

İFLASIN ERTELENMESİ TALEPLERİNİN KARARA BAĞLANMASINA YÖNELİK BİR ÖNERİ: FİRMA DEĞERİ TEMELLİ YAKLAŞIM

*İsrafil ZOR**
*İbrahim BOZKURT***
*Sezer ÖKSÜZ****

Alınış Tarihi: 17 Haziran 2014

Kabul Tarihi: 22 Eylül 2015

Öz: İflas sonucu ortaya çıkacak olumsuzlukların engellenebilmesi için yapılan hukuki düzenlemeler, finansal sıkıntı yaşayan firmaların, belli şartlar altında finansal durumlarını düzeltme çabalarına izin verebilmektedir. Finansal durumunu düzeltme çabası içinde olan bir firma, sahip olduğu iyileştirme projesi ile birlikte mahkemeden iflasın ertelenmesi talebinde bulunur. Bu çalışma; uygulayıcılara, iflasın ertelenmesi talebinde bulunan firmalar ile ilgili olumlu ya da olumsuz karar vermede nasıl bir yol izlenmesi gerektiğini açıklamayı amaç edinmiştir. Çalışma sonucunda; iflas ertelenmesi taleplerinin kabul ya da reddedilmesinde mali analiz yanında firma değerlendirme yöntemlerinin de kullanılması, iyileştirme projesinin firma değeri üzerindeki etkisinin tespit edilmesi, firma değerlendirme yaklaşımı olarak FCFE yönteminin kullanılması ve değerlemeyi yapacak bilirkişilerin değerlendirme konusunda uzman olmaları gerektiği ortaya konulmuştur.

Anahtar Kelimeler: İflasın Ertenilmesi, İyileştirme Projesi, Firma Değeri, Firmaya Serbest Nakit Akışları.

A SUGGESTION TO RESOLVE OF THE REQUIREMENTS FOR SUSPENSION OF BANKRUPTCY: FIRM VALUE DRIVEN APPROACH

Abstract: Legal arrangements envisaged to prevent problems that can arise as a result of bankruptcy, permits financial situation correction efforts of financially deteriorating firms under some conditions. A firm who is in attempt of correction of financial situation, requests suspension of bankruptcy from law court with the recruitment project they possessed. This study explains to law court and experts which way in decision about firms who demands bankruptcy suspension is needed to follow. As a result of the study it has been shown that in acceptance and rejection of bankruptcy suspension demands besides financial analysis, firm assessment methods, determination of effects of recruitment projects on firm value and as firm valuation approach FCFE method should have been used and also the people who are going to make assessment must be expert on the issue.

Keywords: Suspension of Bankruptcy, Reorganization Plan, Firm Value, Free Cash Flow to Firm.

* Doç. Dr. Kırıkkale Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Muhasebe ve Finansman Bölümü

** Yrd. Doç. Dr. Çankırı Karatekin Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Bankacılık ve Finans Bölümü

*** Öğr. Gör. Çankırı Karatekin Üniversitesi, Meslek Yüksek Okulu, Finans Bankacılık ve Sigortacılık Bölümü

I. Giriş

İflas, firmaların ilişki içerisinde bulunduğu ortaklarını, müşterilerini, alacaklılarını, çalışanlarını, devleti ve diğer tüm paydaşlarını olumsuz yönde etkileyen bir olaydır. Bu nedenle, dünya genelindeki çoğu ülke getirdikleri hukuki düzenlemeler yoluyla, finansal durumu kötüleşmiş firmaların belli şartları taşımaları kaydıyla iflastan kurtulmaya çalışmalarına izin vererek iflasları halinde ortaya çıkacak olumsuz durumların önüne geçmeye çalışmaktadırlar. Hukuki olarak verilen izin, iflas durumunda olan firmaların finansal durumunu düzelterek ekonominin gereklerine uygun biçimde varlıklarını sürdürmelerini sağlamak, böylece kendisi ile ilişki içerisinde olan tüm tarafların haklarını korumak gayesiyle yapılmaktadır. Bir firmanın iflastan kurtulma çabasına, diğer bir ifadeyle, iflasının ertelenmesi talebine hukuken müsaade edilebilmesi, firmanın kötüleşmiş finansal durumdan kurtulacağını ortaya koyan önemli kanıtların varlığına bağlıdır. İflasın ertelenmesi kararını verecek mahkeme açısından, firmanın finansal durumunun iyileştirilip iyileştirilemeyeceğinin tek kanıtı, firmayı bulunduğu zor durumdan kurtarmak için hangi önlemlerin alınıp nasıl bir uygulamanın yapılacağını ortaya koyan iyileştirme projesidir (*Reorganization Plan*). Bu noktada önemli olan, iflas erteleme sürecinde finansal durumu kötüleşmiş firmalarca ortaya konulan iyileştirme projelerinin hissedarlar ve alacaklılar açısından ayrı ayrı değerlendirilmesi gerektiğidir.

İyileştirme projelerinin hedeflenen amaçlara ulaşım ulaşmayacağını değerlendirilmesinde mahkemece yetkilendirilmiş bilirkişilere önemli görevler düşmektedir. Bilirkişiler, genel olarak, iflasın ertelenmesi talebinde bulunan firmaların sunduğu proforma tablolar üzerinden analizler yapmakta, ilgili firmaların geçmiş durumlarını analiz ederek iyileştirme projesinin tutarlılığına, inandırıcılığına, ciddiyetine ve gerçekleştirilebilirliğine odaklanarak projenin firmaya ve topluma ilave bir katkısının olup olamayacağını tespit etmeye çalışmaktadırlar. Sözü edilen tespitlere varabilmek için genellikle mali analiz yönteminden faydalanan bilirkişilerce yapılan değerlendirmeler sonucunda, iyileştirme projesinin firmaya ve topluma artı değer katacağı öngörülür ve bu öngörü mahkemece kabul edilirse firmanın iflasının ertelenmesi talebi kabul edilmektedir.

Bu çalışmanın temel amacı, iyileştirme projesinin firmaya ve topluma artı değer katıp katamayacağını -diğer bir ifadeyle iflasın ertelenmesi talebinin kabul edilip edilmeyeceğinin- belirlenmesi sürecinde, mahkemece yetkilendirilenler tarafından mali analiz yanında firma değerlendirme yaklaşımlarının da kullanılabilmesini ortaya koymaktır. Çalışmanın birinci amacının içerisinde gizlenen ikinci (özel) amacı ise iyileştirme projesi sahibi olan finansal durumu kötüleşmiş firmaların değerlendirilmesinde hangi değerlendirme yönteminin nasıl kullanılması gerektiğini açıklamaya çalışmaktır. Çalışmanın üçüncü ve son (özel) amacı ise iflasın ertelenmesi talebinde bulunan firmaların

iyileştirme projelerinin analiz edilmesini isteyen mahkemelerin, yetkililerden, analizlerini firma değerlendirme yaklaşımını kullanarak yapmalarını istemelerinin gerekliliğini açığa vurmaktır.

Çalışmanın sonraki bölümlerinde, öncelikli olarak iflas ile ilgili temel kavramlara değinilecek, daha sonra ise firmaların borca batıklık durumundan kurtulabilmeleri için uygulanan iflas erteleme ve iyileştirme projesi konuları ele alınacaktır. Literatür taraması yapıldıktan sonra da iyileştirme projesine sahip iflas erteleme almak isteyen bir işletmenin alacaklılar ve hissedarlar açısından değer tespiti uygulamasına yer verilecektir. Değer tespitinin hangi yöntemler ile nasıl yapılacağı uygulama bölümünde tartışılacaktır.

II. İflas İle İlgili Temel Kavramlar

İflas ve iflas ile ilgili kavramlar arasında; firmaların finansal açıdan olumsuz durumda olduğunu gösteren borca batıklık ve bu durumdan kurtulabilmeleri için uygulanan iflas erteleme çalışmaları yer almaktadır.

İflas; ticaret mahkemesi tarafından iflasına karar verilen bir borçlunun (müflisin), haczedilebilen bütün mal varlığının, cebri icra yoluyla paraya çevrilerek, bundan bilinen bütün alacaklılarının tatmin edilmesini sağlayan toplu bir cebri icra yoludur. Borçlunun vadesi gelmiş borçlarını iflas takibine rağmen ödememesi iflas nedeni olarak sayılabilir. İflasa tabi bir borçlu, kendisini iflas yoluyla takip eden alacaklısının alacağını ödediği durumda finansal durumu kötü olsa dahi iflastan kurtulur. Bunun yanında borçlu, finansal durumu ne kadar iyi olursa olsun, kendisini iflas yoluyla takip eden alacaklısının alacağını ödemezse, iflasına karar verilmesi halinde iflası gerçekleşir (Dumanoglu, 2011: 6). Hukuki anlamda değerlendirildiğinde iflasın gerçekleşebilmesi için, borçlunun pasifinin aktiflerinden fazla olması, tüm malvarlığını tüketmesi ya da borçlarını ödeyememesi yeterli değildir. Aynı zamanda ticaret mahkemesi tarafından da bu yönde karar verilmiş olması gerekir (Kuru, 2006: 924).

İflas hukukunda genel (adi) iflas yolu, kambiyo senedine mahsus iflas yolu, doğrudan doğruya iflas yolu olarak üç iflas yolu vardır. Genel (adi) iflas yolu ve kambiyo senedine mahsus iflas yolunda takip gerektirirken, doğrudan doğruya iflas yolunda ise önceden bir takip gerektirmeksizin doğrudan ticaret mahkemesine dava açılmaktadır (Balci, 2007: 49).

Borçların aktiflerden fazla olduğu yani firma mevcutlarının ve alacaklarının borçlarını karşılayamaması durumu ise borca batıklık olarak ifade edilebilir (Uzay, 2008). Borca batık olan bir firmanın hamleleri arasında, alacaklılarla anlaşmak, iflas etmeyi kabul etmek ya da iflasın ertelenmesi talebinde bulunmak yer almaktadır. İflas ertelemenin amacı, erteleme süresince firma aktiflerinin korunması, çalıştırılması ve bu sayede firma borçlarının azaltılmasıdır. İflas erteleme kurumu, iflasının ertelenmesi sayesinde firmanın finansal durumunun daha da kötüleşmesini önlemeye ve alacaklıların

korunmasını sağlamaya çalışmalıdır (Özkan, 2008: 109). İflas erteleme uygulamasıyla bir takım nedenlerden dolayı borca batık duruma düşmüş firmalar, alacaklılarının baskısından kurtularak finansal durumlarını düzeltebileceklerdir. Firmaların, durumlarını düzelterek ekonominin gereklerine uygun olarak varlıklarını sürdürmeleri, hem kendilerini hem de kendileriyle ticari ya da finansal ilişki içinde bulunan diğer kişi ve kurumları iflasın olumsuz etkilerinden kurtaracaktır. Firmaların sağladıkları istihdam ve ödedikleri vergi gibi hususlar dikkate alındığında bu durum, ülke ekonomisine de olumlu katkı sağlayacaktır (Arslan, 2008: 117).

Yargıtay kararlarında firmaların aktiflerinin pasiflerini karşılama oranı %20-%25 seviyelerine düşmedikçe genellikle iflasın ertelenmesi kabul edilmektedir. Daha düşük seviyelerde ise firmaların finansal durumlarının iyileştirilmesi mümkün olmayacak derecede borca batıklığı söz konusu olduğu için iflas ertelenmesi istenilememektedir (Uzay, 2008: 10).

İflasın ertelenmesi talebinde bulunan firmaların bu taleplerinin kabul edilebilmesi için onun borca batık olması ve kurtarılmasının mümkün olması gerekir. İflasın ertelenmesi talebiyle birlikte mahkemeye geçerli bir iyileştirme projesi ile yılsonu bilançosunun ve borca batıklık bilançosunun sunulması gerekir. Borca batıklık bilançosunda malvarlığı değerlerinin, satış değerleri esas alınarak gösterilmesi gerekmektedir (Öztek, 2005: 38-41).

III. İyileştirme Projeleri ve Firma Değer Tespitinin Gerekliliği

İflasın ertelenmesi kararının verilebilmesi için borca batıklık tespit edildikten sonra, firmanın sahip olduğu iyileştirme projesi ile mali durumunu iyileştirip iyileştiremeyeceğinin belirlenmesi gerekmektedir. Bu nedenle de iyileştirme projelerinde, firmayı düşmüş olduğu zor durumdan kurtarabilmek için alınacak önlemlere ve uygulamalara yer verilmeli ayrıca projenin zaman dilimi de belirlenmelidir. İyileştirme projesinde, firma durumunun iyileştirilebileceğini ümit ettiren dış faktörlere de yer verilmelidir. Özellikle, kurtarma tedbirleri bir sonuç verinceye kadar kaçınılmaz olan zararların aşılmasına imkân verecek finansman kaynakları da projede tanımlanmalıdır. Ayrıca iyileştirme projesi, iflasın ertelenmesi talebinin gerekçelerini de ayrıntılı olarak ortaya koymalıdır. Çünkü ancak bu şekilde alacaklılar ve hissedarlar borçlu firmanın keyfi uygulamalarına karşı korunabilecektir (Öztek, 2005: 51).

İflasın ertelenmesi talebinin ayrıntılı bir şekilde ortaya konulduğu iyileştirme projelerinin firma değerini nasıl etkileyeceğinin tespiti de gereklidir. İşletmelerin esas amacının firma değerini maksimize etmek olduğu düşünüldüğünde, iyileştirme projesinin tutarlılığının, inandırıcılığının, ciddiyetinin ve gerçekleştirilebilirliğinin, firmaya ve dolayısıyla da tüm topluma ilave bir katkısının olduğunun ortaya konulabilmesi için iyileştirme projesinin firma değerine katkısının tespitinin gerekliliği açıktır. Ayrıca buradaki değer

tespiti çalışmalarının sadece mahkemece yetki verilmiş kişiler tarafından değil, iyileştirme projesinin sahibi firma tarafından da yapılması gerekir.

İyileştirme projesinin firma değeri üzerinde nasıl bir etkiye yol açacağını tespiti için ise proje ile ilgili bazı verilere ihtiyaç duyulmaktadır. Bunlar; firma değerini doğrudan etkileyen (Akgüç, 1998: 877-881) satışlar, faaliyet kar marjı, yatırımlar, nakit akım düzeyi ve risk gibi unsurlardır. Firmaların gelecekte bekledikleri nakit akışlarının yüksekliği, genel olarak firma ortaklarının kar potansiyelini artırdığı için iyileştirme projelerinden beklenen nakit akımlarının analizine ayrı bir önem verilmelidir.

IV. Literatür Taraması

İyileştirme projesi sahibi olan ve iflas erteleme almak isteyen firmaların değerlemesi üzerine Türkiye’de yapılmış herhangi bir çalışmaya rastlanılmamıştır. Türkiye’de yapılan ve konu ile ilişkili olabilecek çalışmalar, konunun hukuki boyutunu ele alan çalışmalar ve iyileştirme projesi sahibi firmaların mali analizinin yapılmasına yönelik çalışmalardır. Konunun hukuki boyutunu inceleyen çalışmalar dışında bu çalışma ile bağlantısı kurulabilecek Türkiye ve dünyada yapılmış çalışmalara ilişkin detaylar, aşağıda özetlenmiştir.

Alderson ve Betker’in (1999) çalışmasında, 1983 ve 1993 yılları arasında ABD Chapter 11 yasası kapsamında yeniden yapılandırılan 89 firmanın nakit akışları incelenmiştir. Çalışmada, iflastan çıkan firmaların yatırımcıları tarafından elde edilen yıllık getiri oranı tahmin edilmiş ve firmaların yatırım davranışlarının (kararlarının) performanslarını etkilediği tespit edilmiştir.

Gilson vd. (2000), 1984-1993 yılları arasında iflas erteleme almış halka açık 63 firmanın değerlerini, iyileştirme projelerinden beklediği nakit akışlarını esas alarak ve indirgenmiş nakit akışları yöntemi ile piyasa performans oranları yöntemini kullanarak tespit etmiştir. Çalışma sonucunda kullanılan değerlendirme yöntemleri ile firmaların piyasada oluşan fiyatları arasında %20 ile %250 arasında bir farklılık tespit edilmiştir. Yazarlar, değerlemede meydana gelen hataların nedeni olarak, değerlendirme kullanılan indirgeme oranı ile beklenen büyüme oranlarındaki tahminleri değil, firmalar tarafından piyasaya sunulan bilgi eksikliğini göstermişlerdir.

Akkaya ve Tükenmez (2007) tarafından yapılan çalışmada; çeşitli nedenlerle finansal sıkıntıya düşen işletmelerin finansal yeniden yapılanma planlarında dikkate alınacak esas unsurun, borçlanmanın kaldıraç etkisinden yararlanmak olduğu, bu nedenle de yapılacak analizlerde finansal yeniden yapılanma planlarından beklenen karlılık oranı ile borçlanma maliyetinin karşılaştırılmasına odaklanılması gerektiği belirtilmiştir.

General Motors Corporation, 2008 yılında ABD Chapter 11 yasası uyarınca iflas erteleme talebinde bulunmuş ve yeniden yapılanma planında yer verdiği proforma tablolar yardımıyla bu planın firma değeri üzerindeki etkisini

göstermiştir. İlgili şirket, yeniden yapılanma planının firma değeri üzerindeki etkisini indirgenmiş nakit akışları yöntemini kullanılarak tespit etmiştir.

Yılmaz (2009) tarafından yapılan çalışmaya göre; iflas erteleme sürecinde ve iyileştirme projelerinin hazırlanmasında iyi-kötü durum senaryolarına yer verilmelidir. Projenin hazırlanmasında önemli olan, projede öngörülen iyileştirme tedbirlerinin işletmenin mevcut durumuna uygun nitelikte olmasının yanında, bu tedbirlerin somut bilgi ve belgelerle desteklenmesidir. Bir işletmenin ana gelir unsuru faaliyet karı olduğu için, iyileştirme süresi içindeki kar planının doğru bir şekilde yapılması gerekir. Projede, faaliyet karının nasıl artırılacağına yönelik somut bilgilerle birlikte, özellikle borç karşılama oranı düşük olan şirket/kooperatiflerde dış finansman olanaklarına da mutlaka yer verilmelidir.

Toplu (2009) tarafından yapılan çalışmaya göre; iflasın ertelenmesine karar verilebilmesi için, iyileştirme projesinin ciddi ve inandırıcı olmasının yanında, projenin şirketin devamını sağlayacağına dayanağı olarak, maliyet analizleri ve gerçekçi öngörülerini yansıtan faaliyet bütçesi ve nakit akım planı hazırlanması büyük önem taşımaktadır. Şirketin iflastan kurtulabileceğine yönelik olarak yapılacak inceleme ve analizlerde, iflas erteleme talep eden işletmenin iyileştirme projesinde sunduğu geçmiş dönem sonuçlarını yansıtan finansal tabloları ile gelecek dönemlerdeki beklentileri yansıtan öngörülerin, gerek karlılık gerekse nakit akımı yönlerinden karşılaştırmalı olarak irdelenmesi ve tutarlı olup olmadıklarının değerlendirilmesi yapılmalıdır.

Özdevecioğlu (2010), iyileştirme projelerinin kabul edilebilir olması için inandırıcı ve ciddi belgelere dayalı olması gerektiğini, bu belgelerde ile de iyileştirme projesinin şirkete sağlayacağı fon girişleri ve yönetsel tedbirler hakkında bilgi sunulması gerektiğini ifade etmiştir.

Görüldüğü üzere, iyileştirme projesinin firma değeri üzerindeki etkisini gösteren sınırlı sayıda yurtdışı uygulamalara dayanan çalışmalar bulunmaktadır. Türkiye’de ise bu tip bir çalışmaya rastlanılmamıştır. İflas erteleme taleplerinin karara bağlanması sürecinde, yetkililerce, iflasın ertelenmesi talebinde bulunan firmaların, sahip oldukları iyileştirme projelerine dayalı firma değer tespitlerinin yapılması gerektiğini öneren ayrıca değer tespitinin nasıl yapılacağını ortaya koyan bu çalışma ile literatüre katkıda bulunulacağı düşünülmektedir.

V. Yöntem ve Veriler

İflasın ertelenmesi talebinde bulunan firmanın, sahip olduğu iyileştirme projesi temel alınarak yapılacak değer tespitinde diğer bir ifadeyle iflas erteleme talebinin kabul edilip edilmeme kararının verilmesinde kullanılacak yöntem, Firmaya Serbest Nakit Akışları (FCFF) yöntemidir. Bu yöntem kullanılarak menkul kıymet ve vadeli işlem borsalarında menkul kıymetlerin alım satımına aracılık gibi konularda ticari faaliyet gösteren ve 200X yılında iflas ertelenmesi talebi ile yetkili ticaret mahkemesine başvuran X Yatırım A.Ş. değerlendirilecektir.

(Bu firmanın sahip olduğu iyileştirme projesi ile ilgili her türlü bilgi ve veriye, Mustafa Can TOPLU tarafından yapılan doktora tez çalışmasından ulaşılmıştır. İlgili tezde yer alan bilgiler özel mahkeme kararı ile temin edilmiş, gerçek bilgilerdir. Ancak bu çalışmanın uygulama bölümünde izlenecek yöntem ile sözü edilen tez çalışması arasında hiçbir bağlantı bulunmamaktadır. Kısacası bu çalışma, ilgili tezden sadece veri kaynağı olarak faydalanmıştır).

A. Firmaya Serbest Nakit Akışları Yöntemi (FCFF)

Firmanın esas amacı, firma değerini diğer bir ifadeyle ortakların servetini maksimum kılmaktır. Buradaki değer, farklı amaç ve durumlara göre; nominal değer, defter değeri, piyasa değeri, tasfiye değeri, işleyen teşebbüs değeri ve gerçek değer gibi kavramları ifade etmekte ve bu değerlerle ölçülmektedir.

İflas eden bir firmanın değeri, tasfiye değeri ile ölçülecektir. Tasfiye değeri, firma varlıklarının parçalar halinde belirli bir süre içerisinde zorunlu satışı ile sağlanabilecek değerinden, firmanın tüm borçları ödendikten sonra kalan tutarı ifade etmektedir (Ercan vd., 2006: 5). İflas etmemiş ancak iflas etmek üzere olan firmaların değeri, bu tip firmaların faaliyetlerinin sürdürülüp sürdürülmemesine karar vermek amacıyla gerçek değerinin belirlenmesi suretiyle ölçülmelidir. Gerçek değer tespitindeki en önemli unsur, firmanın geleceğe dair beklentileridir ki bu beklentilere iyileştirme projelerinde yer verilmektedir.

İyileştirme projesine sahip firmaların gerçek değerleri, sahip olduğu varlıklar ile gelecekte sağlayacağı nakit akımlarının net bugünkü değerleri bulunarak tespit edilir. Genel olarak indirgenmiş nakit akışları yöntemi olarak isimlendirilen bu uygulamanın iki türü bulunmaktadır. Bunlardan ilki Özsermayeye Serbest Nakit Akımları (FCFE-Free Cash Flows to Equity) Yöntemi ve ikincisi ise Firmaya Serbest Nakit Akımları (FCFF-Free Cash Flows to Firm) Yöntemidir.

Özsermaye serbest nakit akımları yöntemine göre firma değeri belirlenirken her bir döneme ait hesaplanan özsermaye serbest nakit akımları, firmanın özsermaye maliyeti ile indirgenerek firmanın özsermayesinin olması gereken toplam değeri tespit edilir (Ercan ve Ban, 2005:341).

Firmaya serbest nakit akımları yöntemi, daha kapsamlı bir değerlendirme yöntemi olup, bu yöntem ile önce firmanın bir bütün olarak değerlendirilmesi yapılır ve daha sonra bu değerden tüm borç yükümlülükleri için yapılan nakit çıkışlarının değeri düşülerek özsermayenin değeri bulunur (Chambers, 2009: 246).

Sözü edilen iki yöntem arasındaki temel ayrım, nakit akışlarının tespitinde kullanılan yöntem ile nakit akışlarının bugüne indirgenmesinde kullanılan oranlarının farklılık arz etmesidir. Firmaya serbest nakit akımları yönteminde ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti kullanılırken özsermayeye nakit akımları yönteminde özsermaye maliyeti kullanılmaktadır (Damodaran, 2002:

535). Firmaya ve özsermayeye nakit akımlarının tespitinde kullanılan sistematik ise aşağıdaki tabloda özetlenmektedir.

Tablo 1: *Firmaya ve Özsermayeye Serbest Nakit Akımlarının Tespiti*

FVÖK*(1 – Vergi Oranı)	Vergi Sonrası Net Kar
+ Amortismanlar	+ Amortismanlar
- Sermaye Harcamaları	- Sermaye Harcamaları
- Net İşletme Sermayesindeki Değişim	- Net İşletme Sermayesindeki Değişim
	- Anapara Geri Ödemeleri
	+ Yeni Borçlar
= FCFE	= FCFE

Kaynak: (Ercan, Öztürk, Başaran, Küçükkaplan, Başçı, Savaş ve Demirgüneş, Kartal, 2006: 28-38)

Yukarıdaki tablo, borç ve faiz ödemelerindeki ciddi değişimlerden en fazla etkilenen yöntemin FCFE yöntemi olduğunu, göstermektedir. FCFE yöntemi, borç ve borç faizi ödemelerini nakit akımlarını hesaplarken değil, indirgeme oranını belirlerken dikkate aldığı için, ilgili unsurlardan etkilenme düzeyi sınırlı kalmaktadır. Fazla borçlu firmalarda ya da borç tutarı ciddi ölçüde değişecek firmalarda ve öz sermayesinin değerinin firmanın toplam değeri içerisinde küçük bir paya sahip olduğu firmalarda FCFE yönteminin kullanılması çok zordur (Üreten ve Ercan, 2000: 55). Bu nedenle de finansal durumu kötüleşmiş, iflasın ertelenmesi talebinde bulunan firmaların değerlendirilmesinde FCFE yöntemi kullanılmalıdır. Bu temel kurala uygun olarak da bu çalışmada değerlendirme yöntemi olarak FCFE yöntemi tercih edilmiştir.

B. Çalışma Kapsamındaki Firmanın İyileştirme Projesi İle İlgili Veriler

Çalışma kapsamında değer tespiti yapılacak ve borca batık olan firmanın iyileştirme projesine ait bazı bilgiler ile geleceğe ilişkin proforma tabloları şöyledir:

- 1) Firma, Sermaye Piyasası Kurulunun sermaye yeterliliği rasyolarının sağlanabilmesi amacıyla SPK'nın Seri V No:34 sayılı Tebliği çerçevesinde xx.yy.200x tarihinde Sermaye Piyasası Kuruluna 9.000.000 TL'lik bir teminat mektubu sunacaktır.
- 2) Sermaye artırımına gidecek olan firma, 1.984.000 TL olan sermayesini 5.615.987,90 TL'ye çıkaracaktır. Ayrıca sermaye, yeni ortak alımı ile 1.984.000 TL artırılarak 7.599.987,90 TL'ye çıkarılacaktır.
- 3) Yukarıdaki faaliyetler ile sermaye sorununu çözecek olan firma, yeni yatırımlar yapmadan yurtdışı pazarlamaya önem vererek ve müşteri portföyünü değiştirerek daha rasyonel ve karlı faaliyetlerde bulunmayı hedeflemektedir.

VI. Uygulama

Çalışmanın uygulama bölümünde, gerçek verilerden yola çıkılarak iyileştirme projesine sahip iflasın ertelenmesi talebinde bulunan bir firmanın değeri FCFF yöntemi ile tespit edilmeye ve iflasın ertelenip ertelenmeme kararının da neye göre verileceği ortaya konulmaya çalışılacaktır.

FCFF yöntemi en basit şekliyle aşağıdaki aşamalar takip edilerek hesaplanabilir (Üreten ve Ercan, 2000; Damodaran, 2002; Zor, 2003; Ercan ve Ban, 2005; Ercan vd., 2006 ve Chambers, 2009):

1. Aşama: Firmanın Geçmiş ve Mevcut Durumunun Analiz Edilmesi

Bu aşamada firmanın geçmiş bilanço ve gelir tablosu verileri analize tabi tutulur. Analizde, öncelikle firmada değer yaratan unsurlar detaylı bir şekilde değerlendirilir. Böyle bir çalışma, iflasın ertelenmesi talebinde bulunan firmanın bugüne kadar nerede yanlış yaptığını anlamak ve sonuçlara bakarak firmanın geleceğe yönelik beklentilerinin tutarlılığını ortaya koymak açısından önemlidir.

2. Aşama: Yıllık Gelir ve Gider Tahminlerinde Bulunarak Proforma Tabloların Düzenlenmesi

Bu aşamada firma, avantajlarını ve dezavantajlarını, hedef müşteri kitlesinin özelliklerini, olası rakiplerinin performanslarını, rakipleriyle olan rekabet gücünü ve içinde bulunduğu sektörün karakteristik özellikleri gibi hususları dikkate alarak geleceğe yönelik mantıklı gelir ve gider tahminlerinde bulunmalı ve proforma tabloları düzenlemelidir. Firmanın geleceğe yönelik gelir ve gider tahminlerine dayalı olarak düzenlediği proforma tabloları Tablo 2 ve Tablo 3'de sunulmuştur.

Tablo 2: İflasın Ertelenmesi Talebinde Bulunan Firmanın Proforma Gelir Tablosu

	2009	2010	2011	2012
Satış Gelirleri	24.243.144	29.776.584	30.422.934	32.143.700
Satışların Maliyeti	10.749.365	2.771.490	13.554.260	14.340.911
Brüt Kar	13.493.779	7.005.094	16.868.674	17.802.789
Faaliyet Giderleri	7.475.738	8.219.564	8.508.318	8.877.013
Amortisman Giderleri	480.000	480.000	480.000	480.000
Faiz ve Vergi Öncesi Kar (Net Faaliyet Karı)	5.538.041	8.305.530	7.880.356	8.445.776
Faiz Gideri	401.500	435.000	455.000	480.000
Vergi Öncesi Kar	5.136.541	7.870.530	7.425.356	7.965.776
Vergi (%20)	1.027.308	1.574.106	1.485.071	1.593.155
Vergi Sonrası Net Kar	4.109.232	6.296.424	5.940.284	6.372.621

Not: Borca batıklık tespitini yansıtan 2008 gelir tablosu verilerine ulaşılamamıştır.

Tablo 3: *İflasın Ertelenmesi Talebinde Bulunan Firmanın Proforma Bilançosu*

VARLIKLAR	2008*	2009	2010	2011	2012
CARİ /DÖNEN VARLIKLAR	10.934.156	33.941.313	40.287.837	46.128.122	52.300.742
Hazır Değerler		21.191.313	25.287.837	29.628.122	33.300.742
Menkul Kıymetler (net)		1.500.000	1.500.000	2.000.000	2.000.000
Ticari Alacaklar (net)		10.000.000	12.000.000	13.000.000	15.000.000
Diğer Alacaklar (net)		750.000	750.000	750.000.00	1.000.000
Diğer Cari / Dönen Varlıklar		500.000	750.000	750.000.00	1.000.000
CARİ OLMAYAN / DURAN VARLIKLAR	928.906	1.900.000	2.000.000	2.100.000	2.300.000
Ticari Alacaklar (net)		350.000	350.000	350.000.00	550.000
Diğer Alacaklar (net)		-	-	100.000.00	100.000
Finansal Varlıklar (net)		150.000	250.000	250.000.00	250.000
Maddi Varlıklar (net)		500.000	500.000	500.000.00	500.000
Maddi Olmayan Varlıklar (net)		900.000	900.000	900.000.00	900.000
Aktif Toplamı	11.863.062	35.841.313	42.287.837	48.228.122	54.600.742
YÜKÜMLÜLÜKLER	2008*	2009	2010	2011	2012
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	10.384.283	10.417.908	10.567.908	10.567.908	10.567.908
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)		-500	-500	-500	-500
Ticari Borçlar (net)		-250.000	-250.000	-250.000	-250.000
Borç Karşılıkları		10.068.408	10.068.408	10.068.408	10.068.408
Diğer Yükümlülükler (net)		600.000	750.000	750.000.00	750.000
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	5.833.433	5.833.599	5.833.699	5.833.699	5.833.699
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)		-300	-200	-200	-200
Borç Karşılıkları		5.833.899	5.833.899	5.833.899	5.833.899
ÖZSERMAYE	- 4.354.654	19.589.806	25.886.230	31.826.515	38.199.135
Sermaye		7.599.987	7.599.987	7.599.987	7.599.987
Sermaye Yedekleri		23.745.510	23.745.510	23.745.510	23.745.510
Kar Yedekleri		164.934	164.934	164.934	164.934
Net Dönem Karı /Zararı*		4.109.232	6.296.424	5.940.284	6.372.620
Geçmiş Yıllar Kar / Zararları		-16.029.858	-11.920.62	-5.624.202	316.082
Pasif Toplamı		35.841.313	42.287.837	48.228.122	54.600.742

* 2008 yılı verileri borca batıklık tespitini yansıtan bilanço verileridir.

3. Aşama: Sabit Büyüme Dönemine İlişkin Sürdürülebilir Büyüme Oranının ve Kar Marjının Tahmini

İşletmenin sağlayacağı nakit akımları sonsuza kadar tahmin edilemeyeceği için nakit akımlarının belli bir yıldan sonra sabit bir oranda sonsuza kadar büyüyeceği varsayılır. Sözü edilen yıldan sonraki döneme, sabit

büyüme dönemi denilebilir. İlgili firma için 4 yıllık bir tahmin dönemi belirlenmiş ve 5. yıldan itibaren de sabit büyüme dönemine gireceği varsayılmıştır. Ayrıca firmanın sabit büyüme dönemindeki büyüme oranının (g) %7 ve net faaliyet kar marjının ise %30 olacağı ve sektör ortalamasına yaklaşacağı varsayılmıştır.

4. Aşama: EK Kapasite Yaratılması İçin Gerekli Olan Sabit Sermaye Harcaması ile Net İşletme Sermayesindeki Değişimlerin Tespiti

Çalışmaya konu olan firmanın iyileştirme projesine ilişkin bilgiler dikkate alınarak sözü edilen firmanın gelecekte ek kapasite yaratmadan -sabit sermaye harcaması yapmadan- faaliyetlerine devam edeceği varsayılmıştır. Genel olarak firma değerlemede böyle bir varsayımda bulunulması, tutarlı bir varsayım olarak kabul görmektedir (Üreten ve Ercan, 2000: 94). Sabit sermaye ihtiyacına ilişkin kararlar verildikten sonra, net işletme sermayesi (NİS) ihtiyacının da belirlenmesi gerekmektedir. Bu gereklilik, genel olarak, proje sahibi firmanın faaliyetlerinde bir aksaklık yaşamaması içindir. NİS'in hesaplanmasında birçok yöntem kullanılabilir de (Aksoy ve Yalçiner, 2008: 108-160) genel olarak finansal borçlar dışındaki kısa vadeli borçların, menkul kıymetler dışındaki dönen varlıklardan çıkarılması ile bulunur (Üreten ve Ercan, 2000: 87; Chambers, 2009: 276). Yıllar itibariyle ihtiyaç duyulan NİS ve NİS'lerdeki değişim tutarları Tablo 4'te verilmiştir.

Tablo 4: Net İşletme Sermayesindeki Değişimin Tespiti

	2008*	2009	2010	2011	2012**
Dönem Başı Dönen Varlıklar (Mekul Kıymetler Hariç)	10.934.156	32.441.313	38.787.837	44.128.122	50.300.742
Kısa Vadeli Borçlar (Finansal Borçlar Hariç)	10.384.283	9.917.908	10.067.908	10.067.908	10.067.908
NET İŞLETME SERMAYESİ (NİS)	549.873	22.523.405	28.719.929	34.060.214	40.232.834
NET İŞLETME SERMAYESİNDEKİ DEĞİŞİM $t = (NİS_t - NİS_{t-1})$		21.973.532	6.196.524	5.340.285	6.172.620

* 2008 yılı verileri borca batıklık tespitini yansıtan bilanço verileridir.

** 2012 yılından itibaren net işletme sermayesinin de satış gelirleri gibi yıllık %7 oranında büyüyeceği varsayılmıştır.

5. Aşama: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetinin Tespiti

Ortalama sermaye maliyeti; yatırım yapmak için gerekli olan fonları bulma konusunda geniş olanaklara sahip firmalar açısından, yatırım seçeneklerinde aranılan “asgari verim oranı” ya da sermaye harcamaları için bir “kesim noktası”, fon bulma sıkıntısı çeken firmalar için ise “finansal bir standart” olarak tanımlanmaktadır (Tekok, 1985:70). Yine firma değerinin

artırılabilmesi için işletme sermayesi yönetiminde de sürekli olarak dikkate alınması gereken “finansal bir standart”tır (Aksoy ve Yalçınar, 2008:93-94). Hawkins ve Pearce (1971:53)’e göre de sermaye maliyeti; nakit akışlarının bugünkü değerlerinin hesaplanmasında “gerekli bir indirgeme haddi” dir. Firma değerlemesinde, firmadan beklenen nakit akışlarının bugüne indirgenebilmesi için ortalama sermaye maliyetinin tespiti gereklidir. Bu çalışmada ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli (CAPM) ile tespit edilmiştir (Tablo 5). Modele göre;

k_a : Ortalama Sermaye maliyeti,

r_f : Risksiz faiz oranı,

r_m : Pazar portföyü üzerinden beklenen getiri oranı,

$(r_m - r_f)$: Piyasa risk primi ve

β_v : Firma varlıklarının kaldıraçlı betası olmak üzere:

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti = $k_a = r_f + \beta_e (r_m - r_f)$ ’dir. (1)

Çalışmaya konu olan firma halka açık olmayan bir firma olduğu için varlıklarına ait betaların tahmininde aynı işle uğraşan diğer firmaların kaldıraçsız betaları kullanılmış (Damodaran, 2002) ve 0,48 (İlgili veriye, 05.12.2013 tarihinde <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>, web sitesinden ulaşılmıştır) olarak dikkate alınmıştır. Sonrasında ise kaldıraçlı beta katsayıları şöyle bulunmuştur (Ercan ve diğ., 2007).

Kaldıraçlı Beta_{işletme} =

Kaldıraçsız Beta_{işletme} [1+(1-Vergi Oranı)(Ortalama Borç/Özsermaye Oranı)] (2)

Tablo 5: *Firmanın Ortalama Sermaye Maliyetinin Tespiti*

	2009	2010	2011	2012*
Borç/Özsermaye Oranı	0.83	0.63	0.52	0.43
Rf**	0.0843	0.0693	0.0428	0.0516
Rm-Rf***	0.0929	0.0929	0.0929	0.0929
Kaldıraçsız Beta	0.48	0.48	0.48	0.48
Kaldıraçlı Beta	0.80	0.72	0.68	0.64
Ortalama sermaye maliyeti	0.158486	0.136495	0.105776	0.111509

*2012 yılından sonra, ortalama sermaye maliyetinin %10,73 seviyesinde sabit kalacağı varsayılmaktadır.

**Risksiz faiz oranı olarak, 10 yıllık devlet tahvillerinin faiz oranları kullanılmıştır.

***Risk primi ise Türkiye gibi aynı derecelendirme notuna sahip ülkelerin risk primi olan %9 olarak dikkate alınmıştır

(http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html, 2013).

6. Aşama: Firmaya Serbest Nakit Akışlarının (FCFF’lerin) ve Firma Değerinin Tespiti

İflasın ertelenmesi talebinde bulunan firmanın, firmaya olan serbest nakit akışları, Tablo 1’de verilen formata uygun biçimde ve yukarıda değinilen tüm hususlar doğrultusunda Tablo 6’da sunulmaktadır. Ayrıca firmanın ve öz sermayenin değeri de yine Tablo 6’da yer almaktadır.

Tablo 6: Firmaya Serbest Nakit Akışlarının Tespiti

	2009	2010	2011	2012	SABİT BÜYÜME DÖNEMİ
Satış Geliri	24.243.143	29.776.584	30.422.934	32.143.700	34.393.759
FVÖK Kar Marjı	0.23	0.28	0.26	0.26	0.3
FVÖK	5.538.040	8.305.530	7.880.356	8.445.776	10.318.127
-Vergi (%20)	1.107.608	1.661.106	1.576.071	1.689.155	2.063.625
NOPLAT	4.430.432	6.644.424	6.304.284	6.756.620	8.254.502
+Amortisman	480.000	480.000	480.000	480.000	480.000
FAALİYETLERDEN SAĞLANAN NAKİT AKIŞI	4.910.432	7.124.424	6.784.284	7.236.620	8.734.502
Sermaye Harcaması	-	-	-	-	-
NİS değişimi	21.973.532	6.196.524	5.340.285	6.172.620	6.604.703
FCFF	- 17.063.100	927.900	1.443.999	1.064.000	2.129.798
Sabit Büyüme Dönemi Nakit Akışlarının 2012 Sonundaki Değeri^a					57.037.995
FCFF'lerin Bugünkü Değeri^c	- 14.728.786	718.399	1.067.985	697.091	37.935.018^b
FİRMANIN BUGÜNKÜ DEĞERİ^d	25.689.708				
Finansal Borçlar^e	10.384.283				
ÖZSEYAYENİN BUGÜNKÜ DEĞERİ	15.305.425				
$a) P_n = \frac{FCFF_{n+1}}{k_{a_n} - g_n} = \frac{2.129.798}{0,1073 - 0,07} = 57.037.995 = P_{2012} . \quad (3)$					
$b) \text{ Her bir yıl için, } P_n = \frac{FCFF_n}{(1+k_{a_n})^t} \quad (4)$					
^c Bu tutar, sabit büyüme dönemine ait nakit akışlarının 2012 yılı sonundaki değeri olan 57.037.995 TL'nin bugünkü değeridir.					
^d Firmanın bugünkü değeri, FCFF'lerin bugünkü değerlerinin toplamıdır. Ayrıca bu değer 2008 yılı sonundaki ya da 2009 yılı başındaki değeri ifade etmektedir.					
^e Finansal borçlardan kasıt 2008 yılı sonundaki kısa vadeli borçlardır.					

Bu sonuç, iyileştirme projesini planladığı şekilde uygulayabilmesi halinde firmanın, 2008 yılında piyasa fiyatları ile tespit ettiği özsermaye tutarının (- 4.354.654 TL) negatiften pozitif (15.305.425 TL) döneceğini göstermektedir. Diğer bir ifadeyle bu sonuç; iyileştirme projesinin, firma ile ilgili olan tüm taraflara faydalı bir proje olduğunu ve firmanın, iflasın ertelenmesi talebinde haklı olduğunu ortaya koymaktadır.

Yukarıdaki firma değeri hesabında kabul edilen en önemli varsayım; firma faaliyetlerinin sonsuza kadar nakit akışı sağlayacağıdır. Ancak ne yazık ki iflas erteleme talebinde bulunan firmaların bazıları, erteleme kararı almalarına

karşın yine de iflas edebilmektedir. İşte bu noktada analizci, bu olasılığı göz ardı ederek diğer bir ifadeyle iyileştirme projesinin planlandığı şekilde yürütüleceğini düşünerek değerlendirme yaparsa firma değerini çok yüksek bularak yanlış kararların verilmesine yol açabilir. Bu nedenle de iflasın ertelenmesi talebinde bulunan firmanın değerlendirilmesinde, firmanın iflas olasılıkları da dikkate alınmalıdır. Firma değerinin tespitinde iflas olasılığını dikkate alınmanın iki yolu bulunmaktadır (Damodaran, 2002): Birincisi, firmanın iflas olasılıklarını beklenen kazanç ve büyüme oranlarına dahil etmektir. Yani, gelirlerde beklenen büyüme oranlarını hem iyimser hem de kötümser senaryolara göre tespit etmektir. İkincisi ise; önce firmanın sürekliliği varsayımı altında indirgenmiş nakit akışlarına göre firma değerini belirlemek, sonra da firmanın hayatta kalma ihtimalini tespit ederek aşağıdaki formül aracılığıyla iflas ihtimali olan firmanın gerçek değerine ulaşmaktır.

$$\text{Firma Değeri} = (\text{hayatta kalma ihtimali} * \text{indirgenmiş nakit akışları değeri}) + ([1 - \text{hayatta kalma ihtimali}] * \text{tasfiye değerinin bugünkü değeri}) \quad (5)$$

Çalışmamızda değerlemeye konu olan firmanın, 1 yıl süreli iflas erteleme aldığı, bu süre sonunda hayatta kalma ihtimalinin %60 olduğunu ve son olarak firmanın 1 yıl sonraki özsermaye defter değerinin %50'sinin de tasfiye değeri olduğunu varsayalım.

Bu durumda firmanın özsermaye değeri = $(15.305.425 * 0,6) + ((19.589.806 * 0,5 / 1,1073) * 0,4) = 12.721.556$ TL olacaktır.

VII. Sonuç

Bir firmanın iflastan kurtulma çabasına diğer bir ifadeyle iflasının ertelenmesi talebine, hukuken müsaade edilebilmesi, firmanın kötüleşmiş finansal durumdan kurtulacağını ortaya koyan önemli kanıtların varlığına bağlıdır. İflasın ertelenmesi kararını verecek mahkeme açısından, firmanın kötüleşmiş finansal durumdan kurtulup kurtulamayacağını tek kanıtı, firmaca hangi önlemlerin alınıp nasıl bir uygulamanın yapılacağını ortaya koyan iyileştirme projesidir. İyileştirme projelerinin hedeflenen amaçlara ulaşp ulaşmayacağını değerlendirmesinde mahkemece yetkilendirilmiş bilirkişilere önemli görevler düşmektedir. Genellikle mali analiz yönteminden faydalanan bilirkişilerce yapılan değerlendirmeler sonucunda, iyileştirme projesinin firmaya ve topluma artı değer katacağı öngörülür ve bu öngörü mahkemece kabul edilirse, firmanın iflas erteleme talebi kabul edilir.

Bu çalışmanın temel amacı, iyileştirme projesinin firmaya ve topluma artı değer katıp katamayacağını -diğer bir ifadeyle iflasın ertelenmesi talebinin kabul edilip edilmeyeceğinin- belirlenmesi sürecinde, mahkemece yetkilendirilenler tarafından mali analiz yanında, firma değerlendirme yaklaşımlarının da kullanılabileceğini ortaya koymaktır.

Literatürde var olan boşluğun doldurulmasına katkı sunması beklenen bu çalışma, menkul kıymet ve vadeli işlem borsalarında menkul kıymetlerin

alım satımına aracılık gibi konularda ticari faaliyet gösteren ve 200X yılında iflas erteleme talebi ile yetkili ticaret mahkemesine başvuran X Yatırım AŞ'nin iyileştirme projesine ait verileri üzerinden yürütülmüştür. İlgili firmanın değer tespiti, firmaya ait iyileştirme projesini temel alarak düzenlenen 2009-2012 dönemlerine ait proforma tablolardan yararlanılarak ve FCFF yöntemi kullanılarak tespit edilmiştir.

Çalışma sonucunda; iflas erteleme taleplerinin kabul ya da reddedilmesinde mali analiz yanında firma değerlendirme yöntemlerinden yararlanılarak projenin firma değeri üzerindeki etkisinin de tespit edilmesi gerektiği, değer tespitinin nasıl yapılacağı ve değerlemeyi yapacak yetkililerin değerlendirme konusunda uzman olmaları gerektiği ortaya konulmuştur. Ayrıca çalışmada; FCFF yönteminin, borç ve borç faizi ödemelerini nakit akımlarını hesaplarken değil, indirgeme oranını belirlerken dikkate alması sebebiyle ilgili unsurlardan etkilenme düzeyinin sınırlı kaldığı ve bu nedenle de iflasın ertelenmesi talebinde bulunan firmalar gibi fazla borçlu firmalarda ya da borç tutarı ciddi ölçüde değişecek firmalarda FCFF yönteminin uygun değerlendirme yöntemi olduğu da ifade edilmiştir.

İyileştirme projesinin ilgili şartları taşıyıp taşımadığının belirlenmesinde görev alan yetkililer, geleneksel yaklaşımlarla, mali analiz yöntemlerinden faydalanarak bir öngörüye ulaşmaya çalışırlar. Mali analiz, yetkililere önemli veriler sunabilir. Ancak bu çalışma da ileri sürülen husus, salt mali analizin yeterli olmayacağıdır. Yetkililer, değerlendirmelerinde mali analiz sonucunda ulaştıkları verilerinin yanında bir de iyileştirme projesinin firma değerine yapacağı katkıyı dikkate almalıdırlar. Bunun için ise mahkemelerce, iflasın ertelenmesi talebinde bulunan firmaların sahip olduğu iyileştirme projelerinin firma değeri üzerindeki etkisinin de ortaya konulmasının istenmesi sağlanmalıdır. Ayrıca, değerlemeyi yapacak kişiler (bilirkişiler) belirlenirken, kişinin değerlendirme konusunda uzman olmasına da önem vermelidir. Aksi takdirde değer tespitindeki hatalar, yanlış kararların verilmesine sebep olacaktır.

Bundan sonra yapılacak çalışmalar, iflasın ertelenmesi talebinde bulunan ve bu talebi kabul edilen firmaların değerlemesine diğer bir ifadeyle iflas erteleme döneminde bulunan firmaların değerlemesine odaklanabilir. İlgili dönem için hesaplanan değer, iflas erteleme dönemi sonunda mahkemenin vereceği yeni karara kanıt olabilecektir. Sözü edilen süreçteki en iyi değerlendirme yöntemi, opsiyon değerlendirme yöntemidir. Bu ifadenin gereğince değerlendirilerek açıklanması bir başka çalışma konusu olarak düşünülebilir.

Kaynaklar

- Aksoy, A. ve Yalçın, K. (2008), **İşletme Sermayesi Yönetimi**, 4. Baskı, Gazi Kitabevi, Ankara.
- Akkaya, G.C. ve Tükenmez, N. M. (2007), “İşletmelerde Finansal Yeniden Yapılanma Dinamikleri: Örnek Olay Analizi”, *Dokuz Eylül*

- Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 22(2), ss.179-195.
- Alderson, M. J. ve Betker, B. L. (1999), "Assessing Post-Bankruptcy Performance: An Analysis of Reorganized Firms' Cash Flows", *Financial Management*, 28(2), ss.68-82.
- Arslan, R. (2008), "İflasın Ertelenmesi Uygulamaları", *Bankacılar Dergisi*, 67, ss.116-123.
- Balcı, Ş. (2007), **İflasın Ertelenmesi Usul ve Esasları**, Güncel Yayınevi, İzmir.
- Chambers, N. (2009), **Firma Değerlemesi**, Beta Yayınları, İstanbul.
- Dumanoglu, S. (2011), **İflasın Ertelenmesi, Borca Batıklık ve İyileştirme Projeleri**, Beta Basım Yayım, İstanbul.
- Damodaran. A. (2002), **Investment Valuation**, John Wiley & Sons. Inc, [http://portaldace.mineco.gob.gt/sites/default/files/unidades/DefensaComercial/Casos/Controversias/Inversionista%20-%20Estado/Etapa%20de%20Meritos%2007-23%20\(Ferrovias\)/Respondent%20Experts/Spiller%20Exp%20Rpt%201st/LECG-29-Damodaran_%20Ch4.pdf](http://portaldace.mineco.gob.gt/sites/default/files/unidades/DefensaComercial/Casos/Controversias/Inversionista%20-%20Estado/Etapa%20de%20Meritos%2007-23%20(Ferrovias)/Respondent%20Experts/Spiller%20Exp%20Rpt%201st/LECG-29-Damodaran_%20Ch4.pdf) (29/12/2013).
- Ercan, M. K. ve Ban Ü. (2005), **Finansal Yönetim**, Gazi Kitabevi, Ankara.
- Ercan, M. K., Öztürk, M. B., Küçük Kaplan, İ., Başcı, E. S. ve Demirgüneş, K. (2007), "Halka Açık Firmaların Beta Katsayılarının Regresyon Modeli ile Tespiti Ve Halka Açık Olmayan Firmalara Yönelik Uygulanabilirliği", *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 22 (2), ss.295-324.
- Ercan, M. K., Öztürk, M. B., Küçük Kaplan, İ., Başcı, E. S. ve Demirgüneş, K. (2006), **Firma Değerlemesi**, Literatür Yayınları, İstanbul.
- General Motors Corporation. (2008), **Restructuring Plan for Long-Term Viability**, Erişim:http://online.wsj.com/public/resources/documents/gm_restructuring_plan120208.pdf, 11.12.2013.
- Gilson, S. C., Hotchkiss E. S. ve Ruback R. S. (2000), "Valuation of Bankrupt Firms", *The Review of Financial Studies*, 13 (1), ss.43-74.
- Hawkins, C.J. ve Pearce, D.W. (1971), **Capital Investment Appraisal**, A. Bora Ocakçioğlu (Çev.), Ak yayınları, İstanbul.
- http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html
<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Kuru, B. (2006), **İcra İflas Hukuku**, Türkmen Yayınevi, İstanbul.
- Özaltın, O. (2006), "Sermaye Yapısı ve Firma Değeri İlişkisi İMKB'de Bir Uygulama (2000-2003)", **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, Isparta: Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Özdevecioğlu, M. (2010), "İflasın Ertelenmesi Sürecinde Şirket İyileştirme Projeleri: İşletmecilik Açısından Bir Değerlendirme", *İşletme ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 1 (3), 44-56.

- Özkan, Ö. (2008), “İflasın Erteleme Kararının Alacaklılar Ve Kamu İdaresi Açısından Etkileri”, *Sayıştay Dergisi*, 69, 107-114.
- Öztek, S. (2005), “İflasın Erteleme”, *Bankacılar Dergisi*, 53, 23-71.
- Tekok, O. (1985), **Finansal Yönetim**, Gazi Üniversitesi Yayınları No:58, Ankara.
- Toplu, M. C. (2009), “İflas erteleme sürecinin Türkiye’de Uygulama Süreçleri ve İyileştirme Projelerinde Mali Değerlendirme ve Analizin Önemi”, **Yayınlanmamış Doktora Tezi**, İstanbul: Marmara Üniversitesi.
- Uzay, Ş. (2008), “Muhasebeci Bakış Açısı ile İflas Erteleme Süreci”, *Ankara Serbest Muhasebeci Mali Müşavirler Odası Muhasebe ve Vergi Uygulamaları (MUVU) Dergisi*, 1(1), 41-58.
- Üreten, A. ve Ercan M. K. (2000), **Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi**, Gazi Kitabevi, Ankara.
- Yılmaz, B. B. (2009), “İflasın Tespiti ve Erteleme Yönünden Borca Batıklık Bilançosu ve İyileştirme Projesi Üzerine Bir İnceleme”, **Yayınlanmamış Doktora Tezi**, İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Zor, İ. (2003), “Hisse Senedi Değerleme Modelleri ve Hisse Senedi Değerini Etkileyen Faktörlerin Analizi”, **Yayınlanmamış Doktora Tezi**, Kırıkkale: Kırıkkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü