

## DEVAM EDEN DEĞERİN HESAPLANMASI: İMKB'YE KOTE BİR TURİZM İŞLETMESİ ÜZERİNDE UYGULAMA

Doç. Dr. Yıldırım Beyazıt ÖNAL  
Çukurova Üniversitesi  
İkt. ve İdr. Bil. Fakültesi  
İşletme Bölümü  
[ybeyazit@cu.edu.tr](mailto:ybeyazit@cu.edu.tr)

Arş. Gör. Erdiñ KARADENİZ  
Çukurova Üniversitesi  
İkt. ve İdr. Bil. Fakültesi  
İşletme Bölümü  
[ekaradeniz@cu.edu.tr](mailto:ekaradeniz@cu.edu.tr)

Arş. Gör. Serkan Yılmaz KANDIR  
Çukurova Üniversitesi  
İkt. ve İdr. Bil. Fakültesi  
İşletme Bölümü  
[skandir@cu.edu.tr](mailto:skandir@cu.edu.tr)

### ÖZET

Günümüzde finans fonksiyonunun temel amacı firma değerinin hissedarları açısından maksimum kılınmasıdır. Bu nedenle firma yöneticileri, firma değerinin doğru bir şekilde tespitine ve etkin bir şekilde yönetilmesine önem vermektedirler. Hissedarlarını memnun edemeyen firmalar, uygun ve yeterli finansman kaynağı bulamayacakları için varlıklarını sürdüremeyeceklerdir. Buna ek olarak firmanın devam eden değerinin firma yöneticileri tarafından iyi anlaşılması ve gerçekçi bir şekilde hesaplanması firma değerinin etkin hesaplanması ve stratejilerin belirlenmesi açısından önemlidir. Bu çalışmada firma değerlemesinde devam eden değer kavramı açıklanarak, indirgenmiş nakit akımları yöntemi ve ekonomik kar yöntemine göre firma değerinin hesaplanmasında devam eden değer önemi vurgulanmıştır. Ayrıca her iki yaklaşıma göre devam eden değer hesaplanması İMKB'de hisseleri işlem gören bir turizm işletmesi üzerinde incelenmeye çalışılmıştır.

**Anahtar Kelimeler:** Devam Eden Değer, Firma Değeri, AOSM, NFKEDV, YSG

### ABSTRACT

Today, the main goal of the financial function is to maximize firm value for share holders. So firm managers emphasize determining the firm value correctly and directing it effectively. The firms that cannot satisfy shareholders will not be able to survive, since they won't be able to obtain appropriate and sufficient financing sources. Terminal value of the firm should be understood well and should be calculated in a realistic way in order to calculate the firm value effectively and determine the strategies. This study explains the terminal value concept and stresses the importance of terminal value in discounted cash flow and economic profit approaches. Also we attempt to examine the calculation of terminal value according to both of the approaches for a tourism company quoted in İstanbul Stock Exchange.

**Key Words:** Terminal Value, Firm Value, WACC, NOPLAT, ROIC

### 1. Giriş

Her geçen gün ağırlaşan ekonomik şartlar ve artan rekabet ortamı firmaların varlıklarını sürdürmelerini zorlaştırmaktadır. Firmaların, amaçlarını gerçekleştirebilmeleri için gerekli olan girdilerin fiyatlarının yükselmesi sonucu kaynak ihtiyaçları artmıştır. Bununla beraber kaynak sağlayan kişi ve kurumların sağlayacakları fonların maliyetlerini arttırmaları, firmaları sermaye piyasalarına yöneltmiştir. Sermaye piyasalarının geliştiği ülkelerde firmalar, uygun kaynak bulabilmeleri ve devamlı

büyümeyle gerçekleştirebilmeleri için firma değerlerini gerçekçi olarak saptayarak, artırma yoluna gitmektedirler. Menkul kıymet borsalarında hisseleri işlem gören firmalar, hissedarlarını memnun etmek için piyasa değerlerini hissedarları açısından arttırmak zorundadırlar. Firma değerini gerçekçi olarak belirleyemeyen ve yükseltmemeyen firmalar günümüz yeni ekonomik düzeninde ulusal ve uluslararası rekabette başarılı olamayacaklardır (Karadeniz, 2003, s.5). Firma değeri, firmanın gelecekteki nakit akımlarının indirgenmesiyle tanımlanır. Değer; eğer firma, sermaye maliyetinin üzerinde getiri sağlayacak şekilde sermaye yatırımı yaparsa oluşur (Copeland, Koller, Murrin, 1996, s.96).

Günümüzde, sermaye piyasasında etkinliğin ve güvenin sağlanmasındaki en önemli hususların başında, firma değerinin tespitinin doğru bir şekilde yapılması ve böylece bulunan değer gerçeği yansıtması gelmektedir. Firma değerinin tespiti, gerek ilk halka arz sırasında, gerekse borsada işlem gören firmaların hisse senetlerini satın alma kararını verirken de gereklidir. Piyasada oluşan fiyatın firmanın gerçek değerini ne ölçüde yansıttığının bilinebilmesi için firma değerinin doğru hesaplanması gerekmektedir. Aksi takdirde alınan risk, beklenenden çok daha büyük olacaktır. Firma değerinin belirlenmesi, hisse senetleri borsada işlem görmeyen firmalar açısından da özellikle firmanın yatırım performansını değerlendirmede çok önemlidir (Önal ve Karadeniz, 2004, s.139).

Firma yönetimi açısından değerlendirme faaliyetleri; gerçekçi bir fiyat politikasının belirlenmesinde ve firmanın mevcut değerinin saptanarak bu değer nasıl artırılabilirliği hususunda firma yöneticilerine yardımcı olur. Böylelikle firmanın ihtiyaç duyduğu sermaye firmaya çekilebilmektedir (Jones ve Van Dyke, 1998, s.9).

Değerleme, para dışındaki iktisadi varlıkların değerinin para cinsinden belirlenmesi, bir firmanın sahip olduğu toplam aktiflerinin değerinin takdir ve tahmini olarak tanımlanmaktadır (Yazıcı,1997, s.7). Ekonomik bir varlığın gerçek değerinin piyasa değerine eşit olup olmadığı, bir diğer ifadeyle piyasa fiyatının söz konusu ekonomik varlığın değerini ne ölçüde yansıttığının analiz edilmesi ise değerlendirme süreci olarak adlandırılabilir (Köse, 2003, s.1). Değerleme sürecinde bir firmanın değerinin saptanması için çeşitli yöntemler mevcuttur. Bu yöntemler; indirgenmiş nakit akımları yöntemi, kazanç dayalı değerlendirme yöntemi ve varlığa dayalı değerlendirme yöntemi olmak üzere üç ana gruba ayrılabilir (Yazıcı, 1997, s.28).

Firmaların değerinin hesaplanmasında en yaygın kullanılan yöntem "indirgenmiş nakit akımları yöntemi (İNA)" dir. Bu yöntem Irving Fisher tarafından 1930 yılında ortaya konmuştur. İNA yöntemi varlıkların değerini, nakit akımlarını tahmin ederek belirlemeye çalışmaktadır ve paranın zaman değerini dikkate alması nedeniyle, bu yöntemde varlıkların gelecekte sağlayacağı nakit akımlarının şimdiki değerleri ifade edilmektedir. Dolayısıyla bu yöntemde, firmanın sahip olduğu varlıklar nakit yaratabildikleri sürece bir değer ifade etmektedir. Firma değerlemesinde İNA yöntemi, firmanın gelecekte yaratacağı nakit akımlarının belirli bir iskonto oranı üzerinden değerlendirme tarihi itibarıyla bugünkü değere indirgenmesi olarak tanımlanmaktadır. Dolayısıyla, firma değeri nakit akımlarının tahmini yapılarak tespit edilmeye çalışılır (Ercan, Öztürk, Demirgüneş, 2003, s.5). Bu yöntemde gelecekteki nakit akımlarını bugüne indirmek için kullanılan iskonto oranı, firmanın gelecekte hedeflediği ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti olarak alınmaktadır. İNA yönteminde firmanın geçmiş finansal tablolarından yararlanılarak gelecekteki nakit akımları tahmin

edilir ve bu nakit akımlarının bugünkü değere indirgenmesiyle de firma değeri bulunur. İNA yöntemine göre firmanın değeri kısaca şu şekilde ifade edilebilir (Higgins, 2004, s.327);

**Firma Değeri= Şimdiki Değer {Beklenen Vergi Sonrası Nakit Akımı (BVSNA)}**

Yukarıdaki eşitlikte firmanın BVSNA değeri, firma değerlemesinde firmaya serbest nakit akımı olarak (FSNA) ifade edilmektedir (Higgins, 2004, s.328). Bu bağlamda İNA yaklaşımının eşitliğini biraz daha açarsak (Köse, 2003, s.3);

$$\text{Firma Değeri} = \sum_{t=1}^n \frac{(FSNA)_t}{(1 + AOSM)^t} + \frac{(FSNA)_{t+1}}{(1 + AOSM)^t - g}$$

t: Nakit akımlarının süresi,

g: Öngörülen dönem sonrasındaki nakit akımlarının büyüme oranı,

(FSNA): Gelecekteki t süredeki firmaya serbest nakit akımı,

AOSM: Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetidir.

Yukarıdaki eşitlikten de anlaşılacağı üzere indirgenmiş nakit akımı yöntemiyle firma değerlemesinde firmanın değeri, öngörülen dönemdeki nakit akımlarının bugünkü değeri ve öngörülen dönem sonrasındaki nakit akımlarının bugünkü değeri olmak üzere iki bölüme ayrılır (Köse, 2003, s.5). Dolayısıyla bir firmanın değeri aşağıdaki gibi iki kısımdan oluşur ([www.bus.utexas.edu/~nolenj/Harvest%20Cases/Harvest%20Valuation.ppt](http://www.bus.utexas.edu/~nolenj/Harvest%20Cases/Harvest%20Valuation.ppt)):

Firma Değeri	=	Öngörülen dönemdeki nakit akımlarının bugünkü değeri	+	Öngörülen dönemden sonraki nakit akımlarının bugünkü değeri
--------------	---	--	---	---

İndirgenmiş nakit akımları yöntemi ile firma değerinin belirlenmesi sürecinde firmanın gelecekte sağlayacağı nakit akımlarının tahmininin tam anlamıyla yapılamamasından dolayı, firmanın gelecek nakit akımları, öngörülen dönem ve öngörülen dönem sonrası olmak üzere iki döneme ayrıştırılır. Öngörülen dönem, firma değerlemesinde genellikle 5-10 yıl arası olarak alınır. Çünkü nakit akımlarının tahmin edilen dönemi ne kadar fazla olursa, değerlendirme sonuçlarının güvenilirliği ve gerçekleştirilebilirliği o kadar düşük olacaktır. Nakit akımlarının büyüme oranının, öngörülen dönem süresince tespitinde firmanın gelecek yıllara ait oluşturduğu bütçelerden yararlanılabileceği gibi, firmanın önceki dönemlerdeki büyüme oranlarının ortalaması alınarak, nakit akımlarının tahmini yapılabilir. Öngörülen dönem sonrasındaki dönemde firmanın yaratacağı nakit akımlarının büyüme oranları tahmin edilmez, sadece nakit akımlarının sabit bir oranda büyüyeceği varsayımı yapılır. Sabit büyüme varsayımının arkasında, firmanın nakit akımlarının belirli bir dönem sonra istikrara kavuşacağı düşüncesi yatmaktadır. Ülke ekonomisinin büyüme oranı, sabit büyüme oranının üst sınırı olmalıdır (Köse, 2003, s.3).

Ancak firma değerinin belirlenmesi için firma ömrünün belirli bir süre ile sınırlı olduğunun kabul edilmesi gerekmektedir. Firma ömrünün sınırlı olduğu kabul edilse dahi, bu planlanan sınırlı ömürden sonra da nakit akışları olduğu göz ardı edilemez. Planlama döneminin sonrasında gerçekleşen nakit akışlarının firma veya projenin değeri üzerinde önemli ölçüde etkisi olmaktadır. Bununla beraber belli bir süreye kadar her yılın nakit akışının belirlenmesi mümkündür. Ancak yıllar ilerledikçe nakit akışlarının doğru bir biçimde tahmin edilmesi zorlaşmaktadır. Bu noktada, planlama dönemi sonrasındaki nakit akışlarının her yıl için ayrıntılı biçimde belirlemeye çalışmak yerine, planlama dönemi sonrasındaki nakit akışlarının değerini temsil eden tek bir değer hesaplanabilir. Bu tek değer, “devam eden değer (terminal value-continuing value-residual value-DED)” olarak adlandırılmaktadır. Öngörülen dönem sonrasındaki nakit akımlarının bugünkü değerinin bulunabilmesi için, öncelikle firmanın DED’inin bulunması gerekmektedir. DED bulunduktan sonra, bulunan bu değer değerlendirme gününe indirgenir. Aksi takdirde, DED’in firmaya sağlayacağı katkı göz ardı edilerek yanlış değerlendirmeler yapılabilecektir. Dolayısıyla bu yöntemle firma değerinin hesaplanması sürecinde firmanın DED’i önem kazanmaktadır (Köse, 2003, s.5; Palmer, 2000, <http://www.financialmanagementdevelopment.com/>; <http://www.quickmba.com/finance/terminal-value/>).

Bu çalışmada, DED kavramı ve firma değerine etkisi üzerinde durulmuş, DED’in farklı hesaplama teknikleri incelenmiş ve İMKB’de hisseleri işlem gören bir turizm işletmesinin DED’i hesaplanmaya çalışılmıştır. Konu ile ilgili olarak yapılan geniş kapsamlı literatür taraması neticesinde, DED hesaplamaya yönelik fazla çalışma bulunamamıştır. Uygulamada, DED’in hesaplanması için firmalardan önemli ölçüde bilgi sağlanması gerekmektedir. Bu bilgiler ise çoğu kez gizli olduğu gerekçesiyle verilmemektedir. Bu nedenle ilgili turizm firmasının DED’inin hesaplanmasında firmanın geçmiş verilerinden yararlanılmış ve Turizm sektörüne ait gelecek beklentileri doğrultusunda oluşturulan varsayımlar kullanılarak DED hesaplanmaya çalışılmıştır. Son bölümde ise konu ile ilgili ulaşılan sonuçlar yorumlanmıştır.

## **2. DED Kavramı ve Hesaplanması**

DED’in tanımında tam bir görüş birliği bulunmamaktadır. Bazen, projeler için, DED ile hurda değeri aynı anlamda kullanılmaktadır. Bu yaklaşıma göre, bir projenin DED’i, projenin hurda değeri ile aynı anlamdadır ve DED, bir ekipmanın ekonomik ömrünün sonundaki satış değerinden söz konusu ekipmanın elden çıkarılması için katlanılan giderlerin düşülmesi yoluyla hesaplanmaktadır ([http://www.usbr.gov/power/data/fist/fist4~3/4~3\\_4.htm](http://www.usbr.gov/power/data/fist/fist4~3/4~3_4.htm)). DED, bir firma veya projenin değerinin önemli bir bölümünü temsil edebilmektedir. Bir proje dahilindeki üretim ekipmanının faydalı ömrü sonundaki hurda değeri, bugünkü değerinin %10’undan daha az bir değere sahip olabilir. Ancak bir firmanın DED’i, bugünkü değerinin %50’sinden daha fazla değere sahip olabilir. (<http://www.quickmba.com/finance/terminal-value/>). Bu nedenle, DED’in doğru bir biçimde belirlenmesi, firma veya projenin değerlendirilmesinde kritik bir öneme sahiptir.

Firma değerlemesinde firmanın ömrü sonsuz kabul edilmektedir. Bu sürede firmanın elde edeceği nakit akımlarının hesaplanmasında iki yöntem kullanılmaktadır. Birinci yöntemde, nakit akımları yetmiş beş veya yüz yıl gibi uzun bir süre için tahmin edilmektedir. İkinci yöntemde ise; firmanın nakit akımları, öngörülen dönem (on yıl

gibi) ve öngörülen dönem sonrası olmak üzere iki döneme ayrılarak tahmin edilmektedir. İkinci yöntem süre açısından uygulaması daha kolay olduğu için önerilmektedir. Bu yöntemle göre firmanın değeri şu şekilde oluşur (Copeland, Koller, Murrin, 1996, s.287);

$$\text{Firmanın Değeri} = \text{Öngörülen Dönem İçindeki Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri} + \text{Öngörülen Dönem Sonrasındaki Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri}$$

Öngörülen dönem sonrasındaki nakit akımlarının bugünkü değeri, DED olarak tanımlanmaktadır. Böylelikle, örneğin tahmin edilebilir dönem (on yıllık) süresince detaylı bir tahmin yapılmakta, on yıldan sonrası için ise sadece devam eden firma değeri hesaplanmaktadır. DED'in doğru olarak tahmin edilmesi firma değerlemesinde son derece önemlidir. Çünkü, DED, genellikle öngörülen dönem için hesaplanan firma değerinden daha büyük olmaktadır. DED'in hesaplanmasında indirgenmiş nakit akımı temelli değer yaratan formül yöntemi ile ekonomik kar yönteminin kullanılması önerilmektedir (Copeland, Koller, Murrin, 1996, s.287).

- a) İNA Temelli Değer Yaratan Formül Yöntemi: Bu yöntemle göre DED şu şekilde hesaplanmaktadır (Copeland, Koller, Murrin, 1996, s.287);

$$DED = NFKEDV_{T+1} * (1 - g / YSG) / (AOSM - g)$$

NFKEDV<sub>T+1</sub> = Öngörülen Dönem Sonrası İlk Yılda Faaliyet Karı Eksi Düzeltilmiş Vergiler,  
g = NFKEDV Değerinde Sonsuza Kadar Beklenen Büyüme Oranı,  
YSG = Yeni Yatırılan Sermayenin Beklenen Net Getiri Oranıdır.

- b) Ekonomik Kar Yöntemi: Ekonomik kar yönteminde DED, firmanın öngörülen dönem sonrasındaki firma değerini değil, öngörülen dönem sonrasındaki yatırılan sermayenin firma değerine katkısını gösterir ve firma değeri şu şekilde oluşur;

$$\text{Firma Değeri} = \text{Tahmin Dönemi Başındaki Yatırılan Sermaye} + \text{Öngörülen Dönemdeki Tahmini Ekonomik Karın Bugünkü Değeri} + \text{Öngörülen Dönem Sonrasındaki Tahmini Ekonomik Karın Bugünkü Değeri}$$

Değer yaratan formüle ve ekonomik kar yöntemine göre bulunan DED farklı olmakla birlikte, öngörülen finansal performansın aynı olması halinde, bulunacak firma değeri her iki yöntemde de aynı olacaktır. Ekonomik kar yöntemine göre bulunacak DED'in formülü aşağıdaki gibidir (Copeland, Koller, Murrin, 1996, s.290);

$$DED = (\text{Ekonomik Kar} / \text{AOSM}) + [(NFKEDV_{T+1} * (g / YSG) * (YSG - AOSM)] / [(AOSM * (AOSM - g)]$$

Ekonomik Kar<sub>T+1</sub> = Öngörülen Dönem Sonrası İlk Yılda Ekonomik Karı,  
NFKEDV<sub>T+1</sub> = Öngörülen Dönem Sonrası İlk Yılda Net Faaliyet Karı Eksi Düzeltilmiş Vergiler.

DED, tasfiye edilen bir firma için ve faaliyetlerini sürdüren bir firma için ayrı biçimlerde hesaplanmaktadır. Tasfiye edilen bir firma için tasfiye değeri defter değerine veya hurda değerine dayandırılabilir. Ancak genellikle, tasfiye değeri, firmanın DED'ini olduğundan az göstermektedir. Tasfiye halinde, net çalışma sermayesi yatırımının tasfiye edilmeyip, geri kazanılacağı gözden uzak tutulmaması gerekmektedir. Tasfiye halinde firmanın DED'i, iskonto edilmiş nakit akışları, geri kazanılmış net

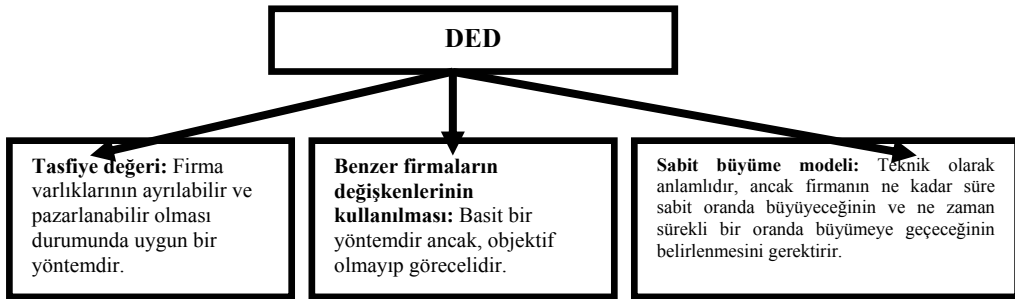
çalışma sermayesi, varlıkların hurda değeri ve vergi tasarruflarının toplamından oluşmaktadır (<http://www.quickmba.com/finance/terminal-value/>).

Faaliyetlerini sürdüren bir firmanın DED'in hesaplanmasında ya indirgenmiş nakit akışları veya benzer firmalara ait değişkenler kullanılır. İndirgenmiş nakit akışları yaklaşımı kullanıldığında, nakit akışlarının "t" uzunluğunda bir dönem boyunca "g" sabit oranı ile büyüdüğü varsayılmaktadır. Böylece DED, nakit akışlarının t dönemi boyunca aynı oranda büyüdüğü ve t döneminden sonra sonsuza kadar farklı ancak, sabit bir oranla büyüdüğü varsayımına bağlı olarak hesaplanmaktadır. Bu durumda DED aşağıdaki biçimde hesaplanabilir (Levin ve Olsson, 2000, s.17):

$$DED = \frac{FSNA_{t+1}}{(AOSM - g)(1 + AOSM)^t}$$

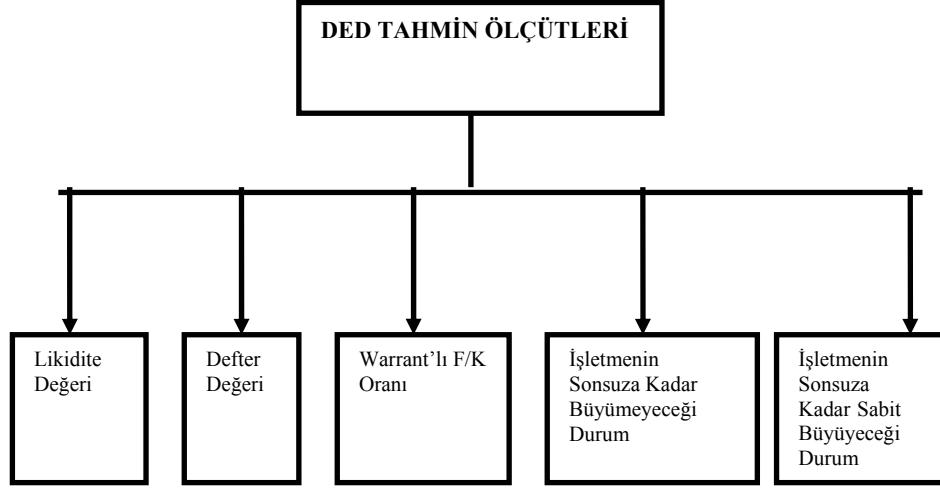
FSNA = Firmaya serbest nakit akışları,  
AOSM = Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti,  
t = Nakit akımlarının süresi,  
g = Planlanan dönem sonrasındaki nakit akışlarının büyüme oranıdır.

Diğer firmalara ait değişkenlerden yararlanılarak DED hesaplanırken, benzer firmaların "fiyat / kazanç" oranları, "piyasa değeri / defter değeri" oranları ve nakit akışları yaygın biçimde kullanılmaktadır. Firmanın borcunun veya imtiyazlı hisse senetlerinin DED'i, DED'in hesaplandığı yılda borçların veya imtiyazlı hisse senetlerinin sahip olduğu defter değerine eşittir. Hisse senetlerinin DED'i ise, toplam DED'den borçların DED'i ile imtiyazlı hisse senetlerinin DED'i çıkarılarak elde edilen değere adi veya imtiyazlı warrant uygulamasından kaynaklanan nakit girişlerinin eklenmesi yoluyla hesaplanmaktadır. DED'in hesaplanma yöntemleri aşağıdaki şekilde özetlenmektedir (Damodaran, [www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/valn2ed/ch12.pdf](http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/valn2ed/ch12.pdf)):



Şekil 1. DED Hesaplama Yöntemleri

Higgins (2004) ise bir firmanın DED'inin hesaplanmasında 5 farklı DED tahmin ölçütü ve buna göre oluşturulmuş hesaplama yöntemleri bulunduğunu ifade etmiştir. Bunları şu şekilde özetlemek mümkündür:



Şekil 2. DED Tahmin Ölçütleri (Kaynak: Robert Higgins'in Analysis for Financial Management (2004) Kitabından Yararlanılarak Tarafımızca Uyarlanmıştır).

**Tasfiye (Likidasyon Değeri):** Öngörülen dönemin sonundaki tasfiye değeri firmanın DED'indeki düzeyi göstermesi açısından önemlidir (Higgins, 2004, s.329).

**Defter Değeri:** Özellikle muhasebeciler tarafından sıklıkla kullanılmaktadır. Defter değeri genellikle basit bir DED tespiti sağlamaktadır (Higgins, 2004, s.330).

**Warrant'lı Fiyat/Kazanç Çarpanı (Warranted Price to Earnings Multiple):** Bu yaklaşımda, firmanın öngörülen dönem sonundaki hisse senedi getirisi ile warrant'lı fiyat/kazanç oranı çarpılmakta ve daha sonra planlanan faize dayalı borçlar (interest bearing liabilities) eklenerek DED hesaplanmaktadır (Higgins, 2004, s.330).

$$DED = (\text{Firmanın Öngörülen Dönem Sonundaki Hisse Senedi Getirisi} \times \text{Warrant'lı F/K Oranı}) + \text{Planlanan Faize Dayalı Borçlar}$$

**Büyümenin Olmadığı Sonsuza Kadar Devam Eden Nakit Akımı Durumu (No Growth Perpetuity):** Öngörülen dönem ve sonrasında büyümenin olmadığı varsayılan firmaların DED'i yıllık nakit akımlarının iskonto oranına bölünmesiyle hesaplanmaktadır (Higgins, 2004, s.330).

$$\text{Büyümenin Olmadığı Firmaya Ait DED} = \frac{FSNA_{T+1}}{AOSM}$$

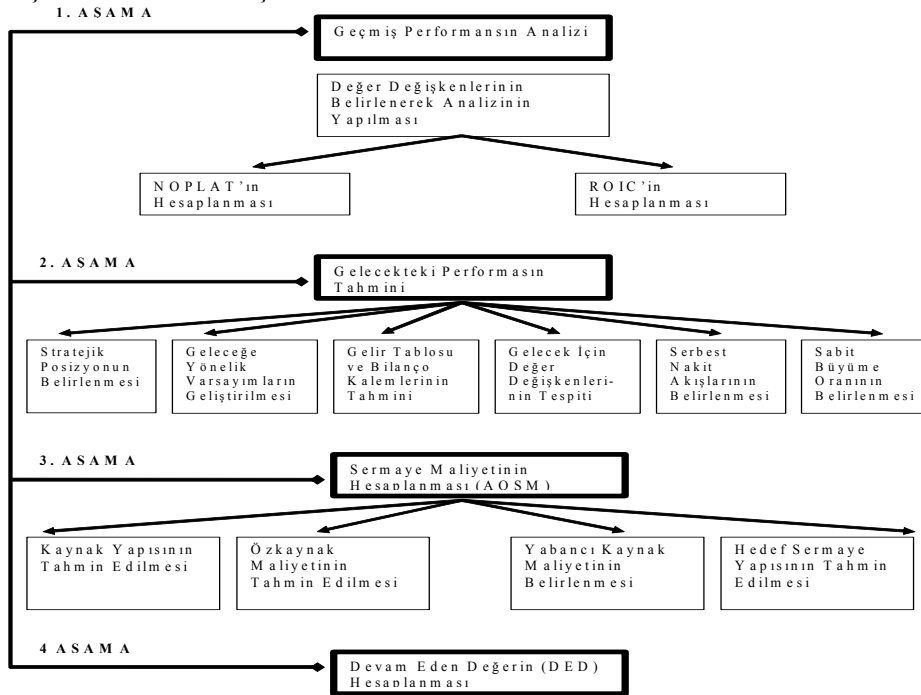
**Büyümenin Olduğu Sonsuza Kadar Devam Eden Nakit Akımı Durumu (Perpetual Growth):** Öngörülen dönem sonrasında sonsuza kadar büyüyeceği düşünülen bir firmanın DED'i, bir sene sonraki sağlanacak firmaya ait serbest nakit

akımının, iskonto oranı ile büyüme oranı arasındaki farka bölünmesiyle hesaplanmaktadır (Higgins, 2004, s.331).

$$\text{Büyümenin Olduğu Firmaya Ait DED} = \frac{FSNA_{T+1}}{AOSM - g}$$

g, serbest nakit akımlarının sonsuza kadar olan sabit büyüme oranıdır.

Genel olarak bir firma veya projenin DED'inin hesaplanmasında öncelikle geçmiş performansın analiz edilerek firma değerini etkileyen değer değişkenleri belirlenmektedir. Buradan hareketle firmanın gelecekteki performansı geçmiş verilerden yararlanılarak ve oluşturulan varsayımlarla incelenerek tahmin edilir. Bu doğrultuda firmanın tüketici tercih analizi, sektörün yapısal analizi ve işletme sisteminin analizi yapılır. Daha sonra geleceğe ait varsayımlar oluşturularak finansal tablolar oluşturulur, firmaya ait serbest nakit akımları ve DED'i etkileyen değişkenler tahmin edilir. Daha sonra firmanın yabancı kaynak ve özkaynak maliyetleri belirlenerek AOSM'i tahmin edilir ve en son olarak firmaya en uygun olan DED hesaplama tekniği seçilir, sonsuza kadar büyüme oranı ve DED'i belirleyen çeşitli parametreler tahmin edilir. Aşağıda bu süreçler sırayla incelenmiştir.



### Şekil 3: DED Hesaplanma Süreci

#### 2.1. Geçmiş Performansın Analizi

Bir firmanın DED'inin tespitinde ilk aşama firmanın geçmiş performansının analiz edilmesidir. Firmanın geçmiş performansının analizi, firmanın gelecekteki performansı



ile ilgili gerçekçi tahminlerde bulunabilmeyi olanaklı kılar. Geçmiş performansı analiz ederken, ilkönce firmanın geçmiş finansal tablolarının firma değerlemesinde kullanılan analiz formatına dönüştürülmesi gerekmektedir.

### **2.1.1. Net Faaliyet Karı Eksi Düzeltmiş Vergiler Değerinin (NFKEDV) -Net Operating Profit Less Adjusted Taxes- Hesaplanması**

Düzeltmiş vergiler düşüldükten sonraki net faaliyet karı, faiz ve vergi giderlerinin indirilmesinden sonraki net kara, faiz giderlerinin eklenmesiyle bulunur. Bir açıdan NFKEDV değeri, kullanılan sermaye için ne kadarlık bir gelir sağlandığını gösterir. Diğer bir ifade ile firmanın yatırım performansını gösterir. Bir firmanın vergi sonrası net faaliyet karını saptamak için öncelikle o firmaya ait muhasebesel tablolara ait veriler üzerinde bir takım düzeltmeler yapılması gerekmektedir. Daha sonra düzeltilmiş bu verilerle NFKEDV değeri hesaplanmaktadır (Erdoğan, Berk ve Katırcıoğlu, 2000, s.75). Geçmiş performansın analizi yapılırken, firmanın DED'ini önemli ölçüde etkileyen unsurlar üzerinde durulmalıdır. Firma değerini belirleyen en önemli unsur ise yatırılan sermaye üzerinden sağlanan getiridir (YSG). Bir firmada, YSG, AOSM değerini aştığı zaman değer yaratmaktadır. Sermaye maliyeti üzerinden sağlanan getiri oranı nakit akımlarına yansımaktadır. Borçlanmanın firma değeri üzerindeki vergi koruması nedeniyle sağladığı olumlu etki AOSM hesaplanırken yansıtıldığı için, NFKEDV, vergileri nakit esasına göre düzelttikten sonraki firmanın vergi sonrası faaliyet karını ifade etmektedir. NFKEDV'nin hesaplanabilmesi için firmanın esas faaliyet karının ve bu kar üzerinden hesaplanan verginin bulunması gerekmektedir (Üreten ve Ercan, 2000, s.84).

NFKEDV'nin hesaplanması, firma hiç borç kullanmıyormuş gibi, esas faaliyet karının hesaplanması ile başlamaktadır. Esas faaliyet karı, bir işletmede gelirlerin ve giderlerin önemli bölümünü kapsarken gelir tablosundaki diğer faaliyetlerle ilgili gelirleri, giderleri, finansman giderleri ile olağanüstü gelir ve giderleri hariç tutmaktadır. Faaliyet karı hesaplanırken sabit varlıkların amortismanları düşülmektedir. Faaliyet geliri üzerinden hesaplanan düzeltilmiş vergi ise firmanın borcu, menkul kıymeti veya faaliyet dışı geliri ve gideri olmadığı durumda, ödeyeceği vergi tutarını göstermektedir. Faiz gelirleri, faiz giderleri ve faaliyet dışı kalemlere ait özel bir vergi uygulaması yoksa, vergi oranı olarak kurumlar vergisi oranı uygulanır (Üreten ve Ercan, 2000, s.85).

### **2.1.2. Yatırılan Sermayenin Getirisinin Hesaplanması (YSG) -Return on Invested Capital-**

Yatırılan sermaye üzerinden sağlanan getiri, NFKEDV değerinin yatırılan sermaye miktarına oranlanmasıyla bulunur (Copeland, Koller ve Murrin, 1996, s.170);

$$YSG = \frac{NFKEDV}{Yatırılan Sermaye}$$

Yatırılan sermaye üzerinden kazancı değerlendirmek için, yatırımlar üzerinden firmanın elde ettiği düzeltilmiş vergi sonrası net faaliyet karının tahmin edilmesi gereklidir. Ayrıca yatırılan sermaye tutarı; genellikle ya dönem başlangıcındaki değer ya da dönem başındaki ve dönem sonundaki yatırılan sermaye tutarının ortalaması alınarak hesaplanır. Bu hesaplamada önemli olan nokta pay ile paydanın birbirleriyle uyumlu olmasıdır. YSG değeri, firmanın gerçek faaliyet performansına odaklandığı için

firma performansının anlaşılmasında, özsermaye getirisi veya varlık getirisi gibi diğer kazanç ölçülerine göre daha gerçekçi sonuçlar veren bir ölçüdür. YSG değeri diğer maliyet muhasebesi verileri gibi enflasyondan etkilenmektedir. Enflasyonun YSG üzerindeki yanıltıcı etkisini temizlemek için sabit varlıklar için ya yenileme maliyetlerinin ya da pazar değerinin kullanılması gerekmektedir. Ancak firma değerlemesinde pazar değerinin kullanılması daha doğru sonuçlara ulaşma açısından önerilmektedir. Çünkü firmadaki mevcut varlıklar hiç yenilenmeyebilir ve varlık yenileme firma için ek maliyet yaratacağından mevcut varlıkların yenilenmemesi ekonomik açıdan daha iyi olabilir (Copeland, Koller ve Murrin, 1996, s.170).

## **2.2. Gelecekteki Performansın Tahmin Edilmesi**

Firmanın geçmiş performansı analiz edildikten sonra yapılacak iş firmanın gelecekteki performansının tahmin edilmesidir. Firmanın gelecekteki performansı tahmin edilirken dikkat edilmesi gereken en önemli nokta, büyüme ve YSG gibi firmanın değerini en çok etkileyen göstergelerde firmanın nasıl bir gelişme gösterebileceğinin belirlenmesidir. Firmanın gelecek performansının tahmin edilmesinde öncelikle hem sektörün özellikleri, hem de firmanın rekabet avantaj ve dezavantajları ve hedef tüketici tercih analizi dikkate alarak firmanın stratejik pozisyonu değerlendirilir. Daha sonra firma ve içinde bulunduğu sektör ile ilgili olarak değişik performans varsayımları geliştirilir ve buradan hareketle firmanın gelir tablosu ve bilanço kalemleri ile ilgili tahminler yapılır. En son olarak yapılan tahminlerin ve ulaşılan sonuçların mantıklı olup olmadığı firma değeri üzerindeki önemli etkiye sahip temel göstergelere dikkat edilerek kontrol edilir (Üreten ve Ercan, 2000, s.90).

### **2.2.1. Stratejik Pozisyonun Belirlenmesi**

Yatırılan sermayeye, sermayenin fırsat maliyeti üzerinden bir getiri elde edebilmek için firmaların mutlaka rekabet avantajına sahip olmaları gerekir. Yani firmanın AOSM değerinin üzerinde bir YSG değeri ile uzunca bir süre için çalışabilmesi için firmanın rekabet avantajı sağlayacak potansiyellerinin belirlenmesi gerekmektedir. Bir firmada AOSM üzerinde YSG yaratacak rekabet avantajları üç grupta toplanabilir;

- Rakipler tarafından sunulamayacak nitelikte, ürünün fiyatına ve niteliğine yönelik tüketiciye avantajlar sağlamak,
- Rakiplerden daha düşük maliyetle çalışmak,
- Sermayeyi rakiplerden daha etkin bir şekilde kullanmak.

Firma, rakiplerine karşı üstünlük sağlamak için yukarıdaki üç unsura dikkat etmeli ve sürekli bir rekabet avantajı sağlamak için üç unsuru gerçekleştirmeye çalışmalıdır. Firma değerinin belirlenmesi sürecinde geleceğe yönelik tahminlerde bulunmak için firmanın rekabet üstünlüğü sağlayacak unsurlarının açık bir şekilde saptanması gerekmektedir. Firmanın rekabet üstünlüğü sağlayacak unsurların saptanarak firmanın stratejik pozisyonunun belirlenmesine yönelik teknikleri üç grupta incelemek mümkündür. Bunlar; tüketici tercih analizi, işletme sisteminin analizi ve sektör yapısının analizidir (Copeland, Koller, Murrin, 1996, s.209).

Tüketici tercih analizinin amacı, tüketicinin bir malı diğerlerine göre niçin tercih ettiğini belirleyerek, potansiyel pazar paylarını tahmin etmektir. Tüketicileri tercih özelliklerine göre belirli gruplara ayırarak, her tüketici grubuna yönelik farklı

stratejiler geliştirilerek yeni pazar payı yaratılmaya çalışılmaktadır. Tüketici tercih analizi, firmanın sunduğu ürün ve hizmetleri, rakip firmaların ürün ve hizmetlerinden farklılaştırılabilmesinin ne ölçüde zor olabileceğini ve bu farklılaştırmanın sağlayacağı fayda ve maliyetleri ortaya koymaktadır. İşletme sistemi, ürün dizaynından, üretimine, pazarlamasına ve satış sonrası hizmete kadar uzanan süreci ifade etmektedir. İşletme sisteminin analizi yapılırken rakip firmaların işletme sistemlerinin de güçlü ve zayıf yönleri ortaya konulmalıdır. İşletme sisteminin analizi firmanın nasıl bir rekabet gücü avantajına sahip olduğunu ortaya çıkarmaktadır. Firmanın rekabet açısından üstünlüğünü belirlemede kullanılan tekniklerden üçüncüsü de firmanın içinde bulunduğu sektörün yapısının analiz edilmesidir. Sektör yapısının analizinde, sektörün karlılığını etkileyen unsurların neler olduğu belirlenmeye çalışılır. Sektör yapı analizine göre, sektörün potansiyel karlılığını belirleyen dört ana güç vardır. Bunlar; ikame ürünler, satıcıların pazarlık gücü, alıcıların pazarlık gücü ve sektöre giriş-çıkış kolaylığıdır. Tüketici tercih analizi, işletme sisteminin analizi, sektör yapısının analizi yapıldıktan sonra, sektörün genel olarak sermaye maliyetinin üzerinde bir getiri ile çalışıp çalışamayacağı ve değerlendirilen firmanın sektörde nasıl bir performans gösterebileceği konusunda bir sonuca ulaşılmaktadır (Copeland, Koller, Murrin, 1996, s.210-211).

### **2.2.2. Varsayımların Oluşturulması**

Firmanın ve firmanın içinde bulunduğu sektörün geçmiş performansı dikkate alınarak ve geleceğe yönelik olarak makro ekonomik ve sektörel düzeyde varsayımlar (sektörün ve firmanın büyüme hızı, fırsatlar, tehditler vb.) geliştirilir ve firma değerine olan etkisi tahmin edilmeye çalışılmaktadır.

### **2.2.3. Gelir Tablosu ve Bilanço Kalemlerinin Tahmin Edilmesi**

Firma değerinin tespitinde tahminlerde bulunurken, ilk önce gelir tablosu ve bilanço kalemlerini tahmin etmek gerekmektedir. Tahminlerde bulunurken genelde kullanılan yöntem ilk önce satışların tahmin edilmesidir. Faaliyetler ile ilgili giderler ve işletme sermayesi gibi diğer değişkenler ise satış tutarının belirli bir yüzdesi olarak tahmin edilmektedir. Gelir tablosu ve bilanço kalemleri ile ilgili tahminlerde bulunurken, firmanın geçmiş yıllardaki söz konusu değişkenlerinin incelenmesi gerekmektedir. Bu incelemede ve değişkenleri tahmin etmede geçmişte firma değerini en çok etkileyen sektörden ve firmadan kaynaklanan unsurlara ağırlık verilerek sektörün ve firmanın geçmişteki performansı gelecekte de korunabileceğini sorusuna cevap aranmalıdır (Üreten ve Ercan, 2000, s.94).

Gelecekte yapılması planlanmış olan veya devam eden yatırımlar var ise bu yatırımların hangi yıllarda ne tutarda yapılacağı ve yaratacağı nakit akımları dikkate alınmalıdır. Ancak, bunların dışında yapılması muhtemel olan veya çok daha ilerdeki yıllarda yapılacak yatırımlar için yapılabilecek varsayım, bu yatırımlarda Yatırılan Sermayenin Getirisi (YSG)=Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) olarak kabul edilmelidir. İndirgenmiş nakit akımı yaklaşımında, firmanın gelecekte ek kapasite yaratmadan mevcut durumunu koruyacağı varsayılmaktadır (Üreten ve Ercan, 2000, s.94).

Firmaya ait gelecekteki gelir tablosu ve bilançoların tahmin edilmesinden sonra nakit akımları ve diğer ana unsurlar bu tahminlerin sonuçlarından türetilerek bulunmaktadır. Bu ana unsurlar, değişik alternatiflere göre firmaya ait DED'ler, tahmini net nakit akımı ve kaynağı, temel performans oranları ve öngörülen diğer oranlardır.

#### 2.2.4. Değer Değişkenlerinin Tahmin Edilmesi

Firmanın ve sektörün geçmiş performansını ve geçmiş değerini etkileyen değer değişkenlerinin gelişme eğilimi incelenerek ve geleceğe yönelik olarak makro ekonomik ve sektörel bazda geliştirilen varsayımlar doğrultusunda firmanın değerini oluşturan değer değişkenleri (Yatırılan Sermaye, YSG, NFKEDV) tahmin edilebilir.

#### 2.2.5. Serbest Nakit Akışlarının Belirlenmesi

Bir firmanın serbest nakit akışlarının doğru tespit edilmesi, firmanın DED'inin ve dolayısıyla firma değerinin doğru olarak belirlenebilmesi için bir ön koşul olarak ortaya çıkmaktadır. Serbest nakit akışlarının belirlenmesi için kullanılan iki temel yöntem bulunmaktadır. Bu yöntemlerden birincisi net kardan hareketle serbest nakit akışlarını hesaplarken; diğer bir yöntem, faiz ve vergiden önceki kardan vergiyi düşmekte (FVÖK-v) ve bu değerden hareketle serbest nakit akışı hesaplamaktadır.

**Tablo 1. Serbest Nakit Akışlarını Hesaplama Yöntemleri**

<b>1. Yöntem</b> <b>Net kar verilerini kullanarak serbest nakit akışlarını hesaplamak</b>	<b>2. Yöntem</b> <b>(FVÖK-v) değerlerine bağlı olarak serbest nakit akışlarını hesaplamak</b>
Faiz ve vergiden önceki kar	Faiz ve vergiden önceki kar
- Faiz ödemeleri	- Vergi
Vergiden önceki kar	Faiz ve Verg. Önce.Kar – Vergi (FVÖK-v)
- Vergi	+ Amortisman
Net kar	- Net çalışma sermayesinde değişim
+ Amortisman	- Sermaye harcamaları
- Net çalışma sermayesinde değişim	Serbest nakit akışı
- Sermaye harcamaları	
Serbest nakit akışı	

Kaynak: (Conroy ve Harris, 1999)

Kaynak: (Bris, 2001)

Serbest nakit akışının hesaplanmasında bu iki yöntemden hangisinin kullanılacağına karar verirken firmaların bazı faktörleri göz önüne alması gerekmektedir. Bu faktörlerden önemlisi firmanın sermaye yapısıdır. Farklı sermaye yapısına sahip olan firmaların farklı yöntemler kullanarak serbest nakit akışlarını hesaplamaları karışık sonuçlar verebilecektir.

#### 2.2.6. Sabit Büyüme Oranının Belirlenmesi

DED'in hesaplanmasında kullanılan sabit büyüme oranı, firma satışlarının ve firma karının büyüme oranından farklıdır. Sabit büyüme oranı ile ilgili diğer bir önemli konu ise sabit büyümenin ne zaman başlayacağı ile ilgilidir. Sabit büyüme oranının çok yüksek tespit edilmiş olması, sabit büyümeye geçilmediği halde, sabit büyümeye geçilmiş gibi hesaplama yapıldığını gösterebilir. Sabit büyümeye geçilen dönemin doğru tespit edilmesi, DED'in doğru hesaplanması bakımından kritik bir öneme sahiptir

(Velez-Pareja ve Tham, 2003; [www.sigma.poligran.edu.co/politecnico/apoyo/Decisiones/curso/terminalvalue.pdf](http://www.sigma.poligran.edu.co/politecnico/apoyo/Decisiones/curso/terminalvalue.pdf)).

Sabit büyüme oranı ile milli gelir arasındaki ilişki de tartışmalıdır. Bir görüşe göre, sabit büyüme oranı ile milli gelir büyüme oranı birbirine eşit olarak kabul edilebilir (<http://www.brentsjam.com/ClientSupport/valspt/terminal.htm>). Diğer bir yaklaşıma göre ise, sabit büyüme oranı, milli gelir büyüme oranını aşamaz. Bu durumda, zaman içinde firmanın milli ekonomiden daha büyük hale gelmesi teorik olarak mümkün olmamaktadır (Velez-Pareja ve Tham, 2003, [www.sigma.poligran.edu.co/politecnico/apoyo/Decisiones/curso/terminalvalue.pdf](http://www.sigma.poligran.edu.co/politecnico/apoyo/Decisiones/curso/terminalvalue.pdf)). Diğer yandan, sabit büyüme oranı negatif değerler alabilmektedir. Ancak bu durumda, firmanın DED’i giderek düşer ve zaman içinde firma yok olabilir (Damodaran, [www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/valn2ed/ch12.pdf](http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/valn2ed/ch12.pdf)).

### **2.3. Sermaye Maliyetinin Hesaplanması**

İndirgenmiş nakit akımları yönteminde bir firmanın değerini ve DED’ini belirlemede uygun iskonto oranının seçimi oldukça önemlidir. İskonto oranı, firmanın marjinal sermaye maliyeti ya da yatırımcıların projeden beklediği asgari karlılık oranıdır. İskonto oranı belirlenirken, firmanın içinde bulunduğu sektörün özellikleri ve rakip firmaların sermaye maliyeti gibi unsurlardan da yararlanır (Köse, 2003, s.4).

Firmaların çeşitli kaynaklardan sağladıkları fonların, firmalara ayrı ayrı maliyetleri vardır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM), çeşitli fon kaynaklarının vergiden sonraki maliyetlerinin, bu kaynakların sermaye içerisindeki ağırlıkları ile çarpımlarının toplamıdır. AOSM’ nin hesaplanmasıyla firma için tek bir sermaye maliyeti rakamı bulunmaktadır (Ceylan, 1995, s.157). AOSM, bir firmanın finansmanında kullanılan farklı kaynakların ortalama maliyetlerinin ağırlıklarına göre şu şekilde hesaplanmaktadır (Üreten ve Ercan, 2000, s.61);

$$AOSM = k_e \left( \frac{E}{E+D+PS} \right) + k_d \left( \frac{D}{E+D+PS} \right) + k_{ps} \left( \frac{PS}{E+D+PS} \right)$$

$k_e$  = Özkaynakların Maliyeti,

$k_d$  : Borçların Maliyeti,

$k_{ps}$  : İmtiyazlı Hisse Senetlerinin Maliyeti,

$E/(E+D+PS)$ : Özkaynakların piyasa değerinin toplam kaynaklara oranı,

$D/(E+D+PS)$ : Borçların piyasa değerinin toplam kaynaklara oranı,

$PS/(E+D+PS)$ : İmtiyazlı hisse senetlerinin piyasa değerinin toplam kaynaklarına oranıdır.

AOSM değerinin hesaplanmasında bir kaynağın toplam sermaye içindeki oranı hesaplanırken defter değeri veya piyasa değerleri farklı esas alınmaktadır. Ancak bir firmanın DED’inin saptanmasında AOSM değeri, borç ve özkaynakların defter değerinden daha çok piyasa değerleri temel alarak tahmin edilmelidir. Sermaye maliyetinin, firmanın yatırımcılarını (debtholder-shareholder) yatırım riski karşısında korumak için en azından geri dönüşüm oranı düzeyinde olması istenir. Bu nedenle etkin bir sermaye kullanımı, firma değeri yaratmada anahtar bir rol oynar (Damodaran, 2000, s.123).

Bir firmanın AOSM değerinin hesaplama süreci dört aşamadan oluşmaktadır. **İlk aşama**; firmanın kaynak yapısının tahmin edilmesidir. **İkinci aşama**; firmanın özkaynak maliyetinin hesaplanmasıdır. **Üçüncü aşama** firmanın borç maliyetinin tespit

edilmesidir. **Dördüncü aşama** ise; firmanın hedef sermaye yapısının ve en uygun sermaye düzeyinin belirlenmesidir. (Copeland, Koller, Murrin 1996, s.265).

### **3. DED'İN HESAPLANMASI: İMKB'YE KOTE BİR TURİZM İŞLETMESİ ÜZERİNDE UYGULAMA**

Araştırmanın bu kısmında İMKB'de işlem gören bir turizm işletmesinin (Net Turizm İşletmesi) DED'i indirgenmiş nakit akımı ve ekonomik kar yöntemine göre ayrıntılı olarak incelenerek hesaplanmaya çalışılmıştır. Firmanın DED'inin belirlenmesi amacıyla yapılan analizde turizm işletmesinin 1996-2002 yılları arasındaki temel mali tabloları (Bilanço ve Gelir Tablosu) yıllık olarak hazırlanan programa girilmiştir.

Programın kullanılmasında ağırlıklı olarak Copeland, Koller ve Murrin (1996)'in "Valuation Measuring and Managing The Value Of Companies" adlı kitabındaki tablolardan ve yöntemlerden yararlanılmıştır. Ancak bu çalışma için özellikle Türkiye'ye yönelik olarak, Aykan Üreten ve M. Kamil Ercan'ın "Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi (2000)" başlıklı kitabındaki uygulamalar da dikkate alınmıştır. Ayrıca bu kitapla beraber verilen firma değerini hesaplayan Excel programı ortamında modülün aslına bağlı kalmak suretiyle bazı sabit olarak verilmiş değişkenleri (Satışların Büyüme Oranı, AOSM ve YSG gibi) değiştirebilmek amacıyla programdaki tablolar yeniden oluşturulmuş ve değişkenler ile tablolar arasında bağlantılar yeniden kurulmuştur. Bu sayede bu değişkenlerde meydana gelebilecek değişikliklerin firmanın faaliyetlerinin değerinde, özkaynaklarının değerinde ve firma değerinde meydana getirdiği değişiklikler ve oluşan farklar incelenebilmektedir. Buna ek olarak geçmiş yıllarda firmaya ait ve aşağıda verilen finansal oranların standart sapmasını ve ortalamasını hesaplanabilmesine olanak veren hesaplama bölümleri eklenmiştir. Böylelikle bu oranlara ait tahminlemeler daha gerçekçi olarak yapılmaya çalışılmıştır.

**Tablo 1: Firmaya Ait Geçmiş Oranlar**

Net Satışlardaki Büyüme	Stoklar
Satılan Malın Maliyeti/Net Satışlar (Amort.Hariç)	Diğer Dönen Varlıklar
Faaliyet Giderleri/Net Satışlar	Ticari Borçlar
Faiz Vergi ve Amortisman Öncesi Marj	Diğer Kısa Vadeli Borçlar
Amortismanlar/Net Satışlar	Net İşletme Sermayesi Marjı
Faaliyet Marjı	Maddi Duran Varlıklar
İşletme Sermayesi/Net Satışlar	Brüt Maddi Duran Varlıklar/Net Satışlar
Nakit İhtiyacı	Net Maddi Duran Varlıklar/Net Satışlar
Ticari Alacaklar	Amortismanlar/Geçen Yıl MDV

Analize dahil turizm firmasının geçmiş finansal tablolarında bulunan tüm rakamlar, enflasyonun bozucu etkisinden kurtarmak için TEFE katsayılarıyla düzeltilmiş ve bütün rakamlar 2003 yılına getirilmiştir. Aşağıda 1996-2002 yılları arasındaki finansal tablolarda yer alan kalemlerin düzeltilmesinde kullanılan TEFE katsayıları verilmiştir. Buna ek olarak TEFE'ye göre düzeltilen finansal tablo rakamları 31/12/2002 tarihindeki ABD Doları kuru üzerinden (1\$=1.702.285 TL) dolarize edilmiştir.

**Tablo 2. Finansal Tabloların Düzeltilmesinde Kullanılan TEFE Katsayıları**

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
TEFE Katsayıları	15,706	8,225	5,332	3,273	2,467	1,308	1,000

İMKB'ye kote turizm işletmesinin SPK'ya göre hazırlanan 1996-2002 yıllarına ait bilanço ve gelir tabloları İMKB'nin internet adresinden ([www.imkb.gov.tr](http://www.imkb.gov.tr)) sağlanmıştır. Turizm işletmesinin tahmini piyasa değeri bulunurken, kullanılan AOSM değeri Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli (SVFM) kullanılarak yıllık bazda hesaplanarak ortalaması alınmış ve gelecek yıllarda bu değer değişmeyeceği varsayılmıştır. SVFM'de risksiz faiz oranı olarak Merkez Bankası'nın 2003 yılındaki Hazine Bonosu faiz oranı kullanılmıştır. Hesaplamalarda gerekli diğer bir veri olan YSG değerinin AOSM ile aynı olacağı kabul edilmiştir. Ayrıca, firma değerinin tahmin edilmesinde gerekli olan bazı kalemler; 1996-2002 yılları arasındaki değerlerinin ortalamaları hesaplanmış ve eğilimleri incelenmiştir. Analize dahil edilen turizm işletmesinin değerlendirme sürecinde tahmini tablo kalemlerinin hesaplanması ve yapılan öngörüler ile ilgili açıklamalar çalışmanın ekler kısmında verilmiştir. Hesaplamalar örnek olarak 2003 yılı için gösterilmiş olup diğer yıllarda aynı şekilde bulunabilir.

### **3.1. Araştırmanın Amacı Ve Önemi**

Araştırmanın amacı, işletmelerin firma değerinin hesaplanmasında DED kavramının önemini vurgulayarak, DED'in indirgenmiş nakit akımları ve ekonomik kar yöntemlerine göre hesaplanması sürecinde bu yöntemlerin uygulama aşamaları ve yöntemlerin uygulanabilirliğinin ortaya konulmasıdır. Çalışma sonucunda elde edilen bulgular, İMKB'ye kote işletmelerin, firma değerlerinin tespit edilmesinde önemli bir yere sahip olan DED'in hesaplanmasında İNA ve Ekonomik kar yöntemlerinin uygunluğunun ortaya konulması ve DED'i etkileyen değişkenlerin belirlenmesi açısından önemlidir. Buna ek olarak firma yönetiminin, bu değişkenlere dikkat etmesi, finansal açıdan güçlü ve firma değeri yüksek işletme yapısını oluşturabilmeleri açısından kritik bir öneme sahip olacaktır.

### **3.2. Araştırmanın Yöntemi**

Araştırma konusuna ilişkin teorik bilgiler literatür taraması yoluyla elde edilmiştir. Yapılacak olan araştırmanın amaçları doğrultusunda İMKB'de işlem gören 8 turizm işletmesinden analize uygun olması nedeniyle 1 tanesinin (Net Turizm Ticaret ve Sanayi AŞ.) kamuoyuna açıkladığı 1996-2002 yılları arasındaki finansal tablolarından elde edilen veriler incelenmiştir.

Turizm işletmesinin AOSM değerinin tahmin edilmesinde öncelikle firmanın 1996-2002 yılları arasında gerçekleşen özsermaye maliyetleri, SVFM kullanılarak hesaplanmıştır. Berk, Katırcıoğlu ve Erdoğan (2000), yaptıkları araştırma sonuçlarına göre özellikle gelişmekte olan piyasalarda faaliyet gösteren firmaların özsermaye maliyetlerinin hesaplanmasında Gordon Modelinin uygulanmasını tavsiye etseler de bu çalışmada uygulama kapsamına alınan turizm işletmelerinin düzenli temettü dağıtmaması bu modelin uygulanabilmesini olanaksız hale getirmektedir. Dolayısıyla özsermaye maliyetinin hesaplanmasında SVFM uygulanmak zorunda kalmıştır. AOSM değerinin hesaplanmasında ikinci olarak turizm işletmesinin yabancı kaynak maliyeti hesaplanmıştır. Bu hesaplamada, bankaların merkez bankasına bildirdikleri

kısa ve uzun vadeli ticari kredilerin ortalamaları alınarak yıllık olarak yabancı kaynak maliyeti hesaplanmıştır. Firmanın yıllık özsermaye ve yabancı kaynak maliyetleri belirlendikten sonra, yıllık olarak AOSM değerleri hesaplanmış ve yıllık AOSM değerlerinin ortalamaları alınarak gelecek yıllarda tahmini AOSM değeri olarak kullanılmıştır. Firmaların hesaplanan AOSM değeri, aynı zamanda firmaya yatırım yapanların firmadan bekledikleri minimum getiri oranını vermektedir. Bu nedenle değerlendirme sürecinde YSG değerinin, AOSM'ye eşit olduğu kabul edilmektedir (Damodaran 2000, s.368; Copeland, Koller, Murrin 1996, s.171).

### **3.3. Veri Toplama Tekniği**

Uygulama kısmında, İMKB'de hisseleri işlem gören turizm işletmesinin kamuoyuna açıklamak zorunda olduğu ve bağımsız dış denetimden geçmiş olan 1996-2002 yıllarına ait bilanço ve gelir tablolarından yararlanılmış ve firma değerinin hesaplanması için gerekli diğer veriler bu tablolardan elde edilmiştir. Söz konusu bilanço ve gelir tabloları İMKB'nin internet adresinden ([www.imkb.gov.tr](http://www.imkb.gov.tr)) sağlanmıştır.

### **3.4. Araştırmanın Kısıtları**

İlgili turizm işletmesinin firma değeri ve DED'i hesaplanırken, tahmini AOSM değerinin belirlenmesinde ve diğer tahminlerin (net satışların büyüme oranı, alacaklar, borçlar gibi) yapılmasında bazı sorunlarla karşılaşmıştır. Bu tahminler yapılırken sadece firmanın geçmiş performanslarından yararlanılmış ve genel eğilimlerden ve ortalamalardan hareket edilmiştir. Bunun nedeni analize dahil edilen turizm işletmesinin geleceğe yönelik olarak yatırım, üretim, pazarlama ve finansal hedeflerini ve sektörden beklentilerini gizlilik gerekçesiyle vermek istememesi nedeniyle gerekli bilgilerin elde edilememesidir. Bununla birlikte geçmiş performansın analizinde temel alınan dönem 1996-2002 yılları arasını kapsamaktadır. Bu dönemde yaşanan ekonomik krizler inceleme konusu olan firmanın finansal tablolarını oldukça değişken hale getirmiştir. Dolayısıyla çalışma kapsamında analizlerin bu tablolar üzerinden yapılacak olması diğer bir sınırlılık olarak ortaya çıkmaktadır.

### **3.5. Bulgular**

Turizm işletmesinin 1996-2002 yılları arasındaki yıllık AOSM değerlerinin ortalama değeri %62 bulunmuş ve bu değer gelecekte yıllarda da değişmeyeceği varsayılmıştır. YSG değerinin ise AOSM ile aynı olacağı kabul edilmiştir. Bu varsayımlar doğrultusunda firmanın DED'i aşağıdaki gibi hesaplanmıştır. Firmanın DED'inin hesaplanmasında, tahmin edilmesi gereken diğer veriler ise, analize dahil turizm işletmelerinin 1996-2002 yıllarındaki bilanço ve gelir tablolarından elde edilen değerlerin ortalaması alınarak hesaplanmaya çalışılmıştır.



**Tablo 3: Tahmini Net Faaliyet Karı Eksi Düzeltilmiş Vergiler , Milyar TL**

Net Faaliyet Kârı (NFKEDV) (*)	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Sonsuz
Net Satışlar	42.261	42.261	42.261	42.261	42.261	42.261	42.261	42.261	42.261	42.261	42.261
Satışların Maliyeti (Amortisman Hariç)	-17.614	-17.614	-17.614	-17.614	-17.614	-17.614	-17.614	-17.614	-17.614	-17.614	-17.614
Faaliyet Giderleri	-10.406	-10.406	-10.406	-10.406	-10.406	-10.406	-10.406	-10.406	-10.406	-10.406	-10.406
Amortisman Giderleri	-2.396	-980	-1.003	-1.028	-1.052	-1.078	-1.104	-1.131	-1.158	-1.186	-1.215
<b>Faaliyet Kârı</b>	<b>11.845</b>	<b>13.261</b>	<b>13.237</b>	<b>13.213</b>	<b>13.188</b>	<b>13.163</b>	<b>13.137</b>	<b>13.110</b>	<b>13.082</b>	<b>13.054</b>	<b>13.026</b>
Faaliyet Kârı Üzerinden Vergi %30	-3.553	-3.978	-3.971	-3.964	-3.956	-3.949	-3.941	-3.933	-3.925	-3.916	-3.908
<b>Net Faaliyet Kârı (NFKEDV)</b>	<b>8.291</b>	<b>9.283</b>	<b>9.266</b>	<b>9.249</b>	<b>9.232</b>	<b>9.214</b>	<b>9.196</b>	<b>9.177</b>	<b>9.158</b>	<b>9.138</b>	<b>9.118</b>

**Tablo 4: Tahmini Ekonomik Kar, Milyar TL**

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Sonsuz
Yatırılan Sermayenin Getirisi	7,4%	21,5%	21,5%	21,4%	21,4%	21,3%	21,3%	21,3%	20,1%	18,2%	16,4%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	62,0%	62,0%	62,0%	62,0%	62,0%	62,0%	62,0%	62,0%	62,0%	62,0%	62,0%
<b>Spread (Net Getiri Oranı)</b>	<b>-54,7%</b>	<b>-40,5%</b>	<b>-40,6%</b>	<b>-40,6%</b>	<b>-40,6%</b>	<b>-40,7%</b>	<b>-40,7%</b>	<b>-40,8%</b>	<b>-41,9%</b>	<b>-43,8%</b>	<b>-45,6%</b>
Yatırılan Sermaye (Dönem Başı)	112.528	43.164	43.164	43.164	43.164	43.164	43.164	43.164	45.461	50.270	55.675
<b>Ekonomik Kâr (MODVY Öncesi)</b>	<b>-61.502</b>	<b>-17.489</b>	<b>-17.506</b>	<b>-17.523</b>	<b>-17.540</b>	<b>-17.558</b>	<b>-17.576</b>	<b>-17.595</b>	<b>-19.039</b>	<b>-22.041</b>	<b>-25.413</b>
Net İşletme Kârı	8.291	9.283	9.266	9.249	9.232	9.214	9.196	9.177	9.158	9.138	9.118
Sermaye Maliyeti	-69.793	-26.772	-26.772	-26.772	-26.772	-26.772	-26.772	-26.772	-28.196	-31.179	-34.531
<b>Ekonomik Kâr (MODVY Öncesi)</b>	<b>-61.502</b>	<b>-17.489</b>	<b>-17.506</b>	<b>-17.523</b>	<b>-17.540</b>	<b>-17.558</b>	<b>-17.576</b>	<b>-17.595</b>	<b>-19.039</b>	<b>-22.041</b>	<b>-25.413</b>

**Tablo 5: Tahmini Faaliyetler Yatırılan Sermaye, Milyar TL**

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Perp
Dönen Varlıklar (Menkul Kıymetler Hariç)	38.167	38.167	38.167	38.167	38.167	38.167	38.167	38.167	38.167	38.167	38.167
Kısa Vadeli Borçlar (Finansal Borç Hariç)	10.072	10.072	10.072	10.072	10.072	10.072	10.072	7.775	2.966	-2.439	-8.360
<b>Net İşletme Sermayesi</b>	<b>28.095</b>	<b>28.095</b>	<b>28.095</b>	<b>28.095</b>	<b>28.095</b>	<b>28.095</b>	<b>28.095</b>	<b>30.392</b>	<b>35.201</b>	<b>40.606</b>	<b>46.527</b>
Net Maddi Duran Varlıklar	15.737	15.737	15.737	15.737	15.737	15.737	15.737	15.737	15.737	15.737	15.737
Diğer Varlıklar - Diğer Borçlar	-667	-667	-667	-667	-667	-667	-667	-667	-667	-667	-667
<b>Faaliyetler İçin Yatırılan Sermaye</b>	<b>43.164</b>	<b>43.164</b>	<b>43.164</b>	<b>43.164</b>	<b>43.164</b>	<b>43.164</b>	<b>43.164</b>	<b>45.461</b>	<b>50.270</b>	<b>55.675</b>	<b>61.596</b>

Analize dahil edilen turizm firmasının DED'inin İNA ve Ekonomik Kar yöntemlerine göre hesaplanması ise aşağıda gösterilmiştir;

İNA Yöntemine Göre DED'in Hesaplanması:

İNA'nın DED'i =  $[NFKEDV_{2013} \times (1 - (\text{Satışların Büyüme Oranı} / YSG))] / (\text{AOSM} - \text{Satışların Büyüme Oranı})$

İNA'nın DED'i =  $[9118 \times (1 - (0 / 0,620))] / (0,620 - 0)$

İNA'nın DED'i =  $9118 / 0,620$

**İNA'nın DED'i = 14.706**

Ekonomik Kar Yöntemine göre DED'in Hesaplanması:

Ekonomik Kar Yöntemine göre DED = (Ekonomik Kar Değeri (Per) / AOSM) + [(NOPLAT 2013 x (Satışların Büyüme Oranı / YSG)) x (YSG - AOSM)] / (AOSM x (AOSM - Satışların Büyüme Oranı))

Ekonomik Kar Yöntemine göre DED = (-17644 / 0,620) + [(9118 x (0/0,620)) x (0,620 - 0,620)] / (0,620 x (0,620 - 0))

Ekonomik Kar Yöntemine göre DED= -40.974

DED= Faaliyetler İçin Yatırılan Sermaye(2013) + Ekonomik Kar DED'i

DED= 55.675 + (-40.974) **DED= 14.701**

**Tablo 6. Net Turizm Ticaret ve Sanayi AŞ. DED Hesaplama Sonuçları**

<b>İNA Yöntemine Göre Firmanın Faaliyetlerinin Değeri, Milyar TL</b>				
YILLAR	Serbest Nakit Akımı		Bugünkü Değer Faktörü	Net Bugünkü Değer
2004	9.283		0,3810	3.537
2005	9.266		0,2352	2.179
2006	9.249		0,1452	1.343
2007	9.232		0,0896	827
2008	9.214		0,0553	510
2009	9.196		0,0342	314
2010	6.880		0,0211	193
2011	4.349		0,0130	119
2012	3.733		0,0080	73
<b>DED</b>	<b>14.701</b>		<b>0,0080</b>	<b>118</b>
<b>Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri</b>				<b>56.984</b>
Yıl Ortası Düzeltme Faktörü				1,2729
<b>Faaliyetlerin Değeri</b>				<b>72.534</b>
<b>DED, Milyar TL</b>				
NFKEDV				9,118
AOSM				0,620
YSG				0,620
g (büyüme)				0,000
<b>DED</b>				<b>14.706</b>
<b>Ekonomik Kar Yöntemine Göre Firmanın Faaliyetlerinin Değeri, Milyar TL</b>				
YILLAR	Ekonomik Kar		Bugünkü Değer Faktörü	Net Bugünkü Değer
2003	-61.476		0,6173	-37.959
2004	-17.479		0,3810	-6.662
2005	-17.496		0,2352	-4.116
2006	-17.513		0,1452	-2.543
2007	-17.530		0,0896	-1.571
2008	-17.548		0,0553	-971
2009	-17.566		0,0342	-600
2010	-17.585		0,0211	-370
2011	-17.604		0,0130	-247
2012	-17.624		0,0080	-177
<b>DED</b>	<b>-28.458</b>		<b>0,0080</b>	<b>-329</b>
<b>Eko. Karın Bugünkü Değeri</b>				<b>-55.544</b>
<b>Yatırılan Sermaye</b>				<b>112.528</b>
<b>Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri</b>				<b>56.984</b>
Yıl Ortası Düzeltme Faktörü				1,2729
<b>Faaliyetlerin Değeri</b>				<b>72.534</b>
<b>Tablo 4'ün Devamı</b>				
<b>(DED, Milyar TL)</b>				
NFKEDV				9,118
AOSM				0,620

YSG	0.620
g (büyüme)	0.000
<b>Eko.Kar (Perp.)</b>	<b>-25.413</b>
<b>Eko.Karın DED'i</b>	<b>-40.974</b>
<b>Yatırılan Sermaye</b>	<b>55.675</b>
<b>DED</b>	<b>14.701</b>

**Firma Değeri**

<b>Faaliyetlerin Değeri</b>	<b>72.534</b>
Menkul Kıymetler	122
<b>Firmanın Değeri</b>	<b>72.656</b>

Söz konusu turizm işletmesi ile ilgili yapılan varsayım ve tahminler doğrultusunda İNA ile ekonomik kar yöntemine göre yapılan hesaplamalar sonucunda ulaşılan faaliyetlerin değerinin ve DED'in aynı olduğu tespit edilmiştir. Faaliyetlerin değerine menkul kıymetlerin eklenmesiyle firma değeri bulunmuştur. Bu firma için İNA ve ekonomik kar yönteminin aynı sonucu vermesi, firma hakkında oluşturulan öngörülerin ve tahmin edilen AOSM tutarının doğru/mantıklı olduğunun bir göstergesi olarak kabul edilebilir. Çünkü ekonomik kar yönteminde firma ile ilgili oluşturulan öngörüler ve tahmin edilen AOSM tutarı gerçekçi olmaz ise İNA ile ekonomik kar aynı sonucu vermemektedir (Damodaran 2000, s.872). Turizm işletmesinin analiz sonuçlarına bakıldığında İNA ve ekonomik kar yöntemlerine göre faaliyetlerinin değeri (72.534.000 \$ ), firma değeri (72.656.000 \$ ) ve DED'leri (14.706.000 \$ ) aynı bulunmuştur. Dolayısıyla söz konusu işletme için tutarlı öngörüler yapıldığı söylenebilir. Ayrıca firmanın hesaplanan DED'inin, firma değerine olan oranı %20,18'tir. Bu oran firma değerlemesinde DED'in önemini göstermektedir.

**SONUÇ**

Günümüz firmalarının, ağırlaşan rekabet koşulları altında varlıklarını sürdürebilmeleri ve amaçlarına ulaşabilmeleri için bölgesel, ulusal hatta uluslararası sermaye piyasalarına girerek etkin risk-sermaye yönetimi ve düzenli nakit akışlarını sağlamaları gerekmektedir. Bu gelişmeler, firma değerinin gerçekçi bir şekilde hesaplanmasını ve etkin bir şekilde yönetilerek maksimize edilmesini önemli bir hale getirmiştir. Bu nedenle günümüzde firma değerlemesi, şirket birleşme ve devirleri, halka açılma ve özelleştirmeler, gelişen sermaye piyasaları ile borsalardaki hisse senetlerine olan arz ve talebin artması sonucunda önemli bir kavram olmuştur.

Firma yöneticilerinin ve ortakların stratejik olarak alacakları kararları doğrudan etkileyen "Değer" kavramının gerçeğe en yakın şekilde hesaplanabilmesi için, pek çok değişik uygulamalar kullanılmaktadır. Firmaların değerinin hesaplanmasında "indirgenmiş nakit akımları yöntemi" yaygın olarak kullanılan ve kabul gören bir yöntemdir (Ercan, Öztürk ve Demir Güneş, 2003: 5). İNA yöntemine göre değerlendirme yapılırken firmanın değeri, öngörülen dönemdeki nakit akımlarının bugünkü değeri ve öngörülen dönem sonrasındaki nakit akımlarının bugünkü değeri olmak üzere iki bölüme ayrılır. Çünkü firma değerinin belirlenmesi sürecinde firmanın gelecekte sağlayacağı nakit akımlarının tahmini tam anlamıyla yapılamamaktadır. Dolayısıyla firma değerinin belirlenmesi için firma ömrünün belirli bir süre ile sınırlı olduğunun kabul edilmesi gerekmektedir. Firma ömrünün sınırlı olduğu kabul edilse bile, bu öngörülen sınırlı dönemin sonrasında gerçekleşen nakit akımlarının firma veya projenin

değeri üzerinde önemli ölçüde etkisi olması nedeniyle öngörülen dönem sonrasındaki nakit akımları da gözardı edilmemelidir. Ancak, öngörülen dönem sonrasında gerçekleşen nakit akımlarının doğru bir biçimde tahmin edilmesi zorlaştığı için, öngörülen dönem sonrasında gerçekleşecek nakit akımlarının her yıl için ayrıntılı biçimde hesaplanması yerine, öngörülen dönem sonrasındaki nakit akımlarının değerini temsil eden tek bir değer olan “DED” hesaplanmalıdır. Böylelikle öngörülen dönem sonrasındaki nakit akımlarının bugünkü değeri bulunacak ve değerlendirme gününe indirilerek firma değeri hesaplanabilecektir. Bu bağlamda DED, firma değerinin gerçekçi bir şekilde tespit edilmesinde kritik bir rol oynamaktadır.

Bu çalışmada, İMKB’de hisseleri işlem gören bir turizm işletmesinin firma değeri ve DED’i hesaplanmaya çalışılmıştır. Yapılan hesaplamalar sonucunda incelenen firmanın DED’i 14.706 milyar TL, firmanın değeri ise 72.862 milyar TL olarak bulunmuştur. Sonuç olarak, örnek firmanın DED’inin, firma değerinin %20,18 gibi önemli bir payını oluşturabildiği görülmektedir. Bu sonuç, firma değerlemesinde DED’in etkin bir şekilde hesaplanmasının ne derece önemli olabileceğinin bir göstergesi olarak kabul edilebilir. Çünkü DED’in hatalı hesaplanması sonucunda bu değer firmaya sağlayacağı katkı göz ardı edilerek yanlış değerlendirmeler yapılabilecektir. Bu nedenle DED’in hesaplanma sürecinde varsayımların ve geleceğe yönelik olarak tahminlerin gerçekçi bir biçimde yapılması gerekmekte ve mutlaka duyarlılık analizi yapılarak DED’in hesaplanmasında kullanılan faktörlerde meydana gelen değişikliklerin DED ve firma değeri üzerindeki etkileri dikkate alınmalıdır.

#### KAYNAKLAR

- Bris, Arturo (2001) “Valuation and Cash Flows”,  
faculty.som.yale.edu/~ab364/corpfm/session2.pdf, Ziyaret Tarihi: 14.05.2003
- Bris, Arturo (2001), “Cost of Capital”,  
<http://faculty.som.yale.edu/%7Eab364/corpfm/session3.pdf>, Ziyaret Tarihi:  
14.05.2003
- Ceylan, Ali. (1995). *İşletmelerde finansal yönetim*. Bursa: Ekin Yayınevi.
- Conroy, Robert M. ve Robert S. Harris (1999), “Using the equity residual approach to valuation: an example”, faculty.darden.edu/conroyb/Valuation/ val2001/f-1267.pdf, Ziyaret Tarihi: 06.05.2003
- Copeland, T., Koller, T., Murrin, J. (1996). *Valuation measuring and managing the value of companies second edition*. John Wiley&Sons Inc
- Damodaran, Aswath, “Closure in Valuation: Estimating Terminal Value”,  
[www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/valn2ed/ch12.pdf](http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/valn2ed/ch12.pdf), Ziyaret Tarihi:  
11.04.2003
- Damodaran, Aswath. (2000). *Investment valuation second edition*. New York: John Wiley&Sons Inc.
- Ercan, M. Kamil, Öztürk, B. Demirgüneş, K. (2003). *Değere dayalı yönetim ve entelektüel sermaye*. Ankara:Gazi Kitabevi

- Erdoğan, O., Berk, N., Katırcıoğlu, E. (2000). The Economic Profit Approach in Firm Performance Measurement (Evidence From The Stock Market), *Russian and European Finance and Trade*, September- October, 36 (5): 54-75.
- Higgins, Robert. (2004). *Analysis for financial management*. Mc Graw Hill  
<http://www.brentsjam.com/ClientSupport/valspt/terminal.htm>, Ziyaret Tarihi: 07.04.2003
- <http://www.quickmba.com/finance/terminal-value/>, Ziyaret Tarihi: 11.04.2003
- [http://www.usbr.gov/power/data/fist/fist4~3/4~3\\_4.htm](http://www.usbr.gov/power/data/fist/fist4~3/4~3_4.htm), Ziyaret Tarihi: 12.04.2003
- Jones Gary ve Van Dyke, Dirk. (1998). *The business of business valuation*. New York: McGraw-Hill.
- Karadeniz, Erdinç. (2003). *Otel işletmelerinde firma değerlemesi ve önemi*. Basılmamış Yüksek Lisans Tezi. Mersin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
- Köse, Abdurrahman (2003), “Banka değerlemesi: indirgenmiş nakit akımları yaklaşımı”, *Active Dergisi*, No 29, s.1-16
- Levin, Joakim ve Per Olsson (2000), “Terminal Value Techniques in Equity Valuation- Implications of the Steady State Assumption”, SSE/EFI Working PaperSeries in Business Administration No 2000:7, swoba.hhs.se/hastba/papers/hastba2000\_007.ps, Ziyaret Tarihi: 16.05.2003
- Önal, Y., Karadeniz, E. (2004), “Firma değerinin ekonomik katma değer (EVA) yöntemiyle tespit edilmesi:İMKB’ye kote bir turizm işletmesi üzerine uygulama”, *Anatolia Turizm Araştırmaları Dergisi*, Cilt 15, Sayı 2, s.139-157
- Palmer, David A. (2000), “Terminal Value”,  
<http://www.financialmanagementdevelopment.com/>, Ziyaret Tarihi: 06.05.2003
- Üreten, Aykan ve Ercan, M. Kamil. (2000). *Firma değerinin tespiti ve yönetimi*. Ankara:Gazi Kitapevi.
- Velez-Pareja, Ignacio ve Joseph Tham (2003), “Beyond the planning period: calculating the terminal value”, sigma.poligran.edu.co/politecnico/apoyo/Decisiones/curso/terminalvalue.pdf, Ziyaret Tarihi: 24.04.2003
- [www.bus.utexas.edu/~nolenj/Harvest%20Cases/Harvest%20Valuation.ppt](http://www.bus.utexas.edu/~nolenj/Harvest%20Cases/Harvest%20Valuation.ppt), Ziyaret Tarihi: 14.04.2003
- Yazıcı, Kuddusi. (1997). “Özelleştirmede Değerleme Yöntemleri ve Değerleme Kriterleri”*Uzmanlık Tezi. Yıllık Programlar ve Konjonktör Değerlendirme Gen. Md. Finansman Dairesi Bşk. Devlet Planlama Teşkilatı Yayın No:2478.*

