45.134,39	10.062,41	-0,36	84.000
TSKBNK	2008-2		0,8789	0,1211	0,0529	4.127.462,00	218.208,05	- 134.495,25	-0,26	-55.000
TSKBNK	2008-3		0,8783	0,1217	0,0716	4.109.184,00	294.067,24	- 152.084,84	0,18	25.000
TSKBNK	2008-4		0,8990	0,1010	0,0802	4.951.240,00	397.261,69	- 195.745,69	-0,12	-40.000
TSKBNK	2009-1		0,9019	0,0981	0,0176	5.096.724,00	89.798,14	- 46.512,54	-0,19	-140.000
TSKBNK	2009-2		0,8752	0,1248	0,0613	4.807.439,00	294.720,88	- 203.896,08	0,25	-60.000
TSKBNK	2009-3		0,8765	0,1235	0,0837	4.858.017,00	406.740,44	- 251.402,84	0,63	282.000
TSKBNK	2009-4		0,8783	0,1217	0,1143	4.928.215,00	563.448,25	- 359.278,25	0,24	492.000

EK 2

Şirket	Tarih	Sermaye	Vergi Oranı	NOPAT	Tahvil Oranı	Kd*	Kd	Beta	kM	kRF	Ke	Kısa Vadeli Borçlar
TUPRS	2001-1	74.752	0,2500	7.861	0,2073	0,218	0,1632	0,7651	-0,1600	0,2073	-0,0737	65.624
TUPRS	2001-2	74.752	0,2500	125.105	0,3148	0,330	0,2479	0,8463	0,2400	0,3148	0,2515	69.869
TUPRS	2001-3	250.419	0,2500	215.576	0,4417	0,464	0,3478	0,7902	-0,1600	0,4417	-0,0338	93.577
TUPRS	2001-4	250.419	0,2500	177.715	0,5893	0,619	0,4641	0,8214	0,4800	0,5893	0,4995	88.927
TUPRS	2002-1	250.419	0,2500	-44.483	0,1348	0,142	0,1062	0,6480	-0,1700	0,1348	-0,0627	80.352
TUPRS	2002-2	250.419	0,2500	-46.404	0,2398	0,252	0,1888	0,5003	-0,3200	0,2398	-0,0403	102.765
TUPRS	2002-3	250.419	0,2500	68.429	0,3450	0,362	0,2717	0,7072	-0,3900	0,3450	-0,1748	104.514
TUPRS	2002-4	250.419	0,2500	102.641	0,4400	0,462	0,3465	0,7943	-0,2800	0,4400	-0,1319	108.427
TUPRS	2003-1	250.419	0,3000	194.984	0,1100	0,116	0,0809	0,9551	-0,1000	0,1100	-0,0906	106.300
TUPRS	2003-2	250.419	0,3000	166.688	0,1916	0,201	0,1408	0,5299	0,0400	0,1916	0,1112	81.384
TUPRS	2003-3	250.419	0,3000	236.985	0,2174	0,228	0,1598	0,5023	0,2900	0,2174	0,2539	76.367
TUPRS	2003-4	250.419	0,3000	268.309	0,2600	0,273	0,1911	0,8095	0,8700	0,2600	0,7538	73.462
TUPRS	2004-1	250.419	0,3300	-18.306	0,0550	0,058	0,0387	0,0897	0,0400	0,0550	0,0537	70.901
TUPRS	2004-2	250.419	0,3300	160.791	0,1100	0,116	0,0774	0,6631	-0,0600	0,1100	-0,0027	72.277
TUPRS	2004-3	250.419	0,3300	353.389	0,1500	0,158	0,1055	0,6689	0,1400	0,1500	0,1433	73.157
TUPRS	2004-4	250.419	0,3300	501.174	0,1801	0,189	0,1267	0,4108	0,3200	0,1801	0,2376	71.123
TUPRS	2005-1	250.419	0,3000	26.247	0,0390	0,041	0,0287	0,2317	0,0000	0,0390	0,0300	78.822
TUPRS	2005-2	250.419	0,3000	227.518	0,0778	0,082	0,0571	0,3674	0,0800	0,0778	0,0786	72.166
TUPRS	2005-3	250.419	0,3000	452.470	0,1169	0,123	0,0859	0,1678	0,3500	0,1169	0,1560	74.209
TUPRS	2005-4	250.419	0,3000	567.433	0,1521	0,160	0,1118	0,1007	0,5800	0,1521	0,1952	73.796
TUPRS	2006-1	250.419	0,2000	27.722	0,0338	0,035	0,0284	0,0151	0,0700	0,0338	0,0343	78.965
TUPRS	2006-2	250.419	0,2000	267.266	0,0906	0,095	0,0761	0,5574	-0,1000	0,0906	-0,0157	92.989
TUPRS	2006-3	250.419	0,2000	579.297	0,1317	0,138	0,1106	0,4630	-0,0600	0,1317	0,0429	96.948
TUPRS	2006-4	250.419	0,2000	669.170	0,1825	0,192	0,1533	0,7187	-0,0200	0,1825	0,0370	245.277
TUPRS	2007-1	250.419	0,2000	87.569	0,0457	0,048	0,0384	0,4821	0,1300	0,0457	0,0864	274.175
TUPRS	2007-2	250.419	0,2000	457.925	0,0880	0,092	0,0739	0,3415	0,2500	0,0880	0,1433	353.309
TUPRS	2007-3	250.419	0,2000	759.447	0,1301	0,137	0,1092	0,7672	0,4500	0,1301	0,3755	271.491
TUPRS	2007-4	250.419	0,2000	1.015.886	0,1712	0,180	0,1438	0,5387	0,4800	0,1712	0,3376	257.990
TUPRS	2008-1	250.419	0,2000	212.782	0,0385	0,040	0,0324	0,5875	-0,3000	0,0385	-0,1604	665.556
TUPRS	2008-2	250.419	0,2000	771.514	0,0939	0,099	0,0789	0,2313	-0,3700	0,0939	-0,0134	776.342
TUPRS	2008-3	250.419	0,2000	1.136.577	0,1257	0,132	0,1056	0,8190	-0,3500	0,1257	-0,2639	309.222
TUPRS	2008-4	250.419	0,2000	984.370	0,1511	0,159	0,1269	0,5460	-0,4800	0,1511	-0,1935	1.278.555
TUPRS	2009-1	250.419	0,2000	66.400	0,0264	0,028	0,0222	0,5813	-0,0600	0,0264	-0,0238	1.457.495
TUPRS	2009-2	250.419	0,2000	325.877	0,0451	0,047	0,0378	0,3904	0,3900	0,0451	0,1797	1.003.906
TUPRS	2009-3	250.419	0,2000	553.106	0,0553	0,058	0,0464	0,3692	0,8200	0,0553	0,3376	1.329.577
TUPRS	2009-4	250.419	0,2000	760.860	0,0665	0,070	0,0559	0,4426	0,9600	0,0665	0,4620	1.633.921

Şirket	Tarih	Uzun Vadeli Borçlar	wd	we	WACC	Toplam Sermaye	Toplam (SermayeXWACC)	EVA	Hisse Senedi Getirisi	MVA
TUPRS	2001-1	228.860	0,7975	0,2025	0,1153	369.236,60	42.563,43	34.702,34	0,03	1.868.800
TUPRS	2001-2	290.782	0,8283	0,1717	0,2485	435.403,26	108.192,36	16.912,94	0,27	2.392.064
TUPRS	2001-3	351.882	0,6401	0,3599	0,2105	695.877,98	146.482,75	69.093,74	-0,73	1.953.270
TUPRS	2001-4	297.337	0,6067	0,3933	0,4780	636.683,21	304.344,63	126.629,46	0,34	2.817.216
TUPRS	2002-1	267.530	0,5814	0,4186	0,0355	598.301,62	21.225,57	65.708,90	-0,40	1.602.683
TUPRS	2002-2	299.753	0,6165	0,3835	0,1009	652.937,27	65.906,55	112.310,49	-0,08	1.452.431
TUPRS	2002-3	310.861	0,6239	0,3761	0,1038	665.793,70	69.080,79	652,14	-0,01	1.427.389
TUPRS	2002-4	276.838	0,6061	0,3939	0,1580	635.684,10	100.465,00	2.176,25	0,16	1.702.851
TUPRS	2003-1	278.971	0,6061	0,3939	0,0133	635.690,71	8.468,48	186.515,83	-0,03	1.702.851
TUPRS	2003-2	212.184	0,5397	0,4603	0,1272	543.987,61	69.188,82	97.498,73	0,20	2.091.000
TUPRS	2003-3	205.558	0,5296	0,4704	0,2041	532.343,89	108.629,93	128.354,60	0,27	2.729.569
TUPRS	2003-4	268.825	0,5775	0,4225	0,4288	592.705,75	254.175,70	14.133,28	-0,02	2.679.485
TUPRS	2004-1	262.936	0,5714	0,4286	0,0451	584.256,45	26.353,11	44.658,66	-0,08	2.529.234
TUPRS	2004-2	307.560	0,6027	0,3973	0,0456	630.256,27	28.710,80	132.080,22	-0,12	2.191.168
TUPRS	2004-3	315.346	0,6081	0,3919	0,1203	638.921,83	76.884,57	276.504,16	0,26	2.829.737
TUPRS	2004-4	290.444	0,5908	0,4092	0,1721	611.986,59	105.303,03	395.870,99	0,10	3.180.324
TUPRS	2005-1	311.106	0,6089	0,3911	0,0292	640.347,08	18.692,74	7.554,41	0,40	4.532.588
TUPRS	2005-2	376.108	0,6416	0,3584	0,0648	698.693,59	45.294,30	182.223,75	0,00	4.532.588
TUPRS	2005-3	383.300	0,6463	0,3537	0,1107	707.927,77	78.351,54	374.118,70	0,24	5.684.516
TUPRS	2005-4	405.443	0,6568	0,3432	0,1404	729.658,08	102.455,00	464.978,43	0,05	6.010.061
TUPRS	2006-1	400.788	0,6570	0,3430	0,0304	730.172,33	22.205,96	5.515,60	-0,05	5.684.516
TUPRS	2006-2	471.908	0,6929	0,3071	0,0479	815.316,00	39.044,99	228.221,41	0,12	6.385.690
TUPRS	2006-3	437.159	0,6808	0,3192	0,0890	784.526,00	69.840,91	509.455,89	-0,12	5.559.306
TUPRS	2006-4	488.677	0,7456	0,2544	0,1237	984.373,00	121.771,45	547.398,95	0,06	5.809.726
TUPRS	2007-1	522.700	0,7609	0,2391	0,0499	1.047.294,00	52.231,85	35.336,95	0,26	7.387.367
TUPRS	2007-2	482.167	0,7694	0,2306	0,0899	1.085.895,00	97.605,85	360.318,95	0,03	7.637.786
TUPRS	2007-3	437.386	0,7390	0,2610	0,1788	959.296,00	171.475,39	587.971,81	0,02	7.825.600
TUPRS	2007-4	437.533	0,7353	0,2647	0,1951	945.942,00	184.550,85	831.335,55	0,06	8.326.439
TUPRS	2008-1	489.642	0,8218	0,1782	-0,0020	1.405.617,00	2.773,44	215.555,84	-0,11	7.136.947
TUPRS	2008-2	458.671	0,8314	0,1686	0,0633	1.485.432,00	94.057,25	677.456,35	-0,04	6.823.923
TUPRS	2008-3	423.053	0,7452	0,2548	0,0114	982.694,00	11.234,30	1.125.342,50	-0,19	5.459.139
TUPRS	2008-4	494.508	0,8762	0,1238	0,0873	2.023.482,00	176.593,03	807.776,57	-0,29	3.806.372
TUPRS	2009-1	517.442	0,8875	0,1125	0,0170	2.225.356,00	37.874,24	28.525,76	0,06	3.931.582
TUPRS	2009-2	531.273	0,8598	0,1402	0,0577	1.785.598,00	103.099,17	222.777,63	0,13	4.457.462
TUPRS	2009-3	464.158	0,8775	0,1225	0,0821	2.044.154,00	167.829,24	385.276,36	0,31	5.909.893
TUPRS	2009-4	520.593	0,8959	0,1041	0,0981	2.404.933,00	236.035,49	524.824,51	0,21	7.199.552

Şirket	Tarih	Sermaye	Vergi Oranı	NOPAT	Tahvil Oranı	Kd*	Kd	Beta	KM	KRF	Ke	Kısa Vadeli Borçlar
VESTEL	2001-1	159.100	0,2500	65.816	0,2073	0,218	0,1632	0,7358	-0,1600	0,2073	-0,0630	122.894
VESTEL	2001-2	159.100	0,2500	91.450	0,3148	0,330	0,2479	0,6763	0,2400	0,3148	0,2642	146.420
VESTEL	2001-3	159.100	0,2500	145.530	0,4417	0,464	0,3478	0,7473	-0,1600	0,4417	-0,0080	206.301
VESTEL	2001-4	159.100	0,2500	185.357	0,5893	0,619	0,4641	0,5358	0,4800	0,5893	0,5307	193.226
VESTEL	2002-1	159.100	0,2500	9.527	0,1348	0,142	0,1062	0,7631	-0,1700	0,1348	-0,0978	216.156
VESTEL	2002-2	159.100	0,2500	121.625	0,2398	0,252	0,1888	0,6268	-0,3200	0,2398	-0,1111	88.940
VESTEL	2002-3	159.100	0,2500	151.934	0,3450	0,362	0,2717	0,6623	-0,3900	0,3450	-0,1418	87.561
VESTEL	2002-4	159.100	0,2500	194.823	0,4400	0,462	0,3465	0,7762	-0,2800	0,4400	-0,1189	9.343
VESTEL	2003-1	159.100	0,3000	51.950	0,1100	0,116	0,0809	0,8918	-0,1000	0,1100	-0,0773	893
VESTEL	2003-2	159.100	0,3000	51.919	0,1916	0,201	0,1408	0,5852	0,0400	0,1916	0,1029	1.044
VESTEL	2003-3	159.100	0,3000	77.435	0,2174	0,228	0,1598	0,8289	0,2900	0,2174	0,2776	1.496
VESTEL	2003-4	159.100	0,3000	143.248	0,2600	0,273	0,1911	0,8734	0,8700	0,2600	0,7928	89.370
VESTEL	2004-1	159.100	0,3300	41.869	0,0550	0,058	0,0387	0,7146	0,0400	0,0550	0,0443	107.123
VESTEL	2004-2	159.100	0,3300	185.661	0,1100	0,116	0,0774	0,7819	-0,0600	0,1100	-0,0229	116.110
VESTEL	2004-3	159.100	0,3300	226.880	0,1500	0,158	0,1055	0,7148	0,1400	0,1500	0,1429	208.460
VESTEL	2004-4	159.100	0,3300	177.230	0,1801	0,189	0,1267	0,6617	0,3200	0,1801	0,2727	147.070
VESTEL	2005-1	159.100	0,3000	18.232	0,0390	0,041	0,0287	0,4639	0,0000	0,0390	0,0209	170.437
VESTEL	2005-2	159.100	0,3000	29.844	0,0778	0,082	0,0571	0,7572	0,0800	0,0778	0,0795	157.793
VESTEL	2005-3	159.100	0,3000	54.107	0,1169	0,123	0,0859	0,6468	0,3500	0,1169	0,2677	184.686
VESTEL	2005-4	159.100	0,3000	108.269	0,1521	0,160	0,1118	0,9519	0,5800	0,1521	0,5594	168.041
VESTEL	2006-1	159.100	0,2000	23.695	0,0338	0,035	0,0284	0,6438	0,0700	0,0338	0,0571	336.196
VESTEL	2006-2	159.100	0,2000	214.615	0,0906	0,095	0,0761	0,5774	-0,1000	0,0906	-0,0195	428.524
VESTEL	2006-3	159.100	0,2000	227.716	0,1317	0,138	0,1106	0,6070	-0,0600	0,1317	0,0153	575.406
VESTEL	2006-4	159.100	0,2000	168.187	0,1825	0,192	0,1533	0,4849	-0,0200	0,1825	0,0843	521.372
VESTEL	2007-1	159.100	0,2000	-28.847	0,0457	0,048	0,0384	0,5521	0,1300	0,0457	0,0923	441.217
VESTEL	2007-2	159.100	0,2000	-68.524	0,0880	0,092	0,0739	0,5544	0,2500	0,0880	0,1778	340.217
VESTEL	2007-3	159.100	0,2000	-144.059	0,1301	0,137	0,1092	0,7549	0,4500	0,1301	0,3716	489.484
VESTEL	2007-4	159.100	0,2000	-92.012	0,1712	0,180	0,1438	0,2131	0,4800	0,1712	0,2370	235.955
VESTEL	2008-1	159.100	0,2000	91.386	0,0385	0,040	0,0324	0,6703	-0,3000	0,0385	-0,1884	355.355
VESTEL	2008-2	159.100	0,2000	80.333	0,0939	0,099	0,0789	0,1824	-0,3700	0,0939	0,0093	316.086
VESTEL	2008-3	159.100	0,2000	75.085	0,1257	0,132	0,1056	0,4889	-0,3500	0,1257	-0,1069	298.898
VESTEL	2008-4	175.456	0,2000	164.137	0,1511	0,159	0,1269	0,6590	-0,4800	0,1511	-0,2648	306.894
VESTEL	2009-1	175.456	0,2000	23.138	0,0264	0,028	0,0222	0,5850	-0,0600	0,0264	-0,0241	536.264
VESTEL	2009-2	335.456	0,2000	137.366	0,0451	0,047	0,0378	0,0078	0,3900	0,0451	0,0424	421.872
VESTEL	2009-3	335.456	0,2000	217.030	0,0553	0,058	0,0464	0,0897	0,8200	0,0553	0,1239	480.060
VESTEL	2009-4	335.456	0,2000	272.590	0,0665	0,070	0,0559	0,3939	0,9600	0,0665	0,4184	344.143

Şirket	Tarih	Uzun Vadeli Borçlar	wd	we	WACC	Toplam Sermaye	Toplam (SermayeXWACC)	EVA	Hisse Senedi Getirisi	MVA
VESTEL	2001-1	0	0,4358	0,5642	0,0356	281.994,33	10.045,54	55.770,15	0,07	246.605
VESTEL	2001-2	0	0,4792	0,5208	0,2564	305.519,95	78.326,15	13.124,16	0,25	350.020
VESTEL	2001-3	0	0,5646	0,4354	0,1929	365.400,86	70.489,50	75.040,47	-0,48	107.392
VESTEL	2001-4	63.406	0,6173	0,3827	0,4896	415.731,76	203.536,32	- 18.179,61	1,24	429.570
VESTEL	2002-1	58.348	0,6331	0,3669	0,0313	433.603,73	13.581,12	- 4.054,25	-0,14	373.885
VESTEL	2002-2	416.470	0,7606	0,2394	0,1170	664.510,44	77.746,89	43.877,65	-0,06	342.065
VESTEL	2002-3	446.123	0,7703	0,2297	0,1767	692.784,33	122.436,54	29.497,44	-0,24	222.740
VESTEL	2002-4	481.785	0,7553	0,2447	0,2326	650.228,13	151.264,89	43.558,51	0,31	342.065
VESTEL	2003-1	521.909	0,7667	0,2333	0,0440	681.902,04	29.973,63	21.976,38	0,02	357.975
VESTEL	2003-2	429.976	0,7304	0,2696	0,1306	590.120,15	77.048,50	- 25.129,64	0,10	409.682
VESTEL	2003-3	428.090	0,7297	0,2703	0,1916	588.685,47	112.814,27	- 35.379,20	0,07	449.457
VESTEL	2003-4	473.000	0,7795	0,2205	0,3238	721.470,66	233.599,31	- 90.350,95	0,54	779.589
VESTEL	2004-1	461.721	0,7814	0,2186	0,0399	727.943,17	29.055,07	12.813,57	-0,02	779.589
VESTEL	2004-2	494.350	0,7933	0,2067	0,0566	769.559,82	43.593,40	142.067,79	-0,23	564.805
VESTEL	2004-3	528.077	0,8224	0,1776	0,1122	895.636,73	100.450,79	126.429,62	0,29	771.634
VESTEL	2004-4	486.789	0,7994	0,2006	0,1560	792.958,79	123.692,20	53.537,75	-0,10	668.220
VESTEL	2005-1	482.022	0,8040	0,1960	0,0272	811.559,00	22.043,31	- 3.811,11	0,03	700.040
VESTEL	2005-2	543.456	0,8151	0,1849	0,0613	860.349,00	52.714,83	- 22.871,03	-0,10	617.308
VESTEL	2005-3	538.971	0,8198	0,1802	0,1186	882.757,00	104.734,44	- 50.627,24	-0,02	604.580
VESTEL	2005-4	522.643	0,8128	0,1872	0,1956	849.784,00	166.217,39	- 57.948,39	0,07	660.265
VESTEL	2006-1	429.059	0,8279	0,1721	0,0333	924.355,00	30.795,13	- 7.099,93	0,07	715.949
VESTEL	2006-2	491.858	0,8526	0,1474	0,0620	1.079.482,00	66.907,85	147.707,35	-0,37	391.386
VESTEL	2006-3	471.561	0,8681	0,1319	0,0981	1.206.067,00	118.264,16	109.451,84	0,02	404.114
VESTEL	2006-4	393.616	0,8519	0,1481	0,1431	1.074.088,00	153.681,02	14.506,18	0,03	426.388
VESTEL	2007-1	415.571	0,8434	0,1566	0,0468	1.015.888,00	47.585,86	- 76.432,86	-0,04	397.750
VESTEL	2007-2	451.999	0,8328	0,1672	0,0913	951.316,00	86.813,81	- 155.337,81	-0,10	340.474
VESTEL	2007-3	453.936	0,8557	0,1443	0,1471	1.102.520,00	162.179,51	- 306.238,51	0,06	369.112
VESTEL	2007-4	425.316	0,8061	0,1939	0,1619	820.371,00	132.803,60	- 224.815,60	-0,13	302.290
VESTEL	2008-1	404.743	0,8269	0,1731	-0,0058	919.198,00	- 5.375,05	96.760,65	-0,41	105.006
VESTEL	2008-2	379.618	0,8139	0,1861	0,0659	854.804,00	56.351,53	23.981,27	0,19	154.327
VESTEL	2008-3	369.223	0,8077	0,1923	0,0647	827.221,00	53.542,59	21.542,21	-0,30	58.867
VESTEL	2008-4	406.900	0,8027	0,1973	0,0496	889.250,00	44.137,74	119.999,06	-0,38	-26.318
VESTEL	2009-1	483.374	0,8532	0,1468	0,0154	1.195.094,00	18.398,52	4.739,08	-0,06	-33.336
VESTEL	2009-2	393.008	0,7084	0,2916	0,0392	1.150.336,00	45.046,40	92.320,00	0,86	171.083
VESTEL	2009-3	390.915	0,7219	0,2781	0,0680	1.206.431,00	81.993,45	135.036,15	0,56	452.866
VESTEL	2009-4	372.963	0,6813	0,3187	0,1714	1.052.562,00	180.428,99	92.160,61	0,11	536.730

EK 2

Şirket	Tarih	Sermaye	Vergi Oranı	NOPAT	Tahvil Oranı	Kd*	Kd	Beta	kM	kRF	Ke	Kısa Vadeli Borçlar
YKBNK	2001-1	501.563	0,2500	146.920	0,2073	0,218	0,1632	0,6134	-0,1600	0,2073	-0,0180	6.200.541
YKBNK	2001-2	752.345	0,2500	247.810	0,3148	0,330	0,2479	0,6797	0,2400	0,3148	0,2639	7.159.151
YKBNK	2001-3	752.345	0,2500	371.704	0,4417	0,464	0,3478	0,6096	-0,1600	0,4417	0,0749	9.311.869
YKBNK	2001-4	752.345	0,2500	172.364	0,5893	0,619	0,4641	0,6782	0,4800	0,5893	0,5152	11.697.203
YKBNK	2002-1	752.345	0,2500	34.319	0,1348	0,142	0,1062	0,6417	-0,1700	0,1348	-0,0608	11.086.477
YKBNK	2002-2	752.345	0,2500	279.029	0,2398	0,252	0,1888	0,1753	-0,3200	0,2398	0,1416	12.616.446
YKBNK	2002-3	752.345	0,2500	306.059	0,3450	0,362	0,2717	0,4007	-0,3900	0,3450	0,0505	12.380.572
YKBNK	2002-4	752.345	0,2500	583.323	0,4400	0,462	0,3465	0,4625	-0,2800	0,4400	0,1070	12.987.504
YKBNK	2003-1	752.345	0,3000	-59.590	0,1100	0,116	0,0809	0,0247	-0,1000	0,1100	0,1152	12.947.657
YKBNK	2003-2	752.345	0,3000	-157.912	0,1916	0,201	0,1408	0,6330	0,0400	0,1916	0,0956	13.178.205
YKBNK	2003-3	752.345	0,3000	-159.952	0,2174	0,228	0,1598	0,5581	0,2900	0,2174	0,2579	13.777.692
YKBNK	2003-4	752.345	0,3000	15.502	0,2600	0,273	0,1911	0,5507	0,8700	0,2600	0,5959	14.221.681
YKBNK	2004-1	752.345	0,3300	124.132	0,0550	0,058	0,0387	0,4013	0,0400	0,0550	0,0490	13.631.035
YKBNK	2004-2	752.345	0,3300	176.264	0,1100	0,116	0,0774	0,4066	-0,0600	0,1100	0,0409	15.041.528
YKBNK	2004-3	752.345	0,3300	382.045	0,1500	0,158	0,1055	0,6357	0,1400	0,1500	0,1436	15.762.035
YKBNK	2004-4	752.345	0,3300	578.405	0,1801	0,189	0,1267	0,0692	0,3200	0,1801	0,1898	15.351.687
YKBNK	2005-1	752.345	0,3000	215.238	0,0390	0,041	0,0287	0,1791	0,0000	0,0390	0,0320	15.600.313
YKBNK	2005-2	752.345	0,3000	432.412	0,0778	0,082	0,0571	0,5729	0,0800	0,0778	0,0790	16.391.980
YKBNK	2005-3	752.345	0,3000	630.275	0,1169	0,123	0,0859	0,3452	0,3500	0,1169	0,1973	16.443.350
YKBNK	2005-4	752.345	0,3000	744.908	0,1521	0,160	0,1118	0,2413	0,5800	0,1521	0,2554	16.876.096
YKBNK	2006-1	1.896.663	0,2000	205.684	0,0338	0,035	0,0284	0,0702	0,0700	0,0338	0,0312	15.723.600
YKBNK	2006-2	1.896.663	0,2000	496.205	0,0906	0,095	0,0761	0,4462	-0,1000	0,0906	0,0055	17.480.164
YKBNK	2006-3	1.896.663	0,2000	761.946	0,1317	0,138	0,1106	0,4484	-0,0600	0,1317	0,0457	18.075.644
YKBNK	2006-4	3.142.818	0,2000	1.604.655	0,1825	0,192	0,1533	0,7312	-0,0200	0,1825	0,0344	31.681.080
YKBNK	2007-1	3.149.450	0,2000	428.814	0,0457	0,048	0,0384	0,5436	0,1300	0,0457	0,0915	29.348.275
YKBNK	2007-2	3.149.450	0,2000	877.368	0,0880	0,092	0,0739	0,5829	0,2500	0,0880	0,1824	32.125.403
YKBNK	2007-3	3.149.450	0,2000	1.361.032	0,1301	0,137	0,1092	0,7757	0,4500	0,1301	0,3782	32.588.208
YKBNK	2007-4	3.427.051	0,2000	1.978.469	0,1712	0,180	0,1438	0,6399	0,4800	0,1712	0,3688	33.707.132
YKBNK	2008-1	3.427.051	0,2000	539.756	0,0385	0,040	0,0324	0,6314	-0,3000	0,0385	-0,1752	36.163.437
YKBNK	2008-2	3.427.051	0,2000	1.095.741	0,0939	0,099	0,0789	0,4952	-0,3700	0,0939	-0,1358	39.562.115
YKBNK	2008-3	3.427.051	0,2000	1.659.972	0,1257	0,132	0,1056	0,7443	-0,3500	0,1257	-0,2284	40.341.335
YKBNK	2008-4	4.347.051	0,2000	2.259.433	0,1511	0,159	0,1269	0,6436	-0,4800	0,1511	-0,2551	44.023.261
YKBNK	2009-1	4.347.051	0,2000	721.046	0,0264	0,028	0,0222	0,6801	-0,0600	0,0264	-0,0324	43.944.863
YKBNK	2009-2	4.347.051	0,2000	1.506.184	0,0451	0,047	0,0378	0,7427	0,3900	0,0451	0,3012	41.861.023
YKBNK	2009-3	4.347.051	0,2000	2.325.821	0,0553	0,058	0,0464	0,5183	0,8200	0,0553	0,4516	43.176.764
YKBNK	2009-4	4.347.051	0,2000	2.782.660	0,0665	0,070	0,0559	0,6482	0,9600	0,0665	0,6457	40.833.337

Şirket	Tarih	Uzun Vadeli Borçlar	wd	we	WACC	Toplam Sermaye	Toplam (SermayeXWACC)	EVA	Hisse Senedi Getirisi	MVA
YKBNK	2001-1	1.079.959	0,9355	0,0645	0,1516	7.782.063,00	1.179.503,48	- 1.032.583,73	-0,20	902.813
YKBNK	2001-2	1.398.210	0,9192	0,0808	0,2492	9.309.706,00	2.319.651,40	- 2.071.841,65	0,45	2.294.651
YKBNK	2001-3	1.876.247	0,9370	0,0630	0,3306	11.940.461,00	3.947.786,08	- 3.576.082,33	-0,44	940.430
YKBNK	2001-4	1.465.781	0,9459	0,0541	0,4668	13.915.329,00	6.496.182,98	- 6.323.818,73	0,93	2.595.588
YKBNK	2002-1	1.363.335	0,9430	0,0570	0,0966	13.202.157,00	1.275.874,62	- 1.241.555,37	-0,12	2.219.416
YKBNK	2002-2	1.753.301	0,9502	0,0498	0,1865	15.122.092,00	2.819.604,62	- 2.540.575,37	-0,59	470.215
YKBNK	2002-3	999.303	0,9468	0,0532	0,2599	14.132.220,00	3.673.127,30	- 3.367.068,80	-0,34	56.425
YKBNK	2002-4	635.352	0,9477	0,0523	0,3340	14.375.201,00	4.800.820,52	- 4.217.497,52	0,28	282.128
YKBNK	2003-1	971.416	0,9487	0,0513	0,0826	14.671.418,00	1.212.017,42	- 1.271.607,42	-0,07	319.746
YKBNK	2003-2	792.359	0,9489	0,0511	0,1385	14.722.909,00	2.038.843,59	- 2.196.755,59	0,08	406.265
YKBNK	2003-3	714.559	0,9506	0,0494	0,1646	15.244.596,00	2.510.020,26	- 2.669.972,26	0,05	458.929
YKBNK	2003-4	977.375	0,9528	0,0472	0,2102	15.951.401,00	3.352.882,30	- 3.337.380,10	0,80	1.429.454
YKBNK	2004-1	987.759	0,9511	0,0489	0,0392	15.371.139,00	602.487,92	- 478.355,68	0,20	2.031.330
YKBNK	2004-2	1.261.177	0,9559	0,0441	0,0758	17.055.050,00	1.292.339,19	- 1.116.074,92	-0,04	1.918.478
YKBNK	2004-3	1.238.314	0,9576	0,0424	0,1071	17.752.694,00	1.902.030,92	- 1.519.986,20	0,11	2.219.416
YKBNK	2004-4	1.173.023	0,9565	0,0435	0,1294	17.277.055,00	2.236.467,39	- 1.658.062,42	0,08	2.437.596
YKBNK	2005-1	1.057.963	0,9568	0,0432	0,0288	17.410.621,00	501.917,42	- 286.679,32	0,26	3.310.316
YKBNK	2005-2	1.098.879	0,9588	0,0412	0,0580	18.243.204,00	1.059.001,62	- 626.589,22	-0,06	3.084.612
YKBNK	2005-3	1.212.909	0,9591	0,0409	0,0904	18.408.604,00	1.664.866,17	- 1.034.591,07	0,10	3.460.785
YKBNK	2005-4	1.889.863	0,9615	0,0385	0,1173	19.518.304,00	2.290.025,24	- 1.545.117,44	0,13	3.987.426
YKBNK	2006-1	1.361.423	0,9001	0,0999	0,0287	18.981.686,00	543.955,78	- 338.271,78	0,13	3.444.984
YKBNK	2006-2	1.524.492	0,9093	0,0907	0,0697	20.901.319,00	1.456.014,22	- 959.809,42	-0,66	2.636.360
YKBNK	2006-3	1.385.525	0,9112	0,0888	0,1049	21.357.832,00	2.239.706,83	- 1.477.760,43	0,11	3.148.459
YKBNK	2006-4	4.887.762	0,9209	0,0791	0,1439	39.711.660,00	5.714.216,99	- 4.109.561,79	-0,07	4.588.515
YKBNK	2007-1	4.721.439	0,9154	0,0846	0,0429	37.219.164,00	1.596.874,50	- 1.168.060,90	0,20	6.090.436
YKBNK	2007-2	5.025.952	0,9219	0,0781	0,0824	40.300.805,00	3.319.155,66	- 2.441.787,66	0,02	6.298.900
YKBNK	2007-3	5.170.305	0,9230	0,0770	0,1300	40.907.963,00	5.316.048,38	- 3.955.016,38	0,30	9.133.405
YKBNK	2007-4	5.186.070	0,9190	0,0810	0,1620	42.320.253,00	6.857.053,84	- 4.878.585,04	0,06	10.692.400
YKBNK	2008-1	6.858.476	0,9262	0,0738	0,0170	46.448.964,00	791.745,33	- 251.989,33	-0,35	5.414.741
YKBNK	2008-2	7.692.229	0,9324	0,0676	0,0644	50.681.395,00	3.261.760,33	- 2.166.019,53	-0,13	4.249.543
YKBNK	2008-3	8.326.098	0,9342	0,0658	0,0836	52.094.484,00	4.356.083,52	- 2.696.111,52	0,14	7.701.400
YKBNK	2008-4	7.230.658	0,9218	0,0782	0,0971	55.600.970,00	5.396.524,21	- 3.137.091,41	-0,18	4.781.756
YKBNK	2009-1	6.869.755	0,9212	0,0788	0,0179	55.161.669,00	987.293,49	- 266.247,09	-0,18	3.086.406
YKBNK	2009-2	6.796.912	0,9180	0,0820	0,0594	53.004.986,00	3.150.838,19	- 1.644.654,19	0,33	5.564.225
YKBNK	2009-3	6.022.506	0,9188	0,0812	0,0793	53.546.321,00	4.247.638,50	- 1.921.817,70	0,42	9.737.395
YKBNK	2009-4	5.308.539	0,9139	0,0861	0,1066	50.488.927,00	5.384.231,27	- 2.601.571,27	0,01	9.911.277

ŞİRKET	TARİH	SERMAYE	PİYASA DEĞERİ	MVA
AKBANK	2001-1	500.000	1.700.000	1.200.000
AKBANK	2001-2	800.000	2.700.000	1.900.000
AKBANK	2001-3	800.000	2.200.000	1.400.000
AKBANK	2001-4	800.000	3.680.000	2.880.000
AKBANK	2002-1	800.000	3.440.000	2.640.000
AKBANK	2002-2	800.000	4.080.000	3.280.000
AKBANK	2002-3	816.000	3.800.000	2.984.000
AKBANK	2002-4	816.000	4.488.000	3.672.000
AKBANK	2003-1	816.000	3.672.000	2.856.000
AKBANK	2003-2	1.200.000	5.040.000	3.840.000
AKBANK	2003-3	1.200.000	6.660.000	5.460.000
AKBANK	2003-4	1.200.000	8.820.000	7.620.000
AKBANK	2004-1	1.200.000	8.400.000	7.200.000
AKBANK	2004-2	1.500.000	8.175.000	6.675.000
AKBANK	2004-3	1.500.000	10.200.000	8.700.000
AKBANK	2004-4	1.500.000	12.525.000	11.025.000
AKBANK	2005-1	1.500.000	9.825.000	8.325.000
AKBANK	2005-2	1.800.000	11.550.000	9.750.000
AKBANK	2005-3	1.800.005	16.110.000	14.310.000
AKBANK	2005-4	1.800.005	19.620.050	17.820.050
AKBANK	2006-1	1.800.005	20.340.051	18.540.051
AKBANK	2006-2	2.200.000	16.720.000	14.520.000
AKBANK	2006-3	2.200.000	17.160.000	14.960.000
AKBANK	2006-4	2.200.000	18.920.000	16.720.000
AKBANK	2007-1	2.400.000	22.200.000	19.800.000
AKBANK	2007-2	3.000.000	22.200.000	19.200.000
AKBANK	2007-3	3.000.000	27.750.000	24.750.000
AKBANK	2007-4	3.000.000	26.100.000	23.100.000
AKBANK	2008-1	3.000.000	16.800.000	13.800.000
AKBANK	2008-2	3.000.000	12.720.000	9.720.000
AKBANK	2008-3	3.000.000	18.450.000	15.450.000
AKBANK	2008-4	3.000.000	14.340.000	11.340.000
AKBANK	2009-1	3.000.000	14.640.000	11.640.000
AKBANK	2009-2	3.000.000	20.700.000	17.700.000
AKBANK	2009-3	3.000.000	25.800.000	22.800.000
AKBANK	2009-4	3.000.000	28.350.000	25.350.000

ŞİRKET	TARİH	SERMAYE	PİYASA DEĞERİ	MVA
ARCELİK	2001-1	60.600	587.820	527.220
ARCELİK	2001-2	90.900	963.540	872.640
ARCELİK	2001-3	90.900	609.030	518.130
ARCELİK	2001-4	90.900	1.386.225	1.295.325
ARCELİK	2002-1	90.900	1.240.425	1.149.525
ARCELİK	2002-2	145.440	1.512.576	1.367.136
ARCELİK	2002-3	145.440	1.454.400	1.308.960
ARCELİK	2002-4	145.440	1.890.720	1.745.280
ARCELİK	2003-1	145.440	1.672.560	1.527.120
ARCELİK	2003-2	399.960	1.979.802	1.579.842
ARCELİK	2003-3	399.960	2.079.792	1.679.832
ARCELİK	2003-4	399.960	3.119.688	2.719.728
ARCELİK	2004-1	399.960	3.319.668	2.919.708
ARCELİK	2004-2	399.960	2.939.706	2.539.746
ARCELİK	2004-3	399.960	3.519.648	3.119.688
ARCELİK	2004-4	399.960	3.299.670	2.899.710
ARCELİK	2005-1	399.960	3.119.688	2.719.728
ARCELİK	2005-2	399.960	3.179.682	2.779.722
ARCELİK	2005-3	399.960	3.099.690	2.699.730
ARCELİK	2005-4	399.960	3.779.622	3.379.662
ARCELİK	2006-1	399.960	4.439.556	4.039.596
ARCELİK	2006-2	399.960	3.619.638	3.219.678
ARCELİK	2006-3	399.960	3.799.620	3.399.660
ARCELİK	2006-4	399.960	3.339.666	2.939.706
ARCELİK	2007-1	399.960	3.699.630	3.299.670
ARCELİK	2007-2	399.960	4.479.552	4.079.592
ARCELİK	2007-3	399.960	3.919.608	3.519.648
ARCELİK	2007-4	399.960	3.259.674	2.859.714
ARCELİK	2008-1	399.960	2.119.788	1.719.828
ARCELİK	2008-2	399.960	1.711.829	1.311.869
ARCELİK	2008-3	399.960	1.399.860	999.900
ARCELİK	2008-4	399.960	838.918	438.958
ARCELİK	2009-1	399.960	731.927	331.967
ARCELİK	2009-2	675.728	1.537.646	861.918
ARCELİK	2009-3	675.728	2.905.631	2.229.903
ARCELİK	2009-4	675.728	3.953.010	3.277.282

ŞİRKET	TARİH	SERMAYE	PİYASA DEĞERİ	MVA
DOHOL	2001-1	251.173	256.036	4.863
DOHOL	2001-2	251.381	451.554	200.173
DOHOL	2001-3	251.381	251.381	0
DOHOL	2001-4	251.381	571.891	320.510
DOHOL	2002-1	251.381	571.891	320.510
DOHOL	2002-2	251.381	502.761	251.381
DOHOL	2002-3	251.381	446.201	194.820
DOHOL	2002-4	452.485	588.231	135.746
DOHOL	2003-1	452.485	475.109	22.624
DOHOL	2003-2	588.231	511.308	-76.922
DOHOL	2003-3	588.231	788.229	199.998
DOHOL	2003-4	588.231	1.573.517	985.286
DOHOL	2004-1	588.231	1.867.632	1.279.401
DOHOL	2004-2	735.288	1.519.105	783.817
DOHOL	2004-3	735.288	1.985.278	1.249.990
DOHOL	2004-4	735.288	2.102.924	1.367.636
DOHOL	2005-1	735.288	2.588.214	1.852.926
DOHOL	2005-2	735.288	2.470.568	1.735.280
DOHOL	2005-3	735.288	2.764.684	2.029.395
DOHOL	2005-4	735.288	3.191.151	2.455.863
DOHOL	2006-1	735.288	4.522.022	3.786.734
DOHOL	2006-2	735.288	4.301.436	3.566.148
DOHOL	2006-3	1.500.000	4.374.965	2.874.965
DOHOL	2006-4	1.500.000	3.345.000	1.845.000
DOHOL	2007-1	1.500.000	3.495.000	1.995.000
DOHOL	2007-2	1.500.000	3.990.000	2.490.000
DOHOL	2007-3	1.500.000	3.960.000	2.460.000
DOHOL	2007-4	1.500.000	3.330.000	1.830.000
DOHOL	2008-1	1.500.000	2.010.000	510.000
DOHOL	2008-2	1.500.000	2.235.000	735.000
DOHOL	2008-3	1.500.000	2.220.000	720.000
DOHOL	2008-4	2.450.000	1.545.000	-905.000
DOHOL	2009-1	2.450.000	1.347.500	-1.102.500
DOHOL	2009-2	2.450.000	2.744.000	294.000
DOHOL	2009-3	2.450.000	2.744.000	294.000
DOHOL	2009-4	2.450.000	2.523.500	73.500

ŞİRKET	TARİH	SERMAYE	PİYASA DEĞERİ	MVA
DYHOL	2001-1	101.246	248.053	146.807
DYHOL	2001-2	202.493	399.923	197.430
DYHOL	2001-3	202.493	159.969	-42.523
DYHOL	2001-4	202.493	470.795	268.303
DYHOL	2002-1	202.493	511.294	308.801
DYHOL	2002-2	230.841	617.602	386.761
DYHOL	2002-3	230.841	519.393	288.552
DYHOL	2002-4	230.841	559.791	328.949
DYHOL	2003-1	230.841	450.141	219.299
DYHOL	2003-2	300.094	512.468	212.374
DYHOL	2003-3	300.094	855.268	555.174
DYHOL	2003-4	300.094	1.620.507	1.320.413
DYHOL	2004-1	300.094	1.560.488	1.260.394
DYHOL	2004-2	300.094	1.365.427	1.065.333
DYHOL	2004-3	300.094	1.545.484	1.245.390
DYHOL	2004-4	552.000	1.830.573	1.278.573
DYHOL	2005-1	552.000	2.042.400	1.490.400
DYHOL	2005-2	576.021	1.935.431	1.359.410
DYHOL	2005-3	576.021	2.016.074	1.440.053
DYHOL	2005-4	576.021	3.024.111	2.448.090
DYHOL	2006-1	608.500	3.810.051	3.201.551
DYHOL	2006-2	608.500	3.285.900	2.677.400
DYHOL	2006-3	608.500	2.945.140	2.336.640
DYHOL	2006-4	608.500	3.030.330	2.421.830
DYHOL	2007-1	608.500	3.103.350	2.494.850
DYHOL	2007-2	608.500	3.225.050	2.616.550
DYHOL	2007-3	618.500	3.133.775	2.515.275
DYHOL	2007-4	618.500	2.944.060	2.325.560
DYHOL	2008-1	618.500	1.410.180	791.680
DYHOL	2008-2	618.500	884.455	265.955
DYHOL	2008-3	618.500	884.455	265.955
DYHOL	2008-4	618.500	408.210	-210.290
DYHOL	2009-1	618.500	333.990	-284.510
DYHOL	2009-2	618.500	909.195	290.695
DYHOL	2009-3	802.000	866.160	64.160
DYHOL	2009-4	802.000	1.114.780	312.780

ŞİRKET	TARİH	SERMAYE	PİYASA DEĞERİ	MVA
EREGL	2001-1	44.352	454.608	410.256
EREGL	2001-2	44.352	654.192	609.840
EREGL	2001-3	44.352	576.576	532.224
EREGL	2001-4	44.352	809.424	765.072
EREGL	2002-1	44.352	665.280	620.928
EREGL	2002-2	44.352	676.368	632.016
EREGL	2002-3	44.352	698.544	654.192
EREGL	2002-4	44.352	742.896	698.544
EREGL	2003-1	44.352	665.280	620.928
EREGL	2003-2	44.352	855.994	811.642
EREGL	2003-3	44.352	1.219.680	1.175.328
EREGL	2003-4	44.352	1.840.608	1.796.256
EREGL	2004-1	44.352	2.260.512	2.216.160
EREGL	2004-2	487.872	1.841.717	1.353.845
EREGL	2004-3	487.872	2.683.296	2.195.424
EREGL	2004-4	487.872	2.976.019	2.488.147
EREGL	2005-1	487.872	3.146.774	2.658.902
EREGL	2005-2	487.872	2.829.658	2.341.786
EREGL	2005-3	487.872	4.342.061	3.854.189
EREGL	2005-4	487.872	4.268.880	3.781.008
EREGL	2006-1	487.872	4.000.550	3.512.678
EREGL	2006-2	487.872	3.683.434	3.195.562
EREGL	2006-3	487.872	3.293.136	2.805.264
EREGL	2006-4	487.872	4.390.848	3.902.976
EREGL	2007-1	487.872	6.781.421	6.293.549
EREGL	2007-2	844.019	6.709.947	5.865.929
EREGL	2007-3	114.881	9.537.409	9.422.528
EREGL	2007-4	844.018	8.693.391	7.849.373
EREGL	2008-1	844.019	7.891.573	7.047.554
EREGL	2008-2	1.148.813	11.488.125	10.339.313
EREGL	2008-3	114.881	6.663.113	6.548.231
EREGL	2008-4	1.148.812	4.733.108	3.584.296
EREGL	2009-1	1.148.813	3.584.295	2.435.483
EREGL	2009-2	1.148.813	5.100.728	3.951.915
EREGL	2009-3	1.600.000	7.352.400	5.752.400
EREGL	2009-4	1.600.000	7.200.000	5.600.000

ŞİRKET	TARİH	SERMAYE	PİYASA DEĞERİ	MVA
FINBN	2001-1	120.175	118.973	-1.202
FINBN	2001-2	194.200	398.110	203.910
FINBN	2001-3	194.200	209.000	14.800
FINBN	2001-4	275.000	350.625	75.625
FINBN	2002-1	275.000	217.250	-57.750
FINBN	2002-2	275.000	170.500	-104.500
FINBN	2002-3	275.000	170.500	-104.500
FINBN	2002-4	354.905	276.826	-78.079
FINBN	2003-1	354.905	294.571	-60.334
FINBN	2003-2	354.905	351.356	-3.549
FINBN	2003-3	354.905	337.160	-17.745
FINBN	2003-4	425.220	667.595	242.375
FINBN	2004-1	425.220	731.378	306.158
FINBN	2004-2	425.220	654.839	229.619
FINBN	2004-3	590.000	885.000	295.000
FINBN	2004-4	590.000	1.427.800	837.800
FINBN	2005-1	590.000	1.923.400	1.333.400
FINBN	2005-2	590.000	3.481.000	2.891.000
FINBN	2005-3	590.000	4.248.000	3.658.000
FINBN	2005-4	950.000	5.652.500	4.702.500
FINBN	2006-1	950.000	7.315.000	6.365.000
FINBN	2006-2	1.250.000	7.315.000	6.065.000
FINBN	2006-3	1.250.000	7.500.000	6.250.000
FINBN	2006-4	1.250.000	7.375.000	6.125.000
FINBN	2007-1	1.250.000	7.375.000	6.125.000
FINBN	2007-2	1.400.000	7.437.500	6.037.500
FINBN	2007-3	1.500.000	7.140.000	5.640.000
FINBN	2007-4	140.000	7.350.000	7.210.000
FINBN	2008-1	1.400.000	7.000.000	5.600.000
FINBN	2008-2	1.400.000	5.488.000	4.088.000
FINBN	2008-3	1.500.000	7.000.000	5.500.000
FINBN	2008-4	1.500.000	6.360.000	4.860.000
FINBN	2009-1	1.500.000	7.170.000	5.670.000
FINBN	2009-2	1.500.000	7.725.000	6.225.000
FINBN	2009-3	1.575.000	11.497.500	9.922.500
FINBN	2009-4	1.575.000	9.528.750	7.953.750

ŞİRKET	TARİH	SERMAYE	PİYASA DEĞERİ	MVA
GARAN	2001-1	260.000	767.000	507.000
GARAN	2001-2	260.000	1.716.000	1.456.000
GARAN	2001-3	750.000	993.750	243.750
GARAN	2001-4	750.000	1.987.500	1.237.500
GARAN	2002-1	750.000	2.025.000	1.275.000
GARAN	2002-2	750.000	1.537.500	787.500
GARAN	2002-3	750.000	1.148.034	398.034
GARAN	2002-4	791.748	1.702.257	910.509
GARAN	2003-1	791.748	1.266.796	475.048
GARAN	2003-2	822.038	1.520.155	698.117
GARAN	2003-3	822.038	2.096.196	1.274.158
GARAN	2003-4	822.038	3.370.355	2.548.317
GARAN	2004-1	822.038	3.884.128	3.062.090
GARAN	2004-2	822.038	3.637.517	2.815.479
GARAN	2004-3	1.200.000	4.151.290	2.951.290
GARAN	2004-4	1.200.000	5.112.000	3.912.000
GARAN	2005-1	1.200.000	6.144.000	4.944.000
GARAN	2005-2	2.100.000	6.900.000	4.800.000
GARAN	2005-3	2.100.000	8.442.000	6.342.000
GARAN	2005-4	2.100.000	10.416.000	8.316.000
GARAN	2006-1	2.100.000	10.500.000	8.400.000
GARAN	2006-2	2.100.000	8.274.000	6.174.000
GARAN	2006-3	2.100.000	9.534.000	7.434.000
GARAN	2006-4	2.100.000	9.828.000	7.728.000
GARAN	2007-1	2.100.000	13.125.000	11.025.000
GARAN	2007-2	2.100.000	16.065.000	13.965.000
GARAN	2007-3	4.200.000	19.425.000	15.225.000
GARAN	2007-4	2.100.000	22.050.000	19.950.000
GARAN	2008-1	2.100.000	12.600.000	10.500.000
GARAN	2008-2	2.100.000	11.844.000	9.744.000
GARAN	2008-3	4.200.000	12.264.000	8.064.000
GARAN	2008-4	4.200.000	10.920.000	6.720.000
GARAN	2009-1	4.200.000	9.912.000	5.712.000
GARAN	2009-2	4.200.000	17.556.000	13.356.000
GARAN	2009-3	4.200.000	23.520.000	19.320.000
GARAN	2009-4	4.200.000	26.670.000	22.470.000

ŞİRKET	TARİH	SERMAYE	PİYASA DEĞERİ	MVA
HURGZ	2001-1	62.188	146.142	83.954
HURGZ	2001-2	104.477	282.087	177.610
HURGZ	2001-3	104.477	216.789	112.312
HURGZ	2001-4	104.477	428.354	323.877
HURGZ	2002-1	104.477	532.830	428.354
HURGZ	2002-2	145.745	728.724	582.979
HURGZ	2002-3	145.745	510.107	364.362
HURGZ	2002-4	145.745	633.990	488.245
HURGZ	2003-1	145.745	422.660	276.915
HURGZ	2003-2	245.143	600.600	355.457
HURGZ	2003-3	245.143	747.685	502.542
HURGZ	2003-4	385.096	1.225.713	840.617
HURGZ	2004-1	410.141	1.146.042	735.901
HURGZ	2004-2	469.191	998.956	529.766
HURGZ	2004-3	474.304	1.135.623	661.319
HURGZ	2004-4	493.941	1.325.241	831.300
HURGZ	2005-1	416.743	1.225.223	808.481
HURGZ	2005-2	416.743	1.325.241	908.499
HURGZ	2005-3	416.743	1.666.970	1.250.228
HURGZ	2005-4	416.743	2.146.224	1.729.482
HURGZ	2006-1	416.743	2.146.224	1.729.482
HURGZ	2006-2	416.743	1.350.246	933.503
HURGZ	2006-3	416.743	1.583.622	1.166.879
HURGZ	2006-4	416.743	1.558.617	1.141.875
HURGZ	2007-1	416.743	1.750.319	1.333.576
HURGZ	2007-2	416.743	1.533.613	1.116.870
HURGZ	2007-3	460.000	1.608.627	1.148.627
HURGZ	2007-4	421.000	1.524.020	1.103.020
HURGZ	2008-1	421.000	858.840	437.840
HURGZ	2008-2	460.000	606.240	146.240
HURGZ	2008-3	460.000	598.000	138.000
HURGZ	2008-4	460.000	299.000	-161.000
HURGZ	2009-1	460.000	276.000	-184.000
HURGZ	2009-2	460.000	538.200	78.200
HURGZ	2009-3	552.000	739.680	187.680
HURGZ	2009-4	552.000	1.032.240	480.240

ŞİRKET	TARİH	SERMAYE	PİYASA DEĞERİ	MVA
ISCTR	2001-1	558.964	5.309.873	4.750.909
ISCTR	2001-2	558.964	7.294.883	6.735.919
ISCTR	2001-3	810.573	4.133.767	3.323.194
ISCTR	2001-4	810.573	6.565.394	5.754.821
ISCTR	2002-1	810.573	5.916.960	5.106.387
ISCTR	2002-2	810.573	3.323.224	2.512.651
ISCTR	2002-3	810.573	2.715.317	1.904.744
ISCTR	2002-4	810.573	3.525.860	2.715.287
ISCTR	2003-1	810.573	3.201.643	2.391.070
ISCTR	2003-2	810.573	3.647.441	2.836.868
ISCTR	2003-3	810.573	5.146.945	4.336.372
ISCTR	2003-4	1.426.724	8.132.155	6.705.431
ISCTR	2004-1	1.426.724	8.417.493	6.990.769
ISCTR	2004-2	1.426.724	7.704.147	6.277.423
ISCTR	2004-3	1.640.757	9.024.000	7.383.243
ISCTR	2004-4	1.640.757	12.223.418	10.582.661
ISCTR	2005-1	1.640.757	12.797.673	11.156.916
ISCTR	2005-2	1.640.757	12.797.673	11.156.916
ISCTR	2005-3	1.968.942	18.409.326	16.440.384
ISCTR	2005-4	1.968.942	23.430.052	21.461.110
ISCTR	2006-1	1.968.942	22.051.814	20.082.872
ISCTR	2006-2	1.968.942	15.357.513	13.388.571
ISCTR	2006-3	2.756.585	15.751.295	12.994.710
ISCTR	2006-4	2.756.585	17.917.608	15.161.023
ISCTR	2007-1	2.756.585	18.331.091	15.574.506
ISCTR	2007-2	2.756.585	17.366.297	14.609.712
ISCTR	2007-3	2.756.585	20.122.852	17.366.267
ISCTR	2007-4	2.756.585	20.260.679	17.504.094
ISCTR	2008-1	2.756.585	13.617.382	10.860.797
ISCTR	2008-2	2.756.585	11.026.220	8.269.635
ISCTR	2008-3	2.756.585	14.609.742	11.853.157
ISCTR	2008-4	2.756.585	11.301.876	8.545.291
ISCTR	2009-1	2.756.585	10.309.516	7.552.931
ISCTR	2009-2	3.079.639	13.981.423	10.901.784
ISCTR	2009-3	3.079.639	17.861.730	14.782.091
ISCTR	2009-4	3.079.639	19.401.535	16.321.896

ŞİRKET	TARİH	SERMAYE	PİYASA DEĞERİ	MVA
ISGYO	2001-1	91.000	131.950	40.950
ISGYO	2001-2	127.400	178.360	50.960
ISGYO	2001-3	189.405	221.549	32.144
ISGYO	2001-4	235.690	306.397	70.707
ISGYO	2002-1	235.690	241.582	5.892
ISGYO	2002-2	235.690	181.481	-54.209
ISGYO	2002-3	235.690	169.697	-65.993
ISGYO	2002-4	235.690	190.909	-44.781
ISGYO	2003-1	235.690	169.697	-65.993
ISGYO	2003-2	235.690	207.407	-28.283
ISGYO	2003-3	235.690	226.262	-9.428
ISGYO	2003-4	235.690	306.397	70.707
ISGYO	2004-1	235.690	403.030	167.340
ISGYO	2004-2	235.690	339.394	103.704
ISGYO	2004-3	235.690	558.585	322.895
ISGYO	2004-4	329.966	633.535	303.569
ISGYO	2005-1	329.966	633.535	303.569
ISGYO	2005-2	329.966	716.026	386.060
ISGYO	2005-3	329.966	864.511	534.545
ISGYO	2005-4	329.966	956.901	626.935
ISGYO	2006-1	329.966	1.102.086	772.120
ISGYO	2006-2	329.966	791.918	461.952
ISGYO	2006-3	329.966	884.309	554.343
ISGYO	2006-4	329.966	956.901	626.935
ISGYO	2007-1	329.966	1.036.093	706.127
ISGYO	2007-2	450.000	963.000	513.000
ISGYO	2007-3	450.000	936.000	486.000
ISGYO	2007-4	450.000	774.000	324.000
ISGYO	2008-1	450.000	459.000	9.000
ISGYO	2008-2	450.000	391.500	-58.500
ISGYO	2008-3	450.000	409.500	-40.500
ISGYO	2008-4	450.000	315.000	-135.000
ISGYO	2009-1	450.000	432.000	-18.000
ISGYO	2009-2	450.000	481.500	31.500
ISGYO	2009-3	450.000	738.000	288.000
ISGYO	2009-4	450.000	742.500	292.500

ŞİRKET	TARİH	SERMAYE	PİYASA DEĞERİ	MVA
KCHOL	2001-1	85.470	1.891.015	1.805.545
KCHOL	2001-2	85.470	2.820.497	2.735.027
KCHOL	2001-3	101.578	2.082.349	1.980.771
KCHOL	2001-4	101.578	3.859.964	3.758.386
KCHOL	2002-1	101.578	3.301.285	3.199.707
KCHOL	2002-2	203.156	3.352.074	3.148.918
KCHOL	2002-3	203.156	3.148.918	2.945.762
KCHOL	2002-4	203.156	3.504.441	3.301.285
KCHOL	2003-1	203.156	2.793.395	2.590.239
KCHOL	2003-2	243.787	3.022.961	2.779.174
KCHOL	2003-3	242.787	3.973.731	3.730.944
KCHOL	2003-4	789.750	6.566.645	5.776.895
KCHOL	2004-1	789.750	6.120.563	5.330.813
KCHOL	2004-2	789.750	5.291.325	4.501.575
KCHOL	2004-3	789.750	694.980	-94.770
KCHOL	2004-4	1.000.000	6.949.800	5.949.800
KCHOL	2005-1	1.000.000	5.857.950	4.857.950
KCHOL	2005-2	1.000.000	5.900.000	4.900.000
KCHOL	2005-3	1.150.000	7.015.000	5.865.000
KCHOL	2005-4	1.150.000	7.187.500	6.037.500
KCHOL	2006-1	1.150.000	822.250	-327.750
KCHOL	2006-2	1.265.000	5.970.800	4.705.800
KCHOL	2006-3	1.265.000	6.173.200	4.908.200
KCHOL	2006-4	1.265.000	6.957.500	5.692.500
KCHOL	2007-1	1.265.000	7.969.500	6.704.500
KCHOL	2007-2	1.745.700	9.426.780	7.681.080
KCHOL	2007-3	2.012.618	11.085.195	9.072.577
KCHOL	2007-4	1.745.700	11.085.195	9.339.495
KCHOL	2008-1	1.745.700	6.494.004	4.748.304
KCHOL	2008-2	2.007.555	6.705.234	4.697.679
KCHOL	2008-3	2.012.618	7.486.937	5.474.319
KCHOL	2008-4	2.012.618	5.273.058	3.260.440
KCHOL	2009-1	2.012.618	4.709.525	2.696.907
KCHOL	2009-2	2.415.141	6.424.275	4.009.134
KCHOL	2009-3	2.415.141	9.419.050	7.003.909
KCHOL	2009-4	2.415.141	10.674.923	8.259.782

ŞİRKET	TARİH	SERMAYE	PİYASA DEĞERİ	MVA
PETKİM	2001-1	117.000	1.287.000	1.170.000
PETKİM	2001-2	117.000	1.462.500	1.345.500
PETKİM	2001-3	204.750	962.325	757.575
PETKİM	2001-4	204.750	1.740.375	1.535.625
PETKİM	2002-1	204.750	1.330.875	1.126.125
PETKİM	2002-2	204.750	1.044.225	839.475
PETKİM	2002-3	204.750	1.054.463	849.713
PETKİM	2002-4	204.750	1.187.550	982.800
PETKİM	2003-1	204.750	1.433.250	1.228.500
PETKİM	2003-2	204.750	1.208.025	1.003.275
PETKİM	2003-3	204.750	1.074.938	870.188
PETKİM	2003-4	204.750	1.208.025	1.003.275
PETKİM	2004-1	204.750	1.248.975	1.044.225
PETKİM	2004-2	204.750	1.074.938	870.188
PETKİM	2004-3	204.750	1.167.075	962.325
PETKİM	2004-4	204.750	1.341.113	1.136.363
PETKİM	2005-1	204.750	1.208.025	1.003.275
PETKİM	2005-2	204.750	1.197.788	993.038
PETKİM	2005-3	204.750	1.392.300	1.187.550
PETKİM	2005-4	204.750	1.586.813	1.382.063
PETKİM	2006-1	204.750	1.279.688	1.074.938
PETKİM	2006-2	204.750	1.044.225	839.475
PETKİM	2006-3	204.750	1.036.035	831.285
PETKİM	2006-4	204.750	1.044.225	839.475
PETKİM	2007-1	204.750	1.443.488	1.238.738
PETKİM	2007-2	204.750	1.832.513	1.627.763
PETKİM	2007-3	204.750	1.934.888	1.730.138
PETKİM	2007-4	204.750	1.760.850	1.556.100
PETKİM	2008-1	204.750	1.330.875	1.126.125
PETKİM	2008-2	204.750	1.023.750	819.000
PETKİM	2008-3	204.750	892.710	687.960
PETKİM	2008-4	204.750	945.945	741.195
PETKİM	2009-1	204.750	835.380	630.630
PETKİM	2009-2	204.750	1.330.875	1.126.125
PETKİM	2009-3	204.750	1.535.625	1.330.875
PETKİM	2009-4	204.750	1.494.675	1.289.925

ŞİRKET	TARİH	SERMAYE	PİYASA DEĞERİ	MVA
PTOFS	2001-1	50.000	1.425.000	1.375.000
PTOFS	2001-2	50.000	2.225.000	2.175.000
PTOFS	2001-3	50.000	2.175.000	2.125.000
PTOFS	2001-4	50.000	3.100.000	3.050.000
PTOFS	2002-1	50.000	1.450.000	1.400.000
PTOFS	2002-2	50.000	1.250.000	1.200.000
PTOFS	2002-3	50.000	925.000	875.000
PTOFS	2002-4	252.441	1.725.000	1.472.559
PTOFS	2003-1	252.441	1.337.939	1.085.498
PTOFS	2003-2	300.000	1.200.000	900.000
PTOFS	2003-3	300.000	1.252.500	952.500
PTOFS	2003-4	300.000	1.485.000	1.185.000
PTOFS	2004-1	300.000	1.755.000	1.455.000
PTOFS	2004-2	300.000	1.402.500	1.102.500
PTOFS	2004-3	345.000	1.794.000	1.449.000
PTOFS	2004-4	345.000	1.545.600	1.200.600
PTOFS	2005-1	345.000	1.511.100	1.166.100
PTOFS	2005-2	417.450	1.719.894	1.302.444
PTOFS	2005-3	417.450	1.861.827	1.444.377
PTOFS	2005-4	417.450	2.588.190	2.170.740
PTOFS	2006-1	417.450	3.715.305	3.297.855
PTOFS	2006-2	417.450	2.295.975	1.878.525
PTOFS	2006-3	417.450	1.995.411	1.577.961
PTOFS	2006-4	417.450	1.911.921	1.494.471
PTOFS	2007-1	417.450	2.421.210	2.003.760
PTOFS	2007-2	492.000	2.706.000	2.214.000
PTOFS	2007-3	550.000	3.025.800	2.475.800
PTOFS	2007-4	492.000	2.976.600	2.484.600
PTOFS	2008-1	492.000	2.681.400	2.189.400
PTOFS	2008-2	550.000	2.717.000	2.167.000
PTOFS	2008-3	550.000	3.025.000	2.475.000
PTOFS	2008-4	550.000	1.518.000	968.000
PTOFS	2009-1	550.000	2.101.000	1.551.000
PTOFS	2009-2	577.500	2.974.125	2.396.625
PTOFS	2009-3	577.500	4.186.875	3.609.375
PTOFS	2009-4	577.500	3.320.625	2.743.125

ŞİRKET	TARİH	SERMAYE	PİYASA DEĞERİ	MVA
SAHOL	2001-1	600.000	2.340.000	1.740.000
SAHOL	2001-2	600.000	3.180.000	2.580.000
SAHOL	2001-3	600.000	2.400.000	1.800.000
SAHOL	2001-4	600.000	4.740.000	4.140.000
SAHOL	2002-1	800.000	3.720.000	2.920.000
SAHOL	2002-2	800.000	3.240.000	2.440.000
SAHOL	2002-3	800.000	3.000.000	2.200.000
SAHOL	2002-4	800.000	3.480.000	2.680.000
SAHOL	2003-1	1.000.000	3.190.000	2.190.000
SAHOL	2003-2	1.000.000	3.400.000	2.400.000
SAHOL	2003-3	1.000.000	4.600.000	3.600.000
SAHOL	2003-4	1.000.000	6.650.000	5.650.000
SAHOL	2004-1	1.200.000	6.250.000	5.050.000
SAHOL	2004-2	1.200.000	5.280.000	4.080.000
SAHOL	2004-3	1.200.000	6.480.000	5.280.000
SAHOL	2004-4	1.200.000	6.300.000	5.100.000
SAHOL	2005-1	1.200.000	5.616.000	4.416.000
SAHOL	2005-2	1.200.000	6.180.000	4.980.000
SAHOL	2005-3	1.200.000	8.340.000	7.140.000
SAHOL	2005-4	1.200.000	9.060.000	7.860.000
SAHOL	2006-1	1.800.000	11.400.000	9.600.000
SAHOL	2006-2	1.800.000	7.704.000	5.904.000
SAHOL	2006-3	1.800.000	9.540.000	7.740.000
SAHOL	2006-4	1.800.000	9.990.000	8.190.000
SAHOL	2007-1	1.800.000	10.260.000	8.460.000
SAHOL	2007-2	1.800.000	11.970.000	10.170.000
SAHOL	2007-3	1.800.000	14.130.000	12.330.000
SAHOL	2007-4	1.800.000	11.610.000	9.810.000
SAHOL	2008-1	1.800.000	7.488.000	5.688.000
SAHOL	2008-2	1.800.000	7.524.000	5.724.000
SAHOL	2008-3	1.800.000	8.064.000	6.264.000
SAHOL	2008-4	1.800.000	6.300.000	4.500.000
SAHOL	2009-1	1.800.000	5.148.000	3.348.000
SAHOL	2009-2	1.900.000	7.866.000	5.966.000
SAHOL	2009-3	1.900.000	10.925.000	9.025.000
SAHOL	2009-4	1.900.000	10.925.000	9.025.000

ŞİRKET	TARİH	SERMAYE	PİYASA DEĞERİ	MVA
SISE	2001-1	84.160	349.039	264.879
SISE	2001-2	84.160	365.861	281.701
SISE	2001-3	84.106	227.086	142.980
SISE	2001-4	84.106	487.815	403.709
SISE	2002-1	285.000	429.603	144.603
SISE	2002-2	285.000	356.250	71.250
SISE	2002-3	285.000	377.625	92.625
SISE	2002-4	285.000	441.750	156.750
SISE	2003-1	285.000	434.625	149.625
SISE	2003-2	285.000	487.350	202.350
SISE	2003-3	285.000	561.450	276.450
SISE	2003-4	285.000	798.000	513.000
SISE	2004-1	285.000	1.111.500	826.500
SISE	2004-2	403.000	1.108.250	705.250
SISE	2004-3	423.500	1.397.550	974.050
SISE	2004-4	423.500	1.575.420	1.151.920
SISE	2005-1	423.500	1.431.430	1.007.930
SISE	2005-2	423.500	1.651.650	1.228.150
SISE	2005-3	423.500	1.812.580	1.389.080
SISE	2005-4	423.500	1.973.510	1.550.010
SISE	2006-1	423.500	2.435.125	2.011.625
SISE	2006-2	423.500	1.829.520	1.406.020
SISE	2006-3	423.500	2.075.150	1.651.650
SISE	2006-4	423.500	2.117.500	1.694.000
SISE	2007-1	423.500	2.244.550	1.821.050
SISE	2007-2	423.500	2.329.250	1.905.750
SISE	2007-3	1.006.222	2.541.000	1.534.778
SISE	2007-4	1.006.222	2.240.622	1.234.400
SISE	2008-1	423.500	1.660.267	1.236.767
SISE	2008-2	1.006.222	1.308.089	301.867
SISE	2008-3	1.006.222	1.509.333	503.111
SISE	2008-4	1.006.222	1.096.782	90.560
SISE	2009-1	1.006.222	1.006.222	0
SISE	2009-2	1.100.000	1.386.000	286.000
SISE	2009-3	1.100.000	1.738.000	638.000
SISE	2009-4	1.100.000	2.057.000	957.000

ŞİRKET	TARİH	SERMAYE	PİYASA DEĞERİ	MVA
SKBNK	2001-1	30.000	40.000	10.000
SKBNK	2001-2	50.000	66.250	16.250
SKBNK	2001-3	50.000	55.714	5.714
SKBNK	2001-4	50.000	88.000	38.000
SKBNK	2002-1	50.000	90.000	40.000
SKBNK	2002-2	50.000	68.000	18.000
SKBNK	2002-3	50.000	56.240	6.240
SKBNK	2002-4	76.000	58.520	-17.480
SKBNK	2003-1	76.000	55.480	-20.520
SKBNK	2003-2	76.000	71.440	-4.560
SKBNK	2003-3	76.000	62.320	-13.680
SKBNK	2003-4	76.000	96.900	20.900
SKBNK	2004-1	85.000	128.350	43.350
SKBNK	2004-2	85.000	102.000	17.000
SKBNK	2004-3	85.000	136.850	51.850
SKBNK	2004-4	125.000	244.800	119.800
SKBNK	2005-1	125.000	412.500	287.500
SKBNK	2005-2	125.000	495.000	370.000
SKBNK	2005-3	125.000	597.500	472.500
SKBNK	2005-4	125.000	631.250	506.250
SKBNK	2006-1	125.000	825.000	700.000
SKBNK	2006-2	125.000	687.500	562.500
SKBNK	2006-3	125.000	610.000	485.000
SKBNK	2006-4	125.000	595.000	470.000
SKBNK	2007-1	125.000	775.000	650.000
SKBNK	2007-2	125.000	1.187.500	1.062.500
SKBNK	2007-3	400.000	1.936.000	1.536.000
SKBNK	2007-4	400.000	2.080.000	1.680.000
SKBNK	2008-1	400.000	1.016.000	616.000
SKBNK	2008-2	400.000	952.000	552.000
SKBNK	2008-3	400.000	740.000	340.000
SKBNK	2008-4	400.000	436.000	36.000
SKBNK	2009-1	400.000	376.000	-24.000
SKBNK	2009-2	500.000	805.000	305.000
SKBNK	2009-3	500.000	1.250.000	750.000
SKBNK	2009-4	500.000	1.290.000	790.000

ŞİRKET	TARİH	SERMAYE	PİYASA DEĞERİ	MVA
THYAO	2001-1	175.000	1.432.532	1.257.532
THYAO	2001-2	175.000	1.680.000	1.505.000
THYAO	2001-3	175.000	840.000	665.000
THYAO	2001-4	175.000	1.365.000	1.190.000
THYAO	2002-1	175.000	1.085.000	910.000
THYAO	2002-2	175.000	892.500	717.500
THYAO	2002-3	175.000	892.500	717.500
THYAO	2002-4	175.000	1.032.500	857.500
THYAO	2003-1	175.000	1.015.000	840.000
THYAO	2003-2	175.000	1.102.500	927.500
THYAO	2003-3	175.000	1.032.500	857.500
THYAO	2003-4	175.000	1.356.250	1.181.250
THYAO	2004-1	175.000	1.566.250	1.391.250
THYAO	2004-2	175.000	1.286.250	1.111.250
THYAO	2004-3	175.000	1.505.000	1.330.000
THYAO	2004-4	175.000	1.391.250	1.216.250
THYAO	2005-1	175.000	1.128.750	953.750
THYAO	2005-2	175.000	1.321.250	1.146.250
THYAO	2005-3	175.000	1.260.000	1.085.000
THYAO	2005-4	175.000	1.513.750	1.338.750
THYAO	2006-1	175.000	1.295.000	1.120.000
THYAO	2006-2	175.000	953.750	778.750
THYAO	2006-3	175.000	1.058.750	883.750
THYAO	2006-4	175.000	1.067.500	892.500
THYAO	2007-1	175.000	1.225.000	1.050.000
THYAO	2007-2	175.000	1.706.250	1.531.250
THYAO	2007-3	175.000	1.645.000	1.470.000
THYAO	2007-4	175.000	1.505.000	1.330.000
THYAO	2008-1	175.000	1.093.750	918.750
THYAO	2008-2	175.000	875.000	700.000
THYAO	2008-3	175.000	1.181.250	1.006.250
THYAO	2008-4	175.000	997.500	822.500
THYAO	2009-1	175.000	1.146.250	971.250
THYAO	2009-2	875.000	2.030.000	1.155.000
THYAO	2009-3	875.000	3.377.500	2.502.500
THYAO	2009-4	875.000	4.987.500	4.112.500

ŞİRKET	TARİH	SERMAYE	PİYASA DEĞERİ	MVA
TOFAS	2001-1	63.504	355.622	292.118
TOFAS	2001-2	68.165	702.101	633.936
TOFAS	2001-3	68.165	586.220	518.055
TOFAS	2001-4	170.413	886.147	715.734
TOFAS	2002-1	170.413	775.379	604.966
TOFAS	2002-2	170.413	698.693	528.280
TOFAS	2002-3	170.413	451.594	281.181
TOFAS	2002-4	170.413	570.883	400.470
TOFAS	2003-1	170.413	639.048	468.635
TOFAS	2003-2	450.000	742.500	292.500
TOFAS	2003-3	450.000	891.000	441.000
TOFAS	2003-4	701.566	1.395.000	693.434
TOFAS	2004-1	747.168	1.473.750	726.582
TOFAS	2004-2	758.393	1.147.500	389.107
TOFAS	2004-3	766.812	1.620.000	853.188
TOFAS	2004-4	798.382	1.233.000	434.618
TOFAS	2005-1	450.000	1.111.500	661.500
TOFAS	2005-2	500.000	1.021.500	521.500
TOFAS	2005-3	500.000	1.250.000	750.000
TOFAS	2005-4	500.000	1.420.000	920.000
TOFAS	2006-1	500.000	2.130.000	1.630.000
TOFAS	2006-2	500.000	2.070.000	1.570.000
TOFAS	2006-3	500.000	2.060.000	1.560.000
TOFAS	2006-4	500.000	2.450.000	1.950.000
TOFAS	2007-1	500.000	2.575.000	2.075.000
TOFAS	2007-2	500.000	3.125.000	2.625.000
TOFAS	2007-3	500.000	3.050.000	2.550.000
TOFAS	2007-4	500.000	3.075.000	2.575.000
TOFAS	2008-1	500.000	2.150.000	1.650.000
TOFAS	2008-2	500.000	1.780.000	1.280.000
TOFAS	2008-3	500.000	1.275.000	775.000
TOFAS	2008-4	500.000	575.000	75.000
TOFAS	2009-1	500.000	730.000	230.000
TOFAS	2009-2	500.000	1.350.000	850.000
TOFAS	2009-3	500.000	2.090.000	1.590.000
TOFAS	2009-4	500.000	2.360.000	1.860.000

ŞİRKET	TARİH	SERMAYE	PİYASA DEĞERİ	MVA
TCELL	2001-1	263.766	3.240.000	2.976.234
TCELL	2001-2	500.000	3.890.552	3.390.552
TCELL	2001-3	500.000	2.025.000	1.525.000
TCELL	2001-4	500.000	6.250.000	5.750.000
TCELL	2002-1	500.000	4.200.000	3.700.000
TCELL	2002-2	500.000	3.550.000	3.050.000
TCELL	2002-3	500.000	3.850.000	3.350.000
TCELL	2002-4	500.000	4.850.000	4.350.000
TCELL	2003-1	500.000	4.350.000	3.850.000
TCELL	2003-2	500.000	4.750.000	4.250.000
TCELL	2003-3	500.000	4.775.000	4.275.000
TCELL	2003-4	500.000	7.000.000	6.500.000
TCELL	2004-1	500.000	9.350.000	8.850.000
TCELL	2004-2	1.474.639	9.150.000	7.675.361
TCELL	2004-3	1.474.639	9.880.084	8.405.444
TCELL	2004-4	1.474.639	13.861.610	12.386.971
TCELL	2005-1	1.474.639	13.640.414	12.165.775
TCELL	2005-2	1.854.887	12.242.256	10.387.369
TCELL	2005-3	1.854.887	13.726.166	11.871.279
TCELL	2005-4	1.854.887	15.302.821	13.447.934
TCELL	2006-1	1.854.887	15.952.031	14.097.144
TCELL	2006-2	2.200.000	15.950.000	13.750.000
TCELL	2006-3	2.200.000	17.160.000	14.960.000
TCELL	2006-4	2.200.000	15.730.000	13.530.000
TCELL	2007-1	2.200.000	15.180.000	12.980.000
TCELL	2007-2	2.200.000	19.800.000	17.600.000
TCELL	2007-3	2.200.000	22.660.000	20.460.000
TCELL	2007-4	2.200.000	28.160.000	25.960.000
TCELL	2008-1	2.200.000	24.420.000	22.220.000
TCELL	2008-2	2.200.000	15.400.000	13.200.000
TCELL	2008-3	2.200.000	17.600.000	15.400.000
TCELL	2008-4	2.200.000	19.250.000	17.050.000
TCELL	2009-1	2.200.000	17.930.000	15.730.000
TCELL	2009-2	2.200.000	18.810.000	16.610.000
TCELL	2009-3	2.200.000	23.320.000	21.120.000
TCELL	2009-4	2.200.000	23.320.000	21.120.000

ŞİRKET	TARİH	SERMAYE	PİYASA DEĞERİ	MVA
TSKBNK	2001-1	38.500	21.175	-17.325
TSKBNK	2001-2	38.500	39.463	963
TSKBNK	2001-3	38.500	20.405	-18.095
TSKBNK	2001-4	38.500	36.190	-2.310
TSKBNK	2002-1	84.925	42.158	-42.768
TSKBNK	2002-2	84.925	45.010	-39.915
TSKBNK	2002-3	84.925	47.558	-37.367
TSKBNK	2002-4	114.000	69.540	-44.460
TSKBNK	2003-1	114.000	49.020	-64.980
TSKBNK	2003-2	114.000	76.380	-37.620
TSKBNK	2003-3	114.000	72.960	-41.040
TSKBNK	2003-4	114.000	125.400	11.400
TSKBNK	2004-1	114.000	132.240	18.240
TSKBNK	2004-2	114.000	116.280	2.280
TSKBNK	2004-3	142.500	163.875	21.375
TSKBNK	2004-4	142.500	186.675	44.175
TSKBNK	2005-1	142.500	421.800	279.300
TSKBNK	2005-2	200.000	410.000	210.000
TSKBNK	2005-3	200.000	724.000	524.000
TSKBNK	2005-4	200.000	940.000	740.000
TSKBNK	2006-1	200.000	1.004.000	804.000
TSKBNK	2006-2	300.000	630.000	330.000
TSKBNK	2006-3	300.000	846.000	546.000
TSKBNK	2006-4	300.000	774.000	474.000
TSKBNK	2007-1	300.000	864.000	564.000
TSKBNK	2007-2	400.000	816.000	416.000
TSKBNK	2007-3	500.000	864.000	364.000
TSKBNK	2007-4	400.000	772.000	372.000
TSKBNK	2008-1	400.000	484.000	84.000
TSKBNK	2008-2	500.000	445.000	-55.000
TSKBNK	2008-3	500.000	525.000	25.000
TSKBNK	2008-4	500.000	460.000	-40.000
TSKBNK	2009-1	500.000	360.000	-140.000
TSKBNK	2009-2	600.000	540.000	-60.000
TSKBNK	2009-3	600.000	882.000	282.000
TSKBNK	2009-4	600.000	1.092.000	492.000

ŞİRKET	TARİH	SERMAYE	PİYASA DEĞERİ	MVA
TUPRAS	2001-1	74.752	1.943.552	1.868.800
TUPRAS	2001-2	74.752	2.466.816	2.392.064
TUPRAS	2001-3	250.419	2.203.689	1.953.270
TUPRAS	2001-4	250.419	3.067.635	2.817.216
TUPRAS	2002-1	250.419	1.853.102	1.602.683
TUPRAS	2002-2	250.419	1.702.851	1.452.431
TUPRAS	2002-3	250.419	1.677.809	1.427.389
TUPRAS	2002-4	250.419	1.953.270	1.702.851
TUPRAS	2003-1	250.419	1.953.270	1.702.851
TUPRAS	2003-2	250.419	2.341.420	2.091.000
TUPRAS	2003-3	250.419	2.979.988	2.729.569
TUPRAS	2003-4	250.419	2.929.905	2.679.485
TUPRAS	2004-1	250.419	2.779.653	2.529.234
TUPRAS	2004-2	250.419	2.441.587	2.191.168
TUPRAS	2004-3	250.419	3.080.156	2.829.737
TUPRAS	2004-4	250.419	3.430.743	3.180.324
TUPRAS	2005-1	250.419	4.783.007	4.532.588
TUPRAS	2005-2	250.419	4.783.007	4.532.588
TUPRAS	2005-3	250.419	5.934.935	5.684.516
TUPRAS	2005-4	250.419	6.260.480	6.010.061
TUPRAS	2006-1	250.419	5.934.935	5.684.516
TUPRAS	2006-2	250.419	6.636.109	6.385.690
TUPRAS	2006-3	250.419	5.809.725	5.559.306
TUPRAS	2006-4	250.419	6.060.145	5.809.726
TUPRAS	2007-1	250.419	7.637.786	7.387.367
TUPRAS	2007-2	250.419	7.888.205	7.637.786
TUPRAS	2007-3	250.419	8.076.019	7.825.600
TUPRAS	2007-4	250.419	8.576.858	8.326.439
TUPRAS	2008-1	250.419	7.387.366	7.136.947
TUPRAS	2008-2	250.419	7.074.342	6.823.923
TUPRAS	2008-3	250.419	5.709.558	5.459.139
TUPRAS	2008-4	250.419	4.056.791	3.806.372
TUPRAS	2009-1	250.419	4.182.001	3.931.582
TUPRAS	2009-2	250.419	4.707.881	4.457.462
TUPRAS	2009-3	250.419	6.160.312	5.909.893
TUPRAS	2009-4	250.419	7.449.971	7.199.552

ŞİRKET	TARİH	SERMAYE	PİYASA DEĞERİ	MVA
VESTEL	2001-1	159.100	405.705	246.605
VESTEL	2001-2	159.100	509.120	350.020
VESTEL	2001-3	159.100	266.492	107.392
VESTEL	2001-4	159.100	588.670	429.570
VESTEL	2002-1	159.100	532.985	373.885
VESTEL	2002-2	159.100	501.165	342.065
VESTEL	2002-3	159.100	381.840	222.740
VESTEL	2002-4	159.100	501.165	342.065
VESTEL	2003-1	159.100	517.075	357.975
VESTEL	2003-2	159.100	568.782	409.682
VESTEL	2003-3	159.100	608.557	449.457
VESTEL	2003-4	159.100	938.689	779.589
VESTEL	2004-1	159.100	938.689	779.589
VESTEL	2004-2	159.100	723.904	564.805
VESTEL	2004-3	159.100	930.734	771.634
VESTEL	2004-4	159.100	827.319	668.220
VESTEL	2005-1	159.100	859.139	700.040
VESTEL	2005-2	159.100	776.407	617.308
VESTEL	2005-3	159.100	763.679	604.580
VESTEL	2005-4	159.100	819.364	660.265
VESTEL	2006-1	159.100	875.049	715.949
VESTEL	2006-2	159.100	550.486	391.386
VESTEL	2006-3	159.100	563.214	404.114
VESTEL	2006-4	159.100	585.488	426.388
VESTEL	2007-1	159.100	556.850	397.750
VESTEL	2007-2	159.100	499.574	340.474
VESTEL	2007-3	159.100	528.212	369.112
VESTEL	2007-4	159.100	461.390	302.290
VESTEL	2008-1	159.100	264.106	105.006
VESTEL	2008-2	159.100	313.427	154.327
VESTEL	2008-3	159.100	217.967	58.867
VESTEL	2008-4	175.456	149.138	-26.318
VESTEL	2009-1	175.456	142.120	-33.336
VESTEL	2009-2	335.456	506.539	171.083
VESTEL	2009-3	335.456	788.322	452.866
VESTEL	2009-4	335.456	872.186	536.730

ŞİRKET	TARİH	SERMAYE	PİYASA DEĞERİ	MVA
YKBNK	2001-1	501.563	1.404.376	902.813
YKBNK	2001-2	752.345	3.046.996	2.294.651
YKBNK	2001-3	752.345	1.692.775	940.430
YKBNK	2001-4	752.345	3.347.933	2.595.588
YKBNK	2002-1	752.345	2.971.761	2.219.416
YKBNK	2002-2	752.345	1.222.560	470.215
YKBNK	2002-3	752.345	808.770	56.425
YKBNK	2002-4	752.345	1.034.473	282.128
YKBNK	2003-1	752.345	1.072.091	319.746
YKBNK	2003-2	752.345	1.158.610	406.265
YKBNK	2003-3	752.345	1.211.274	458.929
YKBNK	2003-4	752.345	2.181.799	1.429.454
YKBNK	2004-1	752.345	2.783.675	2.031.330
YKBNK	2004-2	752.345	2.670.823	1.918.478
YKBNK	2004-3	752.345	2.971.761	2.219.416
YKBNK	2004-4	752.345	3.189.941	2.437.596
YKBNK	2005-1	752.345	4.062.661	3.310.316
YKBNK	2005-2	752.345	3.836.957	3.084.612
YKBNK	2005-3	752.345	4.213.130	3.460.785
YKBNK	2005-4	752.345	4.739.771	3.987.426
YKBNK	2006-1	1.896.663	5.341.647	3.444.984
YKBNK	2006-2	1.896.663	4.533.023	2.636.360
YKBNK	2006-3	1.896.663	5.045.122	3.148.459
YKBNK	2006-4	3.142.818	7.731.333	4.588.515
YKBNK	2007-1	3.149.450	9.239.886	6.090.436
YKBNK	2007-2	3.149.450	9.448.350	6.298.900
YKBNK	2007-3	3.427.051	12.282.855	8.855.804
YKBNK	2007-4	3.427.051	14.119.451	10.692.400
YKBNK	2008-1	3.427.051	8.841.792	5.414.741
YKBNK	2008-2	3.427.051	7.676.594	4.249.543
YKBNK	2008-3	3.427.051	11.128.451	7.701.400
YKBNK	2008-4	4.347.051	9.128.807	4.781.756
YKBNK	2009-1	4.347.051	7.433.457	3.086.406
YKBNK	2009-2	4.347.051	9.911.276	5.564.225
YKBNK	2009-3	4.347.051	14.084.446	9.737.395
YKBNK	2009-4	4.347.051	14.258.328	9.911.277

AKBANK

EK 4

r-EVA				
Dependent Variable: AK-BANK				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 07:47				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-3.41E-08	2.78E-08	-1.229.655	0.2273
C	-0.030033	0.082823	-0.362615	0.7191
R-squared	0.042579	Mean dependent var		0.056030
Adjusted R-squared	0.014419	S.D. dependent var		0.267651
S.E. of regression	0.265715	Akaike info criterion		0.241166
Sum squared resid	2.400.547	Schwarz criterion		0.329139
Log likelihood	-2.340.984	Hannan-Quinn criter.		0.271871
F-statistic	1.512.051	Durbin-Watson stat		2.651.518
Prob(F-statistic)	0.227268			
r-MVA				
Dependent Variable: AK-BANK				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 07:49				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MVA	3.33E-09	6.26E-09	0.532199	0.5980
C	0.018729	0.083330	0.224756	0.8235
R-squared	0.008262	Mean dependent var		0.056030
Adjusted R-squared	-0.020907	S.D. dependent var		0.267651
S.E. of regression	0.270435	Akaike info criterion		0.276381
Sum squared resid	2.486.590	Schwarz criterion		0.364355
Log likelihood	-2.974.865	Hannan-Quinn criter.		0.307086
F-statistic	0.283236	Durbin-Watson stat		2.710.443
Prob(F-statistic)	0.598049			
r-EVA-MVA				
Dependent Variable: AK-BANK				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 07:50				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-3.24E-08	2.87E-08	-1.131.243	0.2661
MVA	1.94E-09	6.36E-09	0.305841	0.7616
C	-0.047520	0.101572	-0.467847	0.6430
R-squared	0.045285	Mean dependent var		0.056030
Adjusted R-squared	-0.012577	S.D. dependent var		0.267651
S.E. of regression	0.269329	Akaike info criterion		0.293891
Sum squared resid	2.393.762	Schwarz criterion		0.425851
Log likelihood	-2.290.035	Hannan-Quinn criter.		0.339948
F-statistic	0.782639	Durbin-Watson stat		2.634.045
Prob(F-statistic)	0.465499			

ARCELIK

EK 4

r-EVA

Dependent Variable: ARCEL_K				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 07:52				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	2.02E-07	6.39E-07	0.316239	0.7538
C	0.024642	0.060527	0.407117	0.6865
R-squared	0.002933	Mean dependent var		0.029769
Adjusted R-squared	-0.026393	S.D. dependent var		0.345363
S.E. of regression	0.349891	Akaike info criterion		0.791562
Sum squared resid	4.162.405	Schwarz criterion		0.879536
Log likelihood	-1.224.812	Hannan-Quinn criter.		0.822267
F-statistic	0.100007	Durbin-Watson stat		1.972.606
Prob(F-statistic)	0.753755			

r-MVA

Dependent Variable: ARCEL_K				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 07:54				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MVA	6.32E-08	5.31E-08	1.190.497	0.2421
C	-0.106854	0.128236	-0.833265	0.4105
R-squared	0.040017	Mean dependent var		0.029769
Adjusted R-squared	0.011782	S.D. dependent var		0.345363
S.E. of regression	0.343323	Akaike info criterion		0.753660
Sum squared resid	4.007.593	Schwarz criterion		0.841633
Log likelihood	-1.156.588	Hannan-Quinn criter.		0.784365
F-statistic	1.417.283	Durbin-Watson stat		1.894.006
Prob(F-statistic)	0.242097			

r-EVA-MVA

Dependent Variable: ARCEL_K				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 07:55				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	5.68E-08	6.49E-07	0.087471	0.9308
MVA	6.22E-08	5.49E-08	1.132.577	0.2656
C	-0.106241	0.130338	-0.815123	0.4208
R-squared	0.040239	Mean dependent var		0.029769
Adjusted R-squared	-0.017928	S.D. dependent var		0.345363
S.E. of regression	0.348445	Akaike info criterion		0.808984
Sum squared resid	4.006.664	Schwarz criterion		0.940944
Log likelihood	-1.156.171	Hannan-Quinn criter.		0.855041
F-statistic	0.691784	Durbin-Watson stat		1.904.047
Prob(F-statistic)	0.507796			

DOHOL

EK 4

r-EVA

Dependent Variable: DOHOL				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 08:12				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-6.57E-07	2.71E-07	2.420.948	0.0210
C	-0.088776	0.088284	1.005.571	0.3217
R-squared	0.147036	Mean dependent var		0.045256
Adjusted R-squared	0.121949	S.D. dependent var		0.440327
S.E. of regression	0.412606	Akaike info criterion		1.121.305
Sum squared resid	5.788.285	Schwarz criterion		1.209.279
Log likelihood	-1.818.349	Hannan-Quinn criter.		1.152.010
F-statistic	5.860.991	Durbin-Watson stat		2.713.660
Prob(F-statistic)	0.020969			

r-MVA

Dependent Variable: DOHOL				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 08:13				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MVA	5.40E-08	6.36E-08	0.848221	0.4022
C	-0.009573	0.098019	-0.097669	0.9228
R-squared	0.020723	Mean dependent var		0.045256
Adjusted R-squared	-0.008080	S.D. dependent var		0.440327
S.E. of regression	0.442102	Akaike info criterion		1.259.403
Sum squared resid	6.645.456	Schwarz criterion		1.347.376
Log likelihood	-2.066.925	Hannan-Quinn criter.		1.290.108
F-statistic	0.719479	Durbin-Watson stat		2.556.661
Prob(F-statistic)	0.402247			

r-EVA-MVA

Dependent Variable: DOHOL				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 08:14				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-6.39E-07	2.75E-07	2.326.349	0.0263
MVA	4.07E-08	6.01E-08	0.676239	0.5036
C	-0.126483	0.105023	1.204.344	0.2370
R-squared	0.158694	Mean dependent var		0.045256
Adjusted R-squared	0.107706	S.D. dependent var		0.440327
S.E. of regression	0.415939	Akaike info criterion		1.163.098
Sum squared resid	5.709.170	Schwarz criterion		1.295.058
Log likelihood	-1.793.577	Hannan-Quinn criter.		1.209.156
F-statistic	3.112.369	Durbin-Watson stat		2.676.343
Prob(F-statistic)	0.057775			

DYHOL

EK 4

r-EVA

Dependent Variable: DYHOL				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 08:16				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-1.91E-06	8.97E-07	2.129.087	0.0406
C	-0.143761	0.135815	1.058.509	0.2973
R-squared	0.117640	Mean dependent var		0.078243
Adjusted R-squared	0.091688	S.D. dependent var		0.547859
S.E. of regression	0.522140	Akaike info criterion		1.592.189
Sum squared resid	9.269.409	Schwarz criterion		1.680.162
Log likelihood	-2.665.940	Hannan-Quinn criter.		1.622.894
F-statistic	4.533.013	Durbin-Watson stat		2.398.661
Prob(F-statistic)	0.040572			

r-MVA

Dependent Variable: DYHOL				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 08:17				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MVA	4.71E-09	9.32E-08	0.050549	0.9600
C	0.073288	0.134867	0.543412	0.5904
R-squared	0.000075	Mean dependent var		0.078243
Adjusted R-squared	-0.029334	S.D. dependent var		0.547859
S.E. of regression	0.555837	Akaike info criterion		1.717.268
Sum squared resid	1.050.445	Schwarz criterion		1.805.242
Log likelihood	-2.891.083	Hannan-Quinn criter.		1.747.974
F-statistic	0.002555	Durbin-Watson stat		2.507.464
Prob(F-statistic)	0.959981			

r-EVA-MVA

Dependent Variable: DYHOL				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 08:17				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-1.92E-06	9.13E-07	2.098.804	0.0436
MVA	-7.53E-09	8.90E-08	-0.084537	0.9331
C	-0.136432	0.162844	-0.837807	0.4082
R-squared	0.117831	Mean dependent var		0.078243
Adjusted R-squared	0.064366	S.D. dependent var		0.547859
S.E. of regression	0.529934	Akaike info criterion		1.647.528
Sum squared resid	9.267.402	Schwarz criterion		1.779.488
Log likelihood	-2.665.550	Hannan-Quinn criter.		1.693.585
F-statistic	2.203.894	Durbin-Watson stat		2.404.148
Prob(F-statistic)	0.126359			

EREĞLI

EK 4

r-EVA

Dependent Variable: EREĞLI				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 08:19				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-1.65E-07	1.40E-07	-1.178.670	0.2467
C	0.059491	0.055624	1.069.528	0.2924
R-squared	0.039257	Mean dependent var		0.052934
Adjusted R-squared	0.010999	S.D. dependent var		0.333912
S.E. of regression	0.332070	Akaike info criterion		0.687013
Sum squared resid	3.749.203	Schwarz criterion		0.774986
Log likelihood	-1.036.623	Hannan-Quinn criter.		0.717718
F-statistic	1.389.263	Durbin-Watson stat		2.372.044
Prob(F-statistic)	0.246713			

r-MVA

Dependent Variable: EREĞLI				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 08:20				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MVA	5.83E-09	2.21E-08	0.263328	0.7939
C	0.034051	0.091237	0.373212	0.7113
R-squared	0.002035	Mean dependent var		0.052934
Adjusted R-squared	-0.027317	S.D. dependent var		0.333912
S.E. of regression	0.338442	Akaike info criterion		0.725023
Sum squared resid	3.894.456	Schwarz criterion		0.812996
Log likelihood	-1.105.042	Hannan-Quinn criter.		0.755728
F-statistic	0.069342	Durbin-Watson stat		2.319.098
Prob(F-statistic)	0.793887			

r-EVA-MVA

Dependent Variable: EREĞLI				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 08:21				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-1.78E-07	1.44E-07	-1.233.662	0.2260
MVA	1.08E-08	2.23E-08	0.484098	0.6315
C	0.024963	0.090844	0.274788	0.7852
R-squared	0.046031	Mean dependent var		0.052934
Adjusted R-squared	-0.011785	S.D. dependent var		0.333912
S.E. of regression	0.335874	Akaike info criterion		0.735492
Sum squared resid	3.722.766	Schwarz criterion		0.867452
Log likelihood	-1.023.885	Hannan-Quinn criter.		0.781549
F-statistic	0.796164	Durbin-Watson stat		2.323.330
Prob(F-statistic)	0.459529			

FNSBNK

EK 4

r-EVA				
Dependent Variable: FNSBANK				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 08:23				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	3.68E-08	1.02E-07	0.359560	0.7214
C	0.130080	0.106958	1.216.173	0.2323
R-squared	0.003788	Mean dependent var		0.098053
Adjusted R-squared	-0.025512	S.D. dependent var		0.350847
S.E. of regression	0.355294	Akaike info criterion		0.822211
Sum squared resid	4.291.951	Schwarz criterion		0.910184
Log likelihood	-1.279.979	Hannan-Quinn criter.		0.852916
F-statistic	0.129284	Durbin-Watson stat		2.685.975
Prob(F-statistic)	0.721400			
r-MVA				
Dependent Variable: FNSBANK				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 08:24				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MVA	-1.21E-08	1.94E-08	0.621691	0.5383
C	0.136307	0.085243	1.599.037	0.1191
R-squared	0.011240	Mean dependent var		0.098053
Adjusted R-squared	-0.017841	S.D. dependent var		0.350847
S.E. of regression	0.353963	Akaike info criterion		0.814702
Sum squared resid	4.259.847	Schwarz criterion		0.902676
Log likelihood	-1.266.464	Hannan-Quinn criter.		0.845407
F-statistic	0.386500	Durbin-Watson stat		2.717.217
Prob(F-statistic)	0.538291			
r-EVA-MVA				
Dependent Variable: FNSBANK				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 08:25				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	3.13E-08	1.04E-07	0.301730	0.7648
MVA	-1.15E-08	1.98E-08	0.583466	0.5635
C	0.161847	0.120958	1.338.048	0.1900
R-squared	0.013960	Mean dependent var		0.098053
Adjusted R-squared	-0.045800	S.D. dependent var		0.350847
S.E. of regression	0.358791	Akaike info criterion		0.867503
Sum squared resid	4.248.127	Schwarz criterion		0.999463
Log likelihood	-1.261.505	Hannan-Quinn criter.		0.913561
F-statistic	0.233604	Durbin-Watson stat		2.743.594
Prob(F-statistic)	0.792973			

GARANTI

EK 4

r-EVA				
Dependent Variable: GARAN				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 08:27				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-6.42E-08	4.24E-08	1.514.341	0.1392
C	-0.075601	0.128837	-0.586795	0.5612
R-squared	0.063186	Mean dependent var		0.091925
Adjusted R-squared	0.035633	S.D. dependent var		0.403476
S.E. of regression	0.396222	Akaike info criterion		1.040.271
Sum squared resid	5.337.736	Schwarz criterion		1.128.244
Log likelihood	-1.672.488	Hannan-Quinn criter.		1.070.976
F-statistic	2.293.228	Durbin-Watson stat		2.526.047
Prob(F-statistic)	0.139181			
r-MVA				
Dependent Variable: GARAN				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 08:28				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MVA	5.48E-09	1.13E-08	0.484362	0.6312
C	0.055869	0.100819	0.554154	0.5831
R-squared	0.006853	Mean dependent var		0.091925
Adjusted R-squared	-0.022357	S.D. dependent var		0.403476
S.E. of regression	0.407962	Akaike info criterion		1.098.665
Sum squared resid	5.658.709	Schwarz criterion		1.186.638
Log likelihood	-1.777.597	Hannan-Quinn criter.		1.129.370
F-statistic	0.234606	Durbin-Watson stat		2.672.907
Prob(F-statistic)	0.631235			
r-EVA-MVA				
Dependent Variable: GARAN				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 08:29				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-6.25E-08	4.40E-08	1.419.670	0.1651
MVA	1.96E-09	1.14E-08	0.171230	0.8651
C	-0.084190	0.140009	-0.601314	0.5517
R-squared	0.064018	Mean dependent var		0.091925
Adjusted R-squared	0.007292	S.D. dependent var		0.403476
S.E. of regression	0.402002	Akaike info criterion		1.094.938
Sum squared resid	5.332.998	Schwarz criterion		1.226.898
Log likelihood	-1.670.889	Hannan-Quinn criter.		1.140.996
F-statistic	1.128.539	Durbin-Watson stat		2.525.002
Prob(F-statistic)	0.335673			

HURGZ

EK 4

r-EVA

Dependent Variable: HURRIYET				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 08:32				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-2.80E-06	7.08E-07	3.957.672	0.0004
C	-0.042300	0.051542	-0.820689	0.4175
R-squared	0.315388	Mean dependent var		0.028639
Adjusted R-squared	0.295252	S.D. dependent var		0.345388
S.E. of regression	0.289951	Akaike info criterion		0.415743
Sum squared resid	2.858.432	Schwarz criterion		0.503716
Log likelihood	-5.483.367	Hannan-Quinn criter.		0.446448
F-statistic	1.566.317	Durbin-Watson stat		1.976.686
Prob(F-statistic)	0.000366			

r-MVA

Dependent Variable: HURRIYET				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 08:33				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MVA	1.11E-07	1.19E-07	0.935909	0.3559
C	-0.041929	0.094925	-0.441707	0.6615
R-squared	0.025115	Mean dependent var		0.028639
Adjusted R-squared	-0.003558	S.D. dependent var		0.345388
S.E. of regression	0.346002	Akaike info criterion		0.769209
Sum squared resid	4.070.396	Schwarz criterion		0.857183
Log likelihood	-1.184.577	Hannan-Quinn criter.		0.799915
F-statistic	0.875925	Durbin-Watson stat		1.797.329
Prob(F-statistic)	0.355921			

r-EVA-MVA

Dependent Variable: HURRIYET				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 08:33				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-2.85E-06	7.61E-07	3.747.904	0.0007
MVA	-2.10E-08	1.07E-07	-0.196392	0.8455
C	-0.030213	0.080757	-0.374123	0.7107
R-squared	0.316187	Mean dependent var		0.028639
Adjusted R-squared	0.274744	S.D. dependent var		0.345388
S.E. of regression	0.294140	Akaike info criterion		0.470130
Sum squared resid	2.855.096	Schwarz criterion		0.602090
Log likelihood	-5.462.342	Hannan-Quinn criter.		0.516188
F-statistic	7.629.413	Durbin-Watson stat		1.990.065
Prob(F-statistic)	0.001890			

ISCTR

EK 4

r-EVA				
Dependent Variable: ISBANKASI				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 08:36				
Sample: 2001 Q1 2009 Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-9.86E-09	2.36E-08	-0.418406	0.6783
C	-0.002752	0.085252	-0.032284	0.9744
R-squared	0.005123	Mean dependent var		0.027700
Adjusted R-squared	-0.024139	S.D. dependent var		0.263213
S.E. of regression	0.266371	Akaike info criterion		0.246097
Sum squared resid	2.412.413	Schwarz criterion		0.334070
Log likelihood	-2.429.738	Hannan-Quinn criter.		0.276802
F-statistic	0.175064	Durbin-Watson stat		1.965.553
Prob(F-statistic)	0.678282			
r-MVA				
Dependent Variable: ISBANKASI				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 08:37				
Sample: 2001 Q1 2009 Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MVA	9.43E-09	8.09E-09	1.165.258	0.2520
C	-0.065621	0.091207	-0.719473	0.4768
R-squared	0.038402	Mean dependent var		0.027700
Adjusted R-squared	0.010120	S.D. dependent var		0.263213
S.E. of regression	0.261878	Akaike info criterion		0.212073
Sum squared resid	2.331.714	Schwarz criterion		0.300046
Log likelihood	-1.817.315	Hannan-Quinn criter.		0.242778
F-statistic	1.357.826	Durbin-Watson stat		1.963.863
Prob(F-statistic)	0.252025			
r-EVA-MVA				
Dependent Variable: ISBANKASI				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 08:38				
Sample: 2001 Q1 2009 Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-4.36E-09	2.41E-08	-0.181143	0.8574
MVA	9.11E-09	8.40E-09	1.084.455	0.2860
C	-0.075896	0.108534	-0.699280	0.4893
R-squared	0.039358	Mean dependent var		0.027700
Adjusted R-squared	-0.018863	S.D. dependent var		0.263213
S.E. of regression	0.265684	Akaike info criterion		0.266635
Sum squared resid	2.329.398	Schwarz criterion		0.398595
Log likelihood	-1.799.426	Hannan-Quinn criter.		0.312692
F-statistic	0.676007	Durbin-Watson stat		1.946.341
Prob(F-statistic)	0.515548			

ISGYO

EK 4

r-EVA

Dependent Variable: ISGYO				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 08:39				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-1.31E-06	5.51E-07	-2.378.621	0.0231
C	-0.008095	0.041023	-0.197320	0.8448
R-squared	0.142666	Mean dependent var		0.021082
Adjusted R-squared	0.117451	S.D. dependent var		0.250016
S.E. of regression	0.234875	Akaike info criterion		-0.005574
Sum squared resid	1.875.652	Schwarz criterion		0.082399
Log likelihood	2.100.337	Hannan-Quinn criter.		0.025131
F-statistic	5.657.839	Durbin-Watson stat		2.290.727
Prob(F-statistic)	0.023138			

r-MVA

Dependent Variable: ISGYO				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 08:40				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MVA	1.66E-07	1.61E-07	1.028.134	0.3111
C	-0.013745	0.053674	-0.256083	0.7994
R-squared	0.030153	Mean dependent var		0.021082
Adjusted R-squared	0.001628	S.D. dependent var		0.250016
S.E. of regression	0.249812	Akaike info criterion		0.117737
Sum squared resid	2.121.807	Schwarz criterion		0.205711
Log likelihood	-0.119272	Hannan-Quinn criter.		0.148442
F-statistic	1.057.060	Durbin-Watson stat		2.070.403
Prob(F-statistic)	0.311146			

r-EVA-MVA

Dependent Variable: ISGYO				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 08:40				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-1.30E-06	6.23E-07	-2.081.832	0.0452
MVA	9.12E-09	1.71E-07	0.053247	0.9579
C	-0.009686	0.051259	-0.188971	0.8513
R-squared	0.142740	Mean dependent var		0.021082
Adjusted R-squared	0.090785	S.D. dependent var		0.250016
S.E. of regression	0.238397	Akaike info criterion		0.049895
Sum squared resid	1.875.491	Schwarz criterion		0.181855
Log likelihood	2.101.884	Hannan-Quinn criter.		0.095953
F-statistic	2.747.369	Durbin-Watson stat		2.284.246
Prob(F-statistic)	0.078769			

KCHOL

EK 4

r-EVA

Dependent Variable: KCHOL				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 10:36				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-8.40E-08	6.16E-08	-1.363.486	0.1817
C	-0.069955	0.067489	-1.036.546	0.3073
R-squared	0.051844	Mean dependent var		-0.005602
Adjusted R-squared	0.023957	S.D. dependent var		0.292972
S.E. of regression	0.289442	Akaike info criterion		0.412228
Sum squared resid	2.848.402	Schwarz criterion		0.500201
Log likelihood	-5.420.096	Hannan-Quinn criter.		0.442933
F-statistic	1.859.094	Durbin-Watson stat		2.329.538
Prob(F-statistic)	0.181690			

r-MVA

Dependent Variable: KCHOL				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 08:45				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MVA	1.17E-08	2.24E-08	0.522129	0.6050
C	-0.058594	0.112851	-0.519214	0.6070
R-squared	0.007954	Mean dependent var		-0.005602
Adjusted R-squared	-0.021223	S.D. dependent var		0.292972
S.E. of regression	0.296065	Akaike info criterion		0.457478
Sum squared resid	2.980.255	Schwarz criterion		0.545451
Log likelihood	-6.234.604	Hannan-Quinn criter.		0.488183
F-statistic	0.272618	Durbin-Watson stat		2.336.631
Prob(F-statistic)	0.604966			

r-EVA-MVA

Dependent Variable: KCHOL				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 08:46				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-1.14E-07	8.46E-08	-1.347.205	0.1871
MVA	-1.58E-08	3.01E-08	-0.524099	0.6037
C	-0.021520	0.114867	-0.187349	0.8525
R-squared	0.059671	Mean dependent var		-0.005602
Adjusted R-squared	0.002682	S.D. dependent var		0.292972
S.E. of regression	0.292579	Akaike info criterion		0.459494
Sum squared resid	2.824.889	Schwarz criterion		0.591454
Log likelihood	-5.270.890	Hannan-Quinn criter.		0.505551
F-statistic	1.047.057	Durbin-Watson stat		2.330.858
Prob(F-statistic)	0.362338			

PETKIM

EK 4

r-EVA

Dependent Variable: PETKIM				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 08:47				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-5.16E-07	6.64E-07	-0.776230	0.4430
C	0.003486	0.045390	0.076800	0.9392
R-squared	0.017413	Mean dependent var		0.017013
Adjusted R-squared	-0.011487	S.D. dependent var		0.250036
S.E. of regression	0.251468	Akaike info criterion		0.130953
Sum squared resid	2.150.034	Schwarz criterion		0.218926
Log likelihood	-0.357151	Hannan-Quinn criter.		0.161658
F-statistic	0.602534	Durbin-Watson stat		2.337.922
Prob(F-statistic)	0.442980			

r-MVA

Dependent Variable: PETKIM				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 08:48				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MVA	4.74E-07	1.36E-07	3.489.653	0.0014
C	-0.493361	0.150686	-3.274.093	0.0024
R-squared	0.263714	Mean dependent var		0.017013
Adjusted R-squared	0.242058	S.D. dependent var		0.250036
S.E. of regression	0.217681	Akaike info criterion		-0.157617
Sum squared resid	1.611.095	Schwarz criterion		-0.069644
Log likelihood	4.837.103	Hannan-Quinn criter.		-0.126912
F-statistic	1.217.768	Durbin-Watson stat		2.036.621
Prob(F-statistic)	0.001359			

r-EVA-MVA

Dependent Variable: PETKIM				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 08:49				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-6.29E-07	5.74E-07	-1.095.325	0.2813
MVA	4.82E-07	1.36E-07	3.555.298	0.0012
C	-0.518742	0.152022	-3.412.284	0.0017
R-squared	0.289543	Mean dependent var		0.017013
Adjusted R-squared	0.246485	S.D. dependent var		0.250036
S.E. of regression	0.217045	Akaike info criterion		-0.137772
Sum squared resid	1.554.577	Schwarz criterion		-0.005812
Log likelihood	5.479.890	Hannan-Quinn criter.		-0.091714
F-statistic	6.724.479	Durbin-Watson stat		1.906.019
Prob(F-statistic)	0.003551			

PTOFS

EK 4

r-EVA

Dependent Variable: PET-ROL_OFISI				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 08:51				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	1.86E-07	2.15E-07	0.863090	0.3941
C	-0.006029	0.048568	-0.124128	0.9019
R-squared	0.021440	Mean dependent var		0.001800
Adjusted R-squared	-0.007341	S.D. dependent var		0.285239
S.E. of regression	0.286284	Akaike info criterion		0.390286
Sum squared resid	2.786.584	Schwarz criterion		0.478259
Log likelihood	-5.025.146	Hannan-Quinn criter.		0.420991
F-statistic	0.744925	Durbin-Watson stat		1.892.486
Prob(F-statistic)	0.394135			

r-MVA

Dependent Variable: PET-ROL_OFISI				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 08:52				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MVA	2.20E-07	5.80E-08	3.790.136	0.0006
C	-0.392926	0.111722	-3.517.001	0.0013
R-squared	0.297014	Mean dependent var		0.001800
Adjusted R-squared	0.276338	S.D. dependent var		0.285239
S.E. of regression	0.242648	Akaike info criterion		0.059540
Sum squared resid	2.001.849	Schwarz criterion		0.147514
Log likelihood	0.928275	Hannan-Quinn criter.		0.090245
F-statistic	1.436.513	Durbin-Watson stat		1.639.614
Prob(F-statistic)	0.000588			

r-EVA-MVA

Dependent Variable: PET-ROL_OFISI				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 08:52				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-8.30E-08	1.99E-07	-0.416748	0.6796
MVA	2.30E-07	6.32E-08	3.630.144	0.0009
C	-0.407041	0.118067	-3.447.540	0.0016
R-squared	0.300695	Mean dependent var		0.001800
Adjusted R-squared	0.258312	S.D. dependent var		0.285239
S.E. of regression	0.245651	Akaike info criterion		0.109847
Sum squared resid	1.991.368	Schwarz criterion		0.241807
Log likelihood	1.022.760	Hannan-Quinn criter.		0.155904
F-statistic	7.094.842	Durbin-Watson stat		1.634.666
Prob(F-statistic)	0.002735			

SAHOL

EK 4

r-EVA

Dependent Variable: SAHOL				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 08:55				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-1.82E-07	1.17E-07	-1.549.656	0.1305
C	0.071092	0.052754	1.347.629	0.1867
R-squared	0.065971	Mean dependent var		0.041132
Adjusted R-squared	0.038499	S.D. dependent var		0.300337
S.E. of regression	0.294499	Akaike info criterion		0.446870
Sum squared resid	2.948.808	Schwarz criterion		0.534844
Log likelihood	-6.043.666	Hannan-Quinn criter.		0.477575
F-statistic	2.401.432	Durbin-Watson stat		2.324.955
Prob(F-statistic)	0.130483			

r-MVA

Dependent Variable: SAHOL				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 08:56				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MVA	2.78E-08	1.81E-08	1.540.262	0.1328
C	-0.113529	0.111775	-1.015.692	0.3169
R-squared	0.065225	Mean dependent var		0.041132
Adjusted R-squared	0.037732	S.D. dependent var		0.300337
S.E. of regression	0.294616	Akaike info criterion		0.447668
Sum squared resid	2.951.161	Schwarz criterion		0.535641
Log likelihood	-6.058.024	Hannan-Quinn criter.		0.478373
F-statistic	2.372.407	Durbin-Watson stat		2.223.396
Prob(F-statistic)	0.132753			

r-EVA-MVA

Dependent Variable: SAHOL				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 08:57				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-2.14E-07	1.15E-07	-1.862.916	0.0714
MVA	3.27E-08	1.76E-08	1.855.095	0.0725
C	-0.105571	0.108007	-0.977447	0.3355
R-squared	0.154177	Mean dependent var		0.041132
Adjusted R-squared	0.102915	S.D. dependent var		0.300337
S.E. of regression	0.284463	Akaike info criterion		0.403229
Sum squared resid	2.670.335	Schwarz criterion		0.535188
Log likelihood	-4.258.114	Hannan-Quinn criter.		0.449286
F-statistic	3.007.623	Durbin-Watson stat		2.208.149
Prob(F-statistic)	0.063112			

SISE

EK 4

r-EVA

Dependent Variable: SISECAM				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 09:18				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-3.55E-07	2.85E-07	-1.246.923	0.2209
C	0.024023	0.052366	0.458749	0.6493
R-squared	0.043730	Mean dependent var		0.025437
Adjusted R-squared	0.015605	S.D. dependent var		0.316604
S.E. of regression	0.314124	Akaike info criterion		0.575896
Sum squared resid	3.354.917	Schwarz criterion		0.663870
Log likelihood	-8.366.133	Hannan-Quinn criter.		0.606601
F-statistic	1.554.818	Durbin-Watson stat		2.680.704
Prob(F-statistic)	0.220947			

r-MVA

Dependent Variable: SISECAM				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 09:19				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MVA	5.51E-08	8.29E-08	0.665117	0.5105
C	-0.018683	0.085028	-0.219730	0.8274
R-squared	0.012844	Mean dependent var		0.025437
Adjusted R-squared	-0.016190	S.D. dependent var		0.316604
S.E. of regression	0.319157	Akaike info criterion		0.607684
Sum squared resid	3.463.276	Schwarz criterion		0.695657
Log likelihood	-8.938.315	Hannan-Quinn criter.		0.638389
F-statistic	0.442380	Durbin-Watson stat		2.507.708
Prob(F-statistic)	0.510463			

r-EVA-MVA

Dependent Variable: SISECAM				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 09:20				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-3.43E-07	2.89E-07	-1.189.256	0.2428
MVA	4.80E-08	8.26E-08	0.581013	0.5652
C	-0.014339	0.084594	-0.169502	0.8664
R-squared	0.053413	Mean dependent var		0.025437
Adjusted R-squared	-0.003956	S.D. dependent var		0.316604
S.E. of regression	0.317230	Akaike info criterion		0.621274
Sum squared resid	3.320.945	Schwarz criterion		0.753234
Log likelihood	-8.182.937	Hannan-Quinn criter.		0.667332
F-statistic	0.931051	Durbin-Watson stat		2.641.391
Prob(F-statistic)	0.404247			

SKBNK

EK 4

r-EVA

Dependent Variable: SKB				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 09:21				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	2.46E-07	3.16E-07	0.779468	0.4411
C	0.120384	0.085509	1.407.846	0.1683
R-squared	0.017556	Mean dependent var		0.070447
Adjusted R-squared	-0.011339	S.D. dependent var		0.337895
S.E. of regression	0.339806	Akaike info criterion		0.733067
Sum squared resid	3.925.909	Schwarz criterion		0.821040
Log likelihood	-1.119.521	Hannan-Quinn criter.		0.763772
F-statistic	0.607571	Durbin-Watson stat		2.172.566
Prob(F-statistic)	0.441096			

r-MVA

Dependent Variable: SKBANK				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 09:22				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MVA	-1.22E-08	1.35E-07	-0.090833	0.9282
C	0.074673	0.073681	1.013.467	0.3180
R-squared	0.000243	Mean dependent var		0.070447
Adjusted R-squared	-0.029162	S.D. dependent var		0.337895
S.E. of regression	0.342787	Akaike info criterion		0.750536
Sum squared resid	3.995.094	Schwarz criterion		0.838510
Log likelihood	-1.150.966	Hannan-Quinn criter.		0.781241
F-statistic	0.008251	Durbin-Watson stat		2.044.363
Prob(F-statistic)	0.928158			

r-EVA-MVA

Dependent Variable: SKBANK				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 09:23				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	2.51E-07	3.22E-07	0.779981	0.4410
MVA	-2.21E-08	1.36E-07	-0.162340	0.8720
C	0.128998	0.101701	1.268.403	0.2135
R-squared	0.018340	Mean dependent var		0.070447
Adjusted R-squared	-0.041155	S.D. dependent var		0.337895
S.E. of regression	0.344778	Akaike info criterion		0.787824
Sum squared resid	3.922.776	Schwarz criterion		0.919784
Log likelihood	-1.118.084	Hannan-Quinn criter.		0.833882
F-statistic	0.308263	Durbin-Watson stat		2.186.310
Prob(F-statistic)	0.736815			

THYAO

EK 4

r-EVA

Dependent Variable: THY				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 09:24				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	4.19E-07	3.60E-07	1.162.015	0.2533
C	0.019371	0.046366	0.417782	0.6787
R-squared	0.038197	Mean dependent var		0.024860
Adjusted R-squared	0.009909	S.D. dependent var		0.278128
S.E. of regression	0.276746	Akaike info criterion		0.322521
Sum squared resid	2.604.007	Schwarz criterion		0.410494
Log likelihood	-3.805.375	Hannan-Quinn criter.		0.353226
F-statistic	1.350.279	Durbin-Watson stat		2.673.431
Prob(F-statistic)	0.253322			

r-MVA

Dependent Variable: THY				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 09:25				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MVA	2.45E-07	6.66E-08	3.672.907	0.0008
C	-0.263506	0.088021	-2.993.677	0.0051
R-squared	0.284063	Mean dependent var		0.024860
Adjusted R-squared	0.263007	S.D. dependent var		0.278128
S.E. of regression	0.238768	Akaike info criterion		0.027303
Sum squared resid	1.938.343	Schwarz criterion		0.115276
Log likelihood	1.508.550	Hannan-Quinn criter.		0.058008
F-statistic	1.349.024	Durbin-Watson stat		2.798.876
Prob(F-statistic)	0.000818			

r-EVA-MVA

Dependent Variable: THY				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 09:26				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	6.14E-08	3.33E-07	0.184350	0.8549
MVA	2.40E-07	7.13E-08	3.373.202	0.0019
C	-0.259378	0.092064	-2.817.368	0.0081
R-squared	0.284800	Mean dependent var		0.024860
Adjusted R-squared	0.241455	S.D. dependent var		0.278128
S.E. of regression	0.242234	Akaike info criterion		0.081829
Sum squared resid	1.936.349	Schwarz criterion		0.213789
Log likelihood	1.527.077	Hannan-Quinn criter.		0.127887
F-statistic	6.570.470	Durbin-Watson stat		2.811.761
Prob(F-statistic)	0.003963			

TOASO

EK 4

r-EVA

Dependent Variable: TOFAS				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 09:27				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-6.87E-07	4.47E-07	-1.537.216	0.1335
C	0.009862	0.061779	0.159638	0.8741
R-squared	0.064985	Mean dependent var		0.052166
Adjusted R-squared	0.037484	S.D. dependent var		0.338264
S.E. of regression	0.331863	Akaike info criterion		0.685766
Sum squared resid	3.744.531	Schwarz criterion		0.773739
Log likelihood	-1.034.378	Hannan-Quinn criter.		0.716471
F-statistic	2.363.034	Durbin-Watson stat		1.601.830
Prob(F-statistic)	0.133496			

r-MVA

Dependent Variable: TOFAS				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 09:28				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MVA	8.32E-08	7.89E-08	1.054.941	0.2989
C	-0.031004	0.096869	-0.320056	0.7509
R-squared	0.031695	Mean dependent var		0.052166
Adjusted R-squared	0.003215	S.D. dependent var		0.338264
S.E. of regression	0.337719	Akaike info criterion		0.720750
Sum squared resid	3.877.849	Schwarz criterion		0.808723
Log likelihood	-1.097.350	Hannan-Quinn criter.		0.751455
F-statistic	1.112.900	Durbin-Watson stat		1.529.960
Prob(F-statistic)	0.298891			

r-EVA-MVA

Dependent Variable: TOFAS				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 09:29				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-6.74E-07	4.47E-07	-1.508.303	0.1410
MVA	7.99E-08	7.75E-08	1.030.655	0.3102
C	-0.069128	0.098404	-0.702486	0.4873
R-squared	0.094143	Mean dependent var		0.052166
Adjusted R-squared	0.039243	S.D. dependent var		0.338264
S.E. of regression	0.331560	Akaike info criterion		0.709639
Sum squared resid	3.627.756	Schwarz criterion		0.841599
Log likelihood	-9.773.504	Hannan-Quinn criter.		0.755697
F-statistic	1.714.805	Durbin-Watson stat		1.560.845
Prob(F-statistic)	0.195650			

TSKBANK

EK 4

r-EVA

Dependent Variable: TSKBANK				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 09:30				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-2.64E-07	6.18E-07	-0.427188	0.6719
C	0.043874	0.128912	0.340338	0.7357
R-squared	0.005339	Mean dependent var		0.089755
Adjusted R-squared	-0.023916	S.D. dependent var		0.422732
S.E. of regression	0.427757	Akaike info criterion		1.193.432
Sum squared resid	6.221.200	Schwarz criterion		1.281.405
Log likelihood	-1.948.178	Hannan-Quinn criter.		1.224.137
F-statistic	0.182490	Durbin-Watson stat		2.594.683
Prob(F-statistic)	0.671936			

r-MVA

Dependent Variable: TSKBANK				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 09:31				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MVA	2.57E-07	2.72E-07	0.945194	0.3512
C	0.046430	0.084144	0.551798	0.5847
R-squared	0.025603	Mean dependent var		0.089755
Adjusted R-squared	-0.003055	S.D. dependent var		0.422732
S.E. of regression	0.423378	Akaike info criterion		1.172.848
Sum squared resid	6.094.452	Schwarz criterion		1.260.821
Log likelihood	-1.911.126	Hannan-Quinn criter.		1.203.553
F-statistic	0.893392	Durbin-Watson stat		2.554.436
Prob(F-statistic)	0.351229			

r-EVA-MVA

Dependent Variable: TSKBANK				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 09:31				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-1.12E-07	6.47E-07	-0.172696	0.8639
MVA	2.43E-07	2.87E-07	0.846613	0.4033
C	0.029366	0.130581	0.224888	0.8235
R-squared	0.026483	Mean dependent var		0.089755
Adjusted R-squared	-0.032518	S.D. dependent var		0.422732
S.E. of regression	0.429550	Akaike info criterion		1.227.500
Sum squared resid	6.088.949	Schwarz criterion		1.359.460
Log likelihood	-1.909.500	Hannan-Quinn criter.		1.273.558
F-statistic	0.448862	Durbin-Watson stat		2.548.148
Prob(F-statistic)	0.642194			

TUPRS

EK 4

r-EVA

Dependent Variable: TUPRAS				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 09:33				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-8.87E-08	1.25E-07	-0.707074	0.4843
C	0.058095	0.048677	1.193.473	0.2409
R-squared	0.014491	Mean dependent var		0.035780
Adjusted R-squared	-0.014494	S.D. dependent var		0.220768
S.E. of regression	0.222362	Akaike info criterion		-0.115063
Sum squared resid	1.681.133	Schwarz criterion		-0.027090
Log likelihood	4.071.134	Hannan-Quinn criter.		-0.084358
F-statistic	0.499954	Durbin-Watson stat		2.338.321
Prob(F-statistic)	0.484339			

r-MVA

Dependent Variable: TUPRAS				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 09:34				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MVA	1.86E-08	1.70E-08	1.094.309	0.2815
C	-0.044637	0.082137	-0.543441	0.5904
R-squared	0.034023	Mean dependent var		0.035780
Adjusted R-squared	0.005612	S.D. dependent var		0.220768
S.E. of regression	0.220148	Akaike info criterion		-0.135080
Sum squared resid	1.647.815	Schwarz criterion		-0.047107
Log likelihood	4.431.447	Hannan-Quinn criter.		-0.104375
F-statistic	1.197.512	Durbin-Watson stat		2.346.317
Prob(F-statistic)	0.281512			

r-EVA-MVA

Dependent Variable: TUPRAS				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 09:35				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-2.72E-07	1.52E-07	-1.792.640	0.0822
MVA	4.13E-08	2.08E-08	1.986.394	0.0553
C	-0.073993	0.081254	-0.910630	0.3691
R-squared	0.119743	Mean dependent var		0.035780
Adjusted R-squared	0.066394	S.D. dependent var		0.220768
S.E. of regression	0.213314	Akaike info criterion		-0.172451
Sum squared resid	1.501.590	Schwarz criterion		-0.040491
Log likelihood	6.104.115	Hannan-Quinn criter.		-0.126393
F-statistic	2.244.516	Durbin-Watson stat		2.324.066
Prob(F-statistic)	0.121916			

TCELL

EK 4

r-EVA

Dependent Variable: TURKCELL				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 09:35				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-1.05E-07	1.03E-07	-1.022.563	0.3137
C	0.072390	0.073519	0.984638	0.3318
R-squared	0.029836	Mean dependent var		0.048911
Adjusted R-squared	0.001302	S.D. dependent var		0.419324
S.E. of regression	0.419051	Akaike info criterion		1.152.306
Sum squared resid	5.970.536	Schwarz criterion		1.240.279
Log likelihood	-1.874.151	Hannan-Quinn criter.		1.183.011
F-statistic	1.045.634	Durbin-Watson stat		2.749.846
Prob(F-statistic)	0.313736			

r-MVA

Dependent Variable: TURKCELL				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 09:36				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MVA	4.99E-09	1.10E-08	0.454510	0.6524
C	-0.007584	0.142996	-0.053039	0.9580
R-squared	0.006039	Mean dependent var		0.048911
Adjusted R-squared	-0.023195	S.D. dependent var		0.419324
S.E. of regression	0.424160	Akaike info criterion		1.176.539
Sum squared resid	6.116.988	Schwarz criterion		1.264.512
Log likelihood	-1.917.770	Hannan-Quinn criter.		1.207.244
F-statistic	0.206580	Durbin-Watson stat		2.714.263
Prob(F-statistic)	0.652350			

r-EVA-MVA

Dependent Variable: TURKCELL				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 09:37				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-2.56E-07	1.37E-07	-1.869.063	0.0705
MVA	2.34E-08	1.45E-08	1.618.543	0.1151
C	-0.159182	0.160092	-0.994313	0.3273
R-squared	0.101188	Mean dependent var		0.048911
Adjusted R-squared	0.046714	S.D. dependent var		0.419324
S.E. of regression	0.409413	Akaike info criterion		1.131.471
Sum squared resid	5.531.428	Schwarz criterion		1.263.431
Log likelihood	-1.736.647	Hannan-Quinn criter.		1.177.528
F-statistic	1.857.563	Durbin-Watson stat		2.638.689
Prob(F-statistic)	0.172003			

VESTEL

EK 4

r-EVA

Dependent Variable: VESTEL				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 09:38				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-2.03E-07	5.99E-07	-0.339008	0.7367
C	0.049865	0.058055	0.858929	0.3964
R-squared	0.003369	Mean dependent var		0.047624
Adjusted R-squared	-0.025944	S.D. dependent var		0.341662
S.E. of regression	0.346066	Akaike info criterion		0.769577
Sum squared resid	4.071892	Schwarz criterion		0.857550
Log likelihood	-1.185.239	Hannan-Quinn criter.		0.800282
F-statistic	0.114927	Durbin-Watson stat		2.224.306
Prob(F-statistic)	0.736689			

r-MVA

Dependent Variable: VESTEL				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 09:39				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MVA	3.86E-07	2.54E-07	1.523.737	0.1368
C	-0.108487	0.116710	-0.929547	0.3592
R-squared	0.063922	Mean dependent var		0.047624
Adjusted R-squared	0.036391	S.D. dependent var		0.341662
S.E. of regression	0.335388	Akaike info criterion		0.706895
Sum squared resid	3.824.491	Schwarz criterion		0.794868
Log likelihood	-1.072.410	Hannan-Quinn criter.		0.737600
F-statistic	2.321.775	Durbin-Watson stat		2.116.462
Prob(F-statistic)	0.136823			

r-EVA-MVA

Dependent Variable: VESTEL				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 10:40				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-1.11E-07	5.92E-07	-0.187005	0.8528
MVA	3.81E-07	2.59E-07	1.473.756	0.1500
C	-0.105197	0.119702	-0.878828	0.3858
R-squared	0.064913	Mean dependent var		0.047624
Adjusted R-squared	0.008241	S.D. dependent var		0.341662
S.E. of regression	0.340251	Akaike info criterion		0.761391
Sum squared resid	3.820.442	Schwarz criterion		0.893351
Log likelihood	-1.070.504	Hannan-Quinn criter.		0.807449
F-statistic	1.145.423	Durbin-Watson stat		2.097.580
Prob(F-statistic)	0.330412			

YKBNK

EK 4

r-EVA				
Dependent Variable: YKB				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 10:19				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-7.16E-08	3.71E-08	-1.929.447	0.0621
C	-0.102508	0.094273	-1.087.361	0.2845
R-squared	0.098688	Mean dependent var		0.048873
Adjusted R-squared	0.072178	S.D. dependent var		0.325558
S.E. of regression	0.313589	Akaike info criterion		0.572488
Sum squared resid	3.343.500	Schwarz criterion		0.660461
Log likelihood	-8.304.776	Hannan-Quinn criter.		0.603193
F-statistic	3.722.766	Durbin-Watson stat		2.177.910
Prob(F-statistic)	0.062055			
r-MVA				
Dependent Variable: YKB				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 10:20				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MVA	2.07E-08	1.88E-08	1.097.380	0.2802
C	-0.026527	0.087452	-0.303328	0.7635
R-squared	0.034207	Mean dependent var		0.048873
Adjusted R-squared	0.005802	S.D. dependent var		0.325558
S.E. of regression	0.324613	Akaike info criterion		0.641585
Sum squared resid	3.582.696	Schwarz criterion		0.729558
Log likelihood	-9.548.524	Hannan-Quinn criter.		0.672290
F-statistic	1.204.243	Durbin-Watson stat		2.239.100
Prob(F-statistic)	0.280187			
r-EVA-MVA				
Dependent Variable: YKB				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/11 Time: 10:21				
Sample: 2001Q1 2009Q4				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-6.67E-08	3.77E-08	-1.768.627	0.0862
MVA	1.56E-08	1.85E-08	0.846161	0.4036
C	-0.149224	0.109591	-1.361.644	0.1825
R-squared	0.117828	Mean dependent var		0.048873
Adjusted R-squared	0.064363	S.D. dependent var		0.325558
S.E. of regression	0.314907	Akaike info criterion		0.606578
Sum squared resid	3.272.498	Schwarz criterion		0.738538
Log likelihood	-7.918.412	Hannan-Quinn criter.		0.652636
F-statistic	2.203.829	Durbin-Watson stat		2.145.336
Prob(F-statistic)	0.126366			

AKBANK

EK 5

ΔEVA

Dependent Variable: AKBANK				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 10:34				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-3.50E-08	2.07E-08	1.693.518	0.0998
C	0.062058	0.044092	1.407.459	0.1686
R-squared	0.079960	Mean dependent var		0.063345
Adjusted R-squared	0.052080	S.D. dependent var		0.267883
S.E. of regression	0.260814	Akaike info criterion		0.205426
Sum squared resid	2.244.787	Schwarz criterion		0.294303
Log likelihood	-1.594.947	Hannan-Quinn criter.		0.236106
F-statistic	2.868.003	Durbin-Watson stat		2.653.278
Prob(F-statistic)	0.099777			

ΔMVA

Dependent Variable: AKBANK				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 10:37				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MVA	6.07E-08	1.05E-08	5.803.994	0.0000
C	0.021439	0.033128	0.647139	0.5220
R-squared	0.505146	Mean dependent var		0.063345
Adjusted R-squared	0.490150	S.D. dependent var		0.267883
S.E. of regression	0.191278	Akaike info criterion		0.414729
Sum squared resid	1.207.384	Schwarz criterion		0.325852
Log likelihood	9.257.758	Hannan-Quinn criter.		0.384049
F-statistic	3.368.635	Durbin-Watson stat		2.689.606
Prob(F-statistic)	0.000002			

ΔEVA- ΔMVA

Dependent Variable: AKBANK				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 10:41				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-9.97E-09	1.60E-08	-0.623375	0.5375
MVA	5.87E-08	1.11E-08	5.312.003	0.0000
C	0.022470	0.033480	0.671151	0.5069
R-squared	0.511083	Mean dependent var		0.063345
Adjusted R-squared	0.480526	S.D. dependent var		0.267883
S.E. of regression	0.193075	Akaike info criterion		0.369657
Sum squared resid	1.192.898	Schwarz criterion		0.236341
Log likelihood	9.468.992	Hannan-Quinn criter.		0.323636
F-statistic	1.672.541	Durbin-Watson stat		2.702.115
Prob(F-statistic)	0.000011			

ARCELIK

EK 5

ΔEVA				
Dependent Variable: ARCELIK				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 10:45				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-9.27E-08	6.50E-07	0.142719	0.8874
C	0.035805	0.060052	0.596226	0.5551
R-squared	0.000617	Mean dependent var		0.035092
Adjusted R-squared	-0.029667	S.D. dependent var		0.348904
S.E. of regression	0.354042	Akaike info criterion		0.816640
Sum squared resid	4.136.400	Schwarz criterion		0.905517
Log likelihood	-1.229.121	Hannan-Quinn criter.		0.847321
F-statistic	0.020369	Durbin-Watson stat		1.920.646
Prob(F-statistic)	0.887380			
ΔMVA				
Dependent Variable: ARCELIK				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 10:47				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MVA	4.68E-07	6.83E-08	6.856.114	0.0000
C	-0.001705	0.038819	0.043931	0.9652
R-squared	0.587532	Mean dependent var		0.035092
Adjusted R-squared	0.575033	S.D. dependent var		0.348904
S.E. of regression	0.227449	Akaike info criterion		0.068340
Sum squared resid	1.707.184	Schwarz criterion		0.020537
Log likelihood	3.195.955	Hannan-Quinn criter.		0.037660
F-statistic	4.700.630	Durbin-Watson stat		2.257.255
Prob(F-statistic)	0.000000			
$\Delta EVA - \Delta MVA$				
Dependent Variable: ARCELIK				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 10:49				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-1.10E-07	4.23E-07	0.259397	0.7970
MVA	4.68E-07	6.93E-08	6.759.958	0.0000
C	-0.000869	0.039511	0.021993	0.9826
R-squared	0.588398	Mean dependent var		0.035092
Adjusted R-squared	0.562673	S.D. dependent var		0.348904
S.E. of regression	0.230733	Akaike info criterion		0.013298
Sum squared resid	1.703.601	Schwarz criterion		0.120018
Log likelihood	3.232.714	Hannan-Quinn criter.		0.032723
F-statistic	2.287.250	Durbin-Watson stat		2.228.592
8	0.000001			

DOHOL

EK 5

ΔEVA				
Dependent Variable: DOHOL				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 10:53				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-3.02E-07	2.63E-07	-1.150.726	0.2581
C	0.056619	0.073682	0.768426	0.4477
R-squared	0.038578	Mean dependent var		0.060011
Adjusted R-squared	0.009444	S.D. dependent var		0.437633
S.E. of regression	0.435562	Akaike info criterion		1.231.086
Sum squared resid	6.260.569	Schwarz criterion		1.319.963
Log likelihood	-1.954.400	Hannan-Quinn criter.		1.261.766
F-statistic	1.324.171	Durbin-Watson stat		2.477.038
Prob(F-statistic)	0.258115			
ΔMVA				
Dependent Variable: DOHOL				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 10:56				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MVA	4.86E-07	9.24E-08	5.264.003	0.0000
C	0.059057	0.055359	1.066.801	0.2938
R-squared	0.456430	Mean dependent var		0.060011
Adjusted R-squared	0.439958	S.D. dependent var		0.437633
S.E. of regression	0.327507	Akaike info criterion		0.660832
Sum squared resid	3.539.611	Schwarz criterion		0.749709
Log likelihood	-9.564.552	Hannan-Quinn criter.		0.691512
F-statistic	2.770.973	Durbin-Watson stat		2.833.266
Prob(F-statistic)	0.000008			
ΔEVA- ΔMVA				
Dependent Variable: DOHOL				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 10:59				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-7.47E-08	2.05E-07	-0.363853	0.7184
MVA	4.79E-07	9.60E-08	4.983.281	0.0000
C	0.058234	0.056147	1.037.173	0.3074
R-squared	0.458669	Mean dependent var		0.060011
Adjusted R-squared	0.424836	S.D. dependent var		0.437633
S.E. of regression	0.331899	Akaike info criterion		0.713846
Sum squared resid	3.525.027	Schwarz criterion		0.847161
Log likelihood	-9.492.301	Hannan-Quinn criter.		0.759866
F-statistic	1.355.680	Durbin-Watson stat		2.824.342
Prob(F-statistic)	0.000054			

DYHOL

EK 5

ΔEVA				
Dependent Variable: DYHOL				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 11:03				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-1.99E-06	8.60E-07	-2.308.719	0.0274
C	0.074272	0.087602	0.847828	0.4026
R-squared	0.139060	Mean dependent var		0.093832
Adjusted R-squared	0.112971	S.D. dependent var		0.547696
S.E. of regression	0.515833	Akaike info criterion		1.569.376
Sum squared resid	8.780.747	Schwarz criterion		1.658.253
Log likelihood	-2.546.408	Hannan-Quinn criter.		1.600.057
F-statistic	5.330.182	Durbin-Watson stat		2.298.065
Prob(F-statistic)	0.027363			
ΔMVA				
Dependent Variable: DYHOL				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 11:05				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MVA	7.54E-07	1.76E-07	4.274.442	0.0002
C	0.090256	0.075394	1.197.124	0.2398
R-squared	0.356359	Mean dependent var		0.093832
Adjusted R-squared	0.336855	S.D. dependent var		0.547696
S.E. of regression	0.446009	Akaike info criterion		1.278.491
Sum squared resid	6.564.502	Schwarz criterion		1.367.368
Log likelihood	-2.037.360	Hannan-Quinn criter.		1.309.172
F-statistic	1.827.085	Durbin-Watson stat		2.586.191
Prob(F-statistic)	0.000153			
ΔEVA- ΔMVA				
Dependent Variable: DYHOL				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 11:07				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-8.48E-07	8.11E-07	-1.046.218	0.3033
MVA	6.74E-07	1.92E-07	3.502.520	0.0014
C	0.082285	0.075671	1.087.407	0.2850
R-squared	0.377647	Mean dependent var		0.093832
Adjusted R-squared	0.338750	S.D. dependent var		0.547696
S.E. of regression	0.445372	Akaike info criterion		1.302.001
Sum squared resid	6.347.388	Schwarz criterion		1.435.316
Log likelihood	-1.978.502	Hannan-Quinn criter.		1.348.021
F-statistic	9.708.894	Durbin-Watson stat		2.491.779
Prob(F-statistic)	0.000507			

EREGLI

EK 5

ΔEVA				
Dependent Variable: EREGLI				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 11:10				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-1.78E-07	1.85E-07	0.963172	0.3425
C	0.056845	0.056806	1.000676	0.3243
R-squared	0.027343	Mean dependent var		0.062100
Adjusted R-squared	-0.002131	S.D. dependent var		0.334161
S.E. of regression	0.334516	Akaike info criterion		0.703184
Sum squared resid	3.692.740	Schwarz criterion		0.792061
Log likelihood	-1.030.571	Hannan-Quinn criter.		0.733864
F-statistic	0.927700	Durbin-Watson stat		2.206.802
Prob(F-statistic)	0.342467			
ΔMVA				
Dependent Variable: EREGLI				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 11:12				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MVA	1.59E-07	3.14E-08	5.063.653	0.0000
C	0.038504	0.043261	0.890037	0.3799
R-squared	0.437250	Mean dependent var		0.062100
Adjusted R-squared	0.420197	S.D. dependent var		0.334161
S.E. of regression	0.254446	Akaike info criterion		0.155988
Sum squared resid	2.136.510	Schwarz criterion		0.244865
Log likelihood	-0.729795	Hannan-Quinn criter.		0.186669
F-statistic	2.564.058	Durbin-Watson stat		2.342.123
Prob(F-statistic)	0.000015			
ΔEVA- ΔMVA				
Dependent Variable: EREGLI				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 11:14				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-5.84E-08	1.45E-07	0.403993	0.6889
MVA	1.57E-07	3.23E-08	4.857.041	0.0000
C	0.037110	0.043956	0.844262	0.4048
R-squared	0.440105	Mean dependent var		0.062100
Adjusted R-squared	0.405112	S.D. dependent var		0.334161
S.E. of regression	0.257735	Akaike info criterion		0.208044
Sum squared resid	2.125.668	Schwarz criterion		0.341359
Log likelihood	-0.640766	Hannan-Quinn criter.		0.254064
F-statistic	1.257.681	Durbin-Watson stat		2.358.669
Prob(F-statistic)	0.000093			

FINANSBANK

EK 5

ΔEVA				
Dependent Variable: FNSBANK				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 11:17				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-3.55E-09	8.38E-08	-0.042375	0.9665
C	0.104829	0.060661	1.728.094	0.0933
R-squared	0.000054	Mean dependent var		0.104830
Adjusted R-squared	-0.030247	S.D. dependent var		0.353570
S.E. of regression	0.358878	Akaike info criterion		0.843775
Sum squared resid	4.250.177	Schwarz criterion		0.932652
Log likelihood	-1.276.607	Hannan-Quinn criter.		0.874456
F-statistic	0.001796	Durbin-Watson stat		2.341.995
Prob(F-statistic)	0.966455			
ΔMVA				
Dependent Variable: FNSBANK				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 11:19				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MVA	1.48E-07	5.59E-08	2.643.851	0.0124
C	0.071222	0.056554	1.259.371	0.2167
R-squared	0.174793	Mean dependent var		0.104830
Adjusted R-squared	0.149786	S.D. dependent var		0.353570
S.E. of regression	0.326017	Akaike info criterion		0.651709
Sum squared resid	3.507.468	Schwarz criterion		0.740586
Log likelihood	-9.404.908	Hannan-Quinn criter.		0.682389
F-statistic	6.989.950	Durbin-Watson stat		2.367.649
Prob(F-statistic)	0.012446			
$\Delta EVA - \Delta MVA$				
Dependent Variable: FNSBANK				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 11:21				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-9.85E-09	7.74E-08	-0.127352	0.8995
MVA	1.48E-07	5.68E-08	2.606.852	0.0138
C	0.071167	0.057418	1.239.454	0.2242
R-squared	0.175211	Mean dependent var		0.104830
Adjusted R-squared	0.123661	S.D. dependent var		0.353570
S.E. of regression	0.330988	Akaike info criterion		0.708345
Sum squared resid	3.505.691	Schwarz criterion		0.841661
Log likelihood	-9.396.041	Hannan-Quinn criter.		0.754366
F-statistic	3.398.894	Durbin-Watson stat		2.365.012
8	0.045866			

GARANTI

EK 5

ΔEVA				
Dependent Variable: GARANTI				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 11:24				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-4.42E-08	3.05E-08	1.449.811	0.1565
C	0.098607	0.067470	1.461.504	0.1533
R-squared	0.059881	Mean dependent var		0.101230
Adjusted R-squared	0.031393	S.D. dependent var		0.405428
S.E. of regression	0.399014	Akaike info criterion		1.055.803
Sum squared resid	5.253.994	Schwarz criterion		1.144.680
Log likelihood	-1.647.656	Hannan-Quinn criter.		1.086.484
F-statistic	2.101.952	Durbin-Watson stat		2.266.212
Prob(F-statistic)	0.156549			
ΔMVA				
Dependent Variable: GARANTI				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 11:26				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MVA	7.73E-08	2.26E-08	3.423.539	0.0017
C	0.052701	0.061412	0.858153	0.3970
R-squared	0.262085	Mean dependent var		0.101230
Adjusted R-squared	0.239724	S.D. dependent var		0.405428
S.E. of regression	0.353508	Akaike info criterion		0.813625
Sum squared resid	4.123.947	Schwarz criterion		0.902502
Log likelihood	-1.223.844	Hannan-Quinn criter.		0.844306
F-statistic	1.172.062	Durbin-Watson stat		2.635.167
Prob(F-statistic)	0.001668			
ΔEVA- ΔMVA				
Dependent Variable: GARANTI				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 11:28				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-1.46E-08	2.90E-08	-0.502305	0.6189
MVA	7.32E-08	2.43E-08	3.014.982	0.0050
C	0.054425	0.062215	0.874797	0.3882
R-squared	0.267858	Mean dependent var		0.101230
Adjusted R-squared	0.222099	S.D. dependent var		0.405428
S.E. of regression	0.357582	Akaike info criterion		0.862914
Sum squared resid	4.091.685	Schwarz criterion		0.996230
Log likelihood	-1.210.100	Hannan-Quinn criter.		0.908935
F-statistic	5.853.686	Durbin-Watson stat		2.611.565
Prob(F-statistic)	0.006816			

HURRIYET

EK 5

ΔEVA				
Dependent Variable: HURRIYET				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 11:31				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-2.07E-06	7.76E-07	-2.668.369	0.0117
C	0.035495	0.053208	0.667098	0.5093
R-squared	0.177472	Mean dependent var		0.041451
Adjusted R-squared	0.152546	S.D. dependent var		0.341642
S.E. of regression	0.314506	Akaike info criterion		0.579820
Sum squared resid	3.264.170	Schwarz criterion		0.668697
Log likelihood	-8.146.856	Hannan-Quinn criter.		0.610501
F-statistic	7.120.194	Durbin-Watson stat		1.822.681
Prob(F-statistic)	0.011725			
ΔMVA				
Dependent Variable: HURRIYET				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 11:33				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MVA	9.40E-07	1.55E-07	6.055.721	0.0000
C	0.030808	0.040379	0.762974	0.4509
R-squared	0.526350	Mean dependent var		0.041451
Adjusted R-squared	0.511997	S.D. dependent var		0.341642
S.E. of regression	0.238662	Akaike info criterion		0.027905
Sum squared resid	1.879.659	Schwarz criterion		0.116782
Log likelihood	1.511.661	Hannan-Quinn criter.		0.058585
F-statistic	3.667.176	Durbin-Watson stat		2.129.308
Prob(F-statistic)	0.000001			
$\Delta EVA - \Delta MVA$				
Dependent Variable: HURRIYET				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 11:35				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-5.95E-08	7.28E-07	-0.081713	0.9354
MVA	9.31E-07	1.92E-07	4.856.132	0.0000
C	0.030739	0.041010	0.749534	0.4590
R-squared	0.526449	Mean dependent var		0.041451
Adjusted R-squared	0.496852	S.D. dependent var		0.341642
S.E. of regression	0.242337	Akaike info criterion		0.084839
Sum squared resid	1.879.267	Schwarz criterion		0.218155
Log likelihood	1.515.312	Hannan-Quinn criter.		0.130860
F-statistic	1.778.730	Durbin-Watson stat		2.123.155
Prob(F-statistic)	0.000006			

ISGYO

EK 5

ΔEVA				
Dependent Variable: ISGYO				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 11:45				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-1.23E-06	5.45E-07	2.260.467	0.0305
C	0.022633	0.039817	0.568428	0.5736
R-squared	0.134079	Mean dependent var		0.029279
Adjusted R-squared	0.107839	S.D. dependent var		0.248709
S.E. of regression	0.234916	Akaike info criterion		-0.003731
Sum squared resid	1.821.125	Schwarz criterion		0.085146
Log likelihood	2.065.288	Hannan-Quinn criter.		0.026950
F-statistic	5.109.713	Durbin-Watson stat		2.442.234
Prob(F-statistic)	0.030513			
ΔMVA				
Dependent Variable: ISGYO				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 11:47				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MVA	1.73E-06	1.84E-07	9.395.468	0.0000
C	0.016864	0.022298	0.756270	0.4549
R-squared	0.727891	Mean dependent var		0.029279
Adjusted R-squared	0.719645	S.D. dependent var		0.248709
S.E. of regression	0.131688	Akaike info criterion		1.161.321
Sum squared resid	0.572275	Schwarz criterion		1.072.444
Log likelihood	2.232.311	Hannan-Quinn criter.		1.130.640
F-statistic	8.827.482	Durbin-Watson stat		2.529.081
Prob(F-statistic)	0.000000			
ΔEVA- ΔMVA				
Dependent Variable: ISGYO				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 11:49				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-3.12E-07	3.24E-07	-0.962989	0.3428
MVA	1.66E-06	1.95E-07	8.531.308	0.0000
C	0.015628	0.022360	0.698927	0.4896
R-squared	0.735554	Mean dependent var		0.029279
Adjusted R-squared	0.719026	S.D. dependent var		0.248709
S.E. of regression	0.131833	Akaike info criterion		1.132.746
Sum squared resid	0.556158	Schwarz criterion		-0.999430
Log likelihood	2.282.305	Hannan-Quinn criter.		1.086.725
F-statistic	4.450.391	Durbin-Watson stat		2.474.273
Prob(F-statistic)	0.000000			

IS BANKASI

EK 5

ΔEVA				
Dependent Variable: IS_BANKASI				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 11:37				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-1.09E-08	1.77E-08	0.617672	0.5410
C	0.031916	0.045302	0.704509	0.4861
R-squared	0.011429	Mean dependent var		0.032387
Adjusted R-squared	-0.018528	S.D. dependent var		0.265527
S.E. of regression	0.267975	Akaike info criterion		0.259600
Sum squared resid	2.369.751	Schwarz criterion		0.348477
Log likelihood	-2.542.993	Hannan-Quinn criter.		0.290280
F-statistic	0.381519	Durbin-Watson stat		2.036.931
Prob(F-statistic)	0.541031			
ΔMVA				
Dependent Variable: IS_BANKASI				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 11:40				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MVA	6.56E-08	1.20E-08	5.455.236	0.0000
C	0.010696	0.033273	0.321467	0.7499
R-squared	0.474184	Mean dependent var		0.032387
Adjusted R-squared	0.458250	S.D. dependent var		0.265527
S.E. of regression	0.195437	Akaike info criterion		0.371710
Sum squared resid	1.260.459	Schwarz criterion		0.282832
Log likelihood	8.504.916	Hannan-Quinn criter.		0.341029
F-statistic	2.975.960	Durbin-Watson stat		2.080.777
Prob(F-statistic)	0.000005			
$\Delta EVA - \Delta MVA$				
Dependent Variable: IS_BANKASI				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 11:42				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	9.14E-09	1.35E-08	0.676863	0.5034
MVA	6.80E-08	1.26E-08	5.387.354	0.0000
C	0.010313	0.033555	0.307362	0.7606
R-squared	0.481606	Mean dependent var		0.032387
Adjusted R-squared	0.449206	S.D. dependent var		0.265527
S.E. of regression	0.197062	Akaike info criterion		0.328782
Sum squared resid	1.242.668	Schwarz criterion		0.195467
Log likelihood	8.753.687	Hannan-Quinn criter.		0.282762
F-statistic	1.486.455	Durbin-Watson stat		2.074.836
Prob(F-statistic)	0.000027			

KCHOL

EK 5

ΔEVA				
Dependent Variable: KCHOL				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 13:28				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-1.29E-07	6.44E-08	2.002.083	0.0536
C	-0.014406	0.048326	-0.298097	0.7675
R-squared	0.108309	Mean dependent var	-	0.006255
Adjusted R-squared	0.081288	S.D. dependent var		0.297223
S.E. of regression	0.284887	Akaike info criterion		0.381995
Sum squared resid	2.678.296	Schwarz criterion		0.470872
Log likelihood	-4.684.919	Hannan-Quinn criter.		0.412676
F-statistic	4.008.337	Durbin-Watson stat		2.480.445
Prob(F-statistic)	0.053551			
ΔMVA				
Dependent Variable: KCHOL				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 13:30				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MVA	2.82E-08	2.19E-08	1.285.833	0.2075
C	-0.011449	0.049928	-0.229313	0.8200
R-squared	0.047712	Mean dependent var	-	0.006255
Adjusted R-squared	0.018854	S.D. dependent var		0.297223
S.E. of regression	0.294408	Akaike info criterion		0.447744
Sum squared resid	2.860.307	Schwarz criterion		0.536621
Log likelihood	-5.835.515	Hannan-Quinn criter.		0.478424
F-statistic	1.653.366	Durbin-Watson stat		2.435.452
Prob(F-statistic)	0.207451			
ΔEVA- ΔMVA				
Dependent Variable: KCHOL				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 13:32				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-1.13E-07	7.22E-08	1.566.211	0.1271
MVA	1.21E-08	2.38E-08	0.510540	0.6132
C	-0.015639	0.048937	-0.319570	0.7514
R-squared	0.115513	Mean dependent var	-	0.006255
Adjusted R-squared	0.060233	S.D. dependent var		0.297223
S.E. of regression	0.288133	Akaike info criterion		0.431026
Sum squared resid	2.656.656	Schwarz criterion		0.564341
Log likelihood	-4.542.953	Hannan-Quinn criter.		0.477046
F-statistic	2.089.592	Durbin-Watson stat		2.508.462
Prob(F-statistic)	0.140301			

PETKIM

EK 5

ΔEVA				
Dependent Variable: PETKIM				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 13:34				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-1.32E-06	6.81E-07	1.941.760	0.0607
C	0.015624	0.041230	0.378957	0.7071
R-squared	0.102540	Mean dependent var		0.018742
Adjusted R-squared	0.075344	S.D. dependent var		0.253468
S.E. of regression	0.243733	Akaike info criterion		0.069957
Sum squared resid	1.960.387	Schwarz criterion		0.158834
Log likelihood	0.775759	Hannan-Quinn criter.		0.100637
F-statistic	3.770.433	Durbin-Watson stat		2.199.850
Prob(F-statistic)	0.060744			
ΔMVA				
Dependent Variable: PETKIM				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 13:36				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MVA	8.84E-07	3.42E-08	2.584.518	0.0000
C	0.015712	0.009437	1.664.976	0.1054
R-squared	0.952923	Mean dependent var		0.018742
Adjusted R-squared	0.951496	S.D. dependent var		0.253468
S.E. of regression	0.055823	Akaike info criterion		2.877.819
Sum squared resid	0.102835	Schwarz criterion		2.788.942
Log likelihood	5.236.183	Hannan-Quinn criter.		2.847.138
F-statistic	6.679.731	Durbin-Watson stat		1.908.584
Prob(F-statistic)	0.000000			
ΔEVA- ΔMVA				
Dependent Variable: PETKIM				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 13:38				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-1.87E-07	1.62E-07	1.155.755	0.2563
MVA	8.73E-07	3.55E-08	2.456.616	0.0000
C	0.015311	0.009395	1.629.600	0.1130
R-squared	0.954809	Mean dependent var		0.018742
Adjusted R-squared	0.951985	S.D. dependent var		0.253468
S.E. of regression	0.055541	Akaike info criterion		2.861.571
Sum squared resid	0.098714	Schwarz criterion		2.728.255
Log likelihood	5.307.749	Hannan-Quinn criter.		2.815.551
F-statistic	3.380.527	Durbin-Watson stat		1.860.759
Prob(F-statistic)	0.000000			

PETROL OFISI

EK 5

ΔEVA				
Dependent Variable: PETROL_OFISI				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 13:41				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	6.87E-08	2.44E-07	0.281459	0.7801
C	-0.000695	0.049565	0.014026	0.9889
R-squared	0.002395	Mean dependent var	-	0.000305
Adjusted R-squared	-0.027836	S.D. dependent var	-	0.289119
S.E. of regression	0.293115	Akaike info criterion	-	0.438944
Sum squared resid	2.835.248	Schwarz criterion	-	0.527821
Log likelihood	-5.681.525	Hannan-Quinn criter.	-	0.469625
F-statistic	0.079219	Durbin-Watson stat	-	1.741.442
Prob(F-statistic)	0.780116			
ΔMVA				
Dependent Variable: PETROL_OFISI				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 13:43				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MVA	3.48E-07	4.40E-08	7.894.934	0.0000
C	-0.013894	0.029236	0.475222	0.6378
R-squared	0.653834	Mean dependent var	-	0.000305
Adjusted R-squared	0.643344	S.D. dependent var	-	0.289119
S.E. of regression	0.172664	Akaike info criterion	-	0.619495
Sum squared resid	0.983823	Schwarz criterion	-	0.530618
Log likelihood	1.284.116	Hannan-Quinn criter.	-	0.588815
F-statistic	6.232.999	Durbin-Watson stat	-	1.451.931
Prob(F-statistic)	0.000000			
ΔEVA- ΔMVA				
Dependent Variable: PETROL_OFISI				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 13:45				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	3.29E-07	1.38E-07	2.387.019	0.0231
MVA	3.69E-07	4.22E-08	8.754.445	0.0000
C	-0.016609	0.027378	0.606650	0.5484
R-squared	0.706155	Mean dependent var	-	0.000305
Adjusted R-squared	0.687790	S.D. dependent var	-	0.289119
S.E. of regression	0.161547	Akaike info criterion	-	0.726219
Sum squared resid	0.835122	Schwarz criterion	-	0.592904
Log likelihood	1.570.884	Hannan-Quinn criter.	-	0.680199
F-statistic	3.845.055	Durbin-Watson stat	-	1.386.417
Prob(F-statistic)	0.000000			

SAHOL

EK 5

ΔEVA

Dependent Variable: SAHOL				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 13:47				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-1.83E-07	1.16E-07	1.581.198	0.1234
C	0.057095	0.049398	1.155.822	0.2561
R-squared	0.070427	Mean dependent var		0.051667
Adjusted R-squared	0.042259	S.D. dependent var		0.297897
S.E. of regression	0.291535	Akaike info criterion		0.428129
Sum squared resid	2.804.749	Schwarz criterion		0.517006
Log likelihood	-5.492.255	Hannan-Quinn criter.		0.458809
F-statistic	2.500.188	Durbin-Watson stat		2.360.412
Prob(F-statistic)	0.123371			

ΔMVA

Dependent Variable: SAHOL				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 13:50				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MVA	1.53E-07	1.61E-08	9.535.169	0.0000
C	0.019752	0.026587	0.742900	0.4628
R-squared	0.733698	Mean dependent var		0.051667
Adjusted R-squared	0.725628	S.D. dependent var		0.297897
S.E. of regression	0.156040	Akaike info criterion		0.821965
Sum squared resid	0.803499	Schwarz criterion		0.733088
Log likelihood	1.638.439	Hannan-Quinn criter.		0.791285
F-statistic	9.091.945	Durbin-Watson stat		2.143.737
Prob(F-statistic)	0.000000			

ΔEVA- ΔMVA

Dependent Variable: SAHOL				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 13:52				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-6.90E-08	6.30E-08	1.094.671	0.2818
MVA	1.50E-07	1.64E-08	9.158.839	0.0000
C	0.022534	0.026629	0.846208	0.4037
R-squared	0.743310	Mean dependent var		0.051667
Adjusted R-squared	0.727267	S.D. dependent var		0.297897
S.E. of regression	0.155573	Akaike info criterion		0.801585
Sum squared resid	0.774496	Schwarz criterion		0.668269
Log likelihood	1.702.774	Hannan-Quinn criter.		0.755564
F-statistic	4.633.205	Durbin-Watson stat		2.187.661
Prob(F-statistic)	0.000000			

SEKERBANK

EK 5

 ΔEVA

Dependent Variable: SEKERBANK				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 13:54				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-1.33E-07	2.76E-07	0.481895	0.6331
C	0.083590	0.057031	1.465685	0.1522
R-squared	0.006988	Mean dependent var		0.083449
Adjusted R-squared	-0.023103	S.D. dependent var		0.333567
S.E. of regression	0.337398	Akaike info criterion		0.720337
Sum squared resid	3.756630	Schwarz criterion		0.809214
Log likelihood	-1.060590	Hannan-Quinn criter.		0.751017
F-statistic	0.232223	Durbin-Watson stat		1.833637
Prob(F-statistic)	0.633061			

 ΔMVA

Dependent Variable: SEKERBANK				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 13:57				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MVA	6.79E-07	1.99E-07	3.410550	0.0017
C	0.068308	0.049411	1.382441	0.1761
R-squared	0.260618	Mean dependent var		0.083449
Adjusted R-squared	0.238212	S.D. dependent var		0.333567
S.E. of regression	0.291138	Akaike info criterion		0.425409
Sum squared resid	2.797131	Schwarz criterion		0.514286
Log likelihood	-5.444660	Hannan-Quinn criter.		0.456089
F-statistic	1.163185	Durbin-Watson stat		2.129523
Prob(F-statistic)	0.001728			

 $\Delta EVA - \Delta MVA$

Dependent Variable: SEKERBANK				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 13:59				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	1.32E-07	2.53E-07	0.522385	0.6050
MVA	7.14E-07	2.12E-07	3.368002	0.0020
C	0.067400	0.049995	1.348138	0.1871
R-squared	0.266870	Mean dependent var		0.083449
Adjusted R-squared	0.221049	S.D. dependent var		0.333567
S.E. of regression	0.294400	Akaike info criterion		0.474060
Sum squared resid	2.773480	Schwarz criterion		0.607376
Log likelihood	-5.296058	Hannan-Quinn criter.		0.520081
F-statistic	5.824223	Durbin-Watson stat		2.179425
Prob(F-statistic)	0.006965			

SISECAM

EK 5

ΔEVA				
Dependent Variable: SISECAM				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 14:44				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-2.41E-07	3.46E-07	0.695217	0.4918
C	0.026626	0.054748	0.486329	0.6299
R-squared	0.014435	Mean dependent var		0.030537
Adjusted R-squared	-0.015431	S.D. dependent var		0.319723
S.E. of regression	0.322180	Akaike info criterion		0.628032
Sum squared resid	3.425.396	Schwarz criterion		0.716909
Log likelihood	-8.990.556	Hannan-Quinn criter.		0.658712
F-statistic	0.483327	Durbin-Watson stat		2.635.599
Prob(F-statistic)	0.491786			
ΔMVA				
Dependent Variable: SISECAM				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 14:46				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MVA	8.01E-07	1.24E-07	6.473.587	0.0000
C	0.014697	0.036492	0.402746	0.6897
R-squared	0.559456	Mean dependent var		0.030537
Adjusted R-squared	0.546106	S.D. dependent var		0.319723
S.E. of regression	0.215402	Akaike info criterion		0.177172
Sum squared resid	1.531.141	Schwarz criterion		0.088295
Log likelihood	5.100.515	Hannan-Quinn criter.		0.146492
F-statistic	4.190.732	Durbin-Watson stat		2.905.142
Prob(F-statistic)	0.000000			
ΔEVA- ΔMVA				
Dependent Variable: SISECAM				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 14:48				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-4.07E-09	2.38E-07	0.017096	0.9865
MVA	8.01E-07	1.27E-07	6.292.023	0.0000
C	0.014638	0.037220	0.393275	0.6967
R-squared	0.559460	Mean dependent var		0.030537
Adjusted R-squared	0.531926	S.D. dependent var		0.319723
S.E. of regression	0.218741	Akaike info criterion		0.120039
Sum squared resid	1.531.127	Schwarz criterion		0.013277
Log likelihood	5.100.675	Hannan-Quinn criter.		0.074018
F-statistic	2.031.903	Durbin-Watson stat		2.904.122
Prob(F-statistic)	0.000002			

THY

EK 5

ΔEVA				
Dependent Variable: THY				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 14:51				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	2.64E-07	3.59E-07	0.733759	0.4683
C	0.027324	0.047882	0.570654	0.5721
R-squared	0.016053	Mean dependent var		0.029217
Adjusted R-squared	-0.013763	S.D. dependent var		0.280938
S.E. of regression	0.282865	Akaike info criterion		0.367752
Sum squared resid	2.640.418	Schwarz criterion		0.456629
Log likelihood	-4.435.656	Hannan-Quinn criter.		0.398432
F-statistic	0.538402	Durbin-Watson stat		2.656.798
Prob(F-statistic)	0.468277			
ΔMVA				
Dependent Variable: THY				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 14:53				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MVA	5.09E-07	6.57E-08	7.744.692	0.0000
C	-0.012297	0.029212	0.420976	0.6765
R-squared	0.645086	Mean dependent var		0.029217
Adjusted R-squared	0.634331	S.D. dependent var		0.280938
S.E. of regression	0.169885	Akaike info criterion		0.651944
Sum squared resid	0.952411	Schwarz criterion		0.563067
Log likelihood	1.340.903	Hannan-Quinn criter.		0.621264
F-statistic	5.998.026	Durbin-Watson stat		2.125.833
Prob(F-statistic)	0.000000			
ΔEVA- ΔMVA				
Dependent Variable: THY				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 14:55				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-5.20E-08	2.23E-07	0.233085	0.8172
MVA	5.12E-07	6.79E-08	7.540.947	0.0000
C	-0.012167	0.029645	0.410416	0.6842
R-squared	0.645687	Mean dependent var		0.029217
Adjusted R-squared	0.623543	S.D. dependent var		0.280938
S.E. of regression	0.172373	Akaike info criterion		0.596498
Sum squared resid	0.950796	Schwarz criterion		0.463182
Log likelihood	1.343.871	Hannan-Quinn criter.		0.550477
F-statistic	2.915.788	Durbin-Watson stat		2.105.820
Prob(F-statistic)	0.000000			

TOFAŞ

EK 5

ΔEVA

Dependent Variable: TOFAS				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 14:58				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-3.51E-07	3.89E-07	0.902212	0.3735
C	0.046459	0.057936	0.801895	0.4284
R-squared	0.024072	Mean dependent var		0.047063
Adjusted R-squared	-0.005501	S.D. dependent var		0.341793
S.E. of regression	0.342732	Akaike info criterion		0.751710
Sum squared resid	3.876.354	Schwarz criterion		0.840587
Log likelihood	-1.115.492	Hannan-Quinn criter.		0.782390
F-statistic	0.813986	Durbin-Watson stat		1.542.910
Prob(F-statistic)	0.373483			

ΔMVA

Dependent Variable: TOFAS				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 15:00				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MVA	7.22E-07	9.83E-08	7.346.407	0.0000
C	0.014700	0.036391	0.403944	0.6889
R-squared	0.620557	Mean dependent var		0.047063
Adjusted R-squared	0.609059	S.D. dependent var		0.341793
S.E. of regression	0.213707	Akaike info criterion		0.192975
Sum squared resid	1.507.134	Schwarz criterion		0.104098
Log likelihood	5.377.069	Hannan-Quinn criter.		0.162295
F-statistic	5.396.969	Durbin-Watson stat		1.685.771
Prob(F-statistic)	0.000000			

ΔEVA- ΔMVA

Dependent Variable: TOFAS				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 15:01				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-5.26E-08	2.49E-07	0.210723	0.8344
MVA	7.19E-07	1.01E-07	7.100.586	0.0000
C	0.014770	0.036931	0.399936	0.6919
R-squared	0.621083	Mean dependent var		0.047063
Adjusted R-squared	0.597401	S.D. dependent var		0.341793
S.E. of regression	0.216870	Akaike info criterion		0.137219
Sum squared resid	1.505.046	Schwarz criterion		0.003904
Log likelihood	5.401.335	Hannan-Quinn criter.		0.091199
F-statistic	2.622.564	Durbin-Watson stat		1.676.368
Prob(F-statistic)	0.000000			

TSKBANK

EK 5

ΔEVA				
Dependent Variable: TSKBANK				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 15:05				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-3.20E-07	4.91E-07	-0.650853	0.5196
C	0.103651	0.071143	1.456.932	0.1546
R-squared	0.012674	Mean dependent var		0.106605
Adjusted R-squared	-0.017245	S.D. dependent var		0.416457
S.E. of regression	0.420033	Akaike info criterion		1.158.477
Sum squared resid	5.822.106	Schwarz criterion		1.247.354
Log likelihood	-1.827.334	Hannan-Quinn criter.		1.189.157
F-statistic	0.423609	Durbin-Watson stat		2.498.189
Prob(F-statistic)	0.519648			
ΔMVA				
Dependent Variable: TSKBANK				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 15:09				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MVA	1.90E-06	3.30E-07	5.763.009	0.0000
C	0.078924	0.050672	1.557.548	0.1289
R-squared	0.501603	Mean dependent var		0.106605
Adjusted R-squared	0.486500	S.D. dependent var		0.416457
S.E. of regression	0.298429	Akaike info criterion		0.474873
Sum squared resid	2.938.969	Schwarz criterion		0.563750
Log likelihood	-6.310.286	Hannan-Quinn criter.		0.505554
F-statistic	3.321.227	Durbin-Watson stat		2.669.766
Prob(F-statistic)	0.000002			
ΔEVA- ΔMVA				
Dependent Variable: TSKBANK				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 15:11				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-6.01E-08	3.57E-07	0.168298	0.8674
MVA	1.89E-06	3.38E-07	5.607.870	0.0000
C	0.078475	0.051504	1.523.686	0.1374
R-squared	0.502044	Mean dependent var		0.106605
Adjusted R-squared	0.470921	S.D. dependent var		0.416457
S.E. of regression	0.302922	Akaike info criterion		0.531132
Sum squared resid	2.936.370	Schwarz criterion		0.664447
Log likelihood	-6.294.803	Hannan-Quinn criter.		0.577152
F-statistic	1.613.133	Durbin-Watson stat		2.657.703
Prob(F-statistic)	0.000014			

TUPRAS

EK 5

ΔEVA				
Dependent Variable: TUPRAS				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 15:15				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-6.56E-08	1.35E-07	0.485584	0.6305
C	0.037003	0.038355	0.964752	0.3417
R-squared	0.007095	Mean dependent var		0.035954
Adjusted R-squared	-0.022994	S.D. dependent var		0.223989
S.E. of regression	0.226549	Akaike info criterion		-0.076262
Sum squared resid	1.693.713	Schwarz criterion		0.012615
Log likelihood	3.334.587	Hannan-Quinn criter.		-0.045582
F-statistic	0.235792	Durbin-Watson stat		2.297.287
Prob(F-statistic)	0.630471			
ΔMVA				
Dependent Variable: TUPRAS				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 15:17				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MVA	2.30E-07	2.96E-08	7.763.475	0.0000
C	0.000907	0.023300	0.038929	0.9692
R-squared	0.646194	Mean dependent var		0.035954
Adjusted R-squared	0.635473	S.D. dependent var		0.223989
S.E. of regression	0.135236	Akaike info criterion		1.108.150
Sum squared resid	0.603527	Schwarz criterion		1.019.273
Log likelihood	2.139.262	Hannan-Quinn criter.		1.077.469
F-statistic	6.027.154	Durbin-Watson stat		2.502.714
Prob(F-statistic)	0.000000			
ΔEVA- ΔMVA				
Dependent Variable: TUPRAS				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 15:19				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-5.94E-08	8.13E-08	0.730517	0.4704
MVA	2.30E-07	2.99E-08	7.700.720	0.0000
C	0.001889	0.023505	0.080375	0.9364
R-squared	0.651998	Mean dependent var		0.035954
Adjusted R-squared	0.630248	S.D. dependent var		0.223989
S.E. of regression	0.136202	Akaike info criterion		1.067.546
Sum squared resid	0.593627	Schwarz criterion		-0.934231
Log likelihood	2.168.206	Hannan-Quinn criter.		1.021.526
F-statistic	2.997.673	Durbin-Watson stat		2.459.887
Prob(F-statistic)	0.000000			

TURKCELL

EK 5

ΔEVA				
Dependent Variable: TURKCELL				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 15:23				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-7.00E-08	1.41E-07	-0.497826	0.6219
C	0.061089	0.071820	0.850591	0.4011
R-squared	0.007454	Mean dependent var		0.060065
Adjusted R-squared	-0.022623	S.D. dependent var		0.419993
S.E. of regression	0.424717	Akaike info criterion		1.180.660
Sum squared resid	5.952.702	Schwarz criterion		1.269.537
Log likelihood	-1.866.155	Hannan-Quinn criter.		1.211.340
F-statistic	0.247831	Durbin-Watson stat		2.752.653
Prob(F-statistic)	0.621908			
ΔMVA				
Dependent Variable: TURKCELL				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 15:25				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MVA	9.35E-08	2.19E-08	4.269.174	0.0002
C	0.011612	0.058940	0.197015	0.8450
R-squared	0.355794	Mean dependent var		0.060065
Adjusted R-squared	0.336273	S.D. dependent var		0.419993
S.E. of regression	0.342166	Akaike info criterion		0.748405
Sum squared resid	3.863.566	Schwarz criterion		0.837282
Log likelihood	-1.109.709	Hannan-Quinn criter.		0.779086
F-statistic	1.822.585	Durbin-Watson stat		2.583.023
Prob(F-statistic)	0.000156			
ΔEVA- ΔMVA				
Dependent Variable: TURKCELL				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 15:27				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-1.60E-07	1.13E-07	1.411.703	0.1677
MVA	9.89E-08	2.19E-08	4.513.736	0.0001
C	0.011133	0.058074	0.191701	0.8492
R-squared	0.393562	Mean dependent var		0.060065
Adjusted R-squared	0.355660	S.D. dependent var		0.419993
S.E. of regression	0.337132	Akaike info criterion		0.745132
Sum squared resid	3.637.056	Schwarz criterion		0.878448
Log likelihood	-1.003.981	Hannan-Quinn criter.		0.791153
F-statistic	1.038.357	Durbin-Watson stat		2.369.644
Prob(F-statistic)	0.000335			

VESTEL

EK 5

ΔEVA				
Dependent Variable: VESTEL				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 15:30				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-1.29E-06	6.21E-07	2.070.907	0.0463
C	0.048216	0.055950	0.861765	0.3950
R-squared	0.115012	Mean dependent var		0.046879
Adjusted R-squared	0.088195	S.D. dependent var		0.346621
S.E. of regression	0.330983	Akaike info criterion		0.681944
Sum squared resid	3.615.137	Schwarz criterion		0.770821
Log likelihood	-9.934.027	Hannan-Quinn criter.		0.712625
F-statistic	4.288.655	Durbin-Watson stat		2.106.518
Prob(F-statistic)	0.046263			
ΔMVA				
Dependent Variable: VESTEL				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 15:32				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MVA	2.13E-06	1.78E-07	1.196.220	0.0000
C	0.029230	0.025787	1.133.533	0.2652
R-squared	0.812600	Mean dependent var		0.046879
Adjusted R-squared	0.806921	S.D. dependent var		0.346621
S.E. of regression	0.152307	Akaike info criterion		0.870385
Sum squared resid	0.765520	Schwarz criterion		0.781508
Log likelihood	1.723.174	Hannan-Quinn criter.		0.839705
F-statistic	1.430.942	Durbin-Watson stat		2.270.880
Prob(F-statistic)	0.000000			
ΔEVA- ΔMVA				
Dependent Variable: VESTEL				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 15:35				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	2.09E-07	3.18E-07	0.654922	0.5172
MVA	2.18E-06	1.98E-07	1.100.656	0.0000
C	0.028554	0.026033	1.096.828	0.2809
R-squared	0.815079	Mean dependent var		0.046879
Adjusted R-squared	0.803521	S.D. dependent var		0.346621
S.E. of regression	0.153643	Akaike info criterion		0.826557
Sum squared resid	0.755395	Schwarz criterion		0.693242
Log likelihood	1.746.475	Hannan-Quinn criter.		0.780537
F-statistic	7.052.339	Durbin-Watson stat		2.285.826
Prob(F-statistic)	0.000000			

YKB

EK 5

ΔEVA				
Dependent Variable: YKB				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 15:37				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-3.20E-08	2.99E-08	1.071 226	0.2918
C	0.054550	0.055248	0.987365	0.3306
R-squared	0.033605	Mean dependent var		0.055983
Adjusted R-squared	0.004320	S.D. dependent var		0.327463
S.E. of regression	0.326755	Akaike info criterion		0.656231
Sum squared resid	3.523 364	Schwarz criterion		0.745108
Log likelihood	-9.484 041	Hannan-Quinn criter.		0.686911
F-statistic	1.147 524	Durbin-Watson stat		2.209 876
Prob(F-statistic)	0.291840			
ΔMVA				
Dependent Variable: YKB				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 15:40				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MVA	1.21E-07	2.51E-08	4.828 343	0.0000
C	0.024746	0.043493	0.568959	0.5732
R-squared	0.413989	Mean dependent var		0.055983
Adjusted R-squared	0.396231	S.D. dependent var		0.327463
S.E. of regression	0.254447	Akaike info criterion		0.155997
Sum squared resid	2.136 529	Schwarz criterion		0.244874
Log likelihood	-0.729956	Hannan-Quinn criter.		0.186678
F-statistic	2.331 289	Durbin-Watson stat		2.352 436
Prob(F-statistic)	0.000031			
ΔEVA- ΔMVA				
Dependent Variable: YKB				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/11 Time: 15:42				
Sample (adjusted): 2001Q1 2009Q3				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	8.91E-09	2.52E-08	0.353755	0.7258
MVA	1.25E-07	2.72E-08	4.580 150	0.0001
C	0.024266	0.044102	0.550230	0.5860
R-squared	0.416271	Mean dependent var		0.055983
Adjusted R-squared	0.379788	S.D. dependent var		0.327463
S.E. of regression	0.257888	Akaike info criterion		0.209237
Sum squared resid	2.128 207	Schwarz criterion		0.342553
Log likelihood	-0.661652	Hannan-Quinn criter.		0.255258
F-statistic	1.141 000	Durbin-Watson stat		2.383 431
Prob(F-statistic)	0.000182			

KAYNAKÇA

- Ampuero, M., Goranson, J. ve Scott, J., op.cit., ss.24-32.
- Ampuero, M., Goranson, J. ve Scott, J., “Solving The Measurement Puzzle: How EVA and the Balanced Scorecard Fit Together”, Perspectives on Business Innovation, Issue 2, s.29.
- Anand, M., Garg, A., Arora, A., 1999, Economic value added: business performance measure of shareholder value, The Management Accountant, 351-356
- Bacidore, J. M. , Boquist, J. A. , Milbourn, T. T. Ve Thakor, A. V. , “The Search for the Best Performance Measure, Financial Analysts Journal, may/June 1997, s. 15.
- Bao, Ben-Hsien ve Bao, Da-Hsien, “Usefulness of value added and abnormal economic earnings: An empirical examination”, Journal of Business Finance & Accounting, January-March 1998, ss. 251-264.
- Berk, M. Niyazi, Katırcıoğlu, E. Ve Erdoğan, O., “Firmaların Piyasa Performansının Çı—Ölçülmesinde “Ekonomik Kar” Yaklaşımının Eleştirisi ve Türkiye Uygulaması”, ODTÜ/ERC Uluslararası Ekonomi Kongresi III. Tebliğ Çalışması, Eylül 1999.
- Biddle, G., R. M. ve Wallace, J. S., “Evidence on EVA”, “Journal of Applied Corporate Finance, Summer 1999, ss. 69-79.
- Biddle, G.C., Bowen, R.M., Wallace, J.S., 1997, Does EVA beat earnings? evidence on associations with share returns and firm values, Journal of Accounting and Economics, 24, 301-336.
- Biddle, G.C., Bowen, R.M., Wallace, J.S., 1999, “Evidence on EVA”. Journal of Applied Corporate Finance.12(2), 69-79.
- Birchard, B., “Do it yourself: How Valmont Industries implemented EVA”, March 1996, s.36.
- Borowsky, Brian ve Spero, Leslie, “Making Finance a way of life”, TMA Journal/February 1998, ss.35-35.
- Brealey, Richard A.ve Myers, Stewart C., Principles of Corporate Finance, Mc Graw Hill Companies Inc., 1996, ss.73-75.
- Brewer, Peter C., Chandra, Gyan ve Hock, Clayton A., “Economic Value Added(EVA):Its uses and limitations”, S.A.M. Advanced Management Journal, Spring 1999, ss.4-11.
- Chang, Joseph, “Spreading EVA”, Chemical Market Reporter, July 1997, ss. 3-19.

Chen S., Dodd, J.L., 2001, Operating income, residual income and EVA: which metric is more value relevant, *Journal of Managerial Issues*, 13(1), 65-86.

Çelik, O., 2002, İşletmelerde bir performans ölçütü olarak ekonomik katma değer (EKD) ve Türk Telekom A.Ş.'de uygulanması, Thesis (PhD). Ankara Üniversitesi.

Damien, Paul, "Economic Value Added Model to Assess Bank Performance", University of Michigan Business School Working Paper, May 1997. ss. 1-4.

De Villiers, J. ve Auret, C.J., "A Comparison of EPS and EVA as Explanatory variables for Share Price", *Journal for Studies in Economics and Econometrics*, August 1, 1998, ss. 47-63.

De Villiers, J., "The distortions in Economic Value Added", *Journal of Economics and Business*, May/June 1997, ss. 285-300.

De Villiers, J., "Inflation, asset structure and the discrepancy between accounting and true Return", *Journal of Business Finance and Accounting*, Spring 1989, s. 299.

De Villiers, op. cit., s.299.

Dechow, Patricia M., Hutton, Amy P. ve Sloan, Richard G., "An Empirical Assessment of the Residual Income Valuation Model", *Journal of Accounting and Economics*, Vol.26, ss. 1-34.

Dodd, James L ve Johns, Jason, "EVA reconsidered", *Business and Economic Review*, April-June.1999, ss.13-18.

Dodd, James L. ve Chen, Shimin, "Usefulness of Operating Income, Residual Income, and EVA: A Value-Relevance Perspective", Working Paper 1998.

Dodd. James L. ve Chen, Shimin, "Economic value added (EVA):An empirical examination of a new corporate performance measure" *Journal of Managerial Issues*. Fall 1997 ss.20-25.

Domadaran, Aswath, www.stern.nyu.edu/adamodar, EVA: Concept Checks.

Easton, Peter, Harris, Trevor ve Ohlson, James, "Aggregate Accounting Earnings Can Explain Most of Security Returns: The case of Long Return Intervals", *Journal of Accounting and Economics*, 15.1992,ss. 23-35.

Ehrbar, Al, "Using EVA to measure performance and assess strategy", *Journal Of Applied Corporate Finance*, Spring 1996, ss. 110-115.

Ehrbar, op. cit., s.80.

Ehrbar, Al, "Using Eva to measure performance and assess strategy". Strategy & Leadership. May/June 1999. ss.78.

ekutup.dtp.gov.tr

Elliott, Lisa, "Is EVA for everyone?", Oil & Gas Investor, February 1997, ss.45-51.

Ergincan, Yakup, "Eva(Economic Value Added) ve MVA(Market Value Added) İMKB'deki Hisse Senedi Fiyatları Üzerine Ekonometrik Bir Analiz", Yayınlanmamış Doktora Tezi, 2001-Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul 2001.

Ferguson, R., Retzler, J., Yu, S., 2005, Does economic value added(EVA) improve stock performance profitability?, Journal of Applied Finance, 15(2), 101-113.

Ferguson, Robert ve Leistikow, Dean, "Search for the best Financial Performance measure: Basics are better", Financial Analysts Journal, January/February 1998, ss.81-85.

Fernández, P., Reinoso, L., 2001, Shareholder value creators and shareholder value destroyers in USA, IESE Business School.

Financial Times. London (UK): Jun 16, 2006. A new formula for value-creation Traditional methods of calculating shareholder value creation are inadequate because they rely on historical data and, thus, fail to take into account a crucial factor: the expectations of investors, pg. 1.

Gapenskii Louis C., "Using MVA and EVA to measure Financial Performance", Healthcare Financial Management, March 1996, s. 56-66.

Gapenski, L.C., 1996, Using MVA and EVA to measure financial performance - market value added; economic value added, Healthcare Financial Management, http://findarticles.com/p/articles/mi_m3257/is_n3_v50/ai_18193961/pg_1

Grant, J.L., "Foundations of EVA for Investment Managers", The Journal of Portfolio Management, Fall 1996, s. 43.

Gressle, Mark, "How to implement EVA and make share prices rise", Corporate Cashflow, March 1996, ss. 28-38.

Griffith, J.M., 2004, The true value of EVA, Journal of Applied Finance, 14(2), 25-29.

Griffith, J.M., 2006, EVA and stock performance, Journal of Investing, 15(2), 75-78 Stewart, op. cit., s.215.

Haines, Leslie, "EVA measures service and supply company performance", Oil & Gas Investor, April 1996, ss. 7-14.

- Hall J.R., Brummer, L.M., 1999, The relationship between the market value of a company and international performance measurements. University of Pretoria.
- Hamel, Gary, "Strategy innovation", Executive Excellence, August 1998, ss. 7-8.
- Hartman, Joseph C., "On The Equivalence Of Net Present Value And Market Value Added.
- Herzberg, Martin M., "Implementing EBO/EVA analysis in stock selection" ,Journal of Investing, Spring 1998, ss.45-53.
- Hogan, Chris ve Lewis, Craig, "The Long-Run Performance of Firms Adopting Compensation Plans Based on Economic Profits" , Vanderbilt Üniversitesi Working Paper, 1999, ss. 1-19.
- Ihrbar,Al, EVA: The Real Key to Creating Wealth, John Wiley and Sons Inc., 1998,s.70.
- Jensen, M. C., "Agency costs of free cash flow, Corporate Finance and takeovers", American Economic Review, 1986, s. 324.
- Kaplan R.ve Norton D., "Balanced Scorecard: Measures That Drive Performance" Harvard Business Review, January/February 1992, ss.1-15.
- Kara , H., Katma değer Yaratmaya Dayalı Finansal Performans Ölçütü Olarak EVA (economic value added) : İMKB şirketler üzerinde bir uygulama, Doktora Tezi Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Ankara, 2002.
- Keef, S., Roush, M., 2002, Does MVA measure up?, Financial Management, 20-21.
- Kleiman, Robert T., "Some New Evidence on MVA Companies". Journal of Applied Corporate Finance, Summer 1999 , ss. 80-91.
- Kramer, Jonathan K. ve Pushner, George, "An Empirical Analysis of Economic Value Added as a Proxy for Market Value Added " , Financial Practice and Education, Spring/Summer 97. Damien , op. cit., 1-4.
- Kroll, Karen M., "EVA and creating value" Industry Week, April 1997, ss.102-109.
- Lehn, K., Makhija, A.K., 1996, EVA&MVA: as performance measures and signals for strategic change, Strategy and Leadership, 24(3), 34-38.
- Lehn, K.ve Makhija, Anil K., "EVA, Accounting Profits, and CEO Turnover: An Empirical Examination, 1985-1994." Journal of Applied Corporate Finance, Summer 1997, ss. 90-97.
- Macalister , Philip, "TQM plus EVA equals Shareholder Profit" Management, December 1996, ss.17.

Mäkeläinen, E.,1998, Economic value added as a management tool [online], Finland, Helsinki School of Economics, <http://www.evanomics.com/evastudy.shtml> [Ziyaret Tarihi: 10 Şubat 2008].

Makelainen, Esa, “Economic Value Added as a management tool ” , Helssinki Scholl of Economics and Business Administration working paper, 1998, s.12.

Mc Donald, Lee, “The EVA Way”, Best’s Review, May 1998, ss.63-64.

McLaren, Josie, “Economic Value Added”, Chartered Accountants Journal of New Zealand, April 1998, ss. 59-63.

Medeiros, O.R., 2005, Empirical evidence on the relationship between EVA and stock returns in Brazilian firms, University of Brasilia.

Mills, Roger, Rowbotham, Sean ve Roberts, John, “Using Economic profit in assessing Business Performance”, Management Accounting, Novermber 1998, ss. 34-38.

Myers, op cit., s.14.

Myers, op. cit., ss. 45-46. Storrie, Mark ve Sinclair, David, “Is EVA Equivalent to DCF?” CPS Alcair Global Review, Spring 1997, s. 5.

Myers, Randy, “Overstadet Claims?” , CFO, November 1997, ss. 1-18.

O’Byrne , Stephen F., “EVA and Shareholder Return ” , Financial Practice and Education, Spring/Summer97, ss 53-54.

Ocak Dergisi 2004.ss.33-42.

Peixoto, S., 2002, Economic value added-application to Portuguese public companies, Thesis (PhD). Moderna University of Porto.

Pettit, Justin,“Governing for Value”,Ivey Business Quarterly, Autumn 1998, ss.45-53.

Putnam, Bluford, “EVA analysis predicts tough times in US markets”, Global Investor, April 1997, ss. 42-44.

Rajan, S.R., “ Turning capital to wealth: A ranking of U.S. utilities” , Public Utilities Fortnightly, December 1999, ss. 36-46.

Ramezani, C., Soenen, L., Jung, A., 2001, Growth, corporate profitability, and shareholder value creation [online], California Polytechnic State University, <http://ssrn.com/abstract=304880> [Ziyaret Tarihi: 5 Aralık 2007].

Rappaport, Alfred, *Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance*, The Free Press, New York, 1998, s. 183.

Ray, R., 2001, Economic value added: Theory, evidence, a missing link, *Review of Business*, 19(1), 66-70.

Shaked, Israel, Allen Michel, ve Leroy, P, "Creating Value Through E.V.A. –Myth or Reality" *Strategy & Business* 9 (Forth Quarter 1997), ss. 41-52.

Sheikholeslami, M., 2001, EVA, MVA and CEO compensation, *American Business Review*, 19(1), 13-17.

Shrieves, Ronald E. ve Wachowics, John M., "Free Cash Flow (FCF), Economic Value Added (EVA), and Net Present Value (NPV): A Reconciliation of Variations of Discounted-Cash-Flow (DCF) Valuation", University of Tennessee working Paper, May 1999, ss.1-19.

Sparling, D., Turvey, C.G., 2003, Further thoughts on the relationship between economic value added and stock market performance, *Agribusiness*, 19(2), sf. 255.

Spero, Lee, "Getting EVA right", *TMA Journal*, Now/Dec.1997, ss. 1-6.

Stark Andrew W. Ve Thomas, Hardy M., "On the Empirical Relationship Between Market Value and Residual Income in the UK", *Management Accounting Research*, December 98, ss. 1-18.

Stern, Joel M., "EVA and Strategic Performance Measurement", *Global Finance 2000 The Conference Board*, 1996, ss. 5-6.

Şamiloğlu, F., 2004, Performans ölçümünde EVA ve MVA: İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında ampirik bir uygulama, *H.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 22(2), 63-174.

Telaranta, T., "On residual income variables and shareholder wealth creation" , Yüksek Lisans Tezi , Helsinki Scholl of Economics and Business Administration, Helsinki, 1997.

Uyemura, Deniis G., Kantor, Charles C. Ve Pettir, Justin M., "EVA for Banks: Value Creation, Risk Management, and Profitability Measurement", *Journal of Applied Corporate Finance*, Summer 1996, ss. 110-113.

Vélez-Pareja, I., Tham, J., 2003, Do the RIM (Residual Income Model), EVA® and DCF (Discounted Cash Flow) Really.

Walbert, L., 1993, America's Best Wealth Creators, *Fortune*, 64-76.

Wiersema, William H., "Managing shareholder value: Useful tool or new fad?", *Electrical Apparatus*, June 1999, ss.64-66.

Wileman, Andrew,"The Value factor in EVA", *Management Today*, May 1999, s.99.

Wong, Ellen, " EVA: Is It an Effective Management Control Tool?", *School of Accountancy, University of Waterloo Working Paper*, Winter 1999, s.1.

Worthington, A; West, T. "The Usefulness of Economic Value Added (EVA) and its components in the Australia contex", *Journal of Accountability & Performance Wall* ; 7,2001.

Yılıgör, A.G., 2005, İşletme performansının değerlendirilmesinde ekonomik katma değer (EVA) ve piyasa katma değeri (MVA) yöntemleri ve bu yöntemlerin hisse senedi getirilerini açıklama gücünün incelenmesi: İMKB 100 örneği, *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 225-247.

Yook, K.C., McCabe, G.M., MVA and the cross-section of expected stock returns, *Journal of Portfolio Management*, 27(3), 75-88.

Zengin, H. ve Kurt, S., 2007, OECD Ülkelerinde Kamu-Özel Sektör Tüketim ve Dış Ticaret Malları Fiyatlarının Enflasyon Üzerindeki Belirleyiciliği: Panel Veri Analizi, 8. Türkiye Ekonometri ve İstatistik Kongresi, 24-25 Mayıs 2007 – İnönü Üniversitesi Malatya.