

FİNANSAL PERFORMANSIN DEĞERE DAYALI ÖLÇÜLMESİNDE HİSSEDAR KATMA DEĞERİ (SVA) YAKLAŞIMI*

Nizamettin BAŞARAN**
Eyyüp Ensari ŞAHİN***

Öz

Bir firmanın geçmiş ve mevcut mali durumunu değerlendirmek ve gelecekteki mali durumunu öngörmek için finansal performansın ölçülmesi farklı menfaat gurupları için son derece önemlidir. Finans, finansal performansı ölçmek için oldukça fazla sayıda metodoloji kullanmakla birlikte, nasıl ölçülmesi gerektiği ve doğru ölçütlerin neler olması gerektiği konusu tartışılmaktadır. Bu tartışmalar ve ekonomideki değişimler değere dayalı yönetim anlayışının gelişmesine ve buna bağlı olarak da hissedar değerinin ön plana çıkmasına sebep olmuştur. Firmanın hissedar değeri oluşturma kabiliyeti firma performansının ana göstergesi olarak görülmektedir. Finansal performansın değere dayalı ölçülmesinde kullanılan yaklaşımlardan birisi de hissedar katma değeri (SVA-Shareholder Value Added)'dir. Firmanın değer yaratan ve yaratmayan unsurlarının belirlenmesine yardımcı olan SVA, hissedar değeri yaratmak için, yönetici kararları ve stratejilerine ilişkin bir çerçeve sunmakta ve yöneticilerin kısa vadeli karlılık yerine hissedarlara değer yaratan faaliyetlere konsantre olmalarına yardımcı olmaktadır. Yönetici ücretlerinin belirlenmesinde de kullanılabilen SVA, hissedarların yaptıkları yatırımlarından elde edebilecekleri getiriyi tahmini olarak göstermektedir.

Anahtar Kelimeler: Finansal Performans, Hissedar Katma Değeri, Değere Dayalı Yönetim

MEASURING THE VALUE BASED MANAGEMENT OF FINANCIAL PERFORMANCE: A SHAREHOLDER VALUE ADDED APPROACH

Abstract

It is important for many different stakeholders to measure their firm's financial performance in order to assess its past and current financial situation while at the same time forecast its future position. In relation to this, together with the debates and changes in the economy have led to the development of a value-based management approaches, which in turn has brought the value of shareholder value out in the open. Finance in general is a useful tool that uses a large number of methodologies to measure the needed financial performance, while discussing how it should be measured and what the right criteria are. Performance of a particular firm can be indicated by financial criteria, by looking at its ability to establish value for its shareholders. In other words, Shareholder Value Added (SVA) is one of these approaches used to measure financial performance on a value basis. By helping to identify the value-creating and non-value adding elements of the firm, SVA provides a framework for managerial decisions and helps managers to concentrate on activities that create value for shareholders instead of short-term profitability. SVA is an estimated value of what stockholders are expected to earn from the investments they make.

* Bu çalışma "4. Uluslararası Muhasebe ve Finans Araştırmaları Kongresinde (ICAFR'17)" bildiri olarak sunulmuştur.

** Dr. Öğr. Gör., Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi, e-mail : nbasaran@ohu.edu.tr

*** Dr. Öğr. Üyesi, Hitit Üniversitesi İ.İ.B.F. Uluslararası Ticaret ve Lojistik Yönetimi,
email: eyupensarisahin@hitit.edu.tr

Keywords: *Financial Performance, Shareholder Value Added, Value Based Management*

GİRİŞ

Ünlü Amerikalı milyarder George Soros (2000), küresel ekonominin giderek, mal ve hizmetlerde olduğu kadar finansal faktörlerde de daha serbest bir ticaretle karakterize edilmekte olduğunu iddia etmektedir. Bu en büyük getiri arayışındaki yatırımcıların paralarını artık dünyanın her yerinde daha hızlı ve daha kolay hareket ettirebilme imkânına sahip oldukları ve aynı zamanda ekonomik sistem içerisinde yatırımcıların etkinliklerinin arttığı anlamına gelmektedir.

Bir firmanın sahip olduğu varlıkları kullanarak kendisinden beklenen ekonomik değer ve yararı gerçekleştirebilme düzeyi onun performans derecesini belirlemektedir. Günümüzde, firmaların değişen çevre koşullarına uyum sağlamak ve amaca uygun stratejiler üreterek rekabet avantajı yakalayabilmek için etkin ve verimli performans ölçütleri geliştirmeleri ve kendilerini düzenli olarak değerlendirmeleri zorunluluk haline almıştır. Ekonominin giderek küreselleşmesi ve finansal sermayenin serbestleşmesinde yaşanan gelişmeler geleneksel finansal performans ölçütlerinin firmaların finansal performanslarını ölçmede çoğu zaman yetersiz kalmasına sebep olmuştur. Bu gelişmelere bağlı olarak ortaya çıkan değere dayalı yönetim anlayışının sonucunda da firmalar, finansal performanslarını ölçmek için değere dayalı finansal performans ölçütlerini kullanmaya başlamışlardır. Bu ölçütlerden birisi de hissedar katma değeri (SVA) olmaktadır. SVA kavramı Dr. Alfred Rappaport ve LEK/Alcar Danışmanlık Şirketi tarafından geliştirilmiştir. İndirgenmiş nakit akımı modelinden geliştirilen SVA’da cari performans ölçülürken, nakit akışı tahminleri ile o dönemin gerçek nakit akışı karşılaştırması temel alınmaktadır. Böylece yatırım sonucunda elde edilebilecek tahmini getiri hesaplanmakta ve stratejik kararlarda yönlendirici olmaktadır.

Çalışmada; değere dayalı finansal performans ölçütleri, SVA, SVA’nın kullanımı, SVA’ya getirilen eleştiriler incelenmiş, hipotetik bir örnek ile SVA değeri hesaplanmıştır. Sonuç bölümünde ise genel bir değerlendirme yapılmıştır.

1. DEĞERE DAYALI FİNANSAL PERFORMANS ÖLÇÜTLERİ

Performans ölçütlerinin seçimi, firmaların karşılaştığı en kritik zorluklardan biridir. Performans ölçüm sistemleri stratejik planların geliştirilmesinde, organizasyonel hedeflerin başarısının değerlendirilmesinde ve teşvik sistemlerinin geliştirilmesinde önemli rol oynamaktadır (Venanzi, 2010: 7). Hedeflerine ulaşmak isteyen bir yatırımcı, her bir yatırım fırsatının potansiyel değerini belirlemek için bazı araçlara ihtiyaç duymaktadır (Hajiabbasi vd., 2012: 517). Firmaların performansı, net kar marjı, faaliyet kar marjı, yatırımın getirisi, yatırılan sermayenin getirisi, özsermayenin getirisi, varlıkların getirisi vb. temelinde ölçülmektedir. Her ölçütte, "endüstri ortalaması" ya da "en yakın rakiplerin performansı", hissedarların beklentilerini göz ardı ederek referans olarak kullanılmaktadır (Sahoo ve Pramanik, 2016: 1). Bu araçların çok sayıda uygulamasına rağmen, teorik olarak, pay sahiplerinin değeri veya zenginlik yaratma ile ilgili değildir (Hajiabbasi vd., 2012: 517).

Geleneksel performans ölçütleri 1900'lü yılların başında ortaya çıkmış ve o zamandan beri şirketlerin mali performansını ölçmek için çeşitli şekillerde kullanılmıştır (Maditinos vd., 2005: 3). Ancak, firmalar, birincil uzun vadeli hedef olarak hissedar değerine odaklanmaya başladığında, muhasebe esaslı oranlarla ölçülen şirket finansal performansı yetersiz olarak görülmeye başlanmıştır. İşletme yöneticileri, ekonomik değerlerini ve karlılıklarını daha iyi yansıtacak yeni bir ekonomik çerçevenin kendi şirketlerinde uygulanması gereken bir dönemle karşı karşıya kalmışlardır. Sermaye piyasalarında artan verimlilik, firmaların sermaye dağılımının daha verimli hale gelmesini gerektirmektedir. Fırsatlara ve tehditlere daha iyi yansıyan değer temelli bir yönetim çerçevesi bu nedenle gerekli olmaktadır. Bu nedenle, finansman riskini ve getiriyi performans hesaplamalarına dahil eden, hem özkaynak hem de borcun maliyeti olduğunu açıkça ortaya koyan değere dayalı ölçütler geliştirilmiştir (Venanzi, 2010: 1). Son yıllarda ekonomik katma değer (Economic Value Added - EVA), piyasa katma değeri (Market Value Added - MVA), nakit katma değer (Cash Value Added - CVA) ve hissedar katma değeri (Shareholder Value Added - SVA) gibi ekonomik kar temelli modern değerlendirme yöntemleri, muhasebe ölçütlerinin yerini almış ve dikkatleri üzerlerine çekmiştir (Hajiabbasi vd., 2012: 517).

Hissedar değeri yaklaşımına dayanan değer temelli performans ölçütleri 1980'lerde popülerlik kazanmıştır. Böylece, değere dayalı yönetim yaklaşımı, hem bir karar verme aracı olarak hem de bir teşvik sistemi olarak giderek daha fazla kullanılır hale gelmiştir. Son yıllarda, firmanın finansal performansını ölçmek için, geleneksel performans ölçütlerine kıyasla değer temelli ölçütleri kullanmak daha mı iyi? Hangi performans ölçütü firmanın piyasa değerindeki değişimi açıklar? gibi sorulara cevap bulmak için çok sayıda ampirik çalışmalar yapılmış olup, elde edilen sonuçlar oldukça karmaşık ve tartışmalıdır (Madinios vd., 2005: 3).

2. HİSSEDAR KATMA DEĞERİ

Ampirik çalışmalar ve işletme raporları, hissedar değerine dayalı sistemler ve performans ölçüm yaklaşımları konusunda dünya çapında yaygın bir ilgi olduğunu göstermektedir. Yalnızca ABD, Avrupa ve Japonya'da değil, aynı zamanda Singapur, Güney Kore, Orta Doğu, Güney Kore, Hindistan, Çin, Brezilya ve Macaristan gibi birçok gelişmekte olan ekonomide saygınlığı yüksek şirketlerin azımsanmayacak bir kısmı, bir hissedar değeri ölçüm sisteminin kurulması ve uygulanmasına yönelik adımlar atmış bulunmaktadır. FT 500 şirketlerinin%5'inden fazlası ve FT Global 500 şirketlerinin yaklaşık%8'i hissedar değerine dayalı bir performans ölçüm sistemi kurmuş bulunmaktadır (Elali, 2007: 10).

Hissedar katma değeri kavramı Dr. Alfred Rappaport ve LEK / Alcar Danışmanlık Şirketi tarafından geliştirilmiştir. 1986 yılında Alfred Rappaport'un "Hissedar Değeri Yaratmak: Yönetici ve Yatırımcılar İçin Bir Kılavuz" isimli eserinin yayınlanmasından bu yana yaygın bir şekilde kabul görmüştür. Bu eser hissedar değeri yaklaşımının mantığına ve iş performansı için bir standart olarak uygulanması için gerekli araçlara ilişkin yeni ve derinlemesine bir değerlendirme sağlamıştır (Elali, 2007: 13).

Hissedar değeri kültürü büyük oranda aşağıdaki birkaç önemli gelişmenin sonucunda yaygınlaşmıştır (Elali, 2007: 10):

- 1) Finansal piyasaların küreselleşmesi ve serbestleştirilmesi;
- 2) İnternet dâhil olmak üzere bilgi teknolojisinde yeni gelişmeler;

- 3) Tasarruf ve yatırım tutumlarında meydana gelen değişiklikler;
- 4) Kurumsal yatırımın yaygınlaştırılması ve
- 5) Akılcı olmayan heyecan.

Son yıllarda yöneticiler, herhangi bir ticari girişimin amacı olarak hissedar değeri yaratmanın önemine odaklanmış ve şirketin hissedar değeri oluşturma kabiliyeti yönetim ve iş performansının ana göstergesi olarak görülmeye başlanmıştır. Pay sahiplerinin toplam getirisi, hissedar değer ölçütlerinden bir tanesi olup, hissedarların aldığı geri dönüşün doğrudan bir göstergesi olmaktadır. (Panigrahi vd. 2014: 284).

Agrawal'a (2012: 187-226) göre, "Hissedar katma değeri, bir yılın sonunda hissedarların sahip oldukları servet ile bir önceki yıl sahip oldukları servet arasındaki fark için kullanılan terimdir". Burada hisse senedi fiyatının artışı, hissedar katma değeri olmamaktadır. Pay sahipleri şirketin yeni hisselerinden satın aldıklarında ve hisse senedine dönüştürülebilir tahviller hisse senedine dönüştürüldüğü zaman hisse senedi fiyatlarında bir artış olabilmekte ancak bu hissedar katma değeri olmamaktadır. Ayrıca şirket hisse senedi fiyatında bir düşüş de olabilmekte, ancak şirketin temettü ödemesi ve hisse geri alması durumunda hissedar değerinde bir düşüş olmamaktadır (Shukla, 2009: 14). Hissedar katma değerinin hesaplanması için, mali yıl boyunca hisse senetlerinin piyasa fiyatlarında meydana gelen değişiklikler ve hissedarlara ödenen kar payları veya kazançların bilinmesi gerekmektedir (Fernandez, 2002: 3-4).

SVA iskonto edilmiş nakit akışı modelinden doğmuştur. Rappaport'a (1998: 183) göre SVA'nın amacı, gelecekle ilgili nakit akışı tahminlerinin iskonto edilmesi ve sürekli olarak firma değerini hesaplamaktır. Cari performans ölçülürken, nakit akışı tahminleri ile o dönemin gerçek nakit akışı karşılaştırması temel alınmaktadır.

Aslında SVA, pay sahiplerinin parasının aynı risk seviyesindeki diğer varlıklara yatırım yaparak kazanılana kıyasla daha yüksek bir getiri sağlaması gerektiği fikridir (Abdulkadir vd., 2011: 20-30). Bir şirketin sermaye getirisi sermaye maliyetini aştığında, değer yaratımı neredeyse garanti altına alınmakta olup, bunun aksine muhasebe karlılığı mutlaka değer yaratmaya yol açmamaktadır. Hatta, birçok durumda, karlı projeler fiilen şirketin değerini yok etmektedir (Froud vd., 2000: 29).

Bir şirketin değeri üç ana bileşene ayrılabilir: Tahmini süre boyunca faaliyetlerden sağlanan nakit akışının bugünkü değeri, artık değer ve menkul kıymetlerin piyasa değeri (Giurca, 2007: 1-5).

Bu görüşte SVA, yeni yatırım öncesi artan nakit akışının bugünkü değeri ile sabit ve işletme sermayesine yapılan yatırımın bugünkü değeri arasındaki fark olarak tanımlanmaktadır. Böylece, bu açıdan SVA aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır:

$SVA = (\text{Tahmin edilen süre boyunca faaliyetlerden sağlanan nakit akışlarının bugünkü değeri} + \text{artık değer}) - \text{borç}$

Hissedar katma değeri, yeni yatırım öncesi artan nakit akışının bugünkü değeri ile sabit varlıklara ve işletme sermayesine yapılan yatırımların bugünkü değeri arasındaki fark olarak da tanımlanmaktadır (Rappaport, 1999: 39).

$SVA = (\text{Öngörülen periyod boyunca faaliyet nakit akışlarının bugünkü değeri} + \text{artık değer} + \text{menkul kıymetlerin değeri}) - \text{Borcun değeri}$

SVA bir başka bakış açısıyla aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır (Largani vd., 2012: 490-497):

$SVA = \text{Hisse Senedi Piyasa Değerindeki artış} + \text{Yıl içinde ödenen temettüler} + \text{Ortaklara yapılan diğer ödemeler (öz kaynaklarda indirim, hisse geri alımları vs.)} - \text{Sermaye artırımları, opsiyon ve teminatların kullanımı} - \text{hisse senedine dönüştürülebilir tahvillerin dönüştürülmesi}$

SVA hesaplamasının yollarından birisi de şöyledir:

$SVA = \text{NOPAT} - (\text{Yatırılan Sermaye} \times \text{Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti})$

SVA hesaplamadaki ilk adım NOPAT'ı hesaplamaktır; ikinci adım, kullanılan sermayeyi tahmin etmek; üçüncü adım uygun ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini tahmin etmek; dördüncü adım sermaye ödemelerini hesaplamak ve beşinci adım SVA'yı hesaplamaktır.

2.1. Örnek Uygulama

Aşağıda örnek bir SVA hesaplaması yapılmıştır. Hesaplama hisseleri BİST çimento sektöründe işlem gören AKÇANSA firmasının 2015 ve 2016 yıllarına ait verileri kullanılmıştır.

NOPAT'ın Hesaplanması

Faaliyet Karı	324.873.326.-	
Düzeltilmiş		
Vergiler		
+Gelir Vergisi	61.547.915.-	
- Ertelenmiş Vergiler	1.993.587.-	
+ Finansman Harcamalarının Vergi		(43.339.681
Kalkanı	7.406.751,5.-	x %17,09)
- Finansman Gelirlerinin Vergi		(16.278.785
Yükü	2.782.044,5.-	x %17,09)
Toplam Düzeltilmiş Vergiler	64.179.035.-	
+ Şerefîyelerin Amortismanı	-	

NOPAT

260.694.291.-

Yatırılan Sermayenin Hesaplanması

(Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin %13,50 olduğu varsayılmıştır).

Yatırılan Sermaye = Duran Varlıklar + Net İşletme Sermayesi (Dönen Varlıklar
– Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar)

$$= 1.135.802.540 + 242.566.039 (569.277.391- 326.711.352)$$

$$\underline{\underline{= 1.378.368.579.-}}$$

$$SVA = 260.694.291 - (1.378.368.579 \times \%13,50) = \underline{\underline{74.614.532,84.-}} \text{ TL}$$

olmaktadır.

2.2. SVA'nın Kullanımı

SVA, hissedarların yatırımları sonucunda elde edebilecekleri getiriye tahmini olarak göstermektedir. SVA, hissedar değeri yaratmak için, yönetim kararları ve

stratejilerine ilişkin bir çerçeve sunmakta olup, yöneticilere, hissedarlar için değer yaratabilecek kararlar almalarında yönlendirici bir rol üstlenmektedir. SVA, yönetimin kısa vadeli karlılık yerine hissedarlara değer yaratan faaliyetlere konsantre olmasına yardımcı olmaktadır (Panigrahi vd. 2014: 284). Yönetici ücretlerinin belirlenmesinde de kullanılabilen SVA, şirketin değer yaratan ve yaratmayan unsurlarını da belirlemektedir.

SVA firma değerlemesinde, alternatif stratejik kararların değerlendirilmesinde ve değer sürücüsü modeli ile duyarlılık analizi yapılmasında kullanılabilir (Starovic vd., 2004: 11). SVA yaklaşımı firmanın bütününde uygulanabildiği gibi alt bölümler bazında da uygulanabilmektedir.

2.3. SVA'ya Yapılan Eleştiriler

SVA yaklaşımıyla ilgili olarak yapılan en yaygın eleştirilerden bir tanesi öznelliktir. SVA yaklaşımında, gelecekte işletme faktörleri ile ilgili spesifik tahminler bulunmaktadır. Bu tahminler yönetsel yargı ve stratejik düşünceyi içerdiğinden içerisine mutlaka öznellik de eklenmektedir (Venantzi, 2010: 33-34).

SVA hakkında yapılan en önemli eleştiri, hissedar değeri üzerine olan konsantrasyonun, toplumsal ihtiyaçları dikkate almamasıdır. Bir yönetim kararı, yerel toplulukların, çalışanların ve çevrenin refah seviyesini düşürürken hissedar değerini en üst düzeye çıkarabilir. Buna ek olarak, hissedar değerine kısa vadeli odaklanma, uzun vadeli hissedar değerine zararlı olabilir. Bir hisse senedinin değerini kısmen artıran hilelerin harcamaları, uzun vadeli değerinde olumsuz etkilere neden olabilir (Largani vd., 2012: 495).

SVA'ya getirilen diğer bir eleştiri ise hesaplanmasında yaşanan zorluklardır. SVA hesaplamasında kullanılan verilerin tahminindeki güçlük yöntemin en önemli dezavantajlarından biridir. Ayrıca, önceki bölümlerde anlatıldığı üzere, SVA'nın birden çok hesaplama yöntemi bulunmakta olup bazıları EVA ve ekonomik kar ile benzerlik göstermektedir.

SONUÇ

Değer odaklı yönetim anlayışının benimsendiği günümüzde, işletmelerin doğru performans ölçütlerini kullanmaları son derece önemli olmaktadır. Uygun olmayan

ölçütlerin kullanılması, şirket değerinin gerçek değerinden farklı hesaplanmasına ve dolayısıyla hissedarların kaybına neden olabilecektir.

Genel olarak, şirketlerin performans değerlendirmesi için çeşitli kriterler bulunmakta olup, SVA diğer ölçütlerden ayrı bir kriter olarak hissedarların servetlerinde meydana gelen değişimi tanımlayabilmektedir. Bu yönüyle SVA, yaratılan hissedar değerinin ölçülmesinde kullanılan finansal bir araç olmaktadır. Diğer taraftan, yöneticileri hissedar değerini artıracak kararlar almalarında yönlendirici bir rol üstlenen SVA, yönetici ve çalışanların maaş ve primlerinin belirlenmesinde değere dayalı yönetim anlayışının en önemli araçlarından bir tanesi olmaktadır.

Gelişmiş ve gelişmekte olan pek çok ekonomide kendisine uygulama alanı bulan SVA'nın ülkemizde de kullanımının sağlanması ve yaygınlaştırılması için bu ve benzeri çalışmaların sayısının artması gerekmektedir.

Kaynakça

- Abdulkadir, H., , Reza M., Nasim R. (2011) , Long-Term Effects of Bank Consolidation Program in a Developing Economy, *Journal of Asia Pacific Business Innovation and Technology Management*, Volume 1, No. 1, pp., 20-30
- Agrawal, A.K. (2012). Corporate governance objectives of labor union shareholders: Evidence from proxy voting. *Review of Financial Studies*, 25(1), pp., 187-226.
- Elali, W., (2007). EVA and Shareholder Value Creation: An Empirical Study, *Yayımlanmamış Doktora Tezi*, University of Westminster, London, England.
- Fernandez, P. A, (2002). Definition of Shareholder Value Creation, Reseachr Division IESE, University of Navarra.
- Giurca, Laura. (2007). New Approaches On Shareholders Value Of A Firm, Faculty of Economy and Business Administration, University of Craiova, ss., 1-5.
- Hajiabbasi, M., Meysam K., Navid S. L., Mahmoud S. L., Hamzeh M. (2012). Comparison of Information Content Value Creation Measures (EVA, REVA, MVA, SVA, CSV and CVA) and Accounting Measures (ROA, ROE, EPS, CFO) in Predicting The Shareholder Return (SR) Evidence from Iran Stock Exchange, *ARN Journal of Science and Technology*, VOL. 2, NO. 5, June 2012, pp., 517-521.
- Shukla, H. J. (2009). Creating and Measuring Shareholder Value: A Study of Cadila Healthcare Limited, *Paradigm I*, Vol. XIII, No. 1, January - June, 2009, pp., 66-72
- Largani, M. S., Meysam K., Amirreza A. (2012), A Review of The Application of The Concept of Shareholder Value Added (SVA) in Financial Decisions, *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, pp., 490 – 497
- Maditinos, D. I., Željko Š., Nikolaos G. T., (2006). Economic Value Added (EVA®). Is it really the best performance measure? A Review of the Theoretical and Empirical Literature. The case of Athens Stock Exchange (ASE), *Review of Economic Sciences*, TEI of Epirus, Forthcoming, pp., 6-7
- Panigrahi, S. K., Yuserrie Z., Azzlina A. (2014) Comparing Traditional and Economic Performance Measures for Creating Shareholder's Value: a Perspective from Malaysia, *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, Vol. 4, No.4, October 2014, pp. 280–289)

- Rappaport, A. (1998). *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors*. New York: The Free Press.
- Rappaport, A. (1999). *Shareholder Value: Ein Handbuch für Manager und Investoren*, 2. Auflage, Shaeffer/Poeschel, Stuttgart.
- Sahoo, B. B., Alok K. P. (2016). Economic Value Added: A Better Technique for Performance Measurement, *International Journal of Advances in Management and Economics*, Nov.-Dec. 2016, Vol.5, Issue 6|.
- Soros, G., (2000). *Open Society: Reforming Global Capitalism*. London: Little, Brown and Company.
- Starovic, D., Cooper, S., Davis, M., (2004), *Maximising Shareholder Value Achieving Clarity in Decision Making*, CIMA Technical Report.
- Venanzi, D. (2010) *Financial Performance Measures and Value Creation: A Review Working Paper* – December 27, 10.