

**ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI**

**FİNANSAL SIKINTI MALİYETLERİ VE
YENİDEN YAPILANDIRMA SONRASI ŞİRKET
PERFORMANSI**

DOKTORA TEZİ

Ender COŞKUN

Ankara – 2006

ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

**FİNANSAL SIKINTI MALİYETLERİ VE
YENİDEN YAPILANDIRMA SONRASI ŞİRKET
PERFORMANSI**

DOKTORA TEZİ

Ender COŞKUN

Tez Danışmanı:
Prof. Dr. Yüksel KOÇ YALKIN

Ankara – 2006

İÇİNDEKİLER

TABLOLAR DİZİNİ.....	V
ŞEKİLLER DİZİNİ.....	VI
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

FINANSAL SIKINTI, İFLAS VE YAPILANDIRMANIN KAVRAMSAL, YASAL VE EKONOMİK BOYUTU

1.1. Başarısızlığı İfade Etmek İçin Kullanılan Çeşitli Kavramlar ve Finansal Sıkıntı İle İlişkileri.....	6
1.1.1. Başarısızlık (failure).....	7
1.1.1.1. Ekonomik Başarısızlık.....	7
1.1.1.2. Finansal Başarısızlık- Finansal Sıkıntı (Distress).....	8
1.1.2. Ödeme Aczi (Insolvency).....	9
1.1.3. Temerrüt (Default).....	13
1.1.4. İflas (bankruptcy) ve Tasfiye (liquidation).....	13
1.2. Finansal Sıkıntı İçindeki Şirketlerin Belirlenmesi.....	14
1.3. Finansal Sıkıntının Nedenleri.....	20
1.3.1. Finansal Sıkıntının Dışsal Nedenleri.....	21
1.3.2. Finansal Sıkıntının İçsel Nedenleri.....	23
1.4. Sermaye Yapısı Kararları ve Finansal Sıkıntı İlişkisi.....	27
1.4.1. Temsil Maliyetleri.....	28
1.4.2. Finansman Hiyerarşisi Teorisi (Pecking Order).....	30
1.4.3. Ödünleşme (Trade-off) Teorisi.....	31
1.4.4. Finansal Sıkıntı Maliyetlerinin Sermaye Yapısı İle İlişkisizliği Hakkındaki Görüşler.....	35
1.5. Finansal Sıkıntı Sürecinin Sonuçları (Çözülmesi).....	37
1.5.1. İflas Süreci Dışında Yeniden Yapılandırma.....	42

1.5.2. İflas Yasaları Çerçevesinde Yeniden Yapılandırma	43
1.5.3. Tasfiye.....	45
1.6. Finansal Sıkıntıdan Kurtulmak İçin İşletmenin Kullanacağı Alternatiflerin Seçimini Etkileyen Faktörler	46
1.6.1. Özel Yeniden Yapılandırma ve Resmi İflas Sürecinde Yeniden Yapılandırma Seçimini Etkileyen Faktörler	47
1.6.2. Tasfiye ve Yeniden Yapılandırma Seçimini Etkileyen Faktörler	56
1.7. İflas ve Yeniden Yapılandırmanın Hukuki Boyutu ve Finansal Sıkıntı Maliyetlerine Etkisi.....	58
1.7.1. Çeşitli Ülkelerde İflas ve Reorganizasyon Hukuki Altyapısı	60
1.7.2. Türkiye’de İflas ve Yeniden Yapılandırma Sürecinin Hukuki Boyutu	66
1.7.2.1. Genel İflas Süreci.....	66
1.7.2.2. İflasın Ertilenmesi	68
1.7.2.3. Uzlaşma Yoluyla Sermaye Şirketlerinin Yeniden Yapılandırılması	71
İKİNCİ BÖLÜM	
FİNANSAL SIKINTI MALİYETLERİ VE YENİDEN YAPILANDIRMA SONRASI ŞİRKET PERFORMANSI	
2.1. Finansal Sıkıntı Maliyetleri.....	73
2.1.1. Doğrudan Finansal Sıkıntı Maliyetleri ve Bu Maliyetlerle İlgili Bulgular.....	77
2.1.2. Finansal Sıkıntının Dolaylı Maliyetleri ve Bu Maliyetlerle İlgili Bulgular.....	85
2.1.2.1. Rekabet Gücündeki Düşüşten Kaynaklanan Satış-Kar Kaybı	90
2.1.2.2. Kısa Dönemli Odaklanmadan Kaynaklanan Dolaylı Maliyetler	94
2.1.2.3. Finansal Sıkıntı Sürecinde Şirket Yöneticilerinin Davranışlarından Kaynaklanan Maliyetler.....	97
2.1.2.4. Dolaylı Finansal Sıkıntı Maliyetleri İle İlgili Çalışmalar	100
2.1.3. Finansal Sıkıntı Maliyetlerinin Büyüklüğünü Etkileyen Faktörler.....	107
2.1.3.1. Sermaye Yapısının Karmaşıklığı ve Bilgi Asimetrisinin Büyüklüğü.....	107

2.1.3.2. Finansal Sıkıntı Maliyetleri ve Yeniden Yapılandırmanın Kolaylığı.....	109
2.1.3.3. Finansal Sıkıntı Maliyetleri ve Sıkıntı Süresinin Uzunluğu	110
2.1.3.4. Finansal Sıkıntı Maliyetleri Üzerinde Sektör Performansı ve Özelliklerinin Etkisi	112
2.2. Finansal Sıkıntı Yaşayan Şirketlerin Yeniden Yapılandırılması	115
2.2.1. Finansal Sıkıntıda Şirketlerde Yeniden Yapılandırma Süreçleri.....	116
2.2.1.1. 1. İflas Süreci Dışında Finansal Yeniden Yapılandırma.....	117
2.2.1.2. Yasal İflas Sürecinde Yeniden Yapılandırma.....	118
2.2.2. Finansal Sıkıntıda İşletmelerde Yeniden Yapılandırma Yöntemleri.....	119
2.2.2.1. Finansal Hakların Yeniden Yapılandırılması.....	121
2.2.2.2. Varlıkların Yeniden Yapılandırılması.....	125
2.2.2.3. Yeni Ortaklık İlişkileri Yaratma	131

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

FINANSAL SIKINTI SÜRECİNDE ŞİRKETLERİN KATLANDIĞI MALİYETLER VE YENİDEN YAPILANDIRMANIN PERFORMANSA ETKİSİ

3.1. Araştırmanın Amacı	134
3.2. Araştırmanın Kapsamı ve Örneklem Seçimi	135
3.3. Araştırma Yöntemi	138
3.4.1. Araştırmada Kullanılan Değişkenlerin Seçimi	140
3.4.2. Araştırma Örnekleme İle İlgili Genel Bilgiler.....	142
3.5. Araştırma Sonuçları	143
3.5.1. Finansal Sıkıntının Nedenleri İle İlgili Bulgular	143
3.5.2. Finansal sıkıntının etkileri üzerine elde edilen bulgular	149
3.5.3. Finansal Sıkıntı ve Karlılık İlişkisi	152
3.5.4. Borç Yapılandırmadan Sonra Karlılık Performansında Değişim	157
3.5.5. Finansal Sıkıntı ile İlgili Haberlere ve Yeniden Yapılanmaya Hisse Senedi Piyasasının Tepkisi	160

SONUÇ.....	170
KAYNAKÇA.....	174
ÖZET.....	183
ABSTRACT.....	184
EKLER.....	185

TABLolar DİZİNİ

Tablo 1. Literatürde Kullanılan Başlıca Başarısızlık Kavramları ve Başarısızlığı Tespit Etmede Kullanılan Kriterler.....	16
Tablo 2. İşletmelerin Başarısızlıklarında Yaş.....	25
Tablo 3. Temel Süreçler Açısından ABD ve Avrupa Ülkelerindeki İflas Yasalarının Karşılaştırılması	61
Tablo 4. Araştırma Örneklemindeki İşletmelerin Sağladığı Kriterler	137
Tablo 5. Araştırmada Kullanılan Finansal Oranlar.....	141
Tablo 6. Örneklemdaki şirketlerin yıllara göre dağılımı	143
Tablo 7 Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin Sektörel Dağılımı.....	143
Tablo 8. Başarılı ve Başarısız İşletmelerle İlgili Sıkıntıdan Bir Yıl Öncei İçin Diskriminant Analizi Sonuçları	145
Tablo 9. Sıkıntı öncesi yılda şirketlerin başarılı şirketlerle karlılık, finansal yapı oranları ve büyüklük açısından karşılaştırılması	147
Tablo 10 Finansal Sıkıntıdan 1 ve 2 yıl önceki düzeltilmiş mali oranların ve şirket özelliklerinin karşılaştırılması.....	149
Tablo 11. Finansal açıdan sıkıntılı ve sıkıntısız işletmelerin satışlarındaki değişim.....	150
Tablo 12. Sektöre göre düzeltilmiş satış büyümesi	151
Tablo 13. Finansal sıkıntı öncesi tam yıl, sıkıntıya giriş yılı ve sıkıntı tam yılı karlılık oranlarının karşılaştırılması	153
Tablo 14. Finansal sıkıntı öncesi yıl ve sıkıntının üçüncü yılındaki karlılık oranlarının karşılaştırılması	156
Tablo 15 Sıkıntı tam yılı ve yeniden yapılandırma sonrasında karlılık.....	158
Tablo 16. Sıkıntı öncesi tam yıl ile yeniden yapılandırma yılı ve yeniden yapılandırma sonrası tam yılın karşılaştırılması	159
Tablo 17 Finansal sıkıntı sürecinde hisse senedi performansı için oluşturulan örneklem ve önemli tarihler	164
Tablo 18 Farklı zaman boyutlarında işlem günü dikkate alınarak hesaplanan CAR değerleri ve tek örneklem t testi sonuçları	165
Tablo 19 Gün sayısı dikkate alınarak hesaplanan CAR değerleri	166
Tablo 20. Borç yapılandırma anlaşmalarına piyasanın verdiği tepki	168
Tablo 21 Sıkıntı göstergeleri ve yeniden yapılandırma duyurularının olduğu dönemlerde ortaya çıkan ACAR değerlerinin karşılaştırılması	168
Tablo 22. Şirketlerin finansal sıkıntı duyuruları ve yeniden yapılandırma duyurularında oluşan CAR değerlerinin karşılaştırılması	169

ŞEKİLLER DİZİNİ

Şekil 1. Finansal Sıkıntı Maliyetleri , İşletme Değeri ve Borçlanma Oranı	32
Şekil 2. İflas Maliyetinin Varlığı Durumunda Optimal Sermaye Yapısı : Sermaye Maliyeti ve Firma Değeri.....	34
Şekil 3. Finansal Sıkıntı Sürecinde Bilgi Problemi ve Çıkar Çatışması	39
Şekil 4. Finansal Sıkıntıya Düşen Firmaların Bu Süreçlerinin Sonucu İle İlgili Ampirik Çalışmalardan Elde Edilen Bulgular.....	401
Şekil 5. Finansal Sıkıntıda Alternatif Çözüm Süreçleri.....	117

GİRİŞ

İşletme başarısızlığı çok çeşitli şekillerde ortaya çıkabilmekte, boyutları ve işletmelerle ilgili çıkar grupları üzerine etkileri yaşanan başarısızlığın şiddetine ve türüne göre farklılık gösterebilmektedir. İşletmenin içinde bulunduğu olumsuz durumu anlatmak için literatürde kullanılan kavramlar arasında başarısızlık, sıkıntı, temerrüt, ödeme aczi ve iflas kavramları öne çıkmaktadır. Genel bir yaklaşım olarak finansal sıkıntı kavramı ise vadesi geldiği zaman yükümlülükleri karşılayamama durumunu olarak ifade edilmektedir.

Finansal sıkıntı süreci, kredi verenleri, ortakları ve işletme ile diğer bir çok kesimi etkilemekte ve bu kesimlere bazı maliyetler yüklemektedir. Finansal sıkıntı ile ilgili maliyetleri, bu maliyetlerden etkilenen kesimler açısından gruplara ayırmak mümkündür. Bu maliyet türleri arasında; direkt olarak finansal açıdan sıkıntıya düşmüş işletme tarafından katlanılan doğrudan maliyetler, sıkıntılı işletmenin katlandığı dolaylı maliyetler, sıkıntılı işletmeden alacağı olanların katlanacağı ve mutlak öncelikten sapma durumunda daha da artan sıkıntı maliyetleri, sıkıntılı şirket ve/veya ondan alacak talebinde bulunanlardan başka kesimlerin katlandığı gerçek maliyetler sayılabilir.

Finansal sıkıntı sürecinin ortaya çıkardığı maliyetlerinin türleri ve büyüklüklerinin bilinmesi bazı tartışma alanlarında karar vermek için oldukça önemlidir. Bu tartışma alanları arasında optimal sermaye yapısının varlığı (veya yokluğu), İflas Yasası'nda tasfiye ve yeniden yapılandırma süreçlerinde yapılacak düzenlemelerin fayda ve maliyetleri ve riskli borçlar için istenecek risk priminin büyüklüğünün belirlenmesi gibi konular öne çıkmaktadır. Bu konularda doğru kararlar alabilmek için finansal sıkıntı sürecinde maliyetlerin nasıl ortaya çıkabileceğinin ve ortaya çıkacak maliyetlerin önemli olup olmadığının bilinmesi gerekmektedir. Bundan dolayı araştırmacıların finansal sıkıntı sürecinde katlanılan doğrudan ve dolaylı maliyetlerin büyüklüğü ile ilgili olarak yaptığı çalışmalar gün geçtikçe artmaktadır. Bu çalışmalarda finansal sıkıntı sürecinin ortaya çıkardığı maliyet türleri, bu maliyetlerin büyüklüğü ve yeniden yapılandırma sürecinin işletmeler ve işletmelerle ilgili çıkar grupları üzerine etkisi incelenmektedir.

Şirketlerin sermaye yapısını açıklamaya yönelik teoriler açısından finansal sıkıntı konusu incelendiğinde, finansal sıkıntı maliyetlerinin büyüklüğü hakkında elde edilecek sonuçlar daha önemli hale gelmektedir. Modigliani ve Miller borcun vergi

kalkanı etkisini sermaye yapısı kararları açısından değerlendirirken, şirketin karının vergilendirildiği ve faiz ödemelerinin vergiden düşülebildiği bir ortamda şirketin optimum sermaye yapısının hemen hemen tamamının borç içereceğini ileri sürmektedir. Ancak sermaye yapısı kararlarını açıklamaya yönelik olarak bugüne kadar çeşitli görüşler ileri sürülmüştür.

Sermaye yapısı teorilerinden biri olan ödünleşme teorisi (trade-off) borçlanma oranı ile birlikte artarak belli bir düzeye gelince borcun vergi kalkanı etkisini aşan ve optimal sermaye yapısının oluşmasında etkili olan finansal sıkıntı maliyetlerin varlığını vurgulamaktadır. Bu teoriye göre şirketler ilave borçtan sağlanacak vergi avantajları ile bu borcun ortaya çıkaracağı maliyetleri dengeleyecek borç düzeyine kadar borçlanabilirler. Çünkü ilave borç ilave geri ödeyememe olasılığı ortaya çıkarmaktadır. Bu olasılığın ortaya çıkması ise şirketlerin finansal sıkıntı maliyetlerine katlanmasına yol açmaktadır. Bu şekilde bir dengelemenin olup olmayacağı diğer bir ifade ile faiz ödemelerinden dolayı ortaya çıkacak vergi avantajının belli bir noktada dengelenip dengelenmeyeceği finansal sıkıntı ve daha dar anlamda iflas maliyetlerinin görece büyüklüğüne bağlıdır. Literatürde finansal sıkıntının ortaya çıkardığı maliyetlerin büyüklüğü hakkında ise herhangi bir görüş birliği bulunmamaktadır. Finansal sıkıntının etkileri ile ilgili görüşleri; bu sürecin yöneticileri performans geliştirici önlemler almaya zorladığı ve dolayısıyla performans artışı yaşandığı için yararlı olabileceği, finansal sıkıntının maliyetsiz olduğu, finansal sıkıntının maliyetli olduğu ancak vergi kalkanından elde edilecek avantaj ile karşılaştırıldığında bu maliyetlerin göz ardı edilebileceği ve finansal sıkıntının önemli maliyetler ortaya çıkardığı şeklinde sıralamak mümkündür. Dolayısıyla finansal sıkıntı maliyetleri ile ilgili bir tahmin yapabilmek ödünleşme teorisinin geçerliliğini ortaya koyabilmek açısından önemlidir.

Finansal sıkıntının maliyetli olduğu yönünde bulgulara ulaşılan ve sayıları son zamanlarda oldukça artan çalışmalarda finansal sıkıntı ile ilgili dolaylı maliyetler doğrudan katlanılan maliyetlere göre daha yüksek bulunmuştur. Dolaylı maliyetler, finansal sıkıntının işletmenin olağan bir şekilde faaliyetine devam etme yeteneğini etkilemesinden dolayı firmanın katlandığı maliyetlerdir. Dolaylı maliyetlerin bir boyutunu ürün veya hizmetin potansiyel alıcılarının ödeme sıkıntısı olasılığına inanması ile meydana gelecek olan satış düşüşleri ve pazar payı kaybı oluşturmaktadır. Dolaylı maliyetlerin ikinci bir boyutunu tedarikçiler ve çalışanların firma ile olan ilişkilerinin bozulmasından kaynaklanan faaliyet maliyetlerinin artmasına neden olan olumsuzluklar

oluşturmaktadır. Finansal sıkıntı maliyetleri arasında sayılan ve katlanılan maliyetlerin artmasına yol açan dolayısıyla finansal sıkıntı ile ilişkilendirilen diğer bir durum ise yöneticilerin davranışlarından kaynaklanan aşırı/eksik yatırımın problemi ve iflas müracaatını geciktirmenin maliyetleridir. Bu maliyetler firma finansal olarak sıkıntılı iken ancak iflas için müracaat etmeden önce de oluşabilen maliyetlerdir. Bu maliyetlerin büyüklüğü uygulamadaki iflas yasalarının katılığı veya yumuşaklığı ile yakından ilişkilidir. Maalesef finansal sıkıntı sürecinin maliyetlerini tüm yönleri ile ortaya koyan bir çalışma şu ana kadar yapılmış değildir. Literatürde finansal sıkıntı maliyetlerinin iki şekilde ele alındığı görülmektedir. Birinci grubu varlık satışından katlanılan zararların incelenmesi veya aşırı – eksik yatırım etkisinin incelenmesi gibi, maliyet oluşturacak bir boyutun araştırıldığı çalışmalar oluşturmaktadır. İkinci gruptaki çalışmalarda ise genel bir yaklaşım kullanılmakta ve finansal sıkıntı sürecindeki şirketler, katlandıkları satış düşüşleri, karlılık düşüşleri, piyasa değerindeki düşüşler gibi sıkıntı maliyetinin göstergesi olabilecek performans kriterleri açısından incelenmektedir.

Finansal sıkıntı maliyetleri işletmenin finansal olarak sıkıntılı olup olmadığının bilinmesinden önce, işletme finansal sıkıntıya düştükten sonra iflas müracaatına kadar geçen zamanda ve iflas için müracaat edildikten sonra ortaya çıkabilmektedir. Firmanın iflasını veya iflas edip etmeyeceğini piyasa tam olarak algılayamasa bile ödemelerde güçlük çekmenin dolaylı maliyetleri oldukça büyük olabilmektedir. Çünkü firma iflas noktasında olmasa bile iflas potansiyeli firmanın sürekliliği ile ilgili ve hizmet sağlayabilme yeteneği ile ilgili riskler hakkında bilgiler barındırmaktadır.

Bu maliyetlerin büyüklüğünü etkileyen etkenlerle ilgili olarak bazı çalışmalar ve varsayımlar bulunmaktadır. Bunlar arasında sermaye yapısının karmaşıklığı ve bilgi asimetrisinin büyüklüğü, yeniden yapılandırmanın kolaylığı, sıkıntı süresinin uzunluğu, sektör performansı ve özellikleri sayılabilir.

İşletme ile ilgili olarak finansal sıkıntı sürecinde iki önemli kararın alınması gerekmektedir. Bunlardan ilki işletmenin tasfiye mi edileceği yoksa yeniden yapılandırma mı uygulanacağı ile ilgili karar noktasıdır. İkinci karar alma noktası ise yeniden yapılandırma durumunda yasal süreç içerisinde mi yeniden yapılandırılacağı yoksa özel yeniden yapılandırma sürecine mi girileceği ile ilgilidir. Hem özel yeniden yapılandırma sürecinin hem de iflas yasaları çerçevesinde yeniden yapılandırmanın birbirine göre avantajları vardır ve bu avantajların ağırlığı çözüm sürecinin seçilmesinde etkili olmaktadır.

Finansal sıkıntı ve iflas sadece iflas eden işletmeyi değil onun alacaklılarını, çalışanlarını toplumsal yapıyı v.b. önemli ölçüde etkilediği için çağdaş hukuk sistemleri iflas olgusu yerine ödeme güçlüğüne düşme olgusundan hareket etmektedirler. Ödeme güçlüğü içine düşme ile başlatılan prosedür işletmenin iyileştirme anlayışıyla ekonomiye yeniden kazandırılmasını amaçlamaktadır. Hatta hukuk literatüründe “iflasın iflas ettiği”nden söz edilmektedir.

Ülkemizde sermaye şirketlerinin borçlarının yeniden yapılandırılması yaşanan ekonomik kriz sürecinde gündeme gelmiş bir kavramdır. Bu çerçevede 2001 ekonomik krizini takiben İstanbul Yaklaşımı olarak da adlandırılan ve hukukumuzda yerini alan geçici bir düzenleme ile mali sektöre olan borçlar yeniden yapılandırılmıştır. İstanbul yaklaşımı ile öngörülen üç yıllık sürecin sonunda iflas hukukumuzda 2003 ve 2004 değişiklikleri kapsamında İflasın Ertelenmesi, Aktifin Terki Suretiyle Konkordato ve Uzlaşma Yolu İle Borçların Tasfiyesi kurumları dahil olmuştur. Tüm bu süreç de finansal sıkıntı maliyetlerinin önemini artırmaktadır.

Genel olarak özel borç yeniden yapılandırma ve yasal iflas süreci içerisinde borç yeniden yapılandırma seçimini etkileyen faktörler arasında iki süreç arasında katlanılacak maliyet farkı, harcanacak süre, iflas sürecinde borç verenlerin önceliğe sahip olması (debtor-in-possession), kötü niyetli direnme problemi (hold out), karmaşık sermaye yapısı ve bilgi problemi, varlık yapısı, iflas sisteminin “borçlu dostu” olup olmaması sayılabilir. Aslında temel etkenler katlanılacak maliyet ve bununla ilişkili olarak harcanan zamandır ve diğer etkenler bu iki temel faktörü etkileyerek seçime etki etmektedir.

İster yasal süreçte, isterse borçlu ve alacaklı tarafların yasal süreç dışında anlaşmaları ile yeniden yapılandırmaya gidilsin uygulanabilecek yeniden yapılandırma yöntemleri benzer niteliktedir. Bunlar arasında varlıkların bir bölümünün satılması, başka bir şirketle birleşme, sermaye yatırımlarını ve araştırma geliştirme giderlerini azaltma, yeni menkul kıymetler çıkartma, banka ve diğer kredi verenlerle yeniden anlaşma, bu yöntemleri yasal iflas sürecini kullanarak yapma v.b., sayılabilir.. Şirket yeniden yapılandırma stratejileri genel olarak varlıkların yeniden yapılandırılması, yeni ortaklık ilişkilerinin oluşturulması, finansal hakların yeniden yapılandırılmasından oluşmaktadır.

Finansal sıkıntıya düşen şirketlerde katlanılan maliyetlerin büyüklüğünün belirlenebilmesi ve sıkıntılı şirketlerin yeniden yapılandırılmasının sağlayacağı

yararların ortaya konulabilmesi bu çalışmanın yapılmasındaki temel hareket noktasını oluşturmaktadır. Çalışmamız üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde finansal sıkıntı ve yeniden yapılandırmanın kavramsal, ekonomik ve hukuki boyutu ele alınmaktadır. Buna göre başarısızlık ile ilgili olarak kullanılan kavramlar ve finansal sıkıntının bu kavramlarla ilişkisi, finansal sıkıntı göstergeleri, nedenleri, finansal sıkıntı maliyetlerinin sermaye yapısı kararları açısından önemi ilk bölümde incelenmiştir. Ayrıca bu bölümde finansal sıkıntı içindeki firmaların bu durumdan kurtulmak için kullanabilecekleri özel yeniden yapılandırma süreci ve hukuki yeniden yapılandırma süreci, bu süreçlerin seçimini etkileyen faktörler genel olarak incelenmiştir. Bu bağlamda Türkiye’de uygulamaya konulan yeniden yapılandırmanın hukuki boyutu ve yeni düzenlemeler de ele alınmıştır.

İkinci bölümde; finansal sıkıntı maliyetleri ve ortaya çıkış şekilleri ile ilgili konular literatür bulguları ile desteklenerek açıklanmaktadır. Ayrıca yeniden yapılandırma sürecinde kullanılacak stratejiler ve bu stratejilerin performansa etkisi ile ilgili literatür de bu bölümde tartışılmaktadır. Çalışmamızda finansal sıkıntı maliyetlerinin doğrudan ve dolaylı maliyetler şeklindeki sınıflandırması esas alınmakta ve bu sınıflandırmaya göre finansal sıkıntı maliyetleri incelenmektedir. Ancak zaman zaman ele alınan maliyetlerin ortaya çıkacağı dönem açısından, iflas yasalarının etkisi açısından ve katlanan gruplar açısından değerlendirmesi de yapılmıştır. Ayrıca bu maliyetleri etkileyen etkenler de bu bölümde incelenmiştir.

Üçüncü bölümde ise İMKB’de işlem gören şirketlerden finansal sıkıntı yaşamış olanlar tespit edilmiş ve bu şirketlerin katlandığı maliyetler incelenmiştir. Finansal sıkıntı maliyetleri; pazar payı kaybını temsil eden satışlardaki azalış, genel maliyetler hakkında bilgi elde etmeyi sağlayan karlılık ve piyasa değeri değişimi şeklinde üç kriter açısından incelenmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL SIKINTI, İFLAS VE YAPILANDIRMANIN KAVRAMSAL, YASAL VE EKONOMİK BOYUTU

1.1. Başarısızlığı İfade Etmek İçin Kullanılan Çeşitli Kavramlar ve Finansal Sıkıntı İle İlişkileri

İşletme başarısızlığı çok çeşitli şekillerde ortaya çıkabilmekte, boyutları ve işletmelerle ilgili çıkar grupları üzerine etkileri yaşanan başarısızlığın şiddetine ve türüne göre farklılık gösterebilmektedir. Bundan dolayı etkili bir şekilde başarısızlık sürecini ve finansal açıdan sıkıntılı şirketleri değerlendirebilmek için konu ile ilgili kavramların tanımlanması ve finansal sıkıntı ile ilişkilerinin ortaya konulması büyük önem taşımaktadır.

Başarısızlığın çeşitli şekillerde ortaya çıkması, başarısızlığın farklı tanımlamalarının ve başarısızlığı ifade eden farklı kavramların kullanılmasına yol açmıştır. Şirket değeri ve hak sahiplerinin şirketten beklentileri üzerinde çok farklı etkileri olan çeşitli durumların varlığı finansal sıkıntı literatürünün bir karışıklık ve karmaşa içerisinde gelişmesine neden olmaktadır.¹ Bu nedenle ilgili kavramların açık bir şekilde tanımlanması olası yanlış anlama sorunlarını azaltacaktır

İşletmenin içinde bulunduğu olumsuz durumu anlatmak için literatürde kullanılan kavramlar arasında başarısızlık (failure), sıkıntı (distress), temerrüt (default), ödeme aczi (insolvency) ve iflas (bankruptcy) kavramları öne çıkmaktadır. Bu kavramlar bazen birbirlerinin yerine kullanılmakla birlikte ifade ettikleri durumlar birbirinden farklı olabilmektedir.² Aşağıda olumsuz firma performansını anlatmak için kullanılan kavramlar ve bu kavramların finansal sıkıntı ile ilişkisi açıklanmaktadır.

¹ Karen Hopper Wruck, "Financial Distress, Reorganization and Organizational Efficiency", **Journal of Financial Economics**, Vol. 27, 1990, s.420.

² Edward I. Altman, **Corporate Financial Distress and Bankruptcy: A Complete Guide to Predicting and Avoiding Distress and Profiting from Bankruptcy**, 2. Ed., John Wiley & Sons Inc., 1993, s.4.

1.1.1. Başarısızlık (failure)

İşletme başarısızlığı kavramı, sınırları tam olarak belirli olmayan, koşullara ve kullanıcılara bağlı olarak farklı anlamlar yüklenebilen bir kavramdır. Konu ile ilgili bazı çalışmalarda işletme başarısızlığı ekonomik ve finansal başarısızlık olarak iki şekilde ele alınmaktadır. Bu kavramların her biri oldukça farklı anlamlara sahiptir ve ekonomik başarısızlık kavramının sınırları daha belirsizdir.³ Finansal ve ekonomik başarısızlık yerine finansal ve ekonomik sıkıntı (distress) da kullanılmaktadır.⁴

1.1.1.1. Ekonomik Başarısızlık

Ekonomik kriterlere göre başarısızlık değişik şekillerde tanımlanabilmektedir. Ekonomik başarısızlık bir yönü ile yatırılan sermaye üzerinden, risk faktörünü hesaba katarak hesaplanan gerçekleşen getiri oranının, önemli bir şekilde ve sürekli olarak benzer yatırımlar için geçerli olan getiri oranlarından daha düşük olması anlamına gelmektedir. Ekonomik başarısızlık tanımlanırken maliyetleri karşılamak için yetersiz olan gelirleri ve yatırımın ortalama getirisinin sermaye maliyetinden daha düşük olması durumlarını içeren oldukça farklı kriterlerden yararlanılabilmektedir.⁵ Yine başarısızlık işletmenin elde ettiği gelirin (return) tahmin edildiğinden daha az gerçekleşmesi anlamında da kullanılabilir. Tüm bu kullanımlar karsız veya zarar eden bir işletmeden, karlı olan fakat beklenildiği kadar kar elde edemeyen bir işletmeye kadar bir çok farklı durumu içermektedir.⁶

Bu ekonomik durumlar, işletmenin faaliyetlerine devam etmesini veya faaliyetlerini durdurmasını ifade eden kavramlar değildir. Faaliyete devam edip etmeme kararı, beklenen getirilere ve firmanın değişken maliyetleri karşılama yeteneğine dayandırılır.⁷ Yine ekonomik başarısızlık firmanın gelirlerinin sermaye maliyetini içeren faaliyet maliyetlerini karşılamak için yetersiz olması durumu olarak ele alınırsa bu durumdaki bir işletme, yatırımcıları normalin altındaki getiri oranlarına razı oldukları

³ Patrick A. Gaughan, **Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring**, 3.b., John Wiley and Sons Inc., USA, 2002, s. 430.

⁴ Gregor Andrade ve Steven Kaplan, "How Costly Is Financial (Not Economic) Distress? Evidence From Highly Leveraged Transactions That Became Distressed", **The Journal of Finance**, Vol.53, 1998, s.1143.

⁵ Altman, a.g.e, s.4.

⁶ Gaughan, a.g.e., s. 430.

⁷ Altman, a.g.e, s.4.

sürece faaliyetine devam edebilir.⁸ Bu durumlardan herhangi biri ile karşılaşan işletmenin finansal sıkıntıya düşeceğini söylemek zordur. Bir şirket birkaç yıldan beri yukarıda belirtilen ekonomik kriterler açısından ekonomik anlamda başarısız olabilir ancak yasal olarak kendinden istenebilecek borcunun çok az olması veya bulunmamasından dolayı mevcut yükümlülüklerini karşılamada hiç başarısız olmamış olabilir.⁹ Benzer şekilde borç oranı yüksek olsa bile iyi kredi bağlantıları sayesinde temerrüde düşmemiş olabilir.

1.1.1.2. Finansal Başarısızlık- Finansal Sıkıntı (Distress)

Finansal sıkıntı, nakit akışının cari yükümlülükleri karşılamak için yetersiz olması durumu olarak tanımlanabilir. Bu yükümlülükler tedarikçilere ve işçilere ödenmemiş borçları, açılan davalardan dolayı uğranılan zararları, alınan kredilerin ana para ve faizlerini ödeyememeyi içerebilir.¹⁰

Genel bir yaklaşım olarak vadesi geldiği zaman cari yükümlülükleri karşılayamama durumunu olarak ifade edilen finansal sıkıntı kavramı, ekonomik başarısızlık kavramına göre daha az karmaşık bir kavramdır. Finansal sıkıntıda bir şirket cari ödemelerini (liability) karşılamak için yeterli likiditeye sahip değildir. Bu durum şirketin pozitif net değere sahip olduğu, varlıkların değerinin borçların değerini aştığı zamanlarda da meydana gelebilir.¹¹ Tanımdan da anlaşılacağı gibi “vadesi gelen yükümlülükleri karşılayamamanın” diğer bir ifade ile temerrüde düşmenin yanında, “karşılamada güçlük çekmek” de finansal sıkıntı olarak ifade edilmektedir.

Ampirik çalışmalarda nakit akış yetersizliği finansal sıkıntıya düşüşün göstergesi olarak sıklıkla kullanılmaktadır. Örneğin Whitaker (1999) finansal sıkıntıya girişi, nakit akışının vadesi gelen uzun dönemli borçları karşılamada yetersiz kaldığı ilk yıl olarak tanımlanmaktadır.¹² Ancak yetersiz nakit akışının ödemelerde temerrüde düşmek için gerekli olduğunu fakat tek başına yeterli bir durum olmadığını belirtmek gerekmektedir. Nakit akışı vadesi gelen borçları aştığı sürece firma kredi verenlere

⁸ Robert L. Kuhn ve Allen D. Morton, “**Bankruptcy and Reorganizations,**” **Capital Raising And Financial Structure- II**, Ed. Robert Lawrence Kuhn, Dow Jones- Irwin, The Librariy of Investment Banking, USA, 1990, s. 622.

⁹ Altman, a.g.e, s.4.

¹⁰ Wruck, a.g.m., s.420-421

¹¹ Gaughan, a.g.e., s.430-431.

¹² Richard B. Whitaker, “The Early Stages of Financial Distress”, **Journal of Economics and Finance**, Vol.23, No.2, 1999, s.124.

ödeme yapmak için fona sahip demektir. Bununla birlikte vadesi gelen borçları karşılama yetersiz nakit akışı firmanın temerrüde düşmüş olduğuna işaret etmez. İşletmeler bu durumu önlemek için ihtiyaç duydukları nakdi elde etmede çeşitli alternatiflere sahiptirler. Bu alternatifler arasında stok seviyesini azaltma, ticari kredilerin vadelerini uzatma, bankadan kredi alma, temerrüt (default) öncesi borç ödemelerini yeniden yapılandırma, sermaye artırma ve varlık satışı sayılabilir. Eğer nakit akışlarının yetersizliği devam ederse bu alternatifler tüketilmiş olur ve firma temerrüde düşer.¹³ Dolayısıyla finansal sıkıntının mutlaka bir temerrüt ile ortaya çıkması gerekmez ancak eğer borç ödemelerinde temerrüt oluşursa bu durumda finansal sıkıntıdan söz etmek daha kolaydır.

Ayrıca finansal sıkıntı şirketin pozitif net değere sahip olduğu, varlıkların değerinin borçların değerini aştığı zamanlarda da meydana gelebilir.¹⁴

Finansal sıkıntı genel olarak şirketin, kredi verenlerden en az biri ile ödeme şartları üzerinde yeniden görüşme ve pazarlık yapmasına yol açar. Finansal sıkıntının şirketin ölümü ile (tasfiyesi) eş anlamlı olmadığını ve sıkıntıda şirketlerin, şirket değeri ve hak sahipleri üzerinde çok farklı etkileri olan çeşitli durumlardan biri ile karşılaşabileceğini belirtmek gerekmektedir.¹⁵

Ekonomik ve finansal başarısızlık kavramlarının birbirinden ayrılmasının gerekliliğini savunan ve bu iki kavramın ayrı ayrı anlamları olduğunu belirten Andrade ve Kaplan (1998) da finansal olarak sıkıntılı bir işletmeyi borç ödemelerini yerine getiremeyen işletme olarak tanımlarken, sürekli olarak faaliyet zararı ortaya çıkan bir işletmeyi ekonomik olarak sıkıntılı işletme şeklinde tanımlanmaktadır.¹⁶

1.1.2. Ödeme Aczi (Insolvency)

Ödeme aczi, olumsuz şirket performansını dile getirmek için kullanılan diğer bir kavramdır ve sıkıntının daha teknik bir biçimde ifade edilmesinde kullanılır.¹⁷ Ödeme aczi içindeki şirket genel anlamda, davalardan gerçekleşen veya potansiyel tazminatlara ilaveten, çalışanlara, kamuya, tedarikçilere, kredi verenlere borçları içeren

¹³ Gaughan, a.g.e., s.430-431.

¹⁴ Whitaker, a.g.m, s.124.

¹⁵ Wruck, a.g.m., s.420-421.

¹⁶ Andrade ve Kaplan, a.g.m., s. 1487.

¹⁷ Altman, a.g.e., s. 4.

finansal yükümlülüklerini karşılamada yetersiz kalan şirket olarak tanımlanmaktadır.¹⁸ Bu tanımlama, Whitaker (1999) ve Wruck (1990) tarafından yapılan finansal sıkıntı tanımına uygun bir tanımlamadır. Ancak Wruck (1990) ödeme aczi kavramının finansal sıkıntıdan daha farklı olduğunu, bu iki kavramın sık sık eş anlamlı olarak kullanıldığını ve bu durumun bazı karışıklıklar ortaya çıkardığını belirtmektedir. Wruck (1990)'a ödeme aczini stok ve akış temelinde ödeme aczi olarak ikiye ayırmakta ve çoğunlukla bu iki durum birbirlerine karıştırılmaktadır. Örneğin yeni Webster sözlüğü ödeme aczini, ilk olarak “tüm borçları ödemeye yeterli olmamak” ve daha sonra “vadesi gelmiş borçları ödemeye gücü yetmemek” şeklinde tanımlar. Bir stok temelli ödeme aczi; nakit akışlarının bugünkü değeri toplam yükümlülüklerinden daha az olan; negatif ekonomik net değerli bir firma olarak tarif edilebilir. Finansal sıkıntıda bir şirket ise akış temeline göre ödeme aczi içindedir.¹⁹ Teknik ödeme aczi de denilen bu durum bir şirket cari yükümlülüklerini karşılayamadığı zaman oluşur ve likidite yetersizliği ifade etmede kullanılır. Teknik ödeme aczi mevcut resmi iflas müracaatlarının sık sık doğrudan sebebi olmasına rağmen, geçici bir durum olabilir.²⁰

Akış temelli ödeme aczi, alacakları ödenmeyen, şirket ile yapılan sözleşmeleri ihlal edilen hak sahiplerine finansal yeniden yapılanmayı talep etme hakkı verir. Eğer bir firma stok temelinde ödeme aczi içinde fakat akış temelinde borcu ödeyebilecek durumda (solvent) ise şirkete kredi verenler, alacakları vadesinde ödendiği için, az bir pazarlık gücüne sahip olurlar.²¹

Stok temelli tanıma göre ödeme aczi içindeki şirket nakit akışlarının bugünkü değeri toplam yükümlülüklerinden daha az olan; negatif ekonomik net değerli bir şirket olarak açıklanmaktadır. Bu durum geçici bir durum olmaktan çok kronik bir durumu ifade eder. Bir şirket, toplam yükümlülükleri (liabilities) toplam varlıklarının gerçeğe uygun (a fair) değerini aştığı zaman kendini bu durumda bulur. Firmanın gerçek net değeri bu durumdan dolayı negatiftir. Teknik ödeme aczi kolay bir şekilde ortaya çıkarılabilir. Daha ciddi olan ve bu durum ise (bankruptcy insolvency) şirket hakkında çok yönlü, ayrıntılı bir değerlendirme yapmayı gerektirir. Buna değerlemeye ise varlıkların

¹⁸ Mark J. Shrader ve Kent A. Hickman. “Economic Issues in Bankruptcy and Reorganization”, **Journal of Applied Business Research**, Vol.9, No.3, 1993, s.2.

¹⁹ Wruck, a.g.m., s.421.

²⁰ Altman, a.g.e., s.4.

²¹ Wruck, a.g.m., s.421-422.

tasfiyesi yönünde karar alınıncaya veya böyle bir niyet ortaya çıkıncaya kadar genellikle başlanılmamaktadır.²² Bu durumdaki şirketler genellikle değişim teklifleri (exchange offer), bölerek satma (divestitures) gibi daha radikal yeniden yapılandırma yöntemleri aracılığıyla pozitif değere dönebilmeye çalışırlar. Bu tür bir ödeme aczi genelde yasal iflasın habercisidir.²³

Shrader (1993) de yukarıdaki ayrıma benzer bir şekilde, ödeme aczini kısa ve uzun dönem ödeme aczi olarak ikiye ayırmaktadır. Kısa dönem ödeme aczi şirketin, cari yükümlülüklerini karşılamaya yetecek nakit akışına sahip olmadığına ortaya çıkmaktadır. Uzun dönem ödeme aczi ise şirket varlıklarının değerinin toplam finansal yükümlülüklerinden daha az olduğu durumlarda ortaya çıkar. Kısa dönem ödeme aczi bu ikisinden daha az tehlikeli olanıdır ve kolaylıkla teşhis edilebilir. Böyle bir durumdaki şirket, pozitif bir net ekonomik değere sahiptir fakat likidite yetersizliğinden dolayı sıkıntı çekmektedir. Uzun dönemde bir firmanın borç ödeme gücü (solvency) hakkında değerlendirme yapmak çok daha zor bir konudur ve bunun bir sebebi iflas sürecinin maliyetlerin yüksek oluşudur. Ancak kısa ve uzun dönem ödeme gücü/ödeme aczi arasında kesin bir sebep sonuç ilişkisi olmadığı göz önünde tutulmalıdır. Bir firma, i) borç ödeme gücüne sahip, ii) kısa dönem ödeme aczi içinde fakat uzun dönem ödeme gücüne sahip, iii) kısa dönem borç ödeme gücüne sahip fakat uzun dönem ödeme aczi içinde iv) hem kısa hem uzun dönem ödeme aczi içinde olabilir.²⁴ Bu açıdan bakıldığında aslında Shrader (1993)'de ifade edilen kısa dönem ödeme aczi ile Wruck (1990)'da ifade edilen teknik veya akış temelli ödeme aczi aynı durumu anlatmak için kullanılmaktadır.

Finansal sıkıntının hem stok hem de akış temelli ödeme aczi anlamında kullanıldığı kaynaklar da mevcuttur.²⁵ Özellikle finansal sıkıntı maliyetleri ve yeniden yapılandırma ile ilgili literatürde bu iki kavramı kapsayacak şekilde finansal sıkıntı kavramı kullanılmaktadır.

Stok temelli ödeme aczi birçok ülkede iflas başvurusunu gerektiren bir durumdur. Örneğin Fransa'da yöneticiler, eldeki varlıklar ile şirket yükümlülüklerini tam olarak karşılamayı imkansız görürlerse, 15 gün içinde iflas için başvuruda

²² Altman, a.g.e., s. 4-5

²³ Kuhn ve Morton, a.g.e., s. 623.

²⁴ Shrader ve Hickman, a.g.m., s.2.

²⁵ Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield ve Jeffrey Jaffe, **Corporate Finance**, 6.b., International Edition, McGraw Hill Irwin, 2002, s.854-855.

bulunmalıdırlar. Bu süre sonunda, müracaatı geciktiren yöneticiler hem suçla ilgili cezalarla, hem de kişisel olarak şirket borçlarından sorumlu tutulma ile karşı karşıya kalmaktadır. Almanya'daki iflas yasaları da, şirket ödeme aczi içinde olduğunda üç hafta içinde yöneticilerin iflas için müracaatını istemektedir²⁶.

Hukukumuzda akış ve stok temelli ödeme aczi “ödeme aczi” ve “borca batıklık” olarak yer almaktadır. İcra İflas Hukuku (İİH)'nda genel iflas nedeni, borçlunun vadesi gelmiş borçlarını, aleyhindeki iflas davasına rağmen ödememesidir. Bu açıdan borçlunun borçlarının (pasifinin), varlıklarından (aktifinden) fazla olması genel bir iflas nedeni değildir. Pasifi aktifinden fazla ancak borçları henüz muaccel olmayan veya muaccel olmasına rağmen kredi alarak borçlarını ödeyebilen borçlunun iflasına karar verilemez. Buna karşılık aktifi pasifinden fazla olmasına rağmen, muaccel bir borcunu ödeyemeyen borçlu, alacaklıların takibi üzerine iflas edebilir. Kısacası genel iflas sebebi borçlunun borçlarını ödemeyi tatil etmesidir.²⁷ Ancak İİH'nda borca batıklık olarak ifade edilen stok temelli ödeme aczi sermaye şirketleri (Anonim ve Limited şirketler) ve kooperatifler için özel bir iflas nedeni sayılmaktadır.²⁸ Hukukumuzda acz hali olarak tanımlanan ödeme güçlüğüne düşme (akış temelli ödeme aczi) ile borca batıklık arasında ayırım yapılmakta ve ödeme güçlüğüne düşmenin şirketin malvarlığı ile ilgili olmadığı ve şirketin vadesi gelen borçlarını ödeyecek likiditeye sahip olmaması anlamına geldiği belirtilmektedir. Borca batıklık ise vadesi gelsin veya gelmesin tüm borçları ödemeye yetecek varlıkların olmaması anlamına gelir.²⁹

2003 yılında iflas hukukumuzda giren iflasın ertelenmesi kurumu³⁰ ve 2004 yılında 5092 sayılı kanun ile iflas hukukumuzda giren uzlaşma yoluyla borçların tasfiyesi³¹ ile ilgili düzenlemeler açısından da bu iki kavram son derece önemlidir. İflasın ertelenmesi, sermaye şirketlerinde yalnızca borca batıklık halinde kabul edilmiş bir müessesedir.³² Uzlaşma yoluyla borçların yeniden yapılandırılmasında ise amaç hem

²⁶ Michelle J. White, “The Costs of Corporate Bankruptcy: A U.S.-European Comparison”, **Corporate Bankruptcy**, Ed: Jagdeep S. Bhandari, Lawrence A. Weiss, Cambridge University Pres, 1996, s. 469-470.

²⁷ Baki Kuru, Ramazan Arslan ve Ejder Yılmaz, **İcra ve İflas Hukuku**, Genişletilmiş 15. Baskı, Yetkin Yayınları, Ankara, 2002, s. 492.

²⁸ TTK madde 324/2 ve İİK m. 179.

²⁹ Ayrıntılı bilgi için b.k.z., Hakan Pekcanitez, Oğuz Atalay, Meral Sungurtekin Özkan ve Muhammet Özkes, **İcra ve İflas Hukuku**, 3. Baskı, Yetkin Yayınları, Ankara 2005, s. 355.

³⁰ 30.07.2003 tarih 25184 sayılı Resmi Gazete

³¹ 21.02.2004 tarih 25380 sayılı Resmi Gazete

³² Oğuz Atalay, “İflasın Ertelenmesi”, **Bankacılar Dergisi**, Sayı. 47, 2003, s. 95-96.

vadesi gelen borçları ödeyememe hem borca batıklık hem de bu iki duruma düşme olasılığının yüksek olması müracaat nedenleri arasında yer almaktadır³³.

1.1.3. Temerrüt (Default)

Finansal sıkıntı ile oldukça yakından ilişkili bir diğer kavram da temerrüttür. Temerrüt teknik ve/ veya yasal olabilir ve daima borçlu firma ile bir kredi veren grup arasındaki ilişkiyi kapsar.³⁴ Teknik temerrüt borç ana para ve faiz ödemelerini yerine getirememekten çok bir borç sözleşmesindeki, örneğin çalışma sermayesi ile ilgili kısıtlamaların ihlalidir ve finansal sıkıntının yakın olduğunun bir işareti olabilir.³⁵ Aslında böyle temerrütler genellikle yeniden görüşülür ve firma performansının kötüye gitmesinin işaret etmede kullanılır. Bu tür sözleşme ihlalleri iflas sürecini başlatmada çok fazla kullanılan durumlardır. Resmi/yasal temerrüt ise bir firmanın vadeye bağlanmış borçlarını vade tarihinde ödememesidir. Örneğin banka kredisi gibi özel bir işlemde, faiz ödemelerinin yerine getirilememesi gibi bir durumda resmi bir temerrüt deklare edilmeksizin, kredi açana yapılacak faiz ödemeleri artırılabilir. Şirket, kredi verenlerle borç ödeme sıkıntısını aşmak için yeniden yapılandırmaya ve resmi bir iflas ilanından ve müracaatından kaçınılmaya çalışılırken, faaliyetine devam edebilir.³⁶

1.1.4. İflas (bankruptcy) ve Tasfiye (liquidation)

Finansal sıkıntı ile yakından ilişkili olan kavramlardan biri de iflastır. İflasın bir türü borca batıklık durumu olarak tanımlanır ve şirket değerini ifade eder. İkincisi ise yasal süreci ifade etmektedir. Bu süreçte şirket, varlıkların tasfiyesi ya da bir iyileştirme programına girişme talebi ile birlikte resmi bir şekilde mahkemeye müracaat etmektedir. Daha sonraki süreç resmi iflas reorganizasyonu veya tasfiye olarak adlandırılan iki farklı şekilde gelişir. Hukuki reorganizasyon genellikle sıkıntıdan kurtulmak için girişilen bir çabalar (önlemler) dizisinde son çaredir.³⁷ Tasfiye ise firmanın varlıklarının iflas yasaları çerçevesinde satışı ve elde edilen gelirin alacaklılara dağıtılması sürecini ifade etmektedir.³⁸

³³ Sema Taşpınar Ayvaz, **İcra İflas Hukukunda Yeniden Yapılandırma**, Yetkin Yayınları, Ankara, 2005, s. 297-299.

³⁴ Altman, a.g.e., s.5

³⁵ Wruck, a.g.m., s.420.

³⁶ Altman, a.g.e., s.5.

³⁷ Altman, a.g.e., s.5.

³⁸ Wruck, a.g.m., s. 422.

Çalışmamızda finansal sıkıntı kavramı vadesi gelen borçları ödemedeki yetersizliği ve ödeyememe olasılığının artması durumunu ifade etmektedir. Bu açıdan iflas sürecinde yeniden yapılandırma ve borçların uzlaşma yoluyla yeniden yapılandırılması kurumlarında ifade edilen borca batıklık ve ödeme aczi kavramlarını da kapsamaktadır. Aynı şekilde finansal sıkıntı maliyetleri, borç ödemede sıkıntıya düşen şirketlerin bu sıkıntı sürecinde ve yeniden yapılandırma sürecinde katlandıkları maliyetleri ifade etmektedir.

1.2. Finansal Sıkıntı İçindeki Şirketlerin Belirlenmesi

Finansal sıkıntı üzerine yapılan çalışmalarda incelenecek şirketlerin finansal sıkıntı içerisinde olup olmadığının, finansal sıkıntının başlangıç ve bitiş tarihlerinin belirlenmesi karşılaşılan önemli bir sorunlar arasındadır. Örneğin eğer şirket yasal süreç içerisinde yeniden yapılandırma yoluna gitmemiş ve özel olarak borçlarını yapılandırmış ise sıkıntılı şirketleri belirlemede kullanılan “borç yeniden yapılandırmasına gitme” kriteri sıkıntının başlangıcının ve bitiş tarihinin belirlenmesini güçleştirmektedir. Çünkü çoğu özel borç yeniden yapılandırmasının başlangıç ve bitiş tarihi üçüncü kişiler tarafından bilinmemektedir.³⁹ Aynı şekilde finansal sıkıntı için önemli bir gösterge olan borç ödemede temerrüde düşme durumunu, üçüncü kişilerin belirleyebilmeleri oldukça zordur. Temerrüt durumu tespit edilse dahi, bu durumun ne zaman başladığının ve ne zaman sona erdiğinin bilinmesi çoğu zaman mümkün olmamaktadır. Bu nedenle hem finansal başarısızlığın tahmini ile ilgili çalışmalarda hem de finansal sıkıntı maliyetleri ve yeniden yapılandırma ile ilgili çalışmalarda araştırmacılar, yaptıkları finansal sıkıntı tanımına uygun düşecek sıkıntılı işletmeleri seçmede kendilerine yardımcı olacak çok sayıda kriterden faydalanmakta ve bu kriterlere sahip işletmeleri finansal sıkıntılı olarak kabul etmektedirler. Bu kriterlerden bazıları örneğin üç yıl üst üste zarar kriteri ülkemizdeki finansal başarısızlık tahmin çalışmalarında da oldukça yoğun bir şekilde kullanılmaktadır.⁴⁰ Üç yıl üst üste zarar veya üç yıllık birikimli zarar⁴¹ çalışmanın amacına göre bazen yeterli

³⁹ Stuart C. Gilson, Kose John ve Larry H.P. Lang, “ Troubled Debt Restructurings- An Empricial Study of Private Reorganization of Firms in Default”, **Journal of Financial Economics**, No. 27, 1990, s.325.

⁴⁰ Ramazan Aktaş, **Mali Başarısızlık (İşletme Riski) Tahmin Modelleri**, 2. B., Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, Yayın No:323, Ankara, 1997, s. 98; Yasemin Keskin Benli, “Mali Açından Başarılı ve Başarısız İşletmelerin Mali Oranları Arasındaki İlişkilerin Faktör Analizi İle İncelenmesi”, **Muhasebe ve Denetim Bakış**, Yıl.5, Sayı.17, 2006, s. 54; Birol Yıldız, “Finansal Başarısızlığın Öngörülmesinde Yapay Sinir Ağı Kullanımı ve Halka açık Şirketlerde Amprik Bir Uygulama”, **İMKB Dergisi**, Cilt:5, Sayı: 17, 2001, s.59.

⁴¹ Nancy Thorley Hill, Susan E. Perry ve Steven Anders, “Evaluating Firms in Financially Distress: An Event History Analysis”, **Journal of Applied Business Research**, Vol.12, No.3, 1996, s. 63.

olamayabilmektedir. Çalışmada finansal sıkıntıya düşüş ve sıkıntıdan çıkış zamanı çok net bir belirlemeyi gerektirmiyorsa bu kriterlerden yararlanıldığı görülmektedir. Nitekim bir firma birkaç yıldır zarar ediyor olabilir ancak ödemesi gereken borç miktarının az olmasından dolayı veya çeşitli nedenlerle fon bulmada zorluk çekmemesinden dolayı “ödeyememe” durumu ile karşılaşmamış olabilir. Ancak bazen finansal sıkıntının başlangıcı, yeniden yapılandırma çalışmalarının başlangıcı ve bitişi gibi tarihler önemli hale gelebilmektedir. Bu tür durumlarda örneklemin homojenliğini artırmak için örneğin, faiz karşılama oranı (EBITDA/Faizler)⁴²’den küçük olması⁴², tapon tahvil (junk bond) ihraç eden şirketlerden EBITDA’nın herhangi bir yıl faiz harcamalarının %80’inden daha az olması veya iki yıl üst üste 1’den küçük olması⁴³, temerrüde düşme, yasal iflas sürecinde veya özel olarak yeniden yapılandırmaya gitme⁴⁴ gibi bir çok kriterin kullanıldığı görülmektedir. Tablo1’de kullanılan başarısızlık kavramları ve başarısızlık kriterleri toplu olarak verilmektedir.

⁴² Matthias Kahl, "Financial Distress as a Selection Mechanism: Evidence from the United States" (October , 2001). **Finance**.Paper16-01, s.7.,<http://repositories.cdlib.org/anderson/fin/16-01>, 06/04/2004

⁴³Paul Asquith, Robert Gertner ve David Scharfstein, “Anatomy of Financial Distress An Examination of Junk-Bond Issuers”, **Quarterly Journal of Economics**, August, 1994, s. 628.

⁴⁴ Sandeep Dahiya, Anthony Saunders ve Anand Srinivasan, “Financial Distress and Bank Lending Relationships”, **The Journal of Finance**, Vol.58, No.1 2003. s. 377; John C. Easterwood, “Divestments and Financial Distress in Leveraged Buyouts”, **Journal of Banking & Finance**, Vol. 22, 1998, s. 141-142.

Tablo 1. Literatürde Kullanılan Başlıca Başarısızlık Kavramları ve Başarısızlığı Tespit Etmede Kullanılan Kriterler

Yazar adı	Kullanılan kavram	Kullanılan ölçütler
Altman (1984)	İflas	Resmi iflas sürecinde tasfiye edilen veya reorganizasyona tabi tutulan şirketler
Elam*	İflas	İflas yasalarına göre iflas etmiş sayılan firma
Beaver *	Başarısızlık	İflas, tahvil faizinin ödenememesi, karşılıksız çek yazılması, imtiyazlı hisse senetlerine temettü dağıtılamaması
Blum*	Başarısızlık	Vadesi gelen finansal yükümlülükleri ödeyememe, iflas sürecine girme, alacaklılarla borçların azaltılması konusunda açık anlaşma yapma
Deakin*	Başarısızlık	İflas etmiş veya alacaklıların isteği ile tasfiye edilmiş işletme
Taffler*	Başarısızlık	Tasfiye, alacaklıların isteği üzerine tasfiye ve mahkeme kararı ile faaliyetlerine son verme
Canbaş, v.d., (2005)	Başarısızlık	TMSF'ye devredilen bankalar
Yıldız (2001)	Finansal Başarısızlık	İflas, sermayenin yarısını kaybetmiş olma, üst üste üç yıl zarar etmiş olma, borç ödeme zorluğu içinde bulunma, üretimi durdurma, borçların aktifi aşması
Aktaş (1997)	Mali başarısızlık	İflas, üç yıl üst üste zarar ve mali kriz nedeniyle üretimi durdurma
Kısa (1997)	Mali başarısızlık	Faaliyetlerine son veren, merkez bankasınca faaliyetleri durdurulan, bir başka banka ile birleşen ve iflas eden bankalar
Titiz (2000)	Başarısızlık	Cari oranın 1'den küçük olması, özsermaye karlılığının ve satışlardaki büyüme hızının negatif olması, borçlarının toplam kaynaklar içindeki ağırlığının 0,80'den büyük olması
Benli (2006)	Mali başarısızlık	İflas, üç yıl üst üste zarar etme, İMKB'de işlem sırasının kapanması, İMKB de borsa kotundan çıkarma,
Frydman v.d, 1985	Finansal sıkıntı	İflas etmiş firmalar (bölüm 11'e göre yeniden yapılandırılan firmalar da dahil)
John, Lang ve Netter (1992)	Finansal sıkıntı	Düşük kar performansı
Wruck (1990)	Finansal sıkıntı	Nakit akışının cari yükümlülükleri karşılamada yetersiz olması
Gilson, John ve Lang, (1990)	Finansal sıkıntı	Geçmiş üç yıllık düzeltilmemiş hisse senedi fiyat performansı tüm NYSE/AMEX firmalarının %5 alt diliminde olanlar arasından borç yapılandırması, temerrüt veya iflas yaşayanlar
Doumpos ve Zopounidis (1999)	Finansal sıkıntı	Kredi verenlere, imtiyazlı hisse senedi sahiplerine, tedarikçilere v.b. ödemelerin yapılamaması veya yasal iflas sürecine girme
Whitaker 1998	Finansal sıkıntı	Nakit akışı, vadesi gelenleri uzun dönem borçlardan küçük olan firmalar; Nakit akışı net kar + nakit çıkışı gerektirmeyen yükümlülükler
Dahiya v.d. 2003	Finansal sıkıntı	Firmanın tahvil ödemelerinde default olması ve Bölüm 11 için müracaat etmesi
Hing ve Lau (1987)	Finansal sıkıntı	Kar payı ödemesini azaltma veya durdurma, teknik default veya borç ödemede default, yeniden yapılandırma müracaatı, iflas ve tasfiye.
Zmijewski (1984)	Finansal Sıkıntı	İflas yasası çerçevesinde iflas müracaatında bulunan firma
Andrade ve Kaplan (1998)	Finansal sıkıntı	Borç ödemelerinde default (bölüm 11'e başvurma olasılığı) ve borç ödemelerinde yaşanan güçlükten dolayı borçların yeniden yapılandırılması
Easterwood, 1998	Finansal sıkıntı	Bölüm 11 için müracaat eden firmalar, borçlarını özel olarak yeniden yapılandıran firmalar ve nakit akış yetersizliği yaşadığı duyurulan ve bölüm 11 için müracaat edeceği söylenen şirketler
Clark ve Ofek, 1994	Finansal sıkıntı	Yapılandırma öncesindeki yıl %15, üç yıllık süreçte %45 değer kaybeden sıkıntılı şirketler içerisinde, borç ödemelerinde temerrüt yaşayan, borç sözleşmeleri bozulmuş, borcun çevrilmesinde güçlük yaşayan ve faaliyetleri için nakde ihtiyaç duyan şirketler finansal sıkıntılı kabul edilmiştir.

Kaynaklar: * ;Aktaş, 1997; 8 'den alınmıştır

Altman, 1984: 1073; Aktaş, 1997: 8 ve 98; Canbaş, Çabuk ve Kılıç, 2005: 529; Doumpos ve Zopounidis, 1999: 72; Clark ve Ofek, 1994: 543-544; Benli, 2006: 54; Karacabey, 2006: 97; Kısa, 1997; Hing ve Lau, 1987: 127-128; Yıldız, 2001:59; Zmijewski, 1984: 63-64; Frydman, Altman ve Duen-Li Kao, 1985: 278; Dahiya, Saunders ve Srinivasan, 2003: 377; Andrade ve Kaplan, 1998: 1447; Easterwood,1998: 141; Gilson, John ve Lang, 1990: 326; Titiz, 2000: 129;Wruck, 1990; John, Lang ve Netter, 1992:893-895; Whitaker, 1999: 124 adlı kaynaklardan derlenmiştir.

Finansal sıkıntı daha çok vadesi gelen borçları ödeme güçlüğü olarak tanımlandığı için⁴⁵ sıkıntılı firmaların belirlenmesinde finansal sıkıntı için genel olarak incelenen durum temerrüt veya vadesi geldiğinde sözleşmeye dayalı borç yükümlülükleri karşılamadaki yetersizliktir olarak karşımıza çıkmaktadır.⁴⁶ Ancak bu durumları ortaya koyabilmek için kullanılan ölçütler farklılaşabilmektedir. Örneğin Andrade ve Kaplan (1998) finansal olarak sıkıntılı bir firmayı borç ödemelerini yerine getiremeyen bir firma olarak tanımlamakta ve finansal sıkıntının ölçütü olarak faiz, vergi, amortisman v.b. öncesi karların toplam faiz harcamalarını karşılamaya yetmemesini göstermektedirler.⁴⁷ Kahl (2001) ise , faiz karşılama oranı 1 den küçük firmalar arasından bölüm 11'e müracaat eden, temerrüde düşen veya temerrütten kaçınmak için yeniden yapılandırmaya giren firmaları "finansal sıkıntılı" kabul etmiş ve finansal sıkıntının başlangıç yılını da bu işlemlerin yapıldığı yıl olarak almıştır.⁴⁸

Whitaker(1999) ise, finansal sıkıntıya girişle ilgili genel ölçütün temerrüt veya vadesi gelen borç yükümlülüklerini karşılamada yetersiz olmak olarak çeşitli çalışmalarda tanımlandığını, ancak finansal sıkıntının etkilerinin firma temerrüde düşmeden çok daha önce ortaya çıkmaya başladığını belirtmektedir. Bu görüşünü desteklemek için de finansal sıkıntıdan dolayı ortaya çıkan firma değerindeki düşüşlerin temerrüt veya iflastan sonraki dönemde değil temerrüt öncesinde gerçekleştiğini belirtmektedir. Buna göre Whitaker finansal sıkıntıya girişteki ilk yıl nakit akışı vadesi gelen uzun dönem borç ödemelerinden küçük olduğu yıl olarak tanımlamış ve bu kritere uyan işletmeler arasından finansal sıkıntıyı garanti etmek için de başka bir seçim kriteri olarak sektöre göre piyasa değerinde veya piyasa

⁴⁵ Bu tanımlı kullanan çalışmalar arasında Richard B. Whitaker, "The Early Stages of Financial Distress", **Journal of Economics and Finance**, Vol. 23, No.2 1999; Sandeep Dahiya, Anthony Saunders ve Anand Srinivasan, "Financial Distress and Bank Lending Relationships", **The Journal of Finance**, Vol.58, No.1 2003; Gregor Andrade ve Steven Kaplan, "How Costly Financial (not Economic) Distress? Evidence from HLT that Become Distress", **The Journal of Finance**, Vol.53, No.5, 1998; Patrick A. Gaughan, **Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring**, 3.b., John Wiley and Sons Inc., USA, 2002; Karen Hopper Wruck "Financial Distress, Reorganization and Organizational Efficiency", **Journal of Financial Economics**, Vol.27, 1990 sayılabilir.

⁴⁶ Bu duruma örnek olarak b.k.z.; Kent Clark ve Eli Ofek, "Mergers as a Means of Restructuring Distressed Firms: An Empirical Investigation", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 29, No.4, 1994, s. 543-544; Gilson ve diğerleri, a.g.m., s. 326; Whitaker, a.g.m., s.124; Andrade ve Kaplan, a.g.m., s.1447.

⁴⁷ Andrade ve Kaplan, a.g.m., s. 1447.

⁴⁸ Kahl, a.g.m., s. 6-7.

değerinde düşüş yaşayan işletmeleri inceleme kapsamına dahil etmiştir. Whitaker(1999) yetersiz nakit akışının borç ödemede temerrüt için gerekli bir şart olduğunu ancak yeterli olmadığını ifade etmektedir. Buna göre nakit akışı cari borç ödemelerini aştığı sürece firmalar ödeme yapmak için fon bulabilirler. Bununla birlikte yetersiz nakit akışı “ödeyememe” için yeterli değildir. Firmalar nakit elde etmek için çeşitli seçenekleri devreye sokarak borç ödeyememe durumundan kaçınabilirler. Bu seçenekler arasında stok seviyesini azaltmak, ticari kredilerin vadesini uzatmak, banka kredisinden yararlanmak, temerrüt öncesi borç ödemelerini yeniden yapılandırmak sermaye artırmak veya varlık sayılabilir. Eğer yetersiz nakit akışı devam ederse firma temerrüt durumuna düşer⁴⁹.

Clark ve Ofek (1994), sıkıntılı ve satın alınan şirketleri inceledikleri çalışmalarında, “sıkıntı” ölçütü olarak satın almadan önceki yılda piyasaya göre düzeltilmiş getirinin %15’den düşük olması veya önceki üç yıllık getirinin %45’den küçük olması (kısa ve uzun dönem sıkıntı) ölçütlerini temel almışlardır. Bazı şirketler için finansal sıkıntılı şirket kavramını kullanarak finansal ve ekonomik sıkıntı arasında üstü kapalı bir ayırım yapmışlardır. Buna göre, finansal sıkıntılı şirketler için borç geri ödemelerini yerine getiremeyen ve sözleşmeleri bozulan, temerrüde düşen, resmi yeniden yapılandırma için müracaat eden şirketler gibi kriterler kullanılmışlardır.⁵⁰

Bazı çalışmalarda ise kullanılan kriterler daha farklı olabilmektedir. Gilson, John ve Lang (1990) şirketlerin borçlarını özel olarak yeniden yapılandırma veya Bölüm 11’e müracaat ederek yapılandırma olasılıklarını incelerken sıkıntılı şirketlerin seçiminde geçmişteki zayıf hisse senedi performansını temel almışlardır. Finansal sıkıntılı firmanın tanımlanmasında belirleyici değişken olarak ilk önce geçmiş üç yıllık birikimli hisse senedi getirisini kullanmışlardır. Buna göre firmaların geçmiş üç yıllık düzeltilmemiş hisse senedi fiyat performansı yıl sonu itibari ile tüm NYSE/AMEX firmalarının alttaki %5’lik diliminde olanlar tespit edilmiş ve bu grup içerisinde 5 yıllık bir zaman diliminde temerrüt yaşayan, iflas müracaatında bulunan

⁴⁹ Whitaker, a.g.m., s. 123-124.

⁵⁰ Clark ve Ofek, a.g.m., s. 543-544

veya borç yapılandırmasına giden şirketler finansal sıkıntılı şirketler olarak kabul edilmiştir.⁵¹

Easterwood (1998), Bölüm 11 için müracaat eden firmalar veya borçlarını yeniden yapılandıran firmaları finansal sıkıntılı kabul ederken finansal sıkıntının başlangıcını firmaların müracaatından veya özel borç yeniden yapılandırmasından iki yıl öncesi olarak belirlemiştir. Bunun gerekçesini ise bölüm 11 müracaatında bulunan firmaların finansal sıkıntılarının genelde iki yıl önceden başlaması şeklinde belirtmektedir.⁵²

Finansal sıkıntılı işletmeleri belirlemek için, daha önce iflas tahmini çalışmalarında oluşturulmuş modelleri kullanarak örneklem oluşturmak da başvurulan yöntemlerden biridir. Örneğin Chen ve Merville (1999) Altman'ın Z skor modelinden yararlanarak finansal sıkıntılı işletmeleri tespit etmiş ve bu firmalar için finansal sıkıntı maliyetlerini araştırmıştır.⁵³

Bu örnekleri artırmak mümkündür. Tablo.1'de de görüleceği gibi finansal sıkıntıyı tespit etmenin en uygun yolu hakkında finans literatüründe görüş birliği bulunmamaktadır. İlgili çalışmalarda, çalışmanın amacına, gerekli olan örneklem büyüklüğüne, elde edilebilecek verilere göre farklı kriterler oluşturulmaktadır. Yapılan tanımlar ve kullanılan kriterler üç yıl üst üste zarardan, borçları ödeyememe, tahvil faizleri ödeyememe, imtiyazlı hisse senetlerine temettü dağıtılamama, yeniden yapılandırmaya gitme, düşük hisse senedi performansına sahip olma ve borsa kotundan çıkarılmaya kadar birbirinden farklı durumları ifade edebilmektedir.

Ülkemizde başarısızlık çalışmalarında ise mali başarısızlık kavramı ön plana çıkmaktadır. Bu çalışmalar finansal başarısızlığın tahminine yöneliktir. Genel olarak bakıldığında bu çalışmaların bazıları yalnızca bankacılık sektörü inceleme kapsamına almışken⁵⁴ bazı çalışmaların mali sektör dışındaki sektörler inceleme

⁵¹ Gilson ve diğerleri, a.g.m., s. 326.

⁵² Easterwood, a.g.m., s.141.

⁵³ G. M. Chen ve L. J. Merville, "An Analysis of the Underreported Magnitude of the Total Indirect Costs of Financial Distress", **Review of Quantitative Finance and Accounting**, No.13, 1999, s.278-279

⁵⁴ Abdulgaffar E. Ağaoğlu, "Türkiye'de Banka İşletmelerinin Ekonomik Analizi ve Gelişme Eğilimi" **Yayınlanmamış Doktora Tezi**, Ankara, 1989; Serpil Canbaş, Atlan Çabuk ve Süleyman Bilgin Kılıç, "Prediction of Commercial Bank Failure Via Multivariate Statistical Analysis of Financial Structures: The Turkish Case", **European Journal of Operational Research**, No.166, 2005.

kapsamına alındığı,⁵⁵ ve bazen de önemli ağırlığa sahip bazı sektörlerin incelendiği⁵⁶ görülmektedir. Kullanılan kriterler açısından bakıldığında ise tablo 1'den de görüleceği gibi, incelenen sektöre göre örneğin TMSF'ye devredilen bankalar, iflas, sermayesinin yarısını kaybetmiş dönem ve geçmiş yıllar zararlarının aktif toplamının %10'nu bulması, üç yıl üst üste zarar etmiş olmak, borç ödeme zorluğu içine düşmüş olma, üretimi durdurma, borçların aktifi aşması v.b. farklı kriterlerden yararlanılmaktadır.

1.3. Finansal Sıkıntının Nedenleri

İşletmeleri genel anlamda başarısızlığa sürükleyen nedenler, işletmeye bağlı (içsel) nedenler ve işletme dışından kaynaklanan (dışsal) nedenler şeklinde ikiye ayrılabilir. İşletmeye bağlı nedenler arasında, büyümeyi finanse edebilecek tutarda özkaynağa sahip olamama ve kaldıraçtan aşırı yararlanma, kuruluş yeri seçimindeki hatalar, müşteri beklentilerini karşılayamama, aşırı duran varlık yatırımı vb. sayılabilir. İşletme dışından kaynaklanan nedenler ise ekonomik, toplumsal ve yasal çevredeki değişimler şeklinde sıralanabilir.⁵⁷ Bu faktörler genel olarak işletmenin başarısızlığında diğer bir ifade ile ekonomik ve/veya finansal sıkıntıya düşmesinde rol oynayan faktörlerdir.

Başka bir sınıflandırmaya göre de işletmeleri finansal sıkıntıya götüren nedenleri sektörde yaşanan olumsuzlukların (dışsal nedenlerin) tetiklediği ekonomik sıkıntı sonucu ortaya çıkan finansal sıkıntı ve içsel nedenleri ifade eden kötü yönetimden dolayı ortaya çıkan finansal sıkıntı şeklinde sınıflandırmak mümkündür.⁵⁸ Kötü yönetim işletmenin ekonomik başarısızlığa ve arkasından finansal sıkıntıya düşmesine neden olabileceği gibi, örneğin başlı başına aşırı kaldıraç

⁵⁵ Bu çalışmalar için bkz., Ramazan Aktaş, Mete Doğanay ve Birol Yıldız, "Mali Başarısızlığın Öngörülmesi: İstatistiksel Yöntemler ve Yapay Sinir Ağı Karşılaştırması" **SBF Dergisi**, Cilt: 58 Sayı: 4, 2003; Benli, a.g.m., s.54.

⁵⁶ Mehmet Bolak, "Firma Başarılarının Değerlendirilmesinde Çok Değişkenli bir Model Önerisi Sektörel Bir Uygulama" **Banka ve Ekonomik Yorumlar**, Haziran, 1987; İsmet Titiz, Kriz Dönemlerinde Mali Oran Analiz Temelli Erken Uyarı Sisteminin İşletme Başarısının Belirlenmesinde Kullanılması, **Yayınlanmamış Doktora Tezi**, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta, 2000, s. 129.

⁵⁷ Güven Sayılğan, **Soru ve Yanıtlarıyla İşletme Finansmanı**, Turhan Kitabevi, Ankara, 2003, s. 285-286.

⁵⁸ Wruck, a.g.m., 433.

da işletmenin ekonomik sıkıntı yaşamadan önce finansal sıkıntıya düşmesine yol açabilir. Dolayısıyla işletmenin içsel nedenlerden kaynaklanan performans düşüşünü ve kaldıraç kötü yönetim başlığı altında toplamak mümkündür.⁵⁹

Ekonomik ve finansal başarısızlık kavramlarının birbirinden ayrılmasının gerekliliğini savunan ve bu iki kavramın ayrı ayrı anlamları olduğunu belirten Andrade ve Kaplan (1998) finansal olarak sıkıntılı bir işletmeyi borç ödemelerini yerine getiremeyen işletme olarak tanımlarken, sürekli olarak faaliyet zararı ortaya çıkan işletmeyi ekonomik olarak sıkıntılı işletme şeklinde tanımlanmaktadır.⁶⁰ Bu tanımdan hareket edildiğinde Whitaker (1999) tarafından da belirtildiği gibi, pozitif net değere sahip, ekonomik katma değer yaratma gücü olan, varlıkların değeri borçların değerini aşan bir başka ifade ile ekonomik anlamda sıkıntılı olmayan bir işletme de örneğin aşırı kaldıraçtan dolayı finansal sıkıntıya düşebilir.⁶¹ Bu durumun tersi bir durumun da yaşanabileceğini belirtmek gerekir. İşletme bir birkaç yıldır ekonomik anlamda başarısız olabilir ancak ödenmesi gereken borcun az olmasından dolayı finansal güçlük yaşamamış olabilir. Dolayısıyla finansal sıkıntıya giriş nedenleri ikiye ayrılabilir. Bunlar, işletmenin ekonomik performansındaki düşüşten veya yetersizlikten kaynaklanan finansal sıkıntı ve aşırı kaldıraç da içeren kötü yönetimden dolayı ortaya çıkan finansal sıkıntıdır.

1.3.1. Finansal Sıkıntının Dışsal Nedenleri

Dışsal nedenler, şirketin kontrolü dışında gelişen ve işletmeyi genel anlamda başarısızlığa götüren nedenlerdir. Bunlar arasında şirketin içinde bulunduğu piyasadaki ekonomik çöküş-durgunluk, rekabetteki artış, devlet düzenlemeleri, teknolojik değişme veya iş yasalarında yapılan düzenlemeler sayılabilir. İnceleme sonuçları bu dışsal faktörlerin bir bütün olarak önemli olduğunu göstermektedir. Örneğin Kanada'da işletme iflasları ile ilgili olarak yapılan bir istatistikte incelenen firmaların %68'inin içinde buldukları pazarın ekonomik gerilemesinden etkilendikleri gözlenmiştir. İlave olarak, rekabetteki artış ve ana tüketicilerin

⁵⁹ Whitaker, a.g.m., 123-127.

⁶⁰ Andrade ve Kaplan, a.g.m., s. 1487.

⁶¹ Whitaker, a.g.m., s.124.

kaybedilmesi veya talepteki dalgalanma gibi dışsal faktörlerin de önemli olduğu sonucuna varılmıştır.⁶²

Aynı şekilde herhangi bir yılda finansal sıkıntıya düşen işletmelerin oranı ile faiz oranındaki değişimler, ekonomik faaliyetlerin seviyesindeki değişimler gibi makro ekonomik faktörler arasında yüksek bir ilişki olduğu konusunda bulgular vardır. 1997-1998 yıllarında yaşanan Asya Krizi'nde krizin başlamasından sonra finansal sıkıntıya düşen ve iflas eden şirketlerin sayısının önemli ölçüde arttığı gözlenmiştir. 5 Güneydoğu Asya ülkesindeki borsalara kayıtlı 1472 şirketi inceleyen Claessens ve diğerleri (2003) bu firmaların 644 tanesinin (toplam firma sayısının %43,7'si) kriz döneminde finansal sıkıntıya düştüğünü belirlemiştir. Finansal sıkıntıya girişin, faiz karşılama oranının 1'in altına düşmesi olarak tanımlandığı çalışmada sıkıntılı firmaların %12,8'inin iflas için başvurduğunu tespit edilmiştir. Bu oran Tayland ve Kore'de daha da artmaktadır. Örneğin Tayland'da 362 şirketin 146 tanesi finansal sıkıntıya düşerken bunların 33 tanesi (%22,6) iflas müracaatında bulunmuştur. Aynı şekilde Kore'de de 282 firmanın 116 tanesinin finansal sıkıntıya düştüğü tespit edilmiş ve bu firmaların 26 tanesi (%22,4) iflas için müracaat etmiştir. Bu şirketlerin önemli bir kısmı 1998 yılının ikinci yarısında iflas için müracaat etmişlerdir.⁶³ Bu sonuçlar finansal krizin ve dolayısıyla dışsal etkenlerin firma başarısızlığı üzerine etkisini göstermesi bakımından önemlidir.

Ayrıca Denis ve Denis (1995) tarafından yapılan, büyük oranda borç kullanarak sermaye yapısını yeniden düzenleyen 29 şirketin finansal sıkıntıya düşüş nedenlerinin incelendiği çalışmada, şirketlerin büyük çoğunluğunun sektörden kaynaklanan düşük faaliyet performansına sahip oldukları tespit edilmiştir. Böylece finansal sıkıntının geniş, ölçüde sektörde yaşanan problemlerin sonucunda ortaya çıkan; düşük faaliyet performansından kaynaklandığı sonucuna varılmıştır.

⁶² John Baldwin, Tara Gray, Joanne Johnson, Jody Proctor, Mohammed Rafiquzzaman, David Sabourin, **Failing Concerns: Business Bankruptcy in Canada**, Statistics Canada, Catalogue no. 61-525-XIE, 1997, s.23; <http://dsp-psd.tpsgc.gc.ca/Collection/Statcan/61-525-X/61-525-XIE1997001.pdf>, 04/07/2004.

⁶³ Stijn Claessens, Simeon Djankov ve Leora Klapper, "Resolution of corporate distress in East Asia", **Journal of Empirical Finance**, Vol.10, 2003, s. 209.

Çalışmada, bu işletmeler için finansal sıkıntının birincil nedeni olarak beklenmedik makroekonomik gelişmeler gösterilmiştir.⁶⁴

1.3.2. Finansal Sıkıntının İçsel Nedenleri

İşletmelerin kontrolü dışındaki dışsal faktörlerin yanı sıra kontrolü altındaki içsel faktörler de finansal ve ekonomik sıkıntıya yol açabilir. Bu faktörler arasında, pazardaki ve teknolojideki değişmeye karşılık verememe, hızlı büyüme, büyük bir projeyi başlatma veya zamanlama hatası yapma, aşırı kaldıraç kullanımı, yetersiz finansal yapı, çok az sayıda tüketici veya tedarikçiye aşırı bağımlılık gibi yönetim hatalarından, yönetimin tecrübesizliğinden ve kötü yönetim sergilemekten kaynaklanan faktörler yer alır.⁶⁵ Tüm bu faktörler firmanın ekonomik sıkıntıya düşmesine ve ardından finansal sıkıntıya düşmesine yol açabileceği gibi, firmanın doğrudan finansal sıkıntı ile karşılaşmasına ve finansal sıkıntının etkisi ile ekonomik sıkıntıya düşmesine de yol açabilir.

Örneğin Andrade ve Kaplan (1998) tarafından yüksek kaldıraçlı satınalma işlemi (highly leveraged transaction-HLT) yaşamış şirketler üzerinde yapılan ve yalnızca “finansal sıkıntı”nın nedenlerinin incelendiği çalışmada Denis ve Denis (1995)’in yaptığı çalışmadan elde edilen sonuçların tersi sonuçlar elde edilmiştir. Örneklemi oluşturan işletmelerin finansal sıkıntının ilk yılında Vergi, Faiz ve Amortisman Öncesi Kar (EBITDA)/Satışlar oranının medyanı %9,8’dir. Karşılaştırma için oluşturulan endüstri grubu için ise bu oranın medyanı %8,5’dir. Sıkıntılı firmaların medyanı endüstri medyanını geçmektedir. Diğer bir ifade ile 31 şirketin tümü pozitif faaliyet karına sahiptir ve finansal olarak sıkıntılı olmasına rağmen endüstrideki benzer işletmelerden finansal sıkıntıya giriş aşamasında daha yüksek karlılığa sahiptir. Bu durum çalışmada finansal sıkıntılı ama ekonomik olarak sıkıntısız işletme örneklemi oluşturma çabasının bir başarısı olarak gösterilmektedir. Çalışmada finansal sıkıntıya yol açan nedenlerin belirlenmesi amacıyla sıkıntıya yol açabileceği düşünülen 4 faktör incelenmiştir. Bunlar: sektör performansı, işletme

⁶⁴David J. Denis ve Diane K. Denis, “Causes of Financial Distress Following Leveraged Recapitalizations”, *Journal of Financial Economics*, No.27, 1995, s. 129.

⁶⁵ J.M. Samuels, F.M. Wilkes ve R.E. Brayshaw, *Management of Company Finance*, 6.b. Chapman& Hall Inc., London, 1995.s. 922.

performansı, kısa dönem faiz oranlarının değişimi ve şirketin borçlanma düzeyidir. Araştırmada finansal sıkıntının birincil nedeninin yüksek kaldıraç olduğu sonucuna varılmıştır. Finansal sıkıntıya düşüşte, işletmenin faaliyet performansının, sektör performansının ve faiz oranlarındaki değişimin etkisinin ise önemli olmadığı belirtilmektedir.⁶⁶

Finansal sıkıntının kaynaklarından biri olan kötü yönetim bir optimal politikayı gereği gibi uygulama veya değerlendirmede yöneticilerin yetersiz kalmasıdır. Bu yetersizlik eksik iç kontrol sisteminden, bilgiye ulaşmadaki yetersizlikten, kötü organizasyonel yapıdan, eksik veya hatalı personel politikasından, yetersiz karar alma süreç ve kriterlerinden veya yönetimin beceriksizliğinden kaynaklanabilir. Eğer bir şirket sektördeki diğer iyi yönetilen rakiplerinden daha kötü yönetiliyorsa performansı da sektördeki rakiplerine göre daha düşük olacaktır.⁶⁷ Dun&Bradstreet's tarafından yapılan bir incelemede tüm başarısızlıkların yaklaşık %44'ünün, tecrübe ve bilgi eksikliği veya yeteneksizlik sonucu ortaya çıktığı belirtilmiştir.⁶⁸

Kötü yönetimin göstergelerine arasında tek kişi egemenliği, dengesiz oluşturulmuş yönetim kurulu ve üst yönetim takımı, işletmedeki yetersiz finansman fonksiyonu v.b. sayılabilir. Bu sorunlardan bir veya daha fazlasının yaşandığı işletmelerin başarısız olacağını söylemek güçtür. Ancak, başarısız olan işletmelerin büyük bölümünde bu sorunlardan bir veya daha fazlasının mevcut olduğunu belirtmek gerekmektedir. Örneğin, başarılı olan ve uzun bir süreden beri başarısını devam ettiren tek kişinin egemen olduğu bazı işletmeler vardır. Fakat başarısız işletmeleri önemli bir bölümünde de tek kişi egemenliği bulunmaktadır.⁶⁹

Yönetimin tecrübesizliği ve başarısızlık arasındaki ilişkiyi ortaya koymada başarısızlık yaşayan işletmelerin, diğer işletmelere göre daha genç işletmeler olduğu yönündeki istatistikler önemli bir bulgu olarak kullanılmaktadır.

⁶⁶ Andrade ve Kaplan, a.g.m., s. 1450.

⁶⁷ Whitaker, a.g.m., s. 125-126.

⁶⁸ Altman, a.g.e., s.17.

⁶⁹ Samuels ve diğerleri, a.g.e., s. 922.

Dun&Bradstreet's tarafından yapılan istatistik, bu durumu destekler niteliktedir. Buna göre genç, tecrübesiz, yetersiz sermayeli işletmelerin, eskiden beri sektörde faaliyetlerde bulunan benzer işletmelere göre başarısız olma olasılığı çok daha fazladır. Yapılan istatistikte, tüm başarısızlıkların %50'den fazlasının, işletmenin sektöre girdiği ilk 5 yılında ortaya çıktığı görülmektedir.⁷⁰

Tablo 2. İşletmelerin Başarısızlıklarında Yaş

Yaş (yıl)	Toplam başarısızlık içindeki oran	
	1980	1990
İlk 3 yılda başarısızlık oranları	25,8	31,4
İlk 5 yılda başarısızlık oranları	53,6	49,8
İlk 10 yılda başarısızlık oranları	81,7	74,1
10 yılın üzeri	18,3	25,9
TOPLAM	100,0	100,0
Toplam Başarısız İşletme Sayısı	11742	60432

Kaynak: Edward I. Altman, **Corporate Financial Distress and Bankruptcy: A Complete Guide to Predicting and Avoiding Distress and Profiting from Bankruptcy**, 2.Ed., John Wiley& Sons Inc., 1993, s.18.

Yönetimle ilgili başarısızlıkları yaşanmasına neden olan bir diğer faktör de yetersiz yönetim bilgi sistemlerinin bulunmasıdır. İşletmenin karar alıcılarının ciro, nakit akışı, karlılık oranları, borçlanma seviyesi v.b. gibi bilgilere sahip olması isabetli kararlar almaları açısından önemlidir. Başarısızlık sonrasında işletmeler incelendiklerinde, genelde yetersiz (kalitesiz) maliyet muhasebesi bilgisinden dolayı, maliyetlerle ilgili doğru bilgi eksikliği, yetersiz bütçe kontrolü, hatalı nakit akış tahminleri, yetersiz çalışma sermayesi kontrolü gibi sorunlarının olduğu ortaya çıkmaktadır.⁷¹

Whitaker (1999)'ın finansal sıkıntılı işletmeler üzerine yaptığı çalışmada örnek kapsamına aldığı bir çok işletmenin, ekonomik sıkıntıdan çok kötü yönetimden dolayı finansal sıkıntıya düştüğü görülmektedir. Kötü yönetimin göstergesi olarak işletmenin faaliyette bulunduğu sektöre göre performansındaki düşüş trendinin kullanıldığı ve 267 finansal sıkıntılı işletmenin incelendiği çalışmada, yalnızca ekonomik sıkıntıdan dolayı finansal sıkıntıya düşen işletmelerin örneklemedeki payı

⁷⁰ Altman, a.g.e., s.18

⁷¹ Samuels ve diğerleri, a.g.e., s. 922-923.

% 9,4 iken, kötü yönetimden dolayı finansal sıkıntıya düşen işletmelerin oranı %39,3 olarak bulunmuştur. Hem ekonomik sıkıntı hem de kötü yönetimin olduğu işletmeler %37 paya sahiptir. Ne ekonomik sıkıntı ne de kötü yönetim olmadan finansal sıkıntı yaşayan işletmelerin oranı ise %13,8'dir. Kötü yönetimin toplam etkisi %76'ya ulaşmaktadır.⁷² Buradan da görüleceği gibi Whitaker (1999) finansal sıkıntıyı, endüstrideki gerilemenin performansta yaratacağı olumsuz etkiye ve kötü yönetime bağlamakta ve aşırı borçlanmayı kötü yönetimin sonucu olarak işletmeyi finansal sıkıntıya götüren bir faktör olarak ele alınmaktadır.

Benzer bulgulara Asquith ve diğerleri (1994) tarafından yapılan çalışmada da elde edilmiştir. Çalışmada yüksek faiz giderleri, sektöre göre düşük faaliyet performansı ve sektördeki gerilemenin finansal sıkıntıya etkileri incelenmiştir. Çalışmada ekonomik sıkıntı olarak adlandırılan hem düşük şirket performansının hem de düşük sektör performansının finansal sıkıntının temel nedeni olduğu sonucuna ulaşmıştır. İşletmenin kaldıraç seviyesi, nakit akış yetersizliğinin %21'ini açıklayabilmektedir ve diğer iki faktöre göre finansal sıkıntıya düşüşte daha az önemlidir.⁷³ Tüm bu sonuçlar Andrade ve Kaplan'ın (1998) elde ettiği sonuçlarla uyumlu değildir. Andrade ve Kaplan bu durumun kendi örneklemelerinin seçimindeki başarıya bağlamakta ve örnekteki firmaların geniş ölçüde ekonomik değil finansal sıkıntı yaşayan firmalardan oluşmasının bu sonucu doğurduğunu belirtmektedir.⁷⁴

İyi yönetilen fakat sektördeki bir gerileme sonucu finansal sıkıntıya düşen işletmelerin, kötü yönetimin etkisi ile finansal sıkıntıya düşen işletmelere göre "yönetimin uyguladığı iyileştirici önlemlerden" sonuç elde etme şansı daha azdır. İyileştirici yönetim faaliyetleri sektördeki bir düşüş sonucunda finansal sıkıntıya düşen işletmelerin değil; geçmişte kötü yönetildiği için finansal sıkıntıya düşen işletmelerin sektöre göre düzeltilmiş piyasa değerlerindeki gelişme ve iyileşmenin önemli bir belirleyicisidir. Sektörün ekonomik şartlarındaki iyileşme ise geçmişte kötü yönetilen ve bundan dolayı finansal sıkıntıya düşen şirketlerin değil; ekonomik

⁷² Whitaker, a.g.m., 123-127.

⁷³ Asquith ve diğerleri, a.g.m., s. 632-634.

⁷⁴ Andrade ve Kaplan, a.g.m., s. 1450.

sıkıntıdan dolayı finansal sıkıntıya düşen şirketlerin iyileşmesinde önemli bir faktördür.⁷⁵ Tüm bu çalışmalar finansal sıkıntıya düşüş nedenleri hakkında fikir vermekle birlikte, çalışmalarda kötü yönetimin veya sektördeki gerilemenin finansal sıkıntıya girişteki görece önemi ile ilgili kesin bulgular henüz elde edilememiştir.

Sonuç olarak finansal sıkıntının nedenleri üzerinde yapılan çalışmalarda 3 konunun öne çıktığı görülmektedir. Bunlar, sermaye yapısı (özellikle kaldıraçtan aşırı yararlanma durumu), kötü yönetim veya firmanın ortalama sektör performansına göre düşük performans göstermesi ve sektördeki olumsuz gelişmelerdir.

1.4. Sermaye Yapısı Kararları ve Finansal Sıkıntı İlişkisi

İflas konusu ve iflasın sermaye yapısı üzerine etkisi, Modigliani ve Miller (MM)'in iflas maliyetlerini açık bir şekilde dikkate almadıkları ilk çalışmalarına kadar götürülebilir.⁷⁶

MM, şirketin karının vergilendirildiği ve faiz ödemelerinin vergi matrahından indirilebildiği bir ortamda şirketin optimum sermaye yapısının hemen hemen tamamının borçtan oluşacağını ileri sürmektedir.⁷⁷ Modigliani ve Miller'in bu görüşünü test etmek amacı ile bir çok çalışma yapılmış ve borç ile firma değeri arasında bir pozitif ilişki gözlenmiştir. Örneğin sermaye yapısının firma değeri üzerine etkisini araştıran Masulis (1983) borç ile hisse senedi değişim tekliflerini incelemiş ve sermaye yapısında borç oranını artıran hisse senedi karşılığı borçlanma şeklindeki değişim tekliflerine piyasanın önemli pozitif tepki verdiğini ortaya koymuştur. Çalışmada bu sonucun vergi kalkını ile ilgili sermaye yapısı teorileri ile uyumlu olduğunu artan borç oranının piyasada olumlu algılandığını belirtilmektedir.⁷⁸ Bununla birlikte ampirik çalışmalar aynı sektörde bulunan firmaların benzer sermaye yapılarına sahip olduğunu göstermektedir. Bu durum sektörden sektöre farklılık

⁷⁵ Whitaker, a.g.m., s. 123-124

⁷⁶ Edward Altman, "A Further Empirical Investigation of The Bankruptcy Cost Questions", **The Journal of Finance**, Vol.39, No.4, 1984, s. 1067.

⁷⁷ Frederick C. Scherr, "The Bankruptcy Cost Puzzle", **Quarterly Journal of Business and Economics**, Vol. 27, No. 3, 1988, s. 147.

⁷⁸ Ronald W. Masulis, "The Impact of Capital Structure Change On Firm Value: Some Estimates", **Journal of Finance**, Vol. 38, No. 1, 1983, s. 107.

gösteren optimal bir sermaye yapısının varlığına da işaret etmektedir.⁷⁹ Sermaye yapısını belirleyen faktörleri açıklamaya yönelik bir çok çalışma yapılmıştır. Aşağıda sermaye yapısını açıklamaya yönelik teoriler ve finansal sıkıntı ile ilişkileri ele alınmaktadır.

1.4.1. Temsil Maliyetleri

Sermaye yapısı kararları üzerinde etkili olan faktörlerden biri temsil maliyetleridir. Temsil maliyetleri sermaye yapısının önemli bir belirleyicisidir ve temsil probleminin üç yönü bulunmaktadır. Bunlardan ilki riski aktarma (risk shifting), ikincisi düşük yatırım (under investment) ve üçüncüsü de serbest nakit akışı hipotezidir. Riski aktarma hipotezi hissedarların tahvil- borç sahiplerini tahvil (borç) ihraç ederek kendi çıkarları doğrultusunda kullanma güdüsünde olduğunu ileri sürmektedir. Hissedarlara hesap verme durumunda olan yöneticilerin ise firmanın toplam değeri yerine hissedarların değerini maksimum yapacak yatırımlara girişme olasılığı yüksektir. Hisse senedi bir satın alma opsiyonu olarak değerlendirilebileceği için, borcun değerinde bir düşüş yaşatabilecek ama buna karşılık hisse senedi değerini az da olsa artırabilecek riskli negatif net değere sahip projelere girişebileceklerdir. Bu durum aşırı yatırım (over investment) problemi olarak bilinir ve finansal sıkıntıya düşen firmalarda çok fazla karşılaşılır. Bu yüzden genelde bu noktadaki çatışma ile ilgili sorunların ortaya çıkardığı maliyetler dolaylı iflas maliyetleri içerisinde sınıflandırılır. Borçlanma yoluyla riskin karşı tarafa yıkılması problemi firmaların borcu gerçeğe uygun borçlanma maliyetinden artırmalarını zorlaştırır.⁸⁰

Vekalet problemi ile ilgili bir diğer nokta ise düşük yatırım sorunudur. Düşük yatırım sorunu yöneticilerin, pozitif net bugünkü değere sahip olan borcun değerini artırmakla birlikte özkaynak değerinde daha küçük bir düşüş meydana getirecek projelerden kaçınmaları ile ilgilidir. Bu uzağı görememe (miyopluk) durumunu, hissedarların, projenin finanse edildiği borcun vadesi geldiğinde projeden henüz bir

⁷⁹ Scherr, a.g.m., s. 147.

⁸⁰ Wolfgang Drobetz, Roger Fix, "What are the Determinants of the Capital Structure? Some Evidence for Switzerland", **WWZ/Department of Finance**, Working Paper No. 4/03, 2003, s. 4. <http://www.wwz.unibas.ch/cofi/publications/papers/2003/04-03.pdf>, 04/06/2004.

geri dönüşüm (gelir) elde etme olasılıkları yoksa ortaya çıkmaktadır.⁸¹ Düşük yatırım problemi de eğer finansal sıkıntı durumunda şirketin yöneticileri default olasılığını gördükleri andan ve defaultun fiilen gerçekleştiği zamana kadar geçen sürede yatırım kararlarını kontrol ediyorsa ortaya çıkmaktadır. Hem aşırı yatırım hem de düşük yatırım problemi firmanın finansal sıkıntıya düştüğü zamanlarda ortaya çıkmaktadır. Finansal sıkıntı maliyetleri içerisinde yer alan bu iki durum şirketin sahipleri ve borç verenler arasındaki çıkar çatışmasından kaynaklandığı için temsil maliyetleri olarak da adlandırılmaktadır.⁸²

Temsil maliyetleri ile ilgili sayılan üçüncü bir görüş serbest nakit akışları teorisidir. Buna göre işletmeye önemli ölçüde ve düzenli nakit girişi varsa, yüksek kaldıracın işletme yöneticilerini disipline ederek değer yaratma etkisi olacaktır. Serbest nakit akışı tüm pozitif net değere sahip projeleri finanse etmek için gereken nakitten fazla olan nakit akışıdır. Büyük tutarda serbest nakit akışına sahip şirketlerde yöneticiler ve hissedarlar arasında temsil sorunu ortaya çıkmaktadır. Bu durum, yöneticilerin sermaye maliyetinin altında yatırımlara girişmesine ve fazla nakit akışını organizasyonel etkinliği kötüleştirecek şekilde israf etmelerine yol açmaktadır. Öyle ki, yöneticiler, şirketin kaynaklarını verimli alanlarda kullanmakta daha az çaba harcayarak, bu kaynakları örneğin şirkete helikopter olarak adeta bir imparatorluk kurmak güdüsüyle kendi çıkarları doğrultusunda kullanırlar. Düzenli ve büyük tutarda serbest nakit akışına sahip şirket yöneticileri, düşük ama pozitif getirili projelere yatırım yapmak yerine, kar payı ödemelerini artırma veya hisse senetlerini geri satınalma gibi nakit ödemelere gidebilirler. Kaldıracın artması ise serbest nakit akışlarının işaret ettiği bu problemlerin giderilmesinde etkili olabilmektedir. Böylece borç her şey yolunda giden şirketler için yöneticilerin isteğe bağlı olarak harcayabilecekleri serbest nakit akışlarını azaltmak suretiyle serbest nakit akışlarından kaynaklanan temsil maliyetlerini düşürür.⁸³

⁸¹ Drobetz ve Fix, a.g.e., s. 4.

⁸² William M. Megginson, **Corporate Finance Theory**, Addison- Wesley Inc., 1997, s. 332-333.

⁸³ Drobetz ve Fix, a.g.e., s. 5-6.

Böylece Modigliani ve Miller (1963) tarafından belirtilen, faizin ödenecek vergiyi azaltması sonucu ortaya çıkan borçlanmanın değer artırıcı yönünün yanında Jensen'in Serbest Nakit Akışı Teorisi teorisi daha yüksek seviyede borçlanmanın temsil maliyetlerini azaltmak suretiyle şirket değerini artırdığını ileri sürmektedir. Yöneticiler, borçlanmadan dolayı ilave finansal yükümlülüklere girmek suretiyle, kontrolleri altında daha az serbest nakit akışına sahip olmakta ve bu durum temsil maliyetlerini azalmaktadır. Yöneticiler, yönetim piyasasında değerlerini azaltacak olan başarısızlıktan kaçınmak için artan iflas riski ile birlikte daha etkin bir biçimde çalışmak zorunda kalmaktadırlar.⁸⁴

1.4.2. Finansman Hiyerarşisi Teorisi (Pecking Order)

Sermaye yapısını açıklamaya yönelik diğer bir teori sermaye yapısının şirket hakkında yöneticilerden hissedarlara sinyal ilettiği yönündedir. Ross (1977) tarafından önemli ölçüde olgunlaştırılan bu teori, iyi bir bilgi setine sahip olan yöneticiler ile yetersiz bilgiye sahip şirket dışındaki gruplar (hissedar, borç sahipleri) arasındaki asimetric bilgiye dayanmaktadır.⁸⁵ Yatırımcılar daha yüksek kaldıraç seviyesini daha iyi durumda olmanın sinyali olarak görürler. Bu sezginin arkasındaki düşünce borç ve özkaynağın, içeride sahip olunan bilginin sinyalini vermede önemli bir farklılığının olmasıdır. Borç, sözleşmeye dayalı olarak ana para ve faiz ödeme yükümlülüğü oluşturur ve bu ödemelerdeki başarısızlık iflasa ve yöneticilerin işlerini kaybetmelerine neden olabilir. Bunun aksine özkaynak kullanımı yöneticiler açısından daha az sıkıntılıdır çünkü hissedarların kar payı beklentilerinde bir süreklilik talebi olsa bile, yöneticiler finansal sıkıntı zamanlarında bu karpayı ödemelerini durdurabilirler. Bu yüzden sermaye yapısı içerisinde borcun payının artması gelecekteki nakit akışları ve yöneticilerin şirkete güveni hakkında iyi bir sinyal olarak görülür. Buna göre yatırımcılar da yüksek seviyede borcu karlılığın bir sinyali olarak görürler.⁸⁶ Asimetric bilgi ile ilgili diğer bir görüş finansman hiyerarşisidir. Bu tezinin dayandığı çeşitli varsayımlar bulunmaktadır. Bunlardan ilki

⁸⁴ Shradet ve diğerleri, a.g.m.,s.2.

⁸⁵ Megginson, a.g.e., s. 332-333.

⁸⁶ Drobotz ve Fix, a.g.e., s. 6.

işletmelerde içsel finansman kaynakları (dağıtılmayan karları) herhangi bir dışsal finansmana (bu borç veya hisse senedi ihracı olabilir) tercih ederler. İkinci varsayım kar payı politikası ile ilgilidir. Şirketler kar payı ödemelerinde yatırım fırsatlarını dikkate alırlar. Eğer işletme, sıkı karpayı ödeme politikalarına rağmen, yatırım fırsatlarını değerlendirecek fonlara ihtiyaç duymaya devam ederse dışarıdan kaynak sağlamak zorunda kalırsa ilk olarak en güvenli menkul kıymeti seçecek kaynakları bir tercih sırasına göre sıralayacaktır. Buna göre öncelikle borç daha sonra hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil gibi karma finansman araçlarını ve son olarak adi hisse senedi kullanacaktır.⁸⁷ Bu teorinin altında yatan iki düşünce vardır. Bunlar yöneticilerin diğer gruplara göre şirketin geleceği hakkında daha fazla bilgiye sahip olduğu ve yöneticilerin hissedarlarının çıkarlarını en iyi şekilde korumak güdüsünde olduğudur.⁸⁸

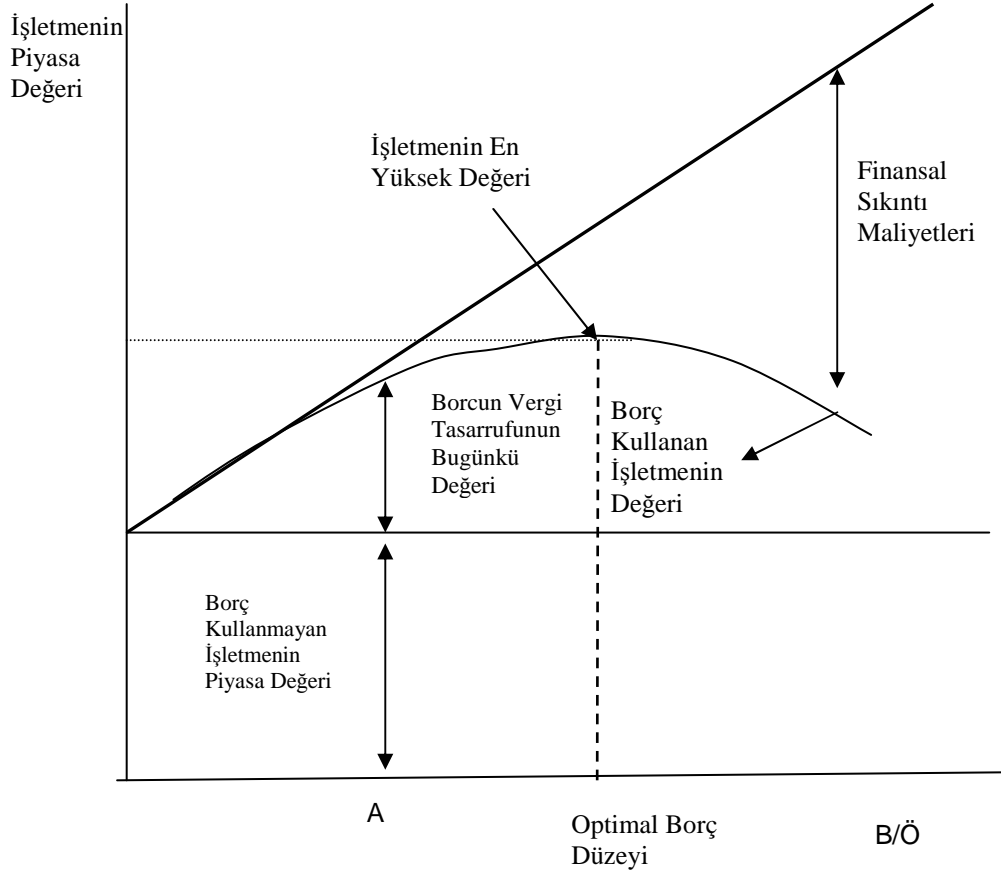
1.4.3. Ödünleşme (Trade-off) Teorisi

Sermaye yapısını açıklamaya yönelik diğer bir teori ise kaldıraç ile birlikte artan, belli bir düzeye gelince borcun vergi kalkını etkisini aşan ve optimal sermaye yapısına yol açan maliyetlerin varlığını vurgulamaktadır. Ödünleşme teorisi olarak (trade off) bilinen bu teoriye göre işletmeler ilave borçtan sağlanacak vergi avantajları ile bu borcun ortaya çıkaracağı maliyetleri dengeleyecek borç düzeyine kadar borçlanabilirler Her hangi bir şirketin bir optimal sermaye yapısı vardır. Buna borçlanma kapasitesi veya hedef borç düzeyi denir.⁸⁹ Borcun vergi kalkını etkisi, borç faizlerinin vergi matrahından indirilebilmesinden kaynaklanır ve daha az vergi ödenmesine yol açar. Ancak borç faizlerinin vergi matrahından indirilebilmesi şirketin çok yüksek düzeyde borçla finanse edilmesi anlamına gelmemelidir, çünkü ilave borç ilave geri ödeyememe olasılığı ortaya çıkarır ve finansal sıkıntı maliyetlerinin artmasına yol açar. İşte ödünleşme teorisi borcun vergi tasarrufu etkisi ile ilave borcun yaratacağı finansal sıkıntı (iflas) maliyetlerinin dengede olacağı noktayı optimal borç düzeyi olarak ifade eder.

⁸⁷ Stewart C. Myers, "The Capital Structure Puzzle", **The Journal of Finance**, Vol:39, No:3, 1984, s.581.

⁸⁸ Megginson, a.g.e., s. 338-340.

⁸⁹ Ross, ve diğerleri, a.g.e., s. 433.



Şekil 1. Finansal Sıkıntı Maliyetleri , İşletme Değeri ve Borçlanma Oranı

Kaynak; Richard A. Brealey, Stewart C. Myers ve Alan J. Marcus, **İşletme Finansının Temelleri**, Çev: Ünal Bozkurt, Türkan Arıkan ve Hatice Doğukanlı, Literatür Yayıncılık, İstanbul,, 1999, s. 418.

Şekil 1’de bu fayda ve maliyetler ile şirket değeri arasındaki ilişki gösterilmektedir. Borcun sağlayacağı vergi avantajı ile finansal sıkıntı maliyetleri arasındaki denge optimum sermaye yapısını oluşturmaktadır. Vergi tasarrufunun bugünkü değeri, şirket ilave borç altına girdikçe bir noktaya kadar artmaktadır. İlimli bir borç düzeyinde şirketlerin finansal sıkıntı olasılığı düşüktür. Bundan dolayı borcun vergi avantajı etkili bir durumdadır. Fakat bir noktadan sonra ilave borçlanmalarla finansal sıkıntı olasılığı artar ve finansal sıkıntının olası maliyetleri firma değerini önemli ölçüde azaltır.⁹⁰ Bu şekilde bir optimum noktanın olup olmayacağı vergi kalkınının ve iflas maliyetlerinin görece büyüklüğüne bağlıdır.

⁹⁰ Richard A. Brealey, Stewart C. Myers ve Alan J. Marcus, **İşletme Finansının Temelleri**, Çev: Ünal Bozkurt, Türkan Arıkan ve Hatice Doğukanlı, Literatür Yayıncılık, İstanbul, 1999, s. 418.

Benzer seviyedeki borç için ilave beklenen finansal sıkıntı maliyetleri ilave borcun vergi avantajını aşmayacak kadar büyük olmalıdır.⁹¹

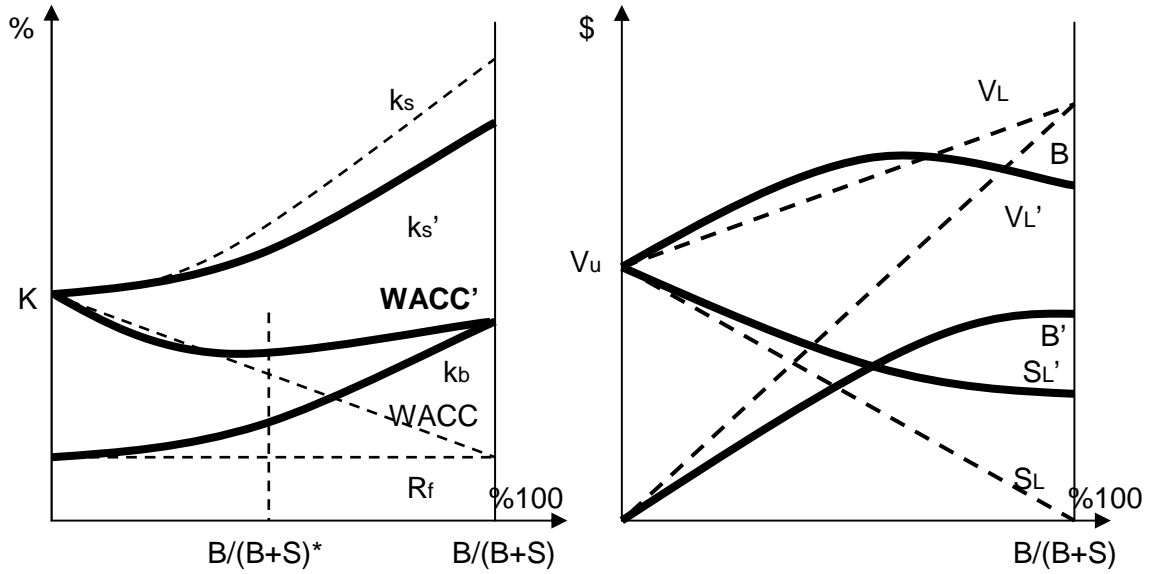
Ödünleşme teorisi, iflas (finansal sıkıntı) maliyetlerinin önemine işaret etmektedir. Dolayısıyla Finansal sıkıntı maliyetleri ile ilgili bir tahmin yapabilmek ödünleşme teorisinin geçerliliğini de ortaya koyabilmek açısından önemlidir.

İflas veya finansal sıkıntı durumunda finansal sıkıntı maliyetlerini dikkate aldığımızda firmanın değeri tahvil veya hisse senedi sahipleri dışındaki üçüncü kişilere yapılmak zorunda olunan ödemelerden dolayı azalacaktır. Mahkeme masrafları, yasal ücretler ve diğer iflas veya reorganizasyon maliyetleri iflas durumundaki firmanın net varlık değerinden düşülecek ve kalan miktar öncelik tahvil sahiplerinde olmak üzere dağıtılacaktır. Sonuç olarak iflasla birlikte ortaya çıkan bu bu doğrudan katlanılan maliyetler şirketin değerinin, şirketin gelecekteki beklenen nakit akışlarının iskonto edilmesinden elde edilecek olan değerinden daha küçük olmasına yol açacaktır. Bu durum optimal sermaye yapısının varlığını açıklamakta kullanılmaktadır⁹². Katlanılan doğrudan maliyetlerin yanında gelecekteki nakit akışlarının düşmesine, katlanılacak riskin artmasından dolayı istenecek risk priminin artmasına ve böylece şirket değerinin azalmasına yol açacak dolaylı maliyetler de bulunmaktadır.

Şekil 2’de finansal sıkıntı maliyetlerinin olduğu ve olmadığı durumlar için şirket değeri sermaye maliyeti de dikkate alınarak daha ayrıntılı bir şekilde ortaya konulmaktadır.. Şeklin ilk bölümü çeşitli iflas maliyeti düzeylerinin sermaye maliyetleri üzerine etkilerini göstermektedir. Kesikli çizgilerle gösterilen maliyetler Modigliani- Miller’in ileri sürdüğü durumu gösterir. Burada ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti kaldıraçla birlikte (başka bir deyişle yalnızca vergilerin etkisi ile) düşmektedir. Kalın çizgi ile gösterilen maliyetler eğer iflas maliyetleri çok küçük veya sermaye yapısı ve şirket değeri ile ilişkisiz değilse ortaya çıkan sermaye maliyeti düzeyidir.

⁹¹ Scherr, a.g.m., s. 147-148.

⁹² Thomas E. Copeland ve J. Fred Weston, **Financial Theory and Corporate Policy**, Addison-Wesley Publishing Inc, USA, 1992, s. 499.



Şekil 2. İflas Maliyetinin Varlığı Durumunda Optimal Sermaye Yapısı : Sermaye Maliyeti ve Firma Değeri

Kaynak: Thomas E. Copeland ve J. Fred Weston, **Financial Theory and Corporate Policy**, Addison-Wesley Publishing Inc, USA, 1992, s. 499.

Şekil 2’de de görüleceği gibi borcun sermaye yapısı içerisindeki payı arttıkça iflas olasılığı da artacaktır. Bunun sonucu olarak tahvil sahipleri tarafından istenen getiri (K_b) oranı artacaktır. Bu durum kalın çizgi ile gösterilen ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin (WACC) önce azalıp daha sonra artmasına yola açacak ve $B/(B+S)^*$ noktasında optimal sermaye yapısı oluşacaktır. Optimal borç/öz kaynak oranı borç miktarı artarken kaldırıcın ortaya çıkardığı marjinal faydanın iflas maliyetlerinden dolayı beklenen marjinal kayıplara eşit olduğu noktada oluşacaktır. Optimal sermaye yapısı ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini minimum, şirket değerini maksimum eden sermaye karışımıdır.⁹³

Beklenen iflas maliyetlerinin miktarı ve bu maliyetlerin sonucu olarak optimum sermaye yapısı üzerine etkisi hakkındaki ampirik bulgular fazla değildir. İflas maliyetlerinin büyüklüğü ile ilgili görüşlerden birinde “Eğer iflas maliyetleri görece olarak önemli ise bu durumda, bu maliyetlerin beklenen değerinin belli bir noktada artan kaldırıcıdan dolayı ortaya çıkacak olan vergi avantajından daha ağır

⁹³ Copeland ve Weston, a.g.e., s. 499.

basacağı ve firmanın optimal sermaye yapısına ulaşmış olacağı” ileri sürülmektedir. Diğer bir görüş ise iflas maliyetlerinin görece olarak önemsiz olduğu ve sermaye yapısı kararlarını büyük bir olasılıkla açıklayamayacağı şeklindedir. Bir aykırı görüş olarak, bu maliyetlerin sermaye maliyeti ile ve sermaye yapısı kararları ile hiç ilgisinin olmadığı ve ciddi bir şekilde dikkate alınmasının gerekmediği de ileri sürülmektedir.⁹⁴ Asquit ve diğerleri (1994) tarafından yapılan bir araştırmada borç yapısı ile finansal sıkıntılı şirketlerin yeniden yapılandırılmasında kullanılan yöntemler arasında önemli bir ilişki saptanmıştır. Buna göre teminatlı borçların ve halka açık ikincil öncelikli borçların varlığı (subordinated public debt) mahkeme dışı yeniden yapılandırmalara girişmede çok önemli bir engeldir. Şirketler iflas yasaları çerçevesinde yeniden yapılandırmaya girmemek için büyük varlık satışlarına yönelmektedirler. Bu sonuçların ödünleşme teorisi ile ilişkisini kuran çalışmada statik trade off teorisinin borç seviyesine, finansal sıkıntı maliyetlerini etkileyen anahtar bir etken olarak odaklandığını, kendi analizlerinde de borç bileşiminin finansal sıkıntının sonuçlarının önemli bir belirleyicisi olarak bulunduğunu ileri sürmektedirler. Buna göre borç yapısı sermaye yapısı kararını etkileyen önemli bir faktördür.⁹⁵

1.4.4. Finansal Sıkıntı Maliyetlerinin Sermaye Yapısı İle İlişkizliği Hakkındaki Görüşler

İki önemli çalışmada [(Miller (1977) ve Haugen ve Senbet(1978)] ise iflas maliyetlerinin küçük ve/veya sermaye yapısı ile ilişkisiz olduğu ileri sürülmektedir. Miller iflas maliyetlerinin hem küçük olduğunu hem de sermaye yapısı ile ilişkisiz olduğunu ileri sürmektedir. Daha önce de vurgulandığı gibi Miller iflasın yönetsel maliyetlerinin küçük olduğunu ileri sürmekte ve bu maliyetlerin ve borcun vergi kalkanını at - tavşan durumuna benzetmektedir. Onun iflas maliyetlerinin ilişkisizliği argümanında ise eğer iflas maliyetleri büyük olursa firmalar iflas olasılığında kara katılmalı tahvil ihraç ederek kaçınabilirler denilmektedir. Ancak bu görüşte bu tahvillerle ilgili vekalet maliyetlerini göz ardı edilmektedir. Eğer bu vekalet

⁹⁴ Altman, a.g.m., s. 1067.

⁹⁵ Asquith ve diğerleri, a.g.m., s. 656.

maliyetleri büyük ise, standart ve kara katılmalı tahvilleri arasında faiz oranı farkı büyük olacaktır.⁹⁶

Haugen ve Sebbet (1978) ise iflas maliyetlerinin ilişkisizliği ile ilgili iki görüş ileri sürmektedir: Birincisi iflasla ilgili toplam doğrudan ve dolaylı maliyetler yeni hisse senedi çıkarmanın alternatif maliyetlerine göre sınırlıdır. Rasyonel şirketler, eğer iflas maliyetleri yeni hisse çıkarma maliyetlerini aşarsa özkaynak finansmanına yöneleceklerdir. Bu görüşte yeni hisse senedi çıkarmanın maliyetlerinin borçtan elde edilecek vergi avantajına göre küçük olacağı vurgulanmaktadır. Ayrıca bu maliyetler başkalarına transfer edilebilecek maliyetlerdir. Örneğin yeni hisse senedi ihraç edilerek eski borçların azaltılması suretiyle bu maliyetlerden kaçınılabılır. Böylece eski hissedarların elindeki değer bu tür bir reorganizasyondan etkilenmeyecektir. Böyle bir reorganizasyondaki tek maliyet hisse senedi satma ve borcu geri almanın işlem maliyeti olacaktır.⁹⁷ Ancak bu görüş çeşitli yönlerden eleştirilmektedir. Hisse senedi ihracı ile ilgili diğer maliyetlerin toplamı borca göre çok da az olmayabilir. Birincisi, hisse senedi ihracı için bir plan oluştururken yönetim zaman harcayacaktır. Yine hisse senedi ihracı ile fonları elde etmek için de bir zaman gecikmesi olacaktır. Finansal sıkıntıya düşen şirket, bu gecikmeleri caydırıcı bulabilir. İkinci olarak, yeni hisse senedi çıkarmak menkul kıymet piyasasına şirketin mevcut varlıklarının getirisi ile ilgili ve hissedarların değerinin azalması ile ilgili güçlü bir negatif sinyal gönderecektir. Bu sinyal şirketin problemleri olduğu yönündeki piyasa görüşünü doğrulayabilir ve hisse senedi ihracı durumunda, sağlıklı firmalardan daha fazla negatif hisse senedi fiyat reaksiyonu yaşanabilir.⁹⁸

Haugen ve Senbet (1978) tarafından ileri sürülen ikinci görüş firma varlıklarının tasfiyesinden doğacak maliyetler ile ilişkilidir. Buna göre tasfiye, firmanın iflas durumunda olma veya iflas durumunda olmamasından bağımsız bir sermaye bütçelemesi kararıdır. Eğer şirket tasfiye edildiğinde varlıklardan elde edilecek gelir, yeniden yapılandırıldığında işleyen teşebbüs değerinden fazla olursa şirket tasfiye edilecektir. Diğer bir ifade ile $V_L > V_M$ olmalıdır. Öne sürdüğü

⁹⁶ Scherr, a.g.m., s. 151.

⁹⁷ Robert A. Haugen ve Lemma W. Senbet, "The Insignificance of Bankruptcy Costs to the Theory of Optimal Capital Structure" **The Journal of Finance**, Vol:33, No:2, s. 384-387.

⁹⁸ Scherr, a.g.m., s. 151.

varsayımlar arasında, iflas durumunda tahvil sahiplerinin iflas dışında ise hissedarların firmayı çalıştırırken, firmanın tahvil ve hisse senedinin toplam değerini maksimize etme amacıyla tasfiye kararı alabileceği varsayımıdır. Buna göre firma iflas etsin veya etmesin varlıkların tasfiyesinden elde edilecek gelir (VL) eşittir. Böyle bir durumda tasfiye kararı iflas edip etmemekten bağımsızdır⁹⁹.

Bununla birlikte, firmanın iflas durumunda tasfiye edilmesinde varlıklardan elde edilecek gelirin; bu varlıklar iflas dışında tasfiye edildiğinde elde edilecek gelirden daha az olacağı ileri sürülebilir. Çünkü iflas fiziksel varlıklar için mükemmel olmayan piyasaların varlığı, az sayıda alıcının varlığı, tasfiye durumunda varlık satışından daha az gelir elde etmede rol oynamaktadır. Scherr' e göre her iki yazar da vergi kalkanı ile karşılaştırılması gereken maliyetleri olduğundan küçük göstermektedir. Üstelik ikisi de vergi kalkanını olduğundan fazla göstermektedir. Miller (1977) ve Haugen ve Senbet'in (1978) iflas maliyetlerinin ilişkisizliği görüşü tartışma konusudur. Bu iddialarla ilgili ilave bulgulara ulaşıncaya kadar vergi kalkanı iflas maliyeti modelleri sermaye yapısı analizinde dikkate alınacak kadar ağırlıklı olacaktır.¹⁰⁰

Bu görüşlerin yanında finansal sıkıntı maliyetlerinin önemsiz olmadığı ve dikkate alınması gerektiği yönünde hem direkt hem de dolaylı iflas maliyetleri ile ilgili çeşitli çalışmalarda elde edilen sonuçlar vardır. Bu maliyetler ile ilgili çalışmalar ve elde edilen sonuçlar ikinci bölümde ayrıntılı olarak ele alınacaktır.

1.5. Finansal Sıkıntı Sürecinin Sonuçları (Çözülmesi)

Finansal sıkıntı asimetrik bilginin ve çıkar çatışmasının olduğu bir ortamda çözülmektedir. Bilgi problemi; sıkıntıya düşen şirketin hak sahiplerinin, şirketin akış temelinde mi yoksa stok temelinde mi finansal sıkıntı içinde olduğuna karar vermek için güvenilir bilgi elde etmede yaşayacağı sıkıntıyı ifade eder. Şekil 3'de verilen uç örnek bilgi problemini açıklamaya yardım etmektedir.¹⁰¹

⁹⁹ Haugen ve Senbet, a.g.m., 390-391.

¹⁰⁰ Scherr, a.g.m., s. 152-153.

¹⁰¹ Wruck, a.g.m., s. 422.

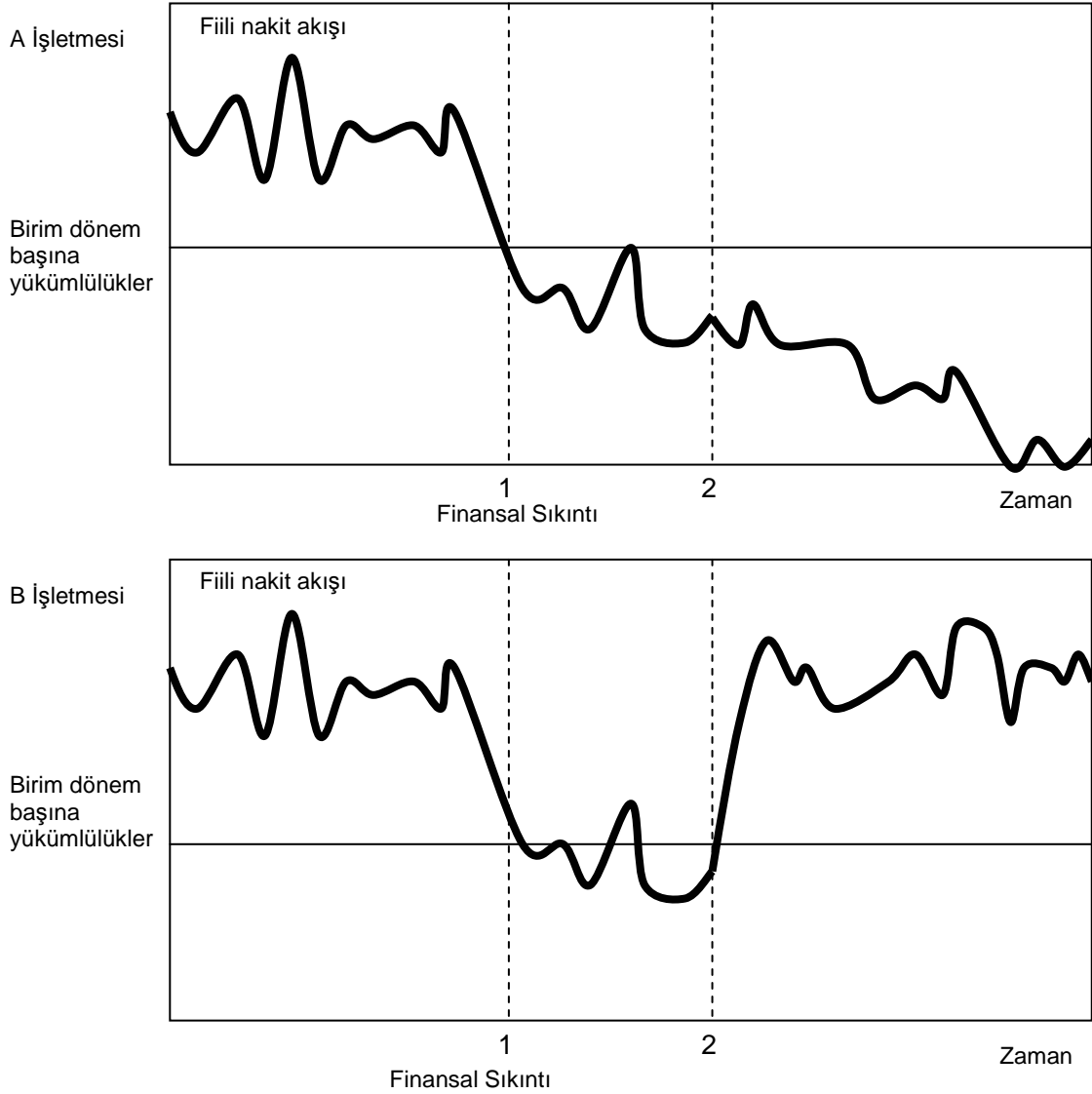
Şekil.3’de iki firmanın fiili nakit akışları gösterilmektedir. I. Dönemde şirketler hemen hemen benzer tarihi nakit akışlarına sahiptir ve II. döneme kadar meydana gelecek nakit akışları da benzerdir. Ancak II. dönemden sonraki nakit akışları farklı olacaktır. A işletmesi hem stok ve hem de akış temelinde finansal sıkıntılıdır ve I. dönemden sonraki nakit akışları sürekli bir şekilde ödemesi gereken yükümlülüklerinin seviyesinden daha azdır. B işletmesi ise yalnızca akış temeline göre finansal sıkıntılıdır. B İşletmesinin nakit akışı II. dönemden sonra sıkıntıya düşmeden önceki seviyeye dönecektir

İşte bilgi problemi sıkıntılı bir işletmenin durumunun panel A ve B’de anlatılan durumlardan hangisine daha fazla benzediğinin belirlenmesi gerektiğinde ortaya çıkar ve en sıkıntılı noktayı oluşturur. Finansal sıkıntıyı çözmek için her iki işletmede değer maksimizasyonu yolu farklı olacağı için işletmelerin hangi durumda olduğunu belirlemek önemlidir. Kaldı ki, tüm taraflar tam bir şekilde gelecek nakit akışlarını tahmin etse bile sıkıntının çözümü için en iyi yol üzerinde uyumsuzluklar olacaktır. Çünkü farklı reorganizasyon politikaları varlıkların; yöneticiler, kredi verenler ve hisse sahipleri arasında değişik şekilde dağıtımına yol açar. B işletmesi alacaklılarla yeni ödeme planları üzerinde anlaşmak suretiyle mevcut yükümlülüklerini karşılayabilir. Böyle bir işletme yeni bir anlaşma düzenlemenin maliyetleri hariç, finansal sıkıntı için ayrı bir cezaya uğramayabilir.

Panel A’daki işletmenin finansal sıkıntısının çözümü, sabit yükümlülükleri azaltmayı veya eğer yapılabilir ise alacakları karşılayacak şekilde değer yaratmanın bir yolu olarak reorganizasyonu içeren önemli çabalar gerektirir.¹⁰²

¹⁰² Wruck, a.g.m., s. 422.

Şekil 3. Finansal Sıkıntı Sürecinde Bilgi Problemi ve Çıkar Çatışması



Kaynak, Karen Hopper Wruck, “Financial Distress, Reorganization and Organizational Efficiency”
Journal of Financial Economics, 27(1990) s. 423.

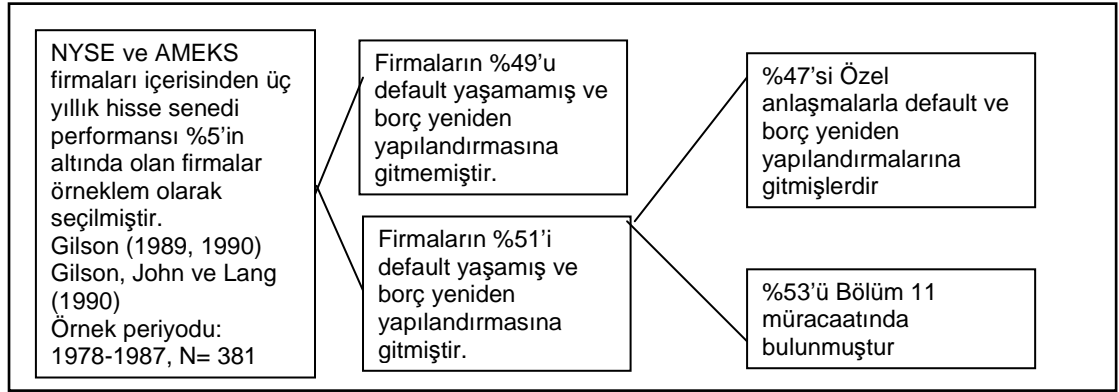
Kendi çıkarları doğrultusunda, hak sahipleri taraflı davranma, taraflı ve hatalı verileri tarafsız ve doğru gibi sunma güdüsü içindedirler. Hisse senedi sahipleri, hisse senetlerine yaptıkları yatırımlarını kaybetmeme ve böylece yatırımlarının değerini koruma olasılığının artacağından dolayı, yalnızca akış temelinde finansal sıkıntı durumunda olduklarını iddia etme eğilimindedirler. Kredi verenler ise işletmenin A İşletmesi gibi stok temeline göre ödeme aczi içinde olduğunu ileri sürme eğiliminde olurlar. Yöneticiler ise zarar görme olasılıkları daha az olan tarafı tutma eğiliminde

olacaklardır. Bu uyumsuzlukları çözümlene süreci; kaynakları tüketmekte ve uç bir nokta olarak büyük miktarlarda değer kaybı oluşabilmektedir. Örneğin B işletmesi, varlıkların dağıtımında hak sahipleri büyük çıkar çatışmalarına düşerlerse A İşletmesinin durumuna dönüşebilecektir.¹⁰³

Sıkıntısındaki işletmelerin karşılaşılabilecekleri sonuçlar ile ilgili şu ana kadarki bulgular, şirketin ölümü ile finansal sıkıntının eş anlamlı olmadığını ortaya koymaktadır. Finansal sıkıntı genelde özel yeniden yapılandırmalarla (workouts)¹⁰⁴ veya iflas yasası çerçevesinde yeniden yapılandırma yoluna gidilerek çözülmektedir. Bunların dışında finansal sıkıntıya düşen şirketlerin karşılaşılabilecekleri bir diğer durum ise yine iflas yasası çerçevesinde tasfiye edilmeleridir.

Şekil 4 ve Şekil 5’de ABD’de yapılan, 5 ampirik çalışmanın sonucuna dayanarak finansal sıkıntıya düşmüş işletmelerin sonuçları gösterilmektedir.

Buna göre örneğin Gilson’un (1989,1990) ve Gilson ve diğerlerinin (1990) çalışmalarıyla finansal sıkıntıya düşen işletmelerin %47’sinin özel olarak borç verenlerle yeniden yapılandırmaya gittiği, %53’ünün ise iflas sürecinde yeniden yapılandırma çalışmasında bulunduğu görülmektedir.



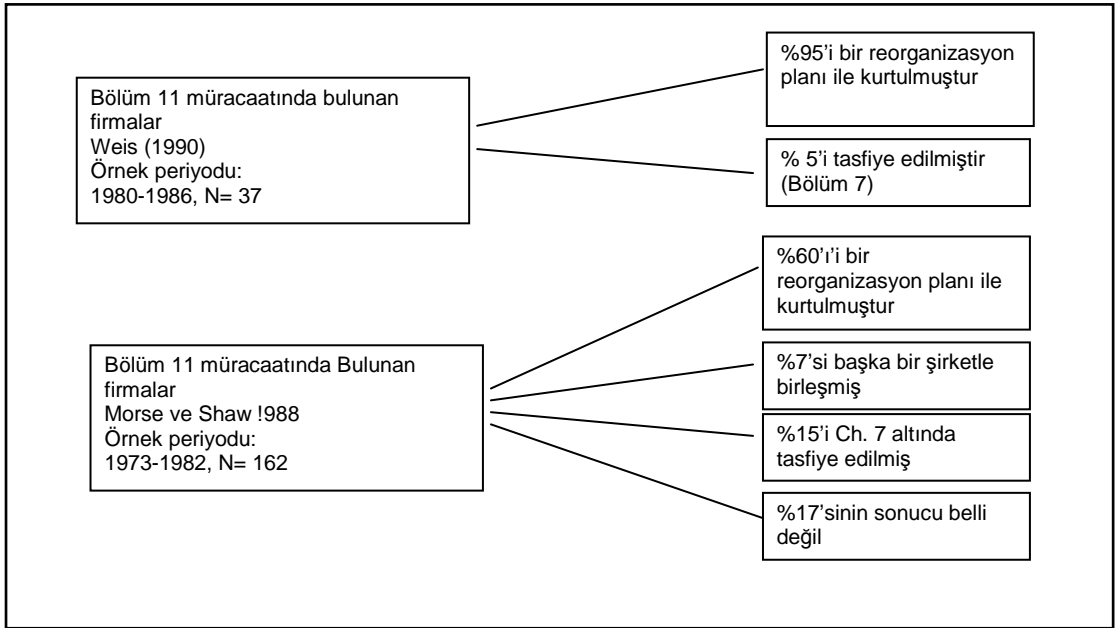
Şekil 4. Finansal Sıkıntıya Düşen Firmaların Bu Süreçlerinin Sonucu İle İlgili Ampirik Çalışmalardan Elde Edilen Bulgular

Kaynak: Karen Hopper Wruck, “Financial Distress, Reorganization and Organizational Efficiency”, *Journal of Financial Economics*, 27(1990) s. 426.

¹⁰³ Wruck, s. 422-424.

¹⁰⁴ Sıkıntılı işletmelerin iflas süreci dışında, alacaklılarla borçların yeniden yapılandırılması için çalışması

Weiss (1990) ve Morse ve Shaw (1988) tarafından yapılan çalışmalar ise yasal iflas süreci için müracaat eden işletmeleri incelemektedir. Weis'in örneklemindeki şirketlerin % 95'i bir reorganizasyon planı çerçevesinde kurtulmuşken, %5'i tasfiye sürecine girmiştir. Morse ve Shaw tarafından yapılan araştırmada ise örneklemindeki şirketlerden %60'ı bir reorganizasyon planı dahilinde kurtulmuş, %15'i ise tasfiye edilmiştir. Şirketlerin %17'sinin sonucu belli değildir ve % 7'si başka bir şirketle birleşmiştir.



Şekil 5. Yasal Süreçte Yeniden Yapılandırmada Bulunan Şirketlerle İlgili Sonuçlar

Kaynak: Karen Hopper Wruck, "Financial Distress, Reorganization and Organizational Efficiency", *Journal of Financial Economics*, 27(1990) s. 426.

Finansal sıkıntı içerisine giren şirketler için üç temel alternatif söz konusudur. Bunlar; i) alacaklılarla yasal iflas süreci dışında özel olarak yeniden borç ödeme şartlarında anlaşmalar yapmak, ii) yasal iflas süreci çerçevesinde yeniden yapılandırmaya gitmek iii) tasfiyeye gitmektir. Ancak yeniden yapılandırma süreci uygulanırken benzer yeniden yapılandırma önlemleri alınabilir. Varlıkların bir bölümünün satılması, birleşme, faaliyet giderlerinde tasarrufu artırıcı önlemler v.b. Aşağıda bu üç süreç ve bu süreçlerin seçiminde etkili olan faktörler açıklanacak, yeniden yapılandırma alternatifleri ile ilgili ayrıntılı bilgi ikinci bölümde verilecektir.

1.5.1. İflas Süreci Dışında Yeniden Yapılandırma

Borçlarını ödeyemeyen bir şirket çoğu kez alacaklılarıyla bir ödeme planı çerçevesinde yasal yolları kullanmadan bir anlaşma yapmaya çalışacaktır. Bu durum özel ödeme planı (private work-out) olarak adlandırılır.¹⁰⁵ Özel ödeme planına konu olabilecek bir çok durum ortaya çıkabilir. Örneğin borçlu şirket, alacaklılarla vade uzatma (extension) yönünde veya kredi verenlerin alacakları miktardan daha az bir miktar ödenmesi (composition) yönünde pazarlıklar yapacaktır. Bu yönüyle özel ödeme planları yoluyla yeniden yapılandırma iflas süreci çerçevesinde yeniden yapılandırma yöntemlerinden biri olan tasarlanmış bölüm 11 sürecinden (prepackaged bankruptcy) farklıdır. Özel yeniden yapılandırmada borçlu, ya zaten mevcut anlaşmanın şartlarını yerine getirememiştir veya bu anlaşmayı çiğnemek üzeredir. Bu süreçte borçlu, kredi verenleri yeniden yapılandırma anlaşmasındaki yeni şartlarla, yasal iflas sürecine göre finansal olarak daha iyi durumda olacağına inandırmaya çalışmaktadır.¹⁰⁶

Özel ödeme planları ile çözüme ulaşmanın avantajı; katlanılacak maliyetlerin resmi iflas sürecine göre çok daha düşük olması ve daha az zaman harcanmasıdır. Ancak firmanın sermaye yapısı ne kadar karmaşık ve firma ne kadar büyük olursa böyle bir anlaşmaya varma şansı o kadar azalacaktır.¹⁰⁷ Ayrıca böyle bir anlaşmada taraflar resmi iflas sürecindeki kural ve düzenlemelere takılmayacaklar ve üzerinde anlaşabildikleri kadarıyla kendi kurallarını oluşturacaklardır. Dolayısıyla özel çözüm anlaşmaları daha esnek bir yapıya sahiptir. Özel yeniden yapılandırmalar ayrıca borçluya faaliyetlerinde herhangi bir kesintiye düşmeme, işgücü kaybını önleme ve iflas sürecindeki psikolojik baskıyı hissetmeme konusunda yararlar sağlamaktadır. Bununla birlikte direnme (holdout) problemi ortaya çıkmaktadır. Eğer bu problemin ortaya çıkma riskinden kaçınılamıyorsa yasal iflas süreci içerisinde yeniden yapılandırma daha iyi bir alternatif haline gelmektedir.¹⁰⁸

¹⁰⁵ Brealey ve diğerleri, a.g.e., s. 590.

¹⁰⁶ Gaughen, a.g.e., s. 447.

¹⁰⁷ Brealey ve diğerleri, a.g.e., s. 590.

¹⁰⁸ Gaughen, a.g.e., s. 448.

1.5.2. İflas Yasaları Çerçevesinde Yeniden Yapılandırma

Tasfiyenin alternatifi olarak ortaya çıkan yeniden yapılandırma, şirketin faaliyetlerine devam eden bir işletme olarak devam etmesine yardım eder. Genellikle yeniden yapılandırılan firmadaki yeni menkul kıymetlerle alacaklıların zararı karşılanır. Bu tür yeniden yapılandırmalar, işler daha fazla kötüye giderse zaten kaybedecekleri fazla bir şey olmayan hissedarların lehinedir.¹⁰⁹

İflas yasaları çerçevesinde yeniden yapılandırma; bir çok ülkenin iflas yasasında süreçler ve sorumluluklar açısından farklılıklar gösterse de vardır. Örneğin ABD’de yeniden yapılandırma İflas Yasası’nın 11. bölümünde düzenlenmiştir.¹¹⁰ Bu ülkede iflas yasaları çerçevesinde yeniden yapılandırma müracaatları oldukça önemli yer tutmaktadır. Örneğin 2000 yılında Bölüm 11 için müracaat eden işletmelerin varlıklarının toplam değeri yaklaşık 95 milyar \$ iken, 2001 yılında bu rakam 160 milyar \$’ ın üzerindedir.¹¹¹ Özellikle son yıllarda çok büyük varlık değerine sahip şirketler iflas süreci içinde yeniden yapılandırma için müracaat etmek zorunda kalmıştır. Bunlar arasında yaklaşık 103 milyar \$ aktif değeri ile 2002 yılında müracaatta bulunan WorldCom Inc., 2001 yılında 63 milyar \$ aktif değeri ile müracaatta bulunan Enron Corp., sigortacılık alanında 2002 yılında 61 milyar dolar aktif değeri ile müracaatta bulunan Conseco Inc, Kmart, Federal Mogul gibi şirketler bu sürecin ne kadar önemli hale geldiğini göstermektedir.¹¹² Ülkemizde de 2001 krizi sonrasında iflasın ertelenmesi ile ilgili olarak iflas yasasında çeşitli düzenlemelere gidilmiş ve iflasın ertelenmesi ve uzlaşma yoluyla sermaye şirketlerinin yeniden yapılandırılması kurumları iflas yasası içerisindeki yerini almıştır.¹¹³ Nitekim bazı şirketlerin bu süreç içerisinde iflasın ertelenmesi için müracaat ettiği görülmektedir. Örneğin Raks Elektronik ve Raks Ev Aletleri, İstanbul yaklaşımı sürecinden sonra

¹⁰⁹ Brealey ve diğerleri, a.g.e., s. 590.

¹¹⁰ Ayrıntılı bilgi için bkz. Ayvaz, **İcra-İflas Hukukunda Yeniden Yapılandırma**, Yetkin Yayınları, Ankara, 2005.

¹¹¹ Gaughen, a.g.e., 437.

¹¹² J. Fred Weston, Mark L. Mitchell ve J. Harıld Mulherim, **Takeovers, Restructuring and Corporate Governance**, 3.B., Prentice Hall, 2003, s.343.

¹¹³ Şakir Balcı, **Uzlaşma Yoluyla Yeniden Yapılandırma**, Güncel Yayınevi, İzmir, 2006, s. 19-21.

iflasın ertelenmesi için müracaat etmiştir. Bu şirketlerde halen süreç devam etmektedir.

Yeniden yapılandırmanın temel amacı yeniden yapılandırma anlaşmalarının sonuçlandırılması sürecinde şirketi çalışır durumda tutmak ve değerinin korunmasını sağlamaktır. Bu dönem boyunca şirkete karşı diğer işlemler durdurulur ve şirket mevcut yönetim veya mahkemece atanacak kayyım aracılığıyla faaliyetlerine devam eder. Bu süreç içerisinde bir yeniden yapılandırma planı geliştirilir. Yeniden yapılandırma planı asıl olarak kimin ne kadar alacağını gösteren bir tablodur ve her alacaklı grubu yeni menkul kıymetler karşılığında alacağından vazgeçer. Şirket açısından önemli olan alacaklıları tatmin edecek bir ödeme planı oluşturmak ve şirketi sıkıntıya sokan problemleri çözmeye yönelik yeni bir sermaye yapısı düzenlemektir. Yeniden yapılandırma planı alacaklılar tarafından kabul edilip mahkemece onaylanınca yürürlüğe girer.¹¹⁴

Yasal iflas sürecinde yeniden yapılandırmanın, borçlu firmaya sağladığı bir takım avantajlar vardır. Bunlar;¹¹⁵

1. Kredi verenlerin borçlu şirketin malvarlığını ele geçirmesini veya borçlu firma için yararlı olabilecek sözleşmelerin iptal edilmesini engelleme ve borçluya karşı yasal takiplerin durmasını (automatic stay) sağlama,
2. Kredi verenlerin engellemeleri olmaksızın işletmenin etkin bir şekilde faaliyetine devam edebilmesini sağlama,
3. Borçlunun varlıkları üzerine mevcut alacaklıların ipoteklerine eşit veya daha öncelikli rehin hakkı tanıyarak borç para bulmayı kolaylaştırma (debtor-in possession),
4. Teminatsız borçlar üzerinde işletilecek faizlerin müracaat tarihinden itibaren durdurma,
5. Kredi verenlerin yasal olarak reorganizasyon planına bağlı kalmaya zorlaması.

¹¹⁴ Brealey ve diğerleri, a.g.e., s. 590-591.

¹¹⁵ Gaughen, a.g.e., s. 443.

İflas yasaları çerçevesinde yeniden yapılandırmanın özel bir şekli ise önceden hazırlanmış bir yapılandırma planı çerçevesinde Bölüm 11 müracaatıdır (prepackaged chapter 11).¹¹⁶ ABD’de uygulanan bu iflas türünde şirket yeniden yapılandırma için müracaat etmeden önce kredi verenlerle bir reorganizasyon planı üzerine anlaşmaktadır. Bu şekildeki bir iflasta: taraflar, iflas sürecinde sadece önceden anlaşılan şartları yerine getirmeye çalışacaklardır. Bu tür bir yeniden yapılandırma, geleneksel Bölüm 11’den zaman tasarrufu sağlaması ve maliyetli plan geliştirme ve onaylama sürecinin az olması yönlerinden farklıdır. İlk önemli tasarlanmış Bölüm 11 yeniden yapılandırma işlemi Crystal Oil Co. tarafından gerçekleştirilmiştir ve şirket yalnızca üç ay gibi kısa bir sürede, süreci tamamlamıştır. Bu zaman zarfında yeni sermaye yapısı onaylanmış ve toplam borç miktarı 277 milyon \$’dan 129 milyon \$’a indirilmiştir. Bu tür borç yeniden yapılandırmalarında kredi verenler, hisse senedi veya hisse senedine dönüştürülebilir tahvil gibi diğer menkul kıymetler ile borçlarını değiştirmektedir.

Tasarlanmış Bölüm 11 sürecinin, hem zaman hem de kaynak tasarruf sağlaması oldukça önemli bir avantajdır. Finansal kaynaklarını korumayı ve bölüm 11 de kalmak için mümkün olduğunca az zaman harcamak isteyen borçlular için bu büyük bir avantajdır. Ayrıca bu yöntem, gönüllü olarak iflas süreci dışında anlaşma yapmak yoluyla “direnme problemini” en aza indirmektedir. Böyle bir anlaşmada borçlu genellikle tüm kredi verenlerin onayına ihtiyaç duymaktadır. Bu durum çok sayıda ve küçük kredi verenlerin olduğu bir ortamda genellikle çok zordur. Bunu başarmanın yolu bu tür kredi verenlerin %100’ünün alacaklarını karşılamaktır.¹¹⁷

1.5.3. Tasfiye

Tasfiye sıkıntılı bir şirket için başvurabilecekleri en son çare olarak görülmektedir. Genellikle gönüllü bir yeniden yapılandırma veya iflas süreci sonucunda bir yeniden yapılandırma gerçekleştirilemediğinde başvurulur. Tasfiye sürecinde firmanın varlıkları satılarak elde edilen gelir; mutlak öncelik kuralına göre

¹¹⁶ Prepackaged Chapter 11 sürecinin karşılığı olarak tasarlanmış bölüm 11 iflas süreci, kendisi için ise tasarlanmış iflas kavramları kullanılacaktır.

¹¹⁷ Gaughen, a.g.e., s. 446-447.

alacaklılara ve eğer artarsa hissedarlara dağıtılır.¹¹⁸ Eğer şirketin çalışır durumda iken değeri tasfiye değerinden daha az ise kredi verenler firmanın tasfiye edilmesi için çalışacaklardır. Çünkü başarısız bir firmanın çalıştırılması daha fazla değer kaybına yol açacaktır¹¹⁹. Tasfiye edilecek malların paraya çevrilmesinde asıl olan yöntem açık artırmadır. Ancak alacaklılar toplantısında bunu aksi kararlaştırılarak pazarlık yöntemi ile de satış yapılabilir.¹²⁰

1.6. Finansal Sıkıntıdan Kurtulmak İçin İşletmenin Kullanacağı Alternatiflerin Seçimini Etkileyen Faktörler

Finansal sıkıntının sonucunda işletme ya özel yeniden anlaşmalara girişmekte ya da resmi iflas süreci için müracaat edebilmektedir. Resmi iflas süreci de yeniden yapılandırma ve tasfiye gibi iki alternatifi içerisinde barındırmaktadır. İşletme ile ilgili olarak finansal sıkıntı sürecinde iki önemli kararın alınması gerekmektedir. Bunlardan ilki işletmenin tasfiye mi edileceği yoksa yeniden yapılandırma mı uygulanacağı ile ilgili karardır. İkinci karar, yeniden yapılandırma durumunda yasal süreç içerisinde mi yeniden yapılandırılacağı yoksa özel yeniden yapılandırma sürecine mi girişileceği ile ilgilidir.

Finansal sıkıntıdan kurtulmak için bu alternatiflerden birinin seçimi büyük ölçüde işletme ile ilgili çıkar gruplarının görelî avantaj ve dezavantajları ile birbirlerine karşı görelî güçlerine bağlıdır. Literatürde, bu çıkar grupları arasında kredi verenler, mevcut ortaklar ve yöneticiler önemli gruplar olarak seçilmekte ve finansal sıkıntı çözüm sürecinin seçimine etkileri geniş ölçüde incelenmektedir.¹²¹ Bu alternatiflerden birinin seçilmesinde etkili olan çeşitli faktörler vardır. Aşağıda her üç sürecin birbirine karşı avantaj ve dezavantajları incelenecektir.

¹¹⁸ Gaughen, a.g.e.,s. 451.

¹¹⁹ Fred Weston, Juan A. Siu ve Brian A., **Takeovers, Restructuring and Corporate Governance**, 3.B., PrenticeHall, 2001, s.407.

¹²⁰ Pekcanitez ve diğerleri, a.g.e., s.428.

¹²¹ Claessens v.e diğerleri , a.g.m. s. 201.

1.6.1. Özel Yeniden Yapılandırma ve Resmi İflas Sürecinde Yeniden Yapılandırma Seçimini Etkileyen Faktörler

Genel olarak özel borç yeniden yapılandırma ve yasal iflas süreci içerisinde borç yeniden yapılandırma seçimini etkileyen faktörler arasında iki süreç arasında katlanılacak maliyet farkı, harcanacak süre, süreçte sağlanacak fonların önceliği (DIP), direnme problemi, karmaşık sermaye yapısı ve bilgi problemi, varlık yapısı, iflas sisteminin “borçlu dostu” olup olmaması sayılabilir. Aslında temel etkenler katlanılacak maliyet ve bununla ilişkili olarak harcanan zamandır ve diğer etkenler bu iki temel faktörü etkileyerek seçime etki etmektedir.

İşletmenin borç ilişkisi içinde olduğu taraflarla resmi iflas sürecinde yeniden yapılandırma içerisine girmeden, özel olarak yeniden anlaşma yolunu aramasının en önemli nedenleri yasal iflas sürecine göre maliyetlerin düşük olması ve sürecin kısa olmasıdır. Resmi iflas sürecinde yapılması gereken uzun işlemler burada gerekmemektedir.¹²² Ancak işletme ne kadar büyük ve sermaye yapısı ne kadar karmaşıksa özel borç yeniden yapılandırma anlaşması yapma olasılığı o kadar azalacaktır. Örneğin Wickers Corporation yaklaşık 250 000 alacaklısı ile böyle bir özel yeniden yapılandırma yapmak istemiş ve başarılı olamamıştır.¹²³

Yeniden yapılandırma sürecinin seçiminde etkili olan “maliyet” kriteri aslında sürecin hem işletmeye maliyetini hem de örneğin yöneticilere maliyetini ifade etmektedir. ABD’de yasal iflas sürecinin yöneticilere fayda ve zararlarının incelendiği bir çalışmada iflas müracaatı sonrası yöneticilerin önemli ölçüde kişisel maliyetlere katıldığı ve yarısından fazlasının işinden olduğu sonucuna ulaşılmıştır.¹²⁴ Ayrıca yine Gilson ve Vetsuypens (1994) tarafından yapılan bir çalışmada iflas sürecinde yeniden yapılandırma sonucunda yöneticilerin önemli bir bölümünün daha az ücret ve ikramiye aldıkları, yeni atanan yöneticilerin de eskilere

¹²² Julian R. Franks ve Walter N. Torous, “Lesson from a Comprasion of US and UK Insolvency Codes”, **Corporate Bankruptcy**, Editor; Jagdeep S. Bhandari ve Lawrence A. Weiss, Cambridge University Pres, USA, 1996, s.453-458.

¹²³ Brealey ve diğerleri, a.g.e., s. 590.

¹²⁴ Stuart Gilson, “Manager Turnover and Financial Distress”, **Journal of Financial Economics**, 25,1989, s. 241–242..

oranla yaklaşık %35 daha az ücret aldıkları sonucuna ulaşılmıştır.¹²⁵ Bu durum yöneticileri daha fazla özel borç yeniden yapılandırmasına yöneltebilmektedir.

Özel yeniden yapılandırma ve resmi iflas süreci içerisinde yeniden yapılandırma ile ilgili ampirik çalışmalardan elde edilen sonuçlar, özel yeniden yapılandırma sürecini başarı ile tamamlayan firmaların yasal yeniden yapılandırmayı seçen firmalara göre daha yüksek oranda hisse senedi fiyat artışı yaşadığını göstermektedir.¹²⁶

İşletmenin borçlarını özel olarak yeniden yapılandırma veya iflas sürecinde yeniden yapılandırma seçeneklerinden birini seçmesinde, bu alternatiflerin seçiminde katlanılacak borç yeniden yapılandırma maliyetleri önemli bir belirleyicidir. Ancak bir özel yeniden yapılandırmada işletmenin katlandığı toplam maliyetleri açıklamasını zorlayıcı bir şart olmadığından, bu maliyetlerin büyüklüğünü tam olarak ölçmek mümkün değildir.¹²⁷ Yine de özel yeniden yapılandırma çalışmalarında daha az maliyete katlanıldığını söylemek mümkündür. Çünkü eğer bir şirket yasal iflas sürecinde borç yeniden yapılandırmasına gidecekse yasal ödemeler ve uzmanlara yapılacak ödemeler için katlanacağı giderler daha yüksek olacaktır. Gilson (1997) bölüm 11 ve özel yeniden yapılandırma işlemlerine girişen finansal sıkıntılı şirketlerle ilgili yaptığı çalışmada bölüm 11'e göre yeniden yapılandırmanın daha az maliyetli olduğu yönünde bulgular elde etmiştir.¹²⁸ Ayrıca Gilson ve diğerleri (1990) tarafından elde edilen sonuçlara göre ise iflas süreci dışında özel yeniden yapılandırmaya giden şirketlerin bu süreçte harcadığı zaman ortalama 15 ay iken yasal süreç işletildiğinde bu zaman 20 aya çıkmaktadır.¹²⁹ Son yıllarda bu süre gittikçe kısalmaya başlamıştır. Örneğin 1996- 2000 döneminde bu süre yasal süreç için ortalama 14 aydır.¹³⁰

İflas sürecinde yeniden yapılandırma özkaynak sahipleri için kredi verenerlere göre daha avantajlı olabilmektedir. İflas sürecinde borç verenerlerin önceliğe sahip

¹²⁵ Stuart C. Gilson ve Michael R. Vetsuypens, "CEO Compensation in Financial Distressed Firms: An Empirical Analysis", **The Journal of Finance**, Vol. 48, No.2, 1993, s.456.

¹²⁶ Ross ve diğerleri, a.g.e., s.864.

¹²⁷ Gilson ve diğerleri, a.g.m., s. 336.

¹²⁸ Stuart C. Gilson, "Transactions Costs and Capital Structure Choice: Evidence From Financially Distressed Firms", **The Journal of Finance**, Vol.52, No.1 1997, s. 184-185.

¹²⁹ Gilson ve diğerleri, a.g.m., s. 335.

¹³⁰ Gaughen, a.g.e., 439.

olmasının (DIP) borç bulmayı kolaylaştırması ve iflas öncesinde alınan teminatsız borçların faizlerinin durdurulması hissedarlar açısından bir avantaj sağlamakta, ancak kredi verenleri zor duruma sokabilmektedir. Bu anlamda özkaynak sahipleri genellikle iflas yeniden yapılandırma sürecinde daha iyi direnme gücü sergileyebilmektedir. Kredi verenlerin özkaynak sahipleri karşısında avantajlı hale getiren mutlak öncelik kuralı yasal iflas sürecinde çığnenebilmektedir.¹³¹ Nitekim Weis (1996) tarafından yapılan bir çalışmada teminatsız kredi verenlerin hem daha düşük düzeyde önceliğe sahip teminatsız kredi verenlere göre hem de özkaynak sahiplerine göre olan önceliklerinin genelde çığnendiği sonucuna varılmıştır.¹³²

Yeniden yapılandırma sürecinin seçiminde etkili olan diğer bir faktör de taraflar arasındaki bilgi asimetrisinin büyüklüğü ve bu bilgi asimetrisini daha derinleştirecek olan işletmenin sermaye yapısının karmaşıklığıdır. Hissedarlar ve kredi verenler arasında doğal bir çıkar çatışması vardır. Finansal sıkıntı durumu hakkına her iki taraf da eksik bilgi sahibi olduğunda bu çatışma önemli hale gelir. Bir işletme başlangıçta yalnızca nakit akışı yetersizliği yaşarsa, bunun geçici veya kalıcı bir durum olduğu bilinmeyebilir. Eğer nakit yetersizliği sürekli bir durum ise kredi verenler yasal bir yeniden yapılandırmaya veya tasfiyeye firmayı götürmek isterler. Bununla birlikte nakit akış yetersizliği geçici ise yasal yeniden yapılandırma veya tasfiye gerekli olmayabilir. Özkaynak sahipleri bu ikinci görüş doğrultusunda baskı yapacaklardır. Bu çatışmanın çözümlenmesi çok da kolay bir durum değildir. Sermaye yapısının karmaşıklığı ve eksik bilgi durumunda finansal sıkıntının maliyeti artacaktır. Bu iki durum özel yeniden yapılandırmayı daha düşük bir olasılık haline getirecektir.¹³³ Ticari kredi, banka kredisi veya tahvil gibi farklı özellikteki alacak taleplerinin sermaye yapısı içindeki payı sermaye yapısının karmaşılaşmasına ve dolayısı ile alacaklılar arasındaki koordinasyon probleminin derecesinin artmasına yol açmaktadır. Chatterjee ve diğerleri (1996) kredi verenler arasındaki koordinasyon derecesinin (sermaye yapısının karmaşıklığının) yeniden yapılandırma seçimine etkisi ile ilgili önemli bulgular elde etmiştir. Buna göre daha fazla ticari kredi ve banka

¹³¹ Ross ve diğerleri, a.g.e., s. 864.

¹³² Lawrence A. Weis, **Bankruptcy Resolution: Direct Cost And Violation of Priority of Claims Corporate Bankruptcy**, Ed: Jagdeep S. Bhandari, Lawrence A. Weiss, Cambridge University Pres, 1996, s. 275

¹³³ Ross ve diğerleri, a.g.e., s. 864-865.

kredisi olan firmaların bölüm 11'i kullanma oranları özel yeniden yapılandırma ve uzlaşarak yeniden yapılandırmaya göre daha yüksektir. Bu sonuçlar, eğer firma kredi verenlerle koordinasyon problemini ve direnme problemini çözebileceğini düşünüyorsa özel yeniden yapılandırma veya tasarlanmış bölüm 11 yöntemine gideceğini göstermektedir.¹³⁴ Özel yeniden yapılandırma ve bölüm 11 yeniden yapılandırmanın karışımı bir yeniden yapılandırma türü de tasarlanmış bölüm 11 sürecinde bölüm 11 e müracaat etmeden önce borçlu ve alacaklılar bir reorganizasyon planı üzerine anlaşmaktadırlar. Dolayısıyla bu yöntem geleneksel bölüm 11 sürecinin bazı dezavantajlı yönlerini ortadan kaldırılabilmektedir.¹³⁵ İİH'ye 2004 yılında giren yeniden yapılandırma kurumu bu tür bir düzenlemeye örnek olarak verilebilir.¹³⁶

Gilson (1997) mahkeme dışı süreçte veya yasal iflas sürecinde yeniden yapılandırılan 108 halka açık şirketin karşılaştırmasını yaptığı çalışmada bölüm 11 dışında gönüllü yeniden yapılandırmaya giden şirketlerin bölüm 11 sürecindekilere göre kaldırıcı azaltma konusunda daha az başarılı oldukları, özel yeniden yapılandırmaya giden işletmelerde kaldırıcı oranının eskisi gibi yüksek olduğu sonucuna varmıştır. Bunun nedenini bazı etkenlerin borç azaltma işlemi maliyetli hale getirmesine ve bu maliyetlerin yasal iflas sürecini olumsuz etkilemesine bağlamıştır. İşlem maliyetleri (transaction costs) adını verdiği bu maliyetlerin Bölüm 11'de daha az hissedilmesinin nedenlerinden biri resmi iflas sürecinde yeniden yapılandırmanın "direnme" problemini azaltmasıdır. Çünkü yasal yeniden yapılandırma sürecinde oylamaya katılmayan veya yeniden yapılandırma planına karşı oy kullanan alacaklı çoğunluğun onayladığı planı kabul etmeye zorlanmaktadır.¹³⁷ Direnme problemi, öncelikli, avantajlı bir muamele elde edinceye kadar işlemleri sabit tutma güdüsünde olan daha küçük haklara sahip alacaklılar arttıkça daha da önemli hale gelmektedir. Gönüllü yeniden yapılandırma sürecindeki diğer bir sıkıntı ise yöneticiler eğer kredi verenlere göre önemli bir bilgi avantajına sahip olduğunda ortaya çıkmaktadır. Böyle bir durumda, kredi verenler borçlarını

¹³⁴ Sris Chatterjee, Upinder S. Dhillon ve Gabriel G. Ramirez, "Resolution of Financial Distress: Debt Restructurings via Chapter 11, Prepackaged Bankruptcies, and Workouts" **Financial Management**, Vol. 25, No. 1, 1996. s. 17.

¹³⁵ Chatterjee ve diğerleri, a.g.m.,s. 5.

¹³⁶ Ayrıntılı bilgi için bkz. Balcı, a.g.e., s. 20-27.

¹³⁷ Gilson, "Transactions Costs..." a.g.m., s.185.

hisse senedi karşılığı değiştirmekte gönülsüz davranmaktadırlar. Bilgi dezavantajı; kredi verenlerin, borçtan doğan hakları karşılığı değişim yoluyla elde edecekleri hisse senetlerinin değerini belirlemeyi güçleştirmektedir. Diğer bir sıkıntı ise kurumsal alacaklıların basit olarak borcu hisse senedine tercih etmelerinden dolayı ortaklık hakkı elde etmek istememeleridir. Bu konular bölüm 11 sürecinde daha fazla tartışılır hale gelir ve borçlunun pazarlık gücünde bir artışa yol açabilir.¹³⁸

Özel yeniden yapılandırma ve iflas sürecinde yeniden yapılandırma seçimini etkileyen bir diğer faktör ise varlık yapısıdır. Eğer şirkette maddi olmayan varlıklar ağırlıkta ise ve bu varlıkların resmi iflas sürecinde borç yeniden yapılandırma durumunda satılma olasılığı varsa, bu firmalarda resmi iflas sürecinde yeniden yapılandırma işletme için daha maliyetli olacaktır. Gilson ve diğerleri bununla ilgili olarak Tobin Q¹³⁹ değerini incelemişler ve daha yüksek Tobin Q değerine sahip şirketlerin borçları özel olarak yeniden yapılandırma olasılıklarının daha fazla olduğunu görmüşlerdir, çünkü bu şirketlerde resmi iflas yoluyla yeniden yapılandırma daha maliyetlidir. Resmi iflas süreci içerisinde borç yeniden yapılandırma durumunda varlık satış olasılığı özel yeniden yapılandırma durumundakine göre daha yüksektir. Bunun birkaç sebebi vardır. Birincisi; süreç başladığında tüm dava ve takiplerin durdurulması, kredi verenlerin iflas durumda haklarını talep etmesini ertelemesi sonucunu doğurmaktadır. Bunun sonucu olarak borçlulara işletme varlıkları üzerinde daha fazla tasarruf yetkisi vermektedir. Normalde işletmenin borç sözleşmesinin ihlali anlamına gelecek varlık satışına eğer işletme iflas mahkemesini faaliyetlerin devam edebilmesi için bu tür satışların gerekli olduğuna ikna ederse izin verilecektir. İkinci olarak borçlu, alacaklıların teminat ve garantilerini zayıflatır ve bu süreçte daha büyük önceliklere sahip yeni alacaklılar oluşur. Alacakları tamamen öncelikli olan bu alacaklılar genelde tasfiyeyi reorganizasyona tercih ederler. Bu durum resmi iflas sürecinde varlık satışı için ilave baskı unsuru oluşturur. Resmi iflas süreci içinde yeniden yapılandırmada kredi verenler mahkemeden önce varlık satışı için bir öneri vererek varlık satışını başlatabilirler. Ayrıca resmi iflas sürecinde yeniden yapılandırma tasfiyeye dönüşebilir. Son olarak finansal sıkıntılı firmalar için varlık

¹³⁸ Gaughen, a.g.e., s. 449.

¹³⁹ Tobin Q değeri piyasa değerinin, varlıkların yerine koyma maliyetine bölünmesi sonucu bulunan orandır.

satışı bölüm 11 sürecinde daha az risklidir. Çünkü varlık satışı bir mahkeme kararıyla ve herhangi bir yasal mücadele yapılmadan yürütülür. İlave olarak sonradan bölüm 11 sürecine giren sıkıntılı bir firmadan alınan varlıklar hileli varlık transferi olarak algılanabilir. Herhangi bir varlık satışına daha sonra dava açılır ve iptal edilirse katlanılabilecek maliyetlerden dolayı varlıkların potansiyel alıcıları şirketin bölüm 11 de olmasını tercih ederler.¹⁴⁰ Tüm bu nedenler resmi iflas sürecinde varlık satışını daha olası yapar ve işletmenin varlıkları eğer daha çok maddi olmayan varlıklardan oluşuyorsa önemli maliyetlere katlanırlar.

Chatterjee ve diğerleri (1996) tarafından yapılan bir çalışmada ise işletmenin kaldıraç derecesi, finansal sıkıntının yakınlığı ve şiddeti, ekonomik sıkıntının büyüklüğü ve kredi verenler arasındaki koordinasyon problemleri gibi dört konunun bölüm 11, tasarlanmış bölüm 11 ve özel yeniden yapılandırma arasındaki seçimde etkili olduğu sonucuna varılmıştır. Buna göre tasarlanmış bölüm 11 süreci içerisinde borç yeniden yapılandırmasına giden şirketler, geleneksel yasal yeniden yapılandırmayı veya özel yeniden yapılandırmayı seçen şirketlere göre daha acil likidite krizi yaşamaktadır. Çünkü şirketlerin borçlarının önemli bir kısmı kısa vadeli. Ayrıca ekonomik sıkıntı derecesi yüksek bir başka ifade ile varlıkların verimliliği düşük olan şirketlerin geleneksel bölüm 11'e göre özel borç yeniden yapılandırmaya daha fazla gittikleri saptanmıştır.¹⁴¹ Bunlar şirketin finansal özelliklerinin ve performansının seçimde rol oynadığını göstermektedir. Ayrıca tasarlanmış bölüm 11 sürecinin en önemli özelliğinin kısa sürede sonuç alınabilmesi olduğu düşünülürse acil finansal kaynak ihtiyacı olan şirketlerin bu yönde seçimde bulunması beklenen bir durumdur. Bu durum yeniden yapılandırma yöntemlerinin seçiminde zaman faktörünün etkisini göstermesi bakımından önemlidir.

Claessens ve diğerleri (2003) tarafından Asya krizi sonrası Asya ülkelerinde yapılan bir araştırmada ise işletmenin mevcut borçlarını ödeyebilme yeteneğinin ölçüsü olarak Net satışlar/borç oranı, kriz öncesi performansına göre performansın ölçüsü olarak aktiflerin karlılığı (ROA), şirketin grup şirket olup olmaması (kukla değişken) ve ortaklar arasında bankanın olup olmamasını (kukla değişken) olarak ele

¹⁴⁰ Gilson ve diğerleri, a.g.m., s.320-321.

¹⁴¹ Chatterjee ve diğerleri, a.g.m., s.6.

alınmış ve bu durumların yeniden yapılandırma sürecine etkisi incelenmiştir. Ayrıca her bir ülkenin Gayri Safi Milli Hasılası, iflas müracaatı olasılığına yasaların etkisini göstermek için, yasaların Anglosakson veya Alman orijinli olup olmaması kukla değişken olarak kullanılmış ayrıca kreditorlerin mahkeme sürecindeki haklarından oluşan bir endeks kullanılmıştır. Sonuçta daha büyük şirketlerin ve daha yüksek kaldıraca sahip şirketlerin iflas yasaları çerçevesinde yeniden yapılandırmaya başvurma olasılığı daha fazla bulunmuştur. Ayrıca kriz öncesine göre kötü performans gösteren şirketlerin de yasal yeniden yapılandırmayı seçme olasılığı artmaktadır. Ancak asıl önemli olan banka kontrolündeki şirketlerin ve grup üyesi şirketlerin yasal yeniden yapılandırmaya gitme olasılığı daha az bulunmuştur. Kredi veren kurumlarla ortaklık bağı mahkeme dışı yeniden yapılandırmaya gitme olasılığını artırmaktadır. Ortaklık ilişkileri işletmenin kredi bulmasını kolaylaştırmakta veya iflas dışı yeniden yapılandırmaya gitmek suretiyle resmi iflas sürecinin fırsat maliyetlerini ortadan kaldırmayı amaçlamaktadır. Alman orijinli iflas sistemlerine sahip ülkelerde resmi finansal yeniden yapılandırmaya gitmek daha olasıdır çünkü bu iflas sistemleri daha kreditor yanlısı sistemlerdir. Ayrıca mahkeme sürecinin etkinliği indeksi de yine iflas müracaatı için önemli bir değişken olarak bulunmuştur. Buna göre kredi verenlerin resmi iflas süreci için borçluyu zorlaması, ülkelerin iflas süreçlerinin alacaklının en az zararla tahsilat yapabilmesini sağlaması ile ilgilidir.¹⁴²

Hoshi ve diğerleri (1990) tarafından yapılan çalışmada da ortaklık yapısının finansal sıkıntının çözümüne etkisi incelenmektedir. Buna göre bankanın hem ortak hem de kredi veren konumunda olması Japon işletmelerinin sermayeye ulaşmalarını kolaylaştırmaktadır. Ayrıca bu şirketler kredilerini iflas süreci dışında daha kolay yeniden yapılandırabilmektedir. Banka ile ilişkili şirketler daha kolay finansal sıkıntıdan kurtulmakta ve yasal iflas sürecine gitmeye gerek kalmamaktadır.¹⁴³

Buna ilave olarak iflas mahkemesinin işletmenin yeni borçlanmalara gitmesine izin verebilmesi de seçimi etkileyen faktörlerden biridir. Daha önceki tüm borçlara göre daha öncelikli bir yapıya sahip olan bu borç “debtor in possession”

¹⁴² Claessens ve diğerleri, a.g.m., 210-215.

¹⁴³ T. Hoshi, A. Kashyap ve D.Scharfstein, “The Role of Banks in Reducing The Costs of Financial Distress in Japan”, **Journal of Financial Economics**, Vol.27, 1990, s. 67– 88.

(DIP) borç olarak adlandırılır. Şirketlerin geçici nakit ihtiyaçlarını – çalışma sermayesi ihtiyaçlarını karşılanması açısından DIP, iflas reorganizasyonunu özel yeniden yapılandırmaya göre oldukça çekici hale getirebilmektedir.¹⁴⁴ Nitekim iflas sürecinde yeniden yapılandırma konusunda ülkelerde geçerli olan kuralların yeniden yapılandırma için müracaatı ne derece etkilediği Asya krizinden sonra çok net gözlenmiştir. Asya krizinden sonra krizden etkilenen ülkelerin iflas yasalarında yapılan düzenlemeler, bu ülkelerdeki iflas reorganizasyonu için müracaatları önemli ölçüde artırmıştır. Örneğin Endonezya, Filipinler ve Tayvan’da sırasıyla Ağustos, Ocak ve Nisan 1998 yılında yapılan iflas yasası değişiklikleri ile ABD’deki bölüm 11 türü bir yeniden yapılandırmayı daha kolay hale getiren kurallar iflas yasalarına girmiştir. Bunun sonucunda Endonezya’da 1978-1998 arasında yalnızca 18 iflas müracaatı varken 1998’in son üç ayında 24 iflas müracaatı gerçekleşmiştir. Benzer şekilde 1982-1996 yıllarında Filipinler’de toplam 35 iflas müracaatı yapılmışken bu rakam 1997-1998 yıllarında 52’ye çıkmıştır.¹⁴⁵

Yukarıda ifade edilen faktörlerin yanında iflas sürecinin yapısından kaynaklanan DIP dışında bazı avantaj ve dezavantajlar da mevcuttur. Aşağıda iflas süreci içerisinde yeniden yapılandırmanın özel borç yeniden yapılandırma karşısındaki avantaj ve dezavantajları sıralanmaktadır.¹⁴⁶

Yasal iflas sürecinde yeniden yapılandırmanın avantajları:

- İflas süreci için müracaat otomatik olarak tüm kredi verenlerin toplu bir çaba göstermesine yol açmaktadır.
- İflas süreci, borçluya yalnızca bir tek forumda (iflas mahkemesinde) yeniden anlaşma sürecini idare etme ve anlaşmazlıkları çözme olanağı sağlar.
- Şarta bağlı alacaklar dahil tüm haklar bir defada ele alınabilir ve bunları ödemek için plan geliştirilir.
- Teminatsız alacaklar üzerinde işletilen faiz durur.

¹⁴⁴ Ross ve diğerleri, a.g.e., s. 864.

¹⁴⁵ Claessens, ve diğerleri, a.g.m., s. 209.

¹⁴⁶ Douglas R. Emery ve John D. Finnerty, **Corporate Financial Management**, Prentice-Hall Inc, USA, 1997, s. 896.

- Kabul edilmeyen kiralama ve diğer sözleşmelerden ortaya çıkan haklar sınırlandırılır.

- Eğer sunulan plan her bir alacaklı grup tarafından oylanır, alacak miktarının üçte ikisini temsil eden alacaklılar tarafından ve sayı olarak en az yarısı tarafından kabul edilirse mahkeme, bu planı onaylamak istemeyenlerin de gerekçelerini dikkate alarak onaylayabilir.

- Bir alacaklı grubu planı reddetse bile mahkeme bu planı yine de zorla kabul ettirme (cramdown rules) yoluna gidebilir.

- Plan kabul edilir edilmez, işletmenin kredi verenlerinin ve hissedarlarının tamamı bu şartlara uymak zorunda kalır.

Yasal iflas sürecinde yeniden yapılandırmaya gitmenin sakıncaları:

- Borçlunun faaliyetlerinde özellikle müracaat öncesi kredi verilere ödeme yapmadığı için bozulma oluşur ve önceki satıcı, tedarikçi ve alıcıların çoğu iflas sürecindeki işletmeyle olan faaliyetlerini askıya alabilir.

- DIP sürecinde oldukça sıkı raporlama şartlarının karşılanması gerekmektedir.

- İflas mahkemesinin esas faaliyet alanı dışındaki tüm işlemleri onaylaması gerekmektedir.

- Bir iflas müracaatı mahkeme dışı yeniden yapılandırmalarda iddia edilemeyecek olan örneğin çevre temizliği yükümlülüğü ile ilgili hakların da iddia konusu yapılmasını tetiklemektedir.

- Kredi verenleri ve hissedarları temsil etmek için resmi komitelere ihtiyaç duyulması ve bu komiteler için hukuki ve mali danışmanların gerekliliği mahkeme dışı yeniden yapılandırmalara göre yasal yeniden yapılandırmaları daha maliyetli hale getirmektedir.

- Borçlu işletmenin yönetimi, ya bir kayyım atanması veya kredi verenlerin reorganizasyon planının benimsenmesi yoluyla işletme yönetimindeki kontrolünü kaybedebilir.

1.6.2. Tasfiye ve Yeniden Yapılandırma Seçimini Etkileyen Faktörler

Sıkıntılı işletmelerde çözülmesi gereken konulardan biri de tasfiye ve yeniden yapılandırma arasında seçim yapmaktır. Bu seçimde etkili olan bazı faktörler vardır. Normalde iflas kararının gerektirdiği teorik süreç şöyledir: Alacaklılara yapılacak bir ödemenin vadesi geldiğinde yönetim işletmenin değerini kontrol eder. Eğer işletmenin değeri borçtan büyükse işletme alacaklılarına gerekirse nakit elde etmek amacı ile hisse senedi ihraç etme alternatifini de kullanarak gerekli ödemeyi yapar. Eğer işletmenin değeri borçtan küçükse bunun anlamı işletmenin özkaynaklarının değersiz olmasıdır. İşletme iflas için müracaat eder. Mahkemede iflas eden işletmenin varlıklarının daha başka bir yerde daha iyi kullanılacağı görüşü oluşursa işletme tasfiye edilir ve tasfiye geliri ile gerekli ödemeler yapılır. Aksi durumda alacaklılar işletmenin yeni sahibi haline gelirler ve işletme faaliyetine devam eder. Ancak uygulamada durum bu kadar basit değildir. Örneğin özkaynakları pozitif olsa da işletmelerin çeşitli nedenlerle iflas için başvurdukları görülmektedir. Benzer şekilde varlıkların başka bir yerde daha verimli kullanılabileceği düşünülse de işletmenin yeniden yapılandırıldığı görülmektedir.¹⁴⁷ Bu durumun birkaç nedeni vardır:

Bunlardan ilki, yeniden yapılanan işletme yasal olarak yeni bir kişilik olsa da eskiden oluşmuş zararları vergiden mahsup etme hakkı vardır. Tasfiye edilmesi kararlaştırılan bir işletme böyle bir avantajı kaybetmektedir. Dolayısıyla yeniden yapılandırma yönünde bir avantaj söz konusudur.

Tarafların tasfiye ve yeniden yapılandırma seçimini etkileyen ikinci faktör yeniden yapılandırmanın sonuçları ile ilgilidir. İşletmenin tasfiye edilmesi durumunda alacaklılara yapılabilecek ödeme bellidir. Oysa yeniden yapılandırma durumunda finansal darboğazdaki işletme nakdin önemli bir kısmını elde tutmak isteyecektir. Dolayısıyla alacaklılara genellikle nakit ve menkul kıymetten oluşan bir bileşim sunulacaktır. Bu durumda alacaklılar menkul kıymetlerin gelecekteki değerleri ile ilgili bir belirsizliğe düşmektedirler. Örneğin alacaklılara alacakları karşılığı bir miktar nakit ve uzun vadeli tahvil veren bir şirkette, tahvil fazla bir değer taşımayabilir. Halbuki tahvilin nominal değerine bakan iflas mahkemesi tahvil sahiplerine ödemenin tümüyle yapıldığına karar verebilir. Böyle bir süreçte öncelikli alacaklıların yeniden yapılandırmada haklarını tam olarak alamama durumu ile

¹⁴⁷ Brealey ve diğerleri, a.g.e., s. 591.

karşılaşma olasılıkları ortaya çıkmaktadır. Dolayısıyla öncelikli alacaklılar tasfiye yönünde karar alınması için çaba harcarlar. Hissedarlar ve öncelik hakkı olmayan alacaklılar ise mahkeme tarafından mutlak öncelik kuralının çiğnenebileceği ve tasfiye durumunda elde edecekleri gelirden daha fazlasını yeniden yapılandırmada alabilecekleri düşüncesini taşımaktadırlar.¹⁴⁸ Dolayısıyla hissedarlar ve önceliği olmayan alacaklılar yeniden yapılandırmayı tercih edeceklerdir. Nitekim Weis (1990) tarafından yapılan bir çalışmada iflas sürecinde alacakların önceliğinin önemli ölçüde bozulduğu sonucuna varılmıştır. Teminatsız kredi verenlerin hem daha düşük düzeyde önceliğe sahip teminatsız kredi verenlere göre hem de özkaynak sahiplerine göre olan öncelikleri genelde çiğnenmiştir.¹⁴⁹

Üçüncü bir faktör hissedarların ve teminatsız alacak sahiplerinin zaman kazanma istekleridir. Bir iflas planının mahkemeye sunulması ve her alacaklı grup tarafından onaylanması büyük zaman almaktadır. Böyle bir durumda ikinci derecede önceliğe sahip olan alacaklılar ve hissedarlar bu uzun zaman diliminde şirketin kurtulması beklentisini taşırlar. Diğer taraftan geçen zamanın aleyhlerine olduğunu düşünen birinci derecede öncelik sahibi alacaklılar bir an önce planın onaylanması için haklarının bir kısmından vazgeçmeyi göze alabilirler. Yine uzayan iflas davaları iflas davası ile ilgili maliyetleri artırmakta ve öncelikli hak sahiplerinin alacakları miktarın bir kısmı dava sürecinde ortaya çıkan ve önceliği ilk sırada olan avukatlık ücretleri v.b. giderlere akmaktadır.¹⁵⁰ İflas davaları ile ilgili çeşitli çalışmalarda bu sürecin uzunluğu hakkında bulgular elde edilmiştir. Örneğin Weis (1990) iflas sürecinde yapılandırma için harcanan zamanı incelediği örneklem için, bu sürenin 8 ay ile 8,3 yıl arasında değiştiğini¹⁵¹ Warner (1977) ise demiryolu şirketleri için en kısa iflas sürecinin 4 yıl en uzun süreci 23 yıl, ortalama olarak 12,5 yıl olduğunu belirtmektedir.¹⁵² Aynı şekilde Cuttler ve Summers(1988) Texaco ve Penzoil için bu sürenin 2 yıldan daha fazla sürdüğünü belirtmektedir.¹⁵³

¹⁴⁸ Brealey ve diğerleri, a.g.e., s. 591-592.

¹⁴⁹ Weis, a.g.e., s. 275.

¹⁵⁰ Brealey ve diğerleri, a.g.e., s. 592.

¹⁵¹ Weis, a.g.e., s. 263

¹⁵² Jerold B. Warner, "Bankruptcy Costs: Some Evidence", **The Journal of Finance**, Vol.32, No.2, 1977, s. 340.

¹⁵³ David M. Cuttler ve Lawrence H. Summers, "The Costs of Conflict Resolution and Financial Distress: Evidence From The Texaco- Pennzoil Litigation" **RAND Journal of Economics**, Vol.19, No.2,1988, s. 161.

Yeniden yapılandırma ve tasfiye arasındaki seçimi etkileyen diğer bir neden yeniden yapılandırma planı hazırlanırken şirketin kredili mal almak, borçlanmak gibi olağan faaliyetlerine izin verilmesidir. Böyle bir durumda, başvuru sonrasında şirketten alacaklı hale gelenler eski alacaklılara göre öncelik hakkına sahiptirler ve alacakları mevcut alacaklılara ipotekli olan varlıklar ile teminat altına alınmış olur. Bu da başvuru öncesinde şirketten alacaklı olanların, varlıklar üzerindeki hakları yeni borçlarla sulandırılmadan süreci sonlandırma eğilimi içerisine girmelerine yol açar.¹⁵⁴

Bazı durumlarda ise aslında karlı olan şirketler büyük tazminat davaları veya toplu sözleşme görüşmeleri gibi sıkıntılı durumlardan kurtulmak için iflas başvurusunda bulunabilirler. Örneğin Continental Airlines maliyetli olabilecek bir toplu sözleşme öncesinde 1982 yılında iflas müracaatında bulunarak yeniden yapılandırma sürecine girmiş ve ödemelerde %50'ye yakın bir indirim sağlamıştır. Aynı şekilde Manville Corporation asbestten zehirlenme iddiasıyla açılması olası 16000 tazminat davasından kurtulmak için bölüm 11 iflas başvurusunda bulunmuş ve iflas mahkemesi şirket yeniden yapılandırılincaya kadar tazminat davalarını bekletmiştir. Bu süreç ise yaklaşık 6 yıl sürmüştür.¹⁵⁵

1.7. İflas ve Yeniden Yapılandırmanın Hukuki Boyutu ve Finansal Sıkıntı Maliyetlerine Etkisi

Finansal sıkıntıya düşen şirketlerin iflas süreci dışında özel olarak borç yeniden yapılandırmasında etkili olan faktörler dikkate alındığında yasal iflas sürecinde yeniden yapılandırma ve tasfiye seçeneklerinin bulunmasının hak sahipleri açısından ne kadar önemli olduğu daha iyi anlaşılmaktadır. Bazı ülkelerde iflas müracaatı ve bunun sonucunda yeniden yapılandırma veya tasfiye gerek yöneticilerin gerekse işletme ile ilgili hak sahiplerinin çok sık bir şekilde müracaat etkileri kurumlardır. Örneğin; Amerikan İflas Enstitüsü raporlarına göre de 1997 yılında 54,027 işletme iflas müracaatında bulunmuştur ve bu işletmelerin %20'sini yeniden yapılandırma için müracaat eden işletmeler oluşturmaktadır.¹⁵⁶

Finansal sıkıntı maliyetleri açısından konu ele alındığında yasal iflas süreci içerisinde yeniden yapılandırma ve tasfiye ile ilgili düzenlemeler ve mevcut

¹⁵⁴ Brealey ve diğerleri, a.g.e., s. 592

¹⁵⁵ Brealey ve diğerleri, a.g.e., s. 592

¹⁵⁶ www. solvency. com/bankpred.htm, 06/04/2005.

düzenlemelerin daha az maliyetli olacak şekilde yeniden düzenlenmesi oldukça önemli hale gelmektedir.

Eğer iflas maliyetsiz bir süreç olsaydı, daha yüksek iflas riski işletmenin borç ve özkaynaklarının sahiplerinin ilgilendiği bir durum olmaktan çıkardı. İflas meydana geldiğinde, şirket piyasa değerinden tasfiye edilebilirdi ve elde edilen gelir alacakların belirtilen önceliğine göre hak sahiplerine dağıtılabılırdı. Bununla birlikte, iflas ve reorganizasyon yasal, yönetsel maliyetler ve fırsat maliyetleri oluşturduğu için finansal kaldıracı düşük tutmak suretiyle, iflastan korunma düşüncesi vardır.¹⁵⁷ İflas sadece iflas eden işletmeyi değil onun alacaklılarını, çalışanlarını toplumsal yapıyı v.b. önemli ölçüde etkilemektedir. Çağdaş hukuk sistemleri iflas olgusu yerine ödeme güçlüğüne düşme olgusundan hareket etmektedirler. Ödeme güçlüğü içine düşme ile başlatılan prosedür iyileştirme temel anlayışıyla söz konusu işletmenin ekonomiye yeniden kazandırılmasını amaçlamaktadır. Hatta hukuk literatüründe “iflasın iflas ettiği”nden söz edilmektedir.¹⁵⁸

Bu açıdan bakıldığında iflas; tasfiye ve yeniden yapılandırma süreçlerini içinde barındıran bir kavramdır. Hemen hemen bütün ülkelerde bu iki konu iflas yasası içerisinde ele alınmaktadır. Örneğin ABD’de iflas yasasının 7. bölümü tasfiyeyi 11. bölümü ise yeniden yapılandırmayı ele almaktadır. Ülkemizde de yeniden yapılandırma kavramı özellikle 2000-2001 krizi sonrası İstanbul Yaklaşımı’nı temel alarak iflas yasasına girmiştir. Ülkelerde yürürlükte olan iflas yasaları ve bu yasaların yönlendirdiği tasfiye, yeniden yapılandırma, iflasın ertelenmesi gibi süreçlerin yöneticiler, alacaklılar ve ortaklara yüklediği pozisyonlar finansal sıkıntı maliyetlerinin artıp azalmasında önemli rol oynamaktadır. Aynı şekilde etkili iflas yasaları alacakların tahsilat oranını yükseltmekte ve işletmelerin hayatta kalma oranlarını artırmaktadır.¹⁵⁹ Bu nedenle çalışmanın bu bölümünde çeşitli ülkelerde ve Türkiye’de iflas sürecinin hukuki boyutu ve bu durumun finansal sıkıntı maliyetlerine olası etkileri ele alınacaktır.

¹⁵⁷ Shrader ve diğerleri, a.g.m.,s.2.

¹⁵⁸ Pekantez v.d. a.g.e., s. 322.

¹⁵⁹ Karin S. Thorburn, “Bankruptcy Auctions: Costs, Debt Recovery, and Firm Survival”, **Journal of Financial Economics**, Vol.58, 2000, s. 340.

1.7.1. Çeşitli Ülkelerde İflas ve Reorganizasyon Hukuki Altyapısı

Türkiye’de iflas sürecini değerlendirmeden önce diğer ülkelerdeki iflas süreçlerinin kısa bir değerlendirmesini yapmak hem Türkiye’deki iflas sürecini daha iyi anlayabilmek ve hem de bu yasaların finansal sıkıntı maliyetleri üzerindeki etkisi dikkate alınması finansal sıkıntı maliyetlerinin bileşenlerini anlayabilmek açısından önemlidir.

Amerika ve Avrupa ülkelerinin iflas kanunları arasındaki önemli farklılıklardan biri iflasın nasıl ve ne zaman başlayacağı noktasındadır. İflas müracaatı ya yöneticiler tarafından gönüllü bir şekilde ya da diğer gruplar ve genellikle kredi verenler tarafından şirketin isteği dışında (involuntary) başlatılabilir. ABD iflas yasaları kredi verenler tarafından başlanılacak gönülsüz iflas müracaatını üç veya daha fazla kredi verenin birlikte iflas müracaatında bulunmasını şart koşarak zorlaştırmaktadır. Dolayısı ile ABD’deki iflas müracaatlarının hemen hemen tamamı gönüllü iflas müracaatlarından oluşmaktadır. Bunun aksine Avrupa iflas yasaları kredi verenler, yöneticileri, yönetim kurulu üyelerini, çalışanların temsilcilerini ve iflas mahkemesinin kendisini içeren ilgili her bölümü gönülsüz (involuntary) iflası başlatmayı cesaretlendirecek uygulamalar içermektedir.¹⁶⁰ Bunun dışında iflasın gerçekleşmesi şartlarına bakıldığında örneğin İngiltere’de işletmenin kredi verilere karşı ödemeleri yerine getirememesi iflas şartı iken ABD’de işletmenin ödeme aczi (insolvent) içerisinde olması iflas sürecinin başlatılması için şart değildir.¹⁶¹

Tablo 3’de üç Avrupa ülkesi (Almanya, İngiltere ve Fransa) ve ABD’de iflas yasalarının işleyişi karşılaştırılmakta ve aralarındaki önemli benzerlik ve farklılıklar gösterilmektedir.

İflas zamanlamasında ise şunlar görülmektedir: Üç Avrupa ülkesinde, iflas kanunları, yöneticilere ve diğerlerine karşı eğer geçmişte belli bir noktada iflas müracaatını geciktirirlerse bazı müeyyideler getirmektedir. Örneğin İngiltere’de şirketin ödeme aczi içinde olduğunu bilen yöneticiler firma iflas için müracaat edinceye kadar kredi verenlerce katlanılan ekstra kayıplardan (zararlardan) sorumlu

¹⁶⁰ White, a.g.e., s.468.

¹⁶¹ Franks ve Torous, a.g.e., s. 460.

tutulabilmektedirler. Bunların aksine Amerika’da iflas müracaatında gecikme durumunda açık politikalar yoktur.¹⁶²

Tablo 3. Temel Süreçler Açısından ABD ve Avrupa Ülkelerindeki İflas Yasalarının Karşılaştırılması

Temel faktörler	ABD	Avrupa
İflas nasıl başlatılır	Yöneticiler tarafından yapılan gönüllü müracaatla	Gönüllü ve gönülsüz müracaatlarla
İflas zamanlaması	Gecikmeye izin verir	Gecikmeye izin vermez
Dışarıdan resmi bir atama varmı?	Normalde hayır	Devamlı
İlk önce tasfiye ve reorganizasyon arasındaki seçime kim karar verir	Mevcut yönetim (bü özel süreç esnasında)	Atanan kişi veya iflas jürisi
İşletmenin varlıkları tasfiyede nasıl dağıtılır	Mutlak öncelik kuralına göre	Mutlak öncelik kuralına göre
Reorganizasyonda teminatlı alacaklılar için bir takiplerin durması var mıdır	Evet	Fransada var Almanya da yok İngilterede bazı şartlarda evet
Reorganizasyon planını kim önerir	Yöneticiler yalnızca mevcut süre içerisinde	Dışarıdan atanan iflas memurları
Reorganizasyon planı nasıl uygulanır	Kredi veren ve hissedar gruplarının çoğunluk oyları	Fransa; İflas mahkemesi İngiltere: kreditorler komitesinin oyları Almanya kreditorlerin oy çoğunluğu

Kaynak: Michelle J. White, *Corporate Bankruptcy: A U.S.- European Comparison*, **Corporate Bankruptcy**, Ed: Jagdeep S. Bhandari, Lawrence A. Weiss, Cambridge University Pres, 1996, s. 468.

Tasfiye sürecinin geciktirilmesi veya zamanından önce tasfiye açısından bakıldığında da ABD iflas sisteminin eğer işleyen teşebbüs değeri tasfiye değerinden fazla ise firmayı çalışır halde tutmak için önemli bir motivasyon sağladığı görülmektedir. Buna karşılık örneğin İngiltere İflas Yasası bazı durumlarda belli bir alacaklıya verdiği öncelikler yüzünden zamanından önce tasfiyeye yol açabilmektedir.¹⁶³

İflas müracaatının zamanlaması ile ilgili politikalar finansal sıkıntı ve iflas süreci ve bu sürecin maliyetleri ile oldukça yakından ilgilidir. Bu anlamda erken bir şekilde iflasın başlatılması istenilen bir durumdur. Çünkü, işletmeler iflasa ne kadar erken girerlerse finansal durumları o kadar az sıkıntılı olmaktadır. Üç Avrupa ülkesindeki yaklaşım müracaattaki gecikmeler için yöneticileri ve bankaları cezalandırma suretiyle ve kredi verenler ve diğerleri için mecburi iflası başlatmayı

¹⁶² White, a.g.e., , s. 468-470.

¹⁶³ Franks ve Torous, a.g.e., s. 453-456.

daha kolay hale getirmek suretiyle erken iflas müracaatını teşvik etmek yönündedir. Amerika'daki yaklaşım ise iflas sürecinde yöneticilere daha yumuşak bir şekilde davranmak yoluyla erken iflas müracaatını teşvik etmektir.¹⁶⁴ Gecikme etkisi finansal başarısızlık maliyetlerini etkileyen unsurlar içerisinde önemli rol oynamaktadır.

Bir iflas müracaatı olur olmaz, şirketin yönetimini üstlenmek için iflas mahkemesi tarafından dışarıdan bir görevlinin atanıp atanmayacağı ve işletmenin tasfiye veya reorganizasyon kararının kim tarafından alınacağı diğer bir önemli konudur. Üç Avrupa ülkesinde, şirket iflasa girdiğinde, dışarıdan bir görevli atanır ve bu kişi ya mevcut yönetimin yerine geçer veya yönetimi denetleyecek bir otoriteye sahip olur.¹⁶⁵ Bu durumun aksine Amerika'da mevcut yöneticiler, iflas yasasına göre, bölüm 7 veya bölüm 11 için iflas müracaatı yapma seçenekleri arasında seçim yapma hakkına sahiptirler.¹⁶⁶ Ancak bölüm 11 çerçevesinde yeniden yapılandırma müracaatı yapılırsa şirket aynı yönetici ile faaliyetine devam etmektedir. Kredi verenler açısından bakıldığında firmayı finansal sıkıntı durumuna sürükleyen yönetimin reorganizasyon planı hazırlanırken işletmeyi halen yönetmeye devam etmesi bölüm 11 sürecinin problemlerinden biridir.¹⁶⁷

ABD'deki kredi verenlerin gönülsüz iflas sürecini başlatmaları çok rastlanan bir durum değildir. Çünkü, bu iflas müracaatı kabul edilse bile, yöneticiler bölüm 11 altında firmayı reorganize etme seçeneğini seçecekler ve firmanın kontrolünü devam ettireceklerdir. Bunun tersine, Avrupa'daki kredi verenler daha düşük iflas başlatma maliyetleri ile karşı karşıyadırlar ve dışarıdan bir yetkili idareyi ele aldığı için daha fazla kazanmaları söz konusu olur. Bu durum Avrupa'daki kredi verenleri, ABD'deki kredi verenlerden daha fazla avantajlı hale getirmektedir.¹⁶⁸

ABD iflas süreci yeniden yapılandırmada borç verenler için güçlü bir koruma sağlamaktadır. Bu yüzden mutlak öncelik kuralından önemli sapmalar meydana gelmektedir. Hissedarlar eğer şirket değeri artarsa önemli bir opsiyon elde etmektedirler. Ancak şirket değerinde azalma olursa herhangi bir kayba

¹⁶⁴ White, a.g.e., s. 469-470.

¹⁶⁵ White, a.g.e., s. 471.

¹⁶⁶ White, a.g.e., s. 471-472.

¹⁶⁷ Gaughen, a.g.e., s. 438.

¹⁶⁸ White, a.g.e., s. 472

uğramamaktadırlar. Yeniden yapılandırma sürecinin uzaması opsiyonun değerini daha da artırmaktadır ancak bu durum maliyetleri de artırmaktadır Bu maliyetleri taşımak ise kredi verenlere düşmektedir.¹⁶⁹ Nitekim yapılan çalışmalarda mutlak öncelik kuralının çiğnendiği saptanmıştır.¹⁷⁰

Reorganizasyon planının kim tarafından oluşturulacağı, nasıl uygulanacağı, başarısız şirketi reorganize etmede ne tür yardımlar sağlayacağı konularında dört ülkede uygulanan süreçler farklılık göstermektedir.

ABD’de yöneticiler iflas müracaatından sonraki ilk 120 gün içinde bir plan önermek durumundadırlar. Yöneticiler genel olarak bu özel süreyi uzatmak için mahkemeye müracaat ederlerse genelde bir uzatma da alabilmektedirler. Böylece yöneticiler planlarını sunma öncesinde uzun sayılabilecek bir dönem için şirketin kontrolünü elde bulundurmaktadırlar. Kredi verenler ise yöneticilerin planını kabul etmek veya kendi planlarını sunmak için özel periyodun bitmesini beklemek zorundadırlar. Özel periyot bittikten sonra da, kredi verenlerin bağımsız hareket etme güdüsünden (free rider) dolayı, kendi reorganizasyon planlarını oluşturduklarına çok az rastlanmaktadır.¹⁷¹

Reorganizasyon planı iflas öncesi tüm alacaklıların şirketten alacaklarını ödemeyi önerir, genellikle bu ödemeler birkaç yıla yayılır. ABD’de tipik bir reorganizasyon planı, teminatsız kredi verenler için 5 yıl içerisinde geri ödemelerin %25-%50’sini almalarını sağlayabilmektedir. Eğer bir reorganizasyon planı üzerinde anlaşılamazsa, ya “zorla kabul ettirme” (cramdown) olarak bilinen bir prosedür altında plan kabul ettirilir ya da iflas mahkemesi işletmenin iflas müracaatının bölüm 7’ye çevrilmesini isteyebilir.¹⁷² Zorla kabul ettirme; tüm çıkar grubu sınıflarına, içlerinden bazıları planı onaylamasalar da planın zorla kabul ettirilmesidir. Küçük bir alacaklı sınıfının reorganizasyon planını bloke etmesini önlemek amacıyla getirilmiştir.¹⁷³

¹⁶⁹ Franks Torous, a.g.m., s. 453-456.

¹⁷⁰ Weis, a.g.e., s. 275.

¹⁷¹ White, a.g.e., s. 472-473.

¹⁷² White, a.g.e., s. 473.

¹⁷³ Gaughen, a.g.e., s. 442.

Temsil edilmeyen çıkar grupları açısından iflas süreci incelendiğinde ABD iflas sürecinin; şirketi çalışır durumda tutmaya çalışarak, bu gruplara önemli bir destek sağladığı görülmektedir.¹⁷⁴

ABD’de bazı ilave hükümler başarısız şirketlerin reorganizasyonunu teşvik etmektedir. Bir şirket bölüm 11’e göre müracaatta bulunur bulunmaz, hem teminatlı hem de teminatsız kredi verenleri için iflas öncesi borçların faiz ödemeleri bir reorganizasyon planı onaylanıncaya kadar durmaktadır. Ayrıca şirket, bölüm 11 altında müracaat eder etmez, yeni alınacak borçlara en yüksek öncelik verilmesi işletmenin yeni borçlar sağlamasını kolaylaştırmaktadır. Eğer şirket reorganizasyon sürecinin tamamlarsa vergi kayıplarını ileriki zamana taşıma hakkını sürdürür. Bu durum başarısız bir şirket için yasal reorganizasyonu daha çekici hale getirmektedir.¹⁷⁵

Fransa iflas yasası ise başarısız firmaları kurtarmaya çalışmada en uç noktaya gitmektedir: Fransız kanunlarının öncelikli amacı “işletmeyi koruma” ve “işletmenin faaliyetlerini sürdürmesi”dir ve “borçların ödenmesi” yalnızca üçüncü derecede öncelikli amaçtır. Sıkıntılı işletmenin işletmenin kurtarılması yönünde mahkeme karar vermişse, işletmeyi çalıştıracak bir kısmi süreli yönetici (lease-manager) bulunur. Bu yönetici işletmeyi kapatmak yerine faaliyetini devam ettirmek ve genellikle iki yıl sonunda işletmeyi satın almak hakkına sahiptir.¹⁷⁶

İngiltere’de iki ayrı iflas prosedürü vardır. Birinci yöntemde alacaklı tarafından bir tasfiye memuru atanır. Bu alacaklı işletmenin varlıkları üzerinde sınırlı veya sınırsız yükümlülük getiren özel bir teminata sahip olmalıdır. Sınırlı yükümlülük işletmenin sabit varlıkları üzerine konulan teminat iken, sınırsız yükümlülük bir bütün olarak tüm varlıklar örneğin stoklar üzerine konulabilir.¹⁷⁷ Tasfiye memuru diğer bir kreditorün haczine konu olmayan işletmenin herhangi bir varlığını kendini atayan kreditorün borcunu karşılamak için satar.¹⁷⁸ Alacaklıların cebri idaresi de denen bu yöntem aslında ne bir tasfiye nede bir iyileştirme sayılabilir. Amaç teminatlı

¹⁷⁴ Frank ve Torous, a.g.e., s. 463.

¹⁷⁵ White, a.g.e., s. 477-478..

¹⁷⁶ White, a.g.e., s.476.

¹⁷⁷ İngiltere’de floating charge (sınırsız yükümlülük) adı verilen ve alacaklının alacağının tüm firma ile teminat altına alındığı bir düzenleme özellikle bankalar tarafından sıkça uygulanmaktadır. Dolayısıyla bankalar genelde bu cebri icra yöntemini seçmektedir.

¹⁷⁸ Franks ve Torous, a.g.e., s. 453-456.

alacaklıları korumaktır.¹⁷⁹ Buradaki problem tasfiye memurunun kolaylıkla nakde çevirebileceği varlıkları araması, işletmenin işleyen teşebbüs olarak daha değerli olduğu zaman bile, işletmenin faaliyete devam etmesi için gerekli olan varlıkları satma suretiyle işletmeye zarar verebilmesidir. Daha yeni olan iflas prosedürü ise yönetici atanması (administration order) olarak bilinmektedir. Yöneticiler veya alacaklılar böyle bir talepte bulunabilirler. Buna göre dışarıdan bir iflas memuru atanmakta ve bu görevli alacaklıların tamamını temsil etmektedir. Bu memur bir reorganizasyon planı sunmakta ve bu plan kredi verenler komitesi tarafından onaylanmaktadır.¹⁸⁰

Almanya'da diğer ülkelere göre iflas müracaatı eğilimi çok azdır. Sıkıntılı işletmeler daha çok gönüllü yeniden yapılandırmalara yönelme eğilimindedirler. Borç yeniden görüşmeleri büyük işletmelerde görece olarak daha kolaydır. Çünkü kredi veren büyük bankalar, firmaların yönetim kurullarında temsil edilme eğilimindedirler. Şirketlerde halka açık işlem gören borçların az olması gönüllü bir yeniden yapılandırma üzerinde anlaşmaları gereken grupların sayısı oldukça azaltmaktadır..¹⁸¹

Özetle ABD ve üç Avrupa ülkesi arasında iflasa yaklaşımları açısından önemli farklılıklar görülmektedir. Amerika'da başarısız şirket yöneticileri daha erken bir şekilde iflas için müracaat etmeleri konusunda yöneticilere verilen esnek karar alanı sayesinde ödül yani "havuç" aracılığıyla cesaretlendirilmektedir. Bunun aksine Avrupa ülkeleri yöneticilerin iflas müracaatını geciktirmelerinden dolayı karşı karşıya kaldıkları cezalardan dolayı bir "sopa" yaklaşımı kullanmaktadır. Avrupa ülkelerindeki diğer önemli bir fark, Amerika'da yöneticiler, şirket iflas için müracaat ettiğinde şirketteki genellikle kontrollerini devam ettirmeleridir. Avrupa'da iflas için müracaat edildiğinde dışarıdan bir memur şirketin yönetimini devralması için atanmaktadır. Üç Avrupa yöneticilerin iflası geciktirmesine yol açmaktadır.¹⁸²

¹⁷⁹ Ayvaz, a.g.e., s. 176.

¹⁸⁰ White, a.g.e., s. 476-477.

¹⁸¹ White, a.g.e., s. 476-477.

¹⁸² White, a.g.e., s.478.

1.7.2. Türkiye’de İflas ve Yeniden Yapılandırma Sürecinin Hukuki Boyutu

İflas, iflas organları tarafından alacaklıların alacağını tahsil etmek amacıyla borçlunun tüm malvarlığı üzerinde gerçekleştirilen bir cebri tasfiye usulü olarak tanımlanmaktadır.¹⁸³ Bu tanım aslında iflas hukukundaki iki temel düzenlemeden biri olan tasfiye ile ilgilidir. İflas hukukunda uzunca bir süredir var olan diğer bir düzenleme ise konkordatodur. Konkordato dışında gelişmiş ülkelerde uzunca uygulanmasına rağmen, iflas hukukumuzda yeni giren ve finansal başarısızlık maliyetleri ile yakından ilgili olabilecek iki yeni düzenleme daha vardır. Bu düzenlemeler iflasın ertelenmesi ve uzlaşma yoluyla yeniden yapılandırma düzenlemeleridir.

Sermaye şirketlerinin ve kooperatiflerin borçların yeniden yapılandırılması ülkemizde yaşanan ekonomik krizler sürecinde gündeme gelmiş bir kavramdır. Bu çerçevede 2001 ekonomik krizinden sonra İstanbul Yaklaşımı olarak da adlandırılan bir düşünce çerçevesinde şirket borçları, alacaklılarında onayı ile üç yıl süreyle ertelenmiştir. İstanbul yaklaşımı ile öngörülen üç yıllık sürecin sonunda iflas hukukumuzda 2003 ve 2004 değişiklikleri kapsamında İflasın Ertelenmesi, Aktifin Terki Suretiyle Konkordato ve Uzlaşma Yolu ile Borçların Tasfiyesi kurumları dahil olmuştur.¹⁸⁴ İflasın ertelenmesi, iflas hukukumuzda 2003 yılında 17/7/2003 tarih ve 4949 sayılı kanun ile¹⁸⁵ uzlaşma yoluyla borçların tasfiyesi ise 12/02/2004 tarih ve 5092 sayılı kanun ile girmiştir.¹⁸⁶ Bunun dışında yeniden yapılandırma kapsamında geçici bir düzenleme olarak hukukumuzda yerini alan diğer bir girişim de İstanbul Yaklaşımı olarak da bilinen Mali Sektöre Olan Borçların Yeniden Yapılandırılması ile ilgili düzenlemedir.

1.7.2.1. Genel İflas Süreci

Hukukumuzda genel iflas nedeni borçlunun vadesi gelmiş borçlarını aleyhindeki iflas davasına rağmen ödememesidir. Bu açıdan borçlunun borçlarının

¹⁸³ Pekcanitez, a.g.e., s. 321.

¹⁸⁴ Aydın Musaballı, “İflasın Ertelenmesi Şartları”, http://www.turkhukuksitesi.com/makale_240.htm
14 Mart 2006, 04:42:11

¹⁸⁵ 30.07.2003 tarihli, 25184 sayılı Resmi Gazete

¹⁸⁶ 21/02/2004 tarihli 25380 sayılı resmi gazete

(pasifinin) varlıklarından (aktifinden) fazla olması genel bir iflas nedeni değildir.¹⁸⁷ Ancak kanun sermaye şirketleri (anonim ve limited şirketler) ve kooperatifler için bu genel iflas nedeni dışında bir şirketin borçlarının varlıklarından fazla olmasını da özel bir iflas nedeni saymıştır.¹⁸⁸ Borca batıklık olarak ifade edilen bu durum ve ödeme gücüğü içine düşmüş olma farklı anlamlarda kullanılmaktadır. Ödeme gücüğüne düşme şirketin malvarlığı ile ilgili değildir. Vadesi gelen borçlarını ödeyecek likiditeye sahip olmamaktır. Halbuki borca batıklık vadesi gelsin veya gelsin tüm borçları ödemeye yetecek varlıkların olmaması anlamına gelir. Ancak uzun süreli ödeme gücüğü firmayı borca batık hale getirebilir.¹⁸⁹

Takipli iflas yoluna başvurabilmek için temel şart borçlunun vadesi gelen para veya teminat borcunu ödememiş olmasıdır. Bu şekli şart dışında borçlunun sahip olduğu malvarlığının ve durumunun önemi yoktur.¹⁹⁰

Takipsiz veya doğrudan doğruya iflasta ise alacaklı dışında borçlu da ticaret mahkemesine başvurarak iflasını isteyebilir. Bu yöntemde sadece para alacağının olması yeterli değildir, aynı zamanda bazı koşulların da gerçekleşmesi gerekir. Bunlar arasında borçlunun taahhütlerinden kurtulmak amacıyla kaçması, borçlunun alacaklının haklarını ihlal eden hileli işlemlerde bulunması, borçlunun haciz yoluyla takip sırasında mallarını saklaması, ödemelerini tatil etmiş olması v.b. sayılabilir.. Borçlunun talebi ile doğrudan doğruya iflas için gerekli olan şartlardan biri borçlunun acz içinde olduğunu bildirerek yetkili mahkemeden iflasını isteyebilir. Acz halinde olduğunu belirterek iflası istemek için bu durumun alacaklılara yansımaları gerekmeyeceği gibi, aktifin borçlarından az olması da gerekmez. Bu iflas sebebi borçlunun mal varlığındaki yetersizlik değil ödeme araçlarındaki yoksunluktan dolayı muaccel olan borçların ödenememesidir. Bunun dışında borçlunun iflas istemesinin zorunlu olduğu haller de vardır. Bunlardan biri sermaye şirketlerinin borca batıklık hali diğer bir ifade ile aktifinin borçlarını karşılamaya yetmeyecek olması durumunda şirketi temsile yetkili kişilerin iflas müracaatında bulunma zorunluluğudur. Sermaye şirketleri ve kooperatifler için zorunlu iflas sebebi olarak kabul edilen borca batıklık durumu şirketi temsil ve idare ile yetkili olarak anonim şirketlerde yönetim kurulu,

¹⁸⁷ Kuru ve diğerleri, a.g.e., s. 492.

¹⁸⁸ TTK madde 324/2 ve İİK m. 179,

¹⁸⁹ Pekcanitez, ve diğerleri, a.g.e., s. 355.

¹⁹⁰ Pekcanitez v.d a.g.e., s. 330-331.

limited şirketlerde şirket müdürü tarafından yapılmak zorundadır. Buna ilave olarak alacaklılardan biri tarafından da müracaat yapılabilir.¹⁹¹

1.7.2.2. İflasın Ertenilmesi

İflasın ertelenmesi kurumu, İcra İflas Kanunu'nda (İİK)da düzenlenmekle beraber aslında kaynağını Türk Ticaret Kanunu'ndan (TTK) almaktadır ve İİK tarafından getirilmiş olan iflas mekanizmasını doğrudan doğruya etkilemektedir. İflasın ertelenmesi ile finansal açıdan sıkıntı içinde bulunan sermaye şirketine durumunu düzelebilmesi için son bir süre verilmektedir.¹⁹²

İflasın ertelenmesi düzenlemesinde; borçlunun veya alacaklılardan birinin talebiyle iflasın ertelenebilmesi ve durumunu düzeltebilmesi için belirli bir sürenin bir proje dahilinde mahkeme tarafından verilmesi öngörülmektedir. Bu kararlar birlikte başlatılmış olan takipler durmaktadır.¹⁹³

İflasın ertelenmesi şirketin malvarlığının korunmasını sağlarken şu çözümlerden birine ulaşmalıdır: iyileştirme, konkordato, borçların uzlaşma suretiyle yeniden yapılandırılması, iflas (iflasın ertelenmesi başarılı olmazsa ve konkordato ya da uzlaşma suretiyle yeniden yapılandırma da yoksa).¹⁹⁴

İflâsın ertelenmesi ile konkordato hükümleri arasında esas itibarıyla iki önemli farklılık bulunmaktadır. İlk olarak, iflâsın ertelenmesi hakime ve ilgililere daha geniş bir hareket alanı sağlayabilmektedir. Yasada, mali durumunu düzeltmek için borçlunun başvurabileceği çareler konusunda herhangi bir sınırlama yapılmamıştır. İkincisi, iflâsın ertelenmesi kurumu, mali durumun düzeltilmesine ilişkin tedbirlerin uygulamaya konulması bakımından borçluya herhangi bir yardım sağlamamaktadır.¹⁹⁵

İflasın ertelenmesi ve konkordato, mali güçlük içindeki bir sermaye şirketinin kurtarılmasını sağlamak için başvurulabilecek iki kurum olmakla birlikte, iflasın ertelenmesi, şirket borca batıklık bildiriminde bulunmuş ise uygulanabilmektedir.¹⁹⁶

¹⁹¹ Pekcanitez ve diğerleri, a.g.e., s. 355.

¹⁹² Selçuk Öztekin "İflasın Ertenilmesi", **Bankacılar Dergisi**, Sayı. 53, 2005, s. 23.

¹⁹³ Türkiye Bankalar Birliği İcra İflas Çalışma Grubu, "İcra ve İflas Kanunu'nda Başlıca Değişiklikler", **Bankacılar Dergisi**, Sayı. 46,2003, s. 104.

¹⁹⁴ Öztekin, a.g.m, s. 24.

¹⁹⁵ Muhip Seyda Işıktaç " İflasın Ertenilmesi"
http://www.hukuk.gen.tr/dergi/yazilar/Iflasin_Ertenilmesi.pdf

¹⁹⁶ Öztekin, a.g.m., s. 31.

İflasın ertelenmesi sadece sermaye şirketlerinin¹¹ ve kooperatiflerin başvurabileceği bir yoldur ve borca batık olan borçlular başvurabilirler. İflasın ertelenmesi borca batık bir işletmenin alacaklıların katılımına bağlı olmaksızın kurtarılmasına imkan verir. Ayrıca, iflasın ertelenmesi son derece esnek olup, belli ölçüler ve bazı kayıtlar dahilinde, her alacaklı için farklı çözümler üretilebilmesini mümkün kılar. Bundan dolayı, şirketin, finansal durumunu kendi imkanlarıyla ve sadece bazı alacaklıların çabasıyla düzeltebilmesi mümkün ise ve büyük alacaklılar konkordatoyu (ya da uzlaşma suretiyle yeniden yapılandırmayı) kabul etmiyorlarsa iflasın ertelenmesi kurumu önemli hale gelmektedir. İflasın ertelenmesi, konkordato veya uzlaşma suretiyle yeniden yapılandırma ile aynı işleve sahip değildir. Her üç prosedür farklı şartlara tabidir ve her üçü de kural olarak farklı amaçlara hizmet etmektedir. İflasın ertelenmesi kurumu, konkordatoya ya da uzlaşma suretiyle yeniden yapılandırmaya yanaşmayan bazı alacaklıların varlığı durumunda da şirketin finansal durumunun düzeltilmesini olanaklı hale getirmektedir. Öte yandan, iflasın ertelenmesi kurumu alacaklıların haklarını tehlikeye düşürmeden, yalnızca ilgili şirketin durumunu dondurur. İflasın ertelenmesinin uygulanabilmesi için, alacaklıların zarar görmemesi gerekmektedir.¹⁹⁷

İflasın ertelenmesi kurumunun esas amacı şirketin iflasına karar verilmesi sonucu malvarlığının satışı yoluyla paraya çevrilmesi yerine şirketin finansal durumunu düzeltilerek alacaklıların alacaklarını geri alabilmesini sağlamaktır. Böylece iflasın ertelenmesi hem şirket hem de alacaklıların yararına olacak ve şirketin faaliyetlerine devam etmesi ile istihdam, vergi gibi kamusal menfaatlere de hizmet edecektir.¹⁹⁸ Seksenli yıllardan bu yana, bir çok ülkede, iflas kanunlarında çok önemli değişiklikler yapılmış, Fransa ve Almanya İflas Kanunlarını değiştirmişlerdir. Bu değişikliklerin göze çarpan en temel özelliği, Amerikan İflas Kanunu bölüm 11'in ve oradaki yeniden yapılanma sürecine ilişkin hükümlerin diğer ülkelerde de yerleşmesidir. Temel anlayış, hayatını devam ettirme kabiliyeti olan borçluların iflaslarının mümkün olduğu kadar ertelenmesi, iflastan kurtarılmasıdır. Böylece, hemen açılacak bir tasfiye sürecine göre, alacaklıların alacaklarını daha yüksek oranda tahsil edebilmesine olanak sağlanması düşüncesidir.¹⁹⁹

¹⁹⁷ Öztekin, a.g.m., 31-32.

¹⁹⁸ Pekcanitez ve diğerleri, a.g.e, s. 356.

¹⁹⁹ Atalay, a.g.m., s., 93-95.

Şirketi idare ve temsile yetkili kimseler, tasfiye halinde ise tasfiye memurları, şirketin bilançosundan borca batıklık durumunu belirlediklerinde, hemen mahkemeye başvurmak zorundadırlar. Bu durumda takibe gerek kalmaksızın iflasa hükmedilir. Bu noktada şirketi yönetme ve temsille görevlendirilmiş kişiler veya alacaklıların, şirketin finansal durumunun iyileştirilmesi olasılığının olduğu konusunda mahkemeyi ikna etmeleri durumunda, mahkemenin hazırlanmış olan iyileştirme projesini dikkate alarak o şirket hakkında iflasın ertelenmesine kararı verebilir.²⁰⁰

İflasın ertelenmesi kurumunun işletilmesi için iki koşul aranmaktadır. Bunlardan birincisi şekli koşullardır: Buna göre iflasın ertelenmesi talebinin yapılabilmesi için sermaye şirketini idare veya temsile yetkili kişiler veya bir alacaklı tarafından borca batıklığın bildirilmiş olması gerekmektedir.²⁰¹ Alacaklılar da iflasın ertelenmesini isteme yetkisine sahip olmakla beraber İsviçre'deki istatistikler alacaklıların bu olanağı nadiren kullandıklarını göstermektedir. Nitekim İsviçre'de 1992 ila 1996 yılları arasında 97 adet erteleme kararı yönetim kurulunun talebi üzerine verilmiştir. Buna karşılık, sadece 4 erteleme kararı alacaklılar tarafından yapılan talep üzerine verilmiştir. Bu sonuç, şirketin gerçek durumu hakkında alacaklıların yeterli bilgi sahibi olmamalarından kaynaklanıyor olabilir.²⁰²

İflasın ertelenmesi kararının verilebilmesi için bazı maddi şartlarda gerekmektedir. Bunlardan ilki borca batık olma şartıdır. Maddi şartlardan bir diğeri ise finansal durumun iyileştirilmesi olasılığının olmasıdır. Kanun, iflasın ertelenmesi için şirketin mali durumunun iyileştirilmesinin mümkün olması koşulunu aramaktadır. Şirketin mali durumunu iyileştirmek için alınabilecek tedbirler ise çok çeşitlidir. Örneğin "İstanbul Yaklaşımı" çerçevesinde borca batık hale gelmiş bir sermaye şirketinin mali sektöre olan borçlarının yeniden yapılandırılması yoluna başvurması da bir iflasın ertelenmesi tedbiri olarak değerlendirilebilir. Bu gerekçeye dayanarak mahkeme iflasın ertelenmesi talebini kabul edebilir. Aynı şekilde "Sermaye Şirketlerinin ve Kooperatiflerin Uzlaşma Yoluyla Yeniden Yapılandırılması" için talepte bulunmak üzere bir yeniden yapılandırma projesi

²⁰⁰ Atalay, a.g.m., s. 95-96.

²⁰¹ Pekcanitez ve diğerleri, a.g.e., 358.

²⁰² Öztekin, a.g.m., 40-42.

hazırlanması ve alacaklılarla müzakere aşamasına gelmesi bir iflasın ertelenmesi tedbiri olarak değerlendirilebilir.²⁰³

İflasın ertelenmesine karar veren mahkeme bu kararı bir yıllığına verir ve dört yılı geçmemek üzere uygun sürelerle uzatılabilir. Uzatma kararının verilebilmesi için kayyım, alacaklı veya şirket tarafından böyle bir talebin oluşması gerekmektedir.²⁰⁴

İflasın ertelenmesine karar verecek olan mahkeme, erteleme kararı ile birlikte bir kayyım da atayacaktır.²⁰⁵ İflas ertelenmesi kararının önemli etkileri vardır. Bunlar en önemlisi ödemelerin tatil edilmesi etkisidir. Erteleme kararı verilmesiyle birlikte tüm takipler durur. Çünkü, iflasın ertelenmesinin temel mantığı alacaklıların takiplerinden borçluyu erteleme süresi içinde korumak, mal varlığının parçalanmasını engellemektir.²⁰⁶

1.7.2.3. Uzlaşma Yoluyla Sermaye Şirketlerinin Yeniden Yapılandırılması

Yeniden yapılandırmada ilk önemli adımın 4743 sayılı yasa ile (İstanbul Yaklaşımı) atıldığı söylenebilir. Bunu takiben Sermaye Şirketleri ve Kooperatiflerin Uzlaşma Yoluyla Yeniden Yapılandırılması 2004 yılında iflas kanununa girmiştir.

Yeniden yapılandırma; finansal durumu bozulmuş ödeme aczi içindeki, borca batık durumdaki veya bu hallerden biri ile karşı karşıya kalma tehlikesi olan bir sermaye şirketinin alacaklılarla bir plan çerçevesinde yeniden anlaşması temeline dayanalı olarak iflastan kurtulması ve faaliyetlerine devam etmesine imkan tanıyan bir iyileştirme yöntemidir. ²⁰⁷

Uzlaşma yoluyla yeniden yapılandırmanın kapsamı sermaye şirketleri ile sınırlanmıştır ve alacaklılar bu sürecin başlatılması için müracaat edemezler. Başvuru yetkisi, şirketi temsile yetkili kişilerdedir. Başvurunun yapılabilmesi için ödeme aczi, borca batıklık veya bu ikisi ile karşılaşma ihtimalinin yüksek olduğu durumların varlığı gerekmektedir.²⁰⁸ Yeniden yapılandırma başvurusu, bir reorganizasyon planı ile birlikte yapılır. Uygulanacak yöntemler arasında işletmenin

²⁰³ Pekcanitez ve diğerleri, a.g.e., s. 364.

²⁰⁴ Pekcanitez ve diğerleri, a.g.e., s. 365.

²⁰⁵ Işıқтаç, a.g.m., s.5.

²⁰⁶ Atalay, a.g.m., 96.

²⁰⁷ Pekcanitez ve diğerleri, a.g.e., s. 483-484.

²⁰⁸ Ayvaz, a.g.e., s. 297-301.

kısmen veya tamamen devri, başka bir işletme ile birleşme, sermaye yapısının değiştirilmesi, borçlu işletmenin yönetiminde yer alacak kişilerin belirlenmesi, borçların vadelerinin uzatılması faiz oranlarının değiştirilmesi, menkul kıymet ihracı sayılabilir.²⁰⁹ Ayrıca borçlu ödemesiz bir dönem öngörebileceği gibi alacaklı sınıflarına farklı vade ve faiz ödemesi teklifinde bulunabilir. Faaliyet alanlarını daraltma, bazı taşınmazların elden çıkarılması gibi yöntemler de projede belirtilebilir. Projenin uygulanmasını denetlemek amacı ile kanunda proje denetçisi öngörülmektedir. Borçlu ve alacaklı deneti seçmedikleri veya aralarında denetçi üzerinde anlaşamadıkları takdirde mahkeme de denetçiyi atayabilir.²¹⁰ Projenin uygulanabilmesi için alacaklıların sayı olarak en az yarısının ve oy kullanan alacaklıların alacak tutarı olarak en az üçte ikisinin onayı gerekmektedir. Eğer birden fazla alacaklı sınıf var ise her alacaklı grup için bu onay şartı aranmaktadır. Proje mahkeme tarafından tasdik edilirse uygulamaya konulur. Borçlunun projeden doğan yükümlülüklerini kısmen veya tamamen yerine getirmemesi halinde mahkeme eğer projenin uygulanmadığına ve tadilinin söz konusu olamayacağına karar verirse borçlunun iflasına hükmeder.²¹¹

209 Pekcantez ve diğerleri, a.g.e., s. 486.

210 Ayvaz, a.g.e., s. 317.

211 Pekcantez ve diğerleri, a.g.e., s. 490-500.

İKİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL SIKINTI MALİYETLERİ VE YENİDEN YAPILANDIRMA SONRASI ŞİRKET PERFORMANSI

2.1. Finansal Sıkıntı Maliyetleri

Finansal sıkıntı maliyetlerinin türü ve büyüklüğü üç temel tartışma alanında ön plana çıkmaktadır. Bu tartışma alanları: i) optimal sermaye yapısının varlığı (veya yokluğu), ii) İflas Yasası'nda yapılacak düzenleme ve iyileştirmeler iii) riskli borçlar için istenecek risk primi düzeyinin belirlenmesidir. Genel ekonomi açısından bakıldığında da finansal sıkıntı ile uğraşmanın yüksek maliyetinin ekonomide kaynakların dağılımını ters yönde etkilediği görülmektedir.²¹²

Branch (2002) tarafından yapılan bir literatür taramasında, iflas maliyetleri ile ilgili bulgular bir araya getirilerek bu maliyetlerin büyüklüğü ortaya konulmaya çalışılmıştır. Çalışmadan elde edilen sonuçlara göre, genel olarak bakıldığında iflas durumundaki bir şirketin hak sahiplerinin (hissedar ve kredi verenler) elinde, şirketin sıkıntıya düşmeden önceki değerinin yaklaşık %56'sı kalmaktadır. Aynı şekilde sıkıntı ile uğraşmak, şirketin sıkıntı öncesi değerini, %12 ile %20 arası bir oranda düşürmektedir. Bu oranlar optimal sermaye yapısına karar vermede ve risk priminin seviyesini açıklamada finansal sıkıntı maliyetlerinin önemini ortaya koymaktadır.²¹³

Finansal sıkıntının işletmeler üzerine etkileri sınırlı değildir. Altman (1984) başarısız olan işletmeler için dolaylı iflas maliyetlerinin sınırlı olmadığını ve yüksek iflas olasılığına sahip işletmelerin, sonuçta başarısız olsalar da olmasalar da bu maliyetlere katlanabileceğini belirtmektedir.²¹⁴ Hatta finansal sıkıntının etkilerinin önemli bir bölümüne temerrüt gerçekleşmeden önce katlanıldığı, çünkü işletme değerindeki düşüşlerin büyük bölümü iflas ve temerrüt gerçekleşikten sonra değil bu durum ortaya çıkmadan önceki yıllarda meydana geldiği de ileri sürülmektedir.²¹⁵

²¹² Ben Branch, "The Costs of Bankruptcy; A Review", *International Review of Financial Analysis*, No.11, 2002, s. 39.

²¹³ Branch, a.g.m., s. 39.

²¹⁴ Altman, a.g.m., s. 1071.

²¹⁵ Whitaker, a.g.m., s. 124.

Jensen ve Mecling (1976) firmaların gelirlerinin ve faaliyet maliyetlerinin iflas olasılığından ve dolayısıyla sermaye yapısından bağımsız olmadığını belirtmektedir. İflas olasılığı arttıkça, hem faaliyet maliyetleri hem de firma gelirleri bu durumdan etkilenecektir.²¹⁶ Aynı şekilde bir çok çalışmada da potansiyel alıcıların, şirketin borç ödemedeki güçlüğüyle karşılaşma olasılığının olduğunu fark etmesi durumunda, şirketin satışlarının, karını ve piyasa değerinin düştüğü ile ilgili bulgulara ulaşılmıştır.²¹⁷

Finansal sıkıntı ile ilgili yapılan ilk çalışmalar maliyetler üzerine odaklanmış ve sıkıntının yararlı sonuçlarının olabileceği olasılığını göz ardı etmiştir. Böyle bir durumun kökeninde, geniş ölçüde kabul gören şirketin sermaye yapısı karar modeli vardır. Örneğin Brealey ve Myers (1988) borçlu şirketin değeri için aşağıdaki basit formülü vermektedir;

Piyasa Değeri = Tamamen Özkaynakla Finanse Edilme Durumunda Firma Değeri +

Vergi Tasarrufunun Bugünkü Değeri – Finansal Sıkıntı Maliyetinin Bugünkü Değeri

Finansal sıkıntı maliyetinin bugünkü değeri finansal sıkıntı olasılığının beklenen maliyetlerle (doğrudan ve dolaylı maliyetlerin toplamı) çarpımıdır. Finansal sıkıntı maliyetlerinin bugünkü değeri hem finansal sıkıntıya düşme olasılığına, hem de bu maliyetlerin büyüklüğüne bağlıdır.²¹⁸

Bu formüle göre, firma ne kadar borç alacağına karar verirken finansal sıkıntı olasılığının artmasının maliyetine karşı borcun vergi avantajını dengeler. Fakat bu analiz, borcun vergi avantajı dışındaki faydasını ve finansal sıkıntının yararlı olabileceği durumların varlığını göz ardı etmesinden dolayı eleştirilmektedir. Buna göre, şirketin borçlanması gereken (borçlanabileceği) miktar olduğundan az görülmektedir.²¹⁹ Şirketin borçlanmasında katlanacağı faiz oranının ve şirketin sermaye yapısının potansiyel bir belirleyicisi olarak görülen finansal sıkıntı maliyetlerinin çeşitli çalışmalarda değişik şekillerde sınıflandırıldığı görülmektedir.

²¹⁶Michael C. Jensen ve William H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure" **Journal of Financial Economics**, Vol: 3, No. 4, 1976, s.50.

²¹⁷ Örneğin Altman (1984), Opler ve Titman (1994), Cuttler ve Summers (1988) .

²¹⁸ Brealey ve diğerleri, a.g.e., s. 418.

²¹⁹ Wruck, a.g.m., s.430.

Bunlar arasında; bu maliyetlere katlanan taraflar açısından²²⁰, ortaya çıkış zamanı açısından²²¹, direkt gözlemlenebilmesi açısından²²² yapılan sınıflandırmalar öne çıkmaktadır. Ancak en genel ve en çok karşılaşılan sınıflandırma, finansal sıkıntı maliyetlerinin direk bir ödeme gerektirip gerektirmemesine göre yapılan doğrudan ve dolaylı maliyetler sınıflandırmasıdır. Doğrudan finansal sıkıntı - iflas maliyetleri hukukçulara, muhasebecilere ve iflasın işleme konmasına karışmış olan diğer profesyonellere ödenecek yasal ve idari ücretleri içeren maliyetlerdir. Dolaylı maliyetler ise doğrudan fark edilemeyen, geniş bir alandaki fırsat maliyetlerini içermektedir.²²³ Finansal sıkıntı sürecinin doğrudan maliyetleri ile ilgili olarak örneğin Warner (1977) tarafında yapılan çalışmada ortalama maliyetler iflastan bir yıl önceki piyasa değerine göre %4 olarak bulunmuştur.²²⁴ Weis (1990)'in çalışmasında ise direkt maliyetlerin özkaynakların piyasa değerine oranı, ortalama %20,6 olarak hesaplanmıştır. Bu oran firmadan firmaya %2 ile %63,6 arasında değişmektedir.²²⁵ Hem doğrudan hem de dolaylı maliyetleri inceleyen Altman (1984), iflasın doğrudan ve dolaylı maliyetlerinin toplamını, şirketin iflastan bir yıl önceki piyasa değerinin %11,2 si olarak hesaplamıştır. Bu oran sanayi işletmeleri için sıkıntıdan bir yıl önceki piyasa değerinin yaklaşık %15'i, ticaret işletmeleri için yaklaşık %8,7'sidir.²²⁶ Daha sonraları, Opler ve Titman (1994) sıkıntılı endüstrilerde faaliyet gösteren finansal sıkıntı içerisindeki yüksek kaldıraçlı firmaların, düşük kaldıraçlı firmalara göre büyük pazar payı ve kar kaybına uğradıkları sonucuna ulaşmışlardır.²²⁷ Bu bulgular sıkıntı ile ilgili maliyetlerin önemini göstermektedir.

Finansal sıkıntı sürecinin yararlı sonuçlarının olabileceği yönünde görüşler de son zamanlarda dile getirilmeye başlanmıştır. Örneğin Kaplan (1994) yaptığı bir vaka

²²⁰ Branch, a.g.m., s. 40.

²²¹ White, a.g.e., s. 479.

²²² Wruck, a.g.m., 438-439; Altman, a.g.m., s. 1067; Warner. a.g.m. s. 338-339.

²²³ Weis, a.g.e., s.260.

²²⁴ Warner, a.g.m., s. 343.

²²⁵ Weis, a.g.e., s. 264.

²²⁶ Altman, a.g.m., s. 1074-1078.

²²⁷ Tim C. Opler ve Sheridan Titman, "Financial Distress and Corporate Performance", **Journal of Finance**, Vol.49, No.3, 1994, s. 1031.

analizinde finansal yeniden yapılandırma sürecinden tahmin edilen kazançların, katlanılan maliyetleri aştığını, iflas sürecinin mutlaka maliyetli olması gerekmediğini belirtmektedir.²²⁸

Finansal sıkıntı süreci, zor durumdaki şirkete kredi verenlere, şirketin ortaklarına ve diğer birçok grubu büyük maliyetler yüklemektedir. Finansal sıkıntı ile ilgili maliyetleri etkilediği kesimler açısından dört bölüme ayırmak mümkündür²²⁹:

I. Doğrudan, finansal olarak sıkıntıya düşmüş şirket tarafından katlanılan gerçek maliyetler (diğer bir ifade ile başkalarına transfer edilemeyen maliyetler),

II. Sıkıntılı şirketin, üçüncü kişilerin kazançları ile dengelenen kayıpları (sıkıntılı şirketin katlandığı dolaylı maliyetler),

III. Sıkıntılı şirketten, alacaklı olan kesimlerin katlandığı gerçek maliyetler,

IV. Sıkıntılı şirket ve/veya ondan alacak talebinde bulunanlardan başka kesimlerin katlandığı gerçek maliyetler.

I, II ve III. gruptaki maliyetler, ölçek ve risk primini belirlemenin yanı sıra optimal sermaye yapısı üzerine finansal sıkıntı maliyetlerinin etkilerini belirlemede göz önünde tutulması gereken maliyetlerdir. Aynı şekilde I, II ve IV. gruptaki maliyetler iflas sürecinde yasal sistemin etkinliğini belirleme açısından önemlidir.

Finansal sıkıntı maliyetlerini ortaya çıkış zamanına göre de bir sınıflandırmaya tabi tutmak mümkündür. White (1996) tarafından yapılan bir çalışmada iflas yasalarının katı veya yumuşak olmasının iflas maliyetlerinin büyüklüğüne etkisi değerlendirilirken üç zaman boyutunda finansal sıkıntı (iflas) maliyetleri ele alınmıştır²³⁰;

- İşletmenin finansal olarak sıkıntılı olup olmadığının bilinmesinden önceki zaman diliminde katlanılan maliyetler; iflas yasalarının yöneticiye karşı tavrı diğer bir ifade ile yöneticiyi cezalandırması veya yöneticiye yumuşak

²²⁸ Steven N. Kaplan, "Campeau's Acquisition of Federated – Post Bankruptcy Results", **Journal of Financial Economics**, No.35, 1994, s. 135.

²²⁹ Branch, a.g.m., s. 40.

²³⁰ White, a.g.m., s. 479-490.

davranması cezalandırma etkisi (punishment effect) olarak adlandırılabilir bazı maliyetlere yol açmaktadır.

- İşletmenin finansal sıkıntıya düştükten sonra iflas müracaatına kadar geçen zamanda katlandığı maliyetler. Bu maliyetlerin de büyük veya küçük olması yürürlükteki iflas yasalarına bağlanabilir. “Aşırı ve düşük yatırım etkisi” ve “gecikme etkisi” bu maliyetler arasında sayılmaktadır.
- İflas için müracaat edilirse katlanılan maliyetler: Buradaki maliyetlerin ilk türünü ekonomik katma değer yaratma gücüne sahip olmayan diğer bir ifade ile tasfiye edilmesi gereken işletmelerin, ekonomik anlamda verimli olarak değerlendirilmesi ve yeniden yapılandırmaya gidilmesi sonucu katlanılan (tip1 hata) maliyetler oluşturmaktadır. İkinci maliyet türü ise bunun tam tersi olan diğer bir ifade ile ekonomik anlamda değerli fakat finansal sıkıntıdan dolayı güçlüklerle karşılaşan işletmelerin, ekonomik anlamda sıkıntılı olarak değerlendirilip (tip 2 hata) tasfiye edilmesinin ortaya çıkaracağı maliyetlerdir. Bu aşamada katlanılacak diğer bir maliyet türünü ise finansal sıkıntı ve sonundaki iflas sürecinde yapılan ödemelerle ilgili direk maliyetler oluşturmaktadır.

Çalışmamızda finansal sıkıntı maliyetlerinin doğrudan ve dolaylı maliyetler şeklindeki sınıflandırması esas alınmakta ve bu sınıflandırmaya göre finansal sıkıntı maliyetleri açıklanmaktadır. Ancak zaman zaman ele alınan maliyetlerin ortaya çıkacağı dönem açısından, iflas yasalarının etkisi açısından ve katlanan gruplar açısından değerlendirmesi de yapılacaktır.

2.1.1. Doğrudan Finansal Sıkıntı Maliyetleri ve Bu Maliyetlerle İlgili Bulgular

Finansal sıkıntı sürecindeki, özel olarak veya iflas yasaları çerçevesinde yeniden yapılandırmaya giden işletmeler, bu durumdan kurtulmak için çoğu zaman işletme dışından profesyonel yardım alırlar. Sıkıntıya düşen işletmeler özellikle hukuk ve muhasebe alanında uzmanlaşmış profesyonellerin yardımına ihtiyaç duymaktadır. Finansal sıkıntı sürecinde avukatlar, mali müşavirler, yatırım bankacıları, değer tespit uzmanları (appraisers), açık artırma ile uğraşanlar

(auctioners) ve sıkıntılı varlıkların satışında uzmanlaşmış kişiler (actuaries) gibi alanlarında uzmanlaşmış profesyonellerle çalışmak gerekmektedir. Bu uzmanlarla çalışmak için önemli bir maliyete katlanılmaktadır. Bu kişilerle normal zamanlarda da çalışılmakla birlikte, şirket finansal sıkıntıya düştüğü zaman bu kişilerin kullanılmasında bir artış gözlenmektedir.²³¹ Bu profesyonellere şirket tarafından ödenen danışmanlık ücretleri, yasal ücretler ve yönetsel ücretler gibi maliyetler finansal sıkıntının direkt maliyetlerini oluşturmaktadır. Bu maliyetlerin büyüklüğünün belirlenmesi, iyi bir kayıt sisteminin olduğu ortamlarda dolaylı maliyetlerin belirlenmesine göre daha kolaydır. Bu maliyetler parasal harcama gerektiren maliyetler (out of pocket costs) olarak da tanımlanabilir.²³²

İşletmeler sık sık iflas yasaları dışında bir özel yeniden yapılandırmaya girişme suretiyle iflas müracaatından kaçınmaya veya en azından iflas müracaatını geciktirmeye çalışırlar. Bu nedenle, doğrudan maliyetlere resmi iflas sürecinde tasfiye veya yeniden yapılandırma çalışmaları sırasında katlanabilecekleri gibi iflas için müracaattan önce de bu maliyetlere katlanabilirler.²³³

Finansal sıkıntı sürecindeki işletmelerin yeniden yapılandırılması ve iflas sürecindeki uygulamaların ülkeden ülkeye değişmesi direk iflas maliyetlerinin ülkeler arasında farklılık göstermesine yol açmaktadır. Örneğin; Almanya, Fransa ve İngiltere’de iflas sürecinde daima dışarıdan bir iflas memuru atanmaktadır ve şirket bu görevlinin ücretini ödemek zorundadır. Bu durum, iflas maliyetlerinin bu ülkelerde yüksek bir sabit bileşene sahip olduğu anlamına gelmektedir. Bunun aksine Amerika’da, yalnızca tasfiye durumlarında dışarıdan bir görevli atanmaktadır ve bu görevlilerin ücretleri sattıkları varlıkların değerinin bir yüzdesi şeklindedir. Bu yüzden iflas maliyetlerinin sabit bileşeni düşüktür. Bu durum küçük işletmeler için doğrudan iflas maliyetlerinin Avrupa’da, Amerika’dan daha yüksek olduğuna işaret etmektedir. Avrupa’daki yüksek sabit iflas maliyeti bir çok küçük işletmenin iflasa gitmeye maddi olarak gücünün yetmemesi sonucunu doğurmaktadır. Örneğin; Almanya’da iflas mahkemeleri, tüm başvuru dilekçelerinin yaklaşık dörtte birini

²³¹ Branch, a.g.m., s. 42.

²³² Wruck, a.g.m., s. 436.

²³³ Branch, a.g.m., s. 43.

kabul etmekte ve bu prosedür için ödeme yapacak yeterli varlıkları olmayan diğer işletmeler bu zeminden mahrum kalmaktadır. Amerika'da ise tasfiye için iflas müracaatının minimum maliyeti önemsiz sayılabilecek bir müracaat ücretidir.²³⁴

Yapılan araştırmalarda genel kabul gören görüş resmi iflas süreci içinde borçları yeniden yapılandırmaya gitmenin direkt maliyetlerinin, özel borç yeniden yapılandırmalarında katlanılacak direk maliyetlere oranla önemli ölçüde daha yüksek olduğu yönündedir. Çünkü yasal prosedürün gerektirdiği işlemler ve yasal prosedürün karmaşıklığı ödenen ücretleri etkilemektedir. Resmi borç yeniden yapılandırmalarında işletme tarafından yapılması gereken işlemlerin ilk önce iflas mahkemesinde tartışılması gerekmektedir. Böyle bir süreçte işletmenin, sıradan günlük işlerinin dışındaki işler için herhangi bir kararı alması çok fazla zaman alabilmektedir. Örneğin; eğer borçlu şirket, bir yatırım bankasından herhangi bir hizmet almak isterse bu konuda ilk önce iflas mahkemesine başvurmak zorundadır. Talep ancak bu konu için yapılacak oturum sonunda kabul edilebilmekte ve bu da işletmenin tüm kredi verenleri yazılı olarak haberdar etmesini ve herhangi bir itiraz başvurusu için yeterli zaman vermesini gerektirmektedir. Borçlar özel olarak yeniden yapılandırıldığında, bu tür kararlar daha hızlı alınabildiği için yasal ücretler azaltılabilmektedir. Ayrıca iflas avukatlarının alacakları öncelikli alacak olarak değerlendirilmekte ve işletmenin teminatsız alacaklılarına ve hissedarlarına herhangi bir ödeme yapılmadan önce bu ücretler ödenmektedir. Bu durumda iflas avukatları, işletmenin resmi yeniden yapılandırma süreci içinde kaldığı süreyi uzatma eğiliminde olabilmektedir. Bu sebepler yasal iflastaki dolaylı maliyetlerin yönetimin harcadığı zaman bağlamındaki bölümünün de özel yeniden anlaşmalara oranla daha maliyetli olduğu görüşünü desteklemektedir.²³⁵

Şirketin, borçlarını özel olarak yeniden yapılandırma veya iflas sürecinde yeniden yapılandırma seçeneklerinden birini seçmesinde, bu alternatiflerin seçiminde katlanılacak borç yeniden yapılandırma maliyetleri önemli bir belirleyicidir. Ancak bir özel yeniden yapılandırma sürecindeki firmanın, yeniden yapılandırmadan dolayı

²³⁴ White, a.g.e, s. 490-491.

²³⁵ Gilson ve diğerleri, a.g.m., s. 319.

katlandığı toplam maliyetleri açıklama zorunluluğu olmadığından, bu maliyetlerin büyüklüğünü tam olarak ölçmek mümkün değildir.²³⁶

Finansal sıkıntıya düşen ve sıkıntıdan kurtulmak için resmi iflas başvurusu yaparak borçlarını yeniden yapılandıran veya kredi verenlerle iflas süreci dışında borçlarını yeniden yapılandıran şirketlerin bu süreçte katlandığı direkt maliyetler çeşitli çalışmalarda incelenmiştir. Bu çalışmalar içerisinde Warner (1977), Ang, Chua, ve McConnell (1982) ve Altman (1984) 'ın yaptığı çalışmalar bu alandaki ilk çalışmalardır. Bu çalışmalarda iflastan bir yıl önce şirketin varlıklarının piyasa değerinin yüzdesi olarak direkt maliyetler ölçülmektedir. Bu çalışmalarda, direkt maliyetlerin küçük olduğu, ortalama olarak piyasa değerinin %3 ve %4,5 arasında değiştiği sonucuna ulaşılmıştır.²³⁷ Örneğin Warner'in 11 demiryolu iflası üzerine yaptığı çalışmada ortalama maliyetler iflastan bir yıl önceki piyasa değerine göre %4 olarak bulunurken maksimum direkt maliyet % 9,8, minimum direkt iflas maliyeti ise %1,1'dir.²³⁸

Altman (1984) tarafından yapılan çalışmada da beklenen iflas maliyetlerini tanımlamak ve ölçmek için 7 sanayi ve 11 ticaret işletmesinden oluşan bir örnekleme basit bir model oluşturulmuş ve muhasebe ile ilgili, dava açma ile ilgili ve diğer yönetsel maliyetleri içeren direkt iflas maliyetleri, dolaylı iflas maliyetleri ve örnek firmalar için iflas olasılığı araştırılmıştır.²³⁹

Altman (1984)'ın çalışmasında mutlak rakam olarak direkt iflas maliyetleri, (DİM) iflastan önceki 5 yıllık periyot için firma değeri ile karşılaştırılmıştır. 11 ticaret işletmesi için Ortalama DİM/ Şirket değeri oranı Warner'in (1977) açıkladığı oranlara benzer büyüklükte bulunmuştur. Altman'ın çalışmasında 5 yıl öncesi için bu oran ortalama %2,8 iken Warner'de bu oran %1,4'dür. Yine iflastan hemen öncesi için Altman tarafından %4 olarak bulunan oran Warner'in çalışmasında %5,32'dir. Bu farklılığı Altman kendi çalışmasında firma değerinin biraz daha fazla yüksek ölçülmüş olmasıyla açıklamakta ve ortalamalar yerine medyan ölçülerinin

²³⁶ Gilson ve diğerleri, a.g.m., s. 336

²³⁷ Wruck, a.g.m., s. 436.

²³⁸ Warner, a.g.m., s. 343.

²³⁹ Altman, a.g.m., s. 1067.

kullanılması durumunda bu oranın biraz daha düşük çıkacağını belirtmektedir. Sanayi işletmelerinden oluşan örnek ile ilgili hesaplamalar ise biraz daha yüksek çıkmıştır. Ortalama DİM/ Şirket değeri oranı başarısızlıktan önceki 5 yıllık dönem içerisinde, yıllar itibariyle %6,2 ile %11,1 arasında değişmektedir. Altman bu oranların önemsiz büyüklükteki oranlar olarak değerlendirilmemesi gerektiğini belirtmektedir. Bazı olaylarda iflasın direkt maliyetleri iflastan hemen önceki şirket değerinin %23,4'e varan oldukça yüksek bir oranını oluşturmaktadır. Ticaret ve sanayi işletmelerine genel olarak bakıldığında ise 18 işletme için ortalama DİM/ Şirket değeri iflastan hemen öncesi için % 6, iflastan üç yıl öncesi için ise %4,3 olarak bulunmuştur. Bu sonuçlar Warner tarafından bulunan sonuçlardan daha yüksektir ve dolaylı iflas maliyetleri göz önüne alınmasa bile önemli maliyetler olarak karşımıza çıkmaktadır.²⁴⁰

İflasın direkt maliyetleri ile ilgili bir diğer çalışma Weiss (1990) tarafından gerçekleştirilmiştir. 1979-1986 yıllarını kapsayan bu çalışma yeni iflas yasası çerçevesinde 37 NYSE ve AMEX firmasının direk iflas maliyetlerini inceleyen ve geniş bir sanayi işletmeleri örneklemini kapsayan ilk çalışmadır. Çalışmada direkt iflas maliyetleri ve alacak taleplerinin önceliğinin bozulması ile ilgili yeni bulgular sağlanmıştır.²⁴¹ Çalışmada iflasın direkt maliyetlerinin özkaynakların piyasa değerine oranı ortalama %20,6 bulunmuştur. Bu oran şirketten şirkete %2 ile % 63,6 arasında değişmektedir. Direkt iflas maliyetlerinin iflas davasından önceki mali yıl sonu özkaynakların piyasa değeri ile borcun defter değeri toplamına oranı ise ortalama %3,1 olarak hesaplanmıştır. Bu oran da %1 ile % 6 arasında değişmektedir. Aynı şekilde DİM/ Varlıkların defter değeri oranı ise ortalama %2,8'i olarak gerçekleşmiştir. Bu değer de şirketten şirkete %0,9 ile %7 arasında değişmektedir. Elde ettiği sonuçları önceki çalışmalarla karşılaştıran Weiss (1990), Ang, Chua ve McConnell'in (1982) ortalama olarak Warner'in (1977) çalışmasındaki ve kendi çalışmasındakinden daha küçük şirketleri incelediklerini ve buldukları oranların da

²⁴⁰ Altman, a.g.m., s. 1077.

²⁴¹ Weis, a.g.e., s. 260.

çok daha yüksek olduğunu belirtmektedir., Ang, Chua ve McConnell ve %7,5 oranında direkt iflas maliyeti bulmuşlardır.²⁴²

Weis daha önceki çalışmalara göre daha düşük direkt iflas maliyetleri elde edilmesinin, incelenen işletme türlerindeki ve ölçeklerindeki farklılıkla, işletme ölçeğini hesaplamada kullanılan yöntemle, incelenen dönem ile ve iflas yasasındaki değişimlerle açıklanabileceğini belirtmektedir.²⁴³

Thorburn tarafından İsveç'te yapılan çalışmada da bölüm 11 ile benzerlik taşıyan İsveç açkirtırmalı iflas süreci için direkt maliyetler, ortalama olarak dosyalama öncesi varlıkların defter değerinin %6,4'ü iken, bu rakam örneklemdaki en büyük 1/3 dilimine düşen şirketler için %3.7'dir.²⁴⁴

Sıkıntılı borçların yeniden yapılandırılmasında özel borç yeniden yapılandırılmalarında katılan maliyetleri inceleyen ilk çalışmalardan biri Gilson, John ve Lang (1990) tarafından yapılmıştır. Çalışmada halka açık işlem gören borçlar için yapılan değişim teklifleri incelenerek iflas dışı özel çözüm yollarının direkt maliyetleri ile ilgili bulgular da elde edilmiştir. Çalışmada 32 değişim teklifi işleminin 18'inde tahvil sahiplerine dağıtılan sirkülerlerde direkt ödeme gerektiren (out of pocket) maliyetler ile ilgili bilgiler elde edilmiştir. Bu giderler değişim için kullanılan araçlara ve duyurular için kullanılan araçlara ödenen ücretleri, yasal ücretleri, muhasebe ücretlerini, aracı ve yatırım bankası ücretlerini kapsamaktadır. Çalışmada değişim teklifi şeklinde halka açık borçların özel yeniden yapılandırmasının direkt maliyetlerinin, değişim teklifi tarihine en yakın mali yıl sonunda ölçülen toplam varlıkların defter değerine oranının medyanı %0,32 modu ise %0,65 olarak bulunmuştur. En düşük maliyet %0,01 iken en yüksek oran %3,4 dır. Direkt maliyetlerin, değişim teklifine dahil borçların nominal değerine oranının ise medyanı % 2,29 ve modu %2,16 dır. Yine bu ölçüt açısından en düşük maliyet %0,27 iken en yüksek maliyet %6,84 olarak bulunmuştur. Bu maliyetler değişim teklifi ile ilgili

²⁴² Weis, a.g.e., s. 264.

²⁴³ Weis, a.g.e., s.275.

²⁴⁴ Thorburn a.g.m., s. 339.

herhangi bir dolaylı maliyeti veya halka açık olmayan (non public) borçların yeniden yapılandırması ile ilgili maliyetleri içermemektedir.²⁴⁵

Betker (1997) ise çeşitli yeniden yapılandırma süreçlerinin direk maliyetlerini başarılı bir şekilde yeniden yapılandırma gerçekleştiren işletmelerden oluşan örneklem için incelemiştir. Çalışmada geleneksel bölüm 11'in direkt maliyetlerinin müracaat öncesi toplam varlıklara oranı % 3,93 olarak bulunurken, tasarlanmış bölüm 11 yeniden yapılandırma için ise bu oranı %2,58 olarak hesaplamıştır. Değişim teklifi yoluyla yeniden yapılandırılan firmalarda ise bu oran %2,51'dir. Çalışmada işletmelerin, geleneksel bölüm 11 yeniden yapılandırma sürecinde daha fazla maliyete katlandığı sonucuna ulaşmıştır. Ayrıca bu oranların belirleyicilerinin de incelendiği çalışmada, geleneksel bölüm 11'de firmaların katlandıkları maliyetlerin, yapılandırılan borç oranı ve borç sınıfı sayısı ile pozitif yönde ilişkisi bulunmuştur. Tasarlanmış bölüm 11 yeniden yapılandırma sürecinde ise maliyet ile işletme ölçeği ve yapılandırılan borcun içerisinde ticari kredinin payı arasında ilişki bulunmuştur. Değişim tekliflerinde ise daha şirket ölçeği ve yeniden yapılandırılan borç miktarı ile maliyet arasında ilişki saptanmıştır.²⁴⁶

Tashjian ve diğerleri(1996) ise 49 tasarlanmış iflas örneği için direkt maliyetleri, plan müracaat öncesi onaylanan tasarlanmış bölüm 11 yeniden yapılandırma için doğrudan katlanılan maliyetleri varlıkların %1,65'i ve plan müracaattan sonra onaylanan şirketler için ise varlıkların %2,31'i olarak hesaplamıştır. Ortalama maliyet %1,85 olarak bulunmuştur. Bu sonuçlar diğer araştırma sonuçlarıyla uyumludur. Çünkü tasarlanmış bölüm 11 yeniden yapılandırma süreci, diğer iflas süreçlerinden daha hızlı ve daha az maliyetli olarak bilinmektedir.²⁴⁷

İflas sürecinde yeniden yapılandırmanın direk maliyetleri ile özel çözümlerin direk maliyetlerinin karşılaştırılmasında şu sonuç ortaya çıkmaktadır; direk

²⁴⁵ Gilson ve diğerleri, a.g.m., s. 336-338.

²⁴⁶ Brian L. Betker, "The Administrative Costs of Debt Restructurings:Some Recent Evidence", **Financial Management** , Vol.26, No.4, 1997, s. 57-58.

²⁴⁷ Elizabeth Tashjian, Ronald C. Lease ve John J. McConnel, "Prepacks: An Empirical Analysis of Prepackaged Bankruptcies", **Journal of Financial Economics**, No:40, 1996, s. 143-144.

maliyetler, şirket, borçlarını özel bir şekilde yeniden yapılandırabildiği zaman yaklaşık on kat daha düşüktür.²⁴⁸

İflas maliyetleri iflasın kompleksliği ölçüsünde artabilir. Ölçek bu kompleksliğin ölçüsü olarak çeşitli çalışmalarda ele alınmış ve ölçek ve iflas maliyetleri arasında bazı çalışmalarda pozitif ilişki bulunmuştur. Ancak genel olarak incelendiğinde; direkt iflas maliyetleri ve işletme ölçeği arasındaki ilişki ile ilgili elde edilen bulguların çelişkili sonuçlar verdiği görülmektedir. Örneğin Warner (1977) direkt iflas maliyetlerinin önemli ölçüde sabit maliyetler içerdiği dolayısıyla işletmelerin piyasa değerine göre ölçülen direkt maliyetlerin ölçekle ters ilişkili olduğu sonucuna ulaşmıştır.²⁴⁹ Throumburn (2000) da direkt maliyetlerin önemli bir sabit bileşene sahip olduğunu, kendi örneklemindeki en büyük şirketlerin direkt maliyetlerinin Weis(1990) ve Betker (1997) de belirtilen bölüm 11 olaylarındaki büyük ölçekli firmaların tipik maliyetlerine denk geldiğini ifade etmektedir.²⁵⁰

Gilson ve diğerleri (1990) de, değişim tekliflerinin direkt maliyetlerinin ölçek ekonomisi özelliği taşıdığı sonucuna ulaşmışlardır. Ortalama değişim maliyeti hem varlıkların defter değeri hem de değişim kapsamındaki borcun nominal değeri ile negatif korelasyona sahiptir. Değişimdeki borç miktarının nominal değeri veya varlıkların defter değeri arttıkça ilgili oranlar azalmaktadır.²⁵¹ Ancak Weiss yaptığı çalışmada böyle bir etkiye ulaşamamıştır. En küçük kareler regresyon yöntemini kullandığı çalışmasında iflasın direkt maliyetlerinin toplam varlıklarla yüksek bir şekilde korelasyon gösterdiğini ancak toplam varlıkların bir yüzdesi olarak maliyetlerin, firmanın ölçeği arttıkça düşmediğini belirtmektedir. Weiss, Warner'in çalışması ile arasındaki bu farkı, Warner'in incelediği şirketlerin kendi incelediği şirketlere göre sıkı bir şekilde düzenlenmiş, daha fazla borç grubuna sahip demiryolu şirketleri olması ile açıklamakta ayrıca bu farkın oluşmasında iflas kanunlarındaki

²⁴⁸ Wruck, a.g.m., s.436.

²⁴⁹ Warner, a.g.m., s. 344-345.

²⁵⁰ Thorburn, a.g.m., s. 339.

²⁵¹ Gilson ve diğerleri, a.g.m., s. 336-338.

değişikliklerin ve yeni finansman tekniklerinin de kısmen bir etkiye sahip olabileceğini belirtmektedir.²⁵²

Direkt iflas maliyetleri ve firma ölçeği arasındaki ilişkiyi inceleyen diğer bir çalışma ise Deis ve diğerlerinin (1995) çalışmasıdır. Deis ve diğerleri (1995) 63 şirket için yaptıkları çalışmada regresyon yöntemini kullanmışlar ve ölçek olarak aktif büyüklüğünü ele almışlardır. Örneklemdaki 63 şirket Weiss'in incelediği 31 işletmeyi, Guffey ve Moore'nin incelediği 16 işletmeyi ve Altman'ın incelediği 16 işletmeyi kapsamaktadır. İnceleme ilk önce, çözümün karmaşıklığının ölçüsü olarak ele alınan ölçek ile iflas maliyetleri arasında yapılmıştır. Daha sonra varlıkların büyüklüğünden çok varlıkların türünün etkisinin araştırılması gerektiğinden hareketle sektörel ayrıma gidilmiştir. Örneklemden kamyon taşımacılığı sektörü ve perakende sektörünü ayıran çalışmada, maliyet fonksiyonunda önemli farklılıklar ortaya çıkmıştır. Kamyon taşımacılığı ve perakende ticaret sektöründe iflas maliyetleri varlıkların yapısından dolayı önemli ölçüde düşük bulunmuştur. Sonuçta ölçek ekonomisi etkisinin gözlenemediği bulunmuştur.²⁵³

2.1.2. Finansal Sıkıntının Dolaylı Maliyetleri ve Bu Maliyetlerle İlgili Bulgular

İşletmeler iflas için müracaat etmeden bir süre önce finansal sıkıntı olarak ifade edilen, ilgili taraflara karşı olan yükümlülüklerini yerine getirmede yetersiz duruma düşerler. İflas, finansal sıkıntı içindeki şirketler için bir çözüm mekanizmasıdır. Aynı şekilde işletmeler sonuç iflas müracaatı ile sonuçlanmasa bile vadesi gelen yükümlülüklerini karşılayamamaktan kaynaklanan finansal sıkıntılar yaşayabilirler.

Şirketin iflasını veya iflas edip etmeyeceğini piyasa tam olarak algılayamasa bile ödemelerde güçlük çekmenin dolaylı maliyetleri oldukça büyük olabilmektedir.

²⁵² Weis, a.g.m., s. 264-65.

²⁵³ Donald R., Deis, Darly M. Guffey ve William T. Moore, "Further Evidence on Relationship Between Bankruptcy Cost and Firm Size", **Quarterly Journal of Business and Economics**, Vol. 34, No.1 ,1995, s.77-78.

Çünkü şirket iflas noktasında olmasa bile iflas potansiyeli firmanın, süreklilik ve hizmet sağlayabilme yeteneği ile ilgili riskler hakkında bilgiler barındırmaktadır.²⁵⁴

Dolaylı maliyetler, finansal sıkıntının işletmenin olağan bir şekilde faaliyetine devam etme yeteneğini etkilemesinden dolayı işletmenin katlandığı fırsat maliyetleridir.²⁵⁵ İflas sürecindeki bir işletmenin katlandığı birçok maliyet diğer işletmeler için fırsatlar ortaya çıkarmaktadır. Bu nedenle, sıkıntılı firmanın kayıplarının en azından bir bölümü firmanın rakiplerinin kazançları ile dengelenebilmektedir.²⁵⁶

İşletmelerin faaliyet performansına finansal sıkıntının etkisi ile ilgili iki görüş bulunmaktadır. Bu görüşlerden birincisinde finansal sıkıntının reel bir etkisinin olmadığını savunulmaktadır. Bu görüşte kritik nokta finansal ve ekonomik sıkıntı arasındaki ayrımı yapabilmektir. Şüphesiz finansal güçlükler içine düşen birçok şirket düşük faaliyet performansından dolayı da sıkıntı çekmektedir. Fakat ekonomik olarak sıkıntılı şirketleri kurtarabilecek finansal seçenekler mevcut değildir. İkinci görüş ise sermaye yapısı teorisinde vurgulanmaktadır ve finansal sıkıntının firmanın faaliyet performansını engellediği yönündedir. Bu iki görüşü birbirinden ayırmak sermaye yapısı kararlarını, şirketin borç seviyesini etkileyen vergi politikalarının maliyetlerini, durgunluk dönemlerinde finansal sıkıntının etkisini, iflas kanunlarının etkilerini anlamak açısından önemlidir. Ancak maalesef finansal sıkıntılı ve ekonomik sıkıntılı şirketleri ampirik olarak ayırmak kolay değildir. Finansal sıkıntılı şirket borç sözleşmelerinin yeniden düzenlenmesinde başarılı olmadığı için mi yoksa şirket ekonomik olarak varlığını sürdürebilir olmadığı için mi tasfiye edilir? Bir şirketin düşük faaliyet performansı işletme ile ilgili problemlerden mi yoksa uygun olmayan sermaye yapısından mı kaynaklanmaktadır? Bu ve benzeri sorularının cevabını net bir şekilde verebilmek zordur.²⁵⁷

²⁵⁴ Altman, a.g.m., s. 1072.

²⁵⁵ Branch, a.g.m., s.50.

²⁵⁶ Weis, a.g.m., s.263-264.

²⁵⁷ Robert Gertner ve David Scharfstein, "A Theory of Workouts and The Effects of Reorganization Law" **The Journal of Finance**, Vol:46, No:4, 1991, s.519.

Sıkıntıya düşmüş bir şirket üç önemli noktada zorlukla karşılaşır. Birincisi, eğer yasal yeniden yapılandırma sürecine girmişse, resmi izin olmaksızın belirli kararları alma hakkını kaybedebilir. Örneğin ABD'deki bölüm 11'e müracaat eden bir şirket mahkeme izni olmadan varlıklarını satamaz ve para harcayamaz. İkinci olarak, finansal sıkıntı şirketin ürünlerine olan talebi azaltabilir ve üretim maliyetlerini artırabilir. Ürünün tüketiciler açısından değeri şirketin gelecek performansına bağlı ise talep düşer ve finansal sıkıntı şirketin faaliyetine devam edebilme yeteneğini tehdit eder. Eğer finansal sıkıntı, şirketin uygun girdi fiyatları için veya kredi süresi için görüşme yeteneğini etkilerse üretim maliyetleri artar. Sıkıntıya düşen şirketin borçlarını ödeme yeteneği hakkındaki endişeler dolayısıyla tedarikçiler; fiyat artışı yoluyla, kredili satıştaki vadeleri indirme yoluyla veya daha kötü hizmet yoluyla sıkıntılı firmaya bir risk primi yüklerler. İlave olarak eğer tedarikçiler şirket ile olan ilişkilerine kısa süreli bir ilişki olarak bakmaya başlarsa uygun süre, fiyat ve satış sonrası hizmet konusunda pazarlık ortamı azalabilir.. Sıkıntının ilk belirtileri ile çözümlenmesi arasında geçen zaman (özel görüşmeler için en az bir yıl ve iflaslar için en az iki buçuk yıl) bu durumlarla sürekli karşılaşılabilceğini göstermektedir. Üçüncü olarak, yönetim finansal sıkıntının çözümü için önemli ölçüde zaman harcamaktadır. Bu zamanın değeri genel olarak bir dolaylı maliyet olarak hesaba katılır. Fakat bu süre tamamen boşa gitmiş değildir. Yönetim verimli bir finansal yeniden yapılandırmada ve stratejik değişim uygulamasında çalıştığında, zamanını firma değerini artırmak için kullanıyor demektir. Zaman daha verimli bir şekilde bir başka yerde harcanamadıkça, zamanın değerinin bir dolaylı maliyet olarak hesaba katılmaması gerekir.²⁵⁸

Dolaylı maliyetlerin bir yönünü ürün veya hizmetin potansiyel alıcılarının, şirketin ödeme sıkıntısı olasılığına inanması ile meydana gelecek olan satış ve kar kayıpları oluştururken²⁵⁹ bir diğer yönünü tedarikçiler ve çalışanların şirket ile olan ilişkilerinin bozulmasından kaynaklanan ve satış ve kar kaybına ilave olarak faaliyet maliyetlerinin artmasına neden olan maliyetler oluşturmaktadır.²⁶⁰

²⁵⁸ Wruck, a.g.m., 437-438.

²⁵⁹ Altman, a.g.m., s.1071.

²⁶⁰ Wruck, a.g.m., 438.

Finansal sıkıntı maliyetleri arasında sayılan ve katlanılan maliyetlerin artmasına neden olan dolayısıyla finansal sıkıntı maliyetlerinin diğ er bir yönünü oluşturan maliyetler ise temsil probleminden özellikle yöneticilerin davranışlarından kaynaklanan aşırı/ eksik yatırımın veya iflas müracaatını geciktirmenin maliyetleridir. Bu maliyetler şirket finansal olarak sıkıntılı iken ancak iflas için müracaat etmeden önce oluşan maliyetlerdir. İflas müracaatından sonra da örneğin yalnızca ödeme aczi içinde bulunan bir şirketin, diğ er bir ifade ile kurtarılabilecek bir şirketin tasfiye edilebilmesinden (tip 1 hata) ve tasfiye edilmesi gereken bir şirketin kurtarılmaya çalışılmasından kaynaklanan (tip 2 hata) maliyetler olacaktır.²⁶¹ Bu maliyetlerin büyüklüğü uygulamadaki iflas yasalarının katılığı veya esnekliği ile yakından ilişkilidir. Maalesef finansal sıkıntı sürecinin maliyetlerini tüm yönleri ile ortaya koyan bir çalışma şu ana kadar yapılmış değildir. Literatürde finansal sıkıntı maliyetleri ya örneğin varlık satışından katlanılan zararların incelenmesi gibi maliyet oluşturacak bir boyutun ele alınıp incelenmesi şeklinde olmaktadır²⁶² veya finansal sıkıntı sürecindeki maliyet oluşturu cu etkenlere değ inilmeden genel bir yaklaşımla sıkıntı sürecinde firmanın katlandığı satış ve kar kayıpları²⁶³, piyasa değ erindeki düşüşleri²⁶⁴ dolaylı maliyetin bir göstergesi olarak ele alınmaktadır.

Literatürde dolaylı finansal sıkıntı maliyetleri farklı şekillerde sınıflandırılmaktadır. Örneğin Scherr (1988) finansal başarısızlıkta karşılaşılabilecek süreçler açısından bir sınıflandırma yapmış ve her bir başarısızlık sürecinde karşılaşılabilecek maliyetleri; varlık satış zararları, satışlardaki düşüş, karlı yatırım fırsatlarının değ erlendirilememesi, vergi kayıpları, maddi olmayan varlıklardan ortaya çıkacak zararlar, yönetimin harcadığı zaman, tedarikçilerle ilişkilerin bozulması yeni

²⁶¹ White, a.g.m., s. 479-490.

²⁶² Bu çalışmalara örnek olarak; Prem C. Jain, "The Effect of Voluntary Sell-off Announcements on Shareholder Wealth", **The Journal of Finance**, Vol. 40, No.1, 1985; Andrei Shleifer ve Robert W. Vishny, , "Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach", **The Journal of Finance**, Vol.47, No.4, 1992; Todd C. Pulvino, "Effects of Bankruptcy Court Protection on Asset Sales", **Journal of Financial Economics**, Vol.52, 1999, s. 151-153.

²⁶³ Bu çalışmalar arasında Altman (1984); Opler ve Titman (1994) sayılabilir.

²⁶⁴ Örneğin ; Cutler ve Summers (1988)

hisse senedi çıkarma veya borçların yeniden yapılandırılmasında katlanılacak risk primi ile ilgili maliyetler ve artan işgücü maliyetleri olarak sıralamıştır.²⁶⁵

Branch (2002) ise firma tarafından katlanılan dolaylı maliyetleri iki gruba ayırmaktadır. Birincisi tüketici ve tedarikçi ilişkilerinin bozulmasından kaynaklanan pazar payı ve kar kaybı, ikincisi ise kısa dönemli odaklanmadan kaynaklanan yatırım fırsatlarının değerlendirilememesi, nakdi muhafaza etme düşüncesinden kaynaklanan etkin olmayan kararların (örneğin tamir bakım giderlerinin azaltılması) alınması ve varlık satışı zararları gibi konularda karşılaşılan maliyetlerdir.²⁶⁶

Dolaylı finansal sıkıntı maliyetleri ile ilgili olarak Opler ve Titman (1994) yaptıkları çalışmada finansal sıkıntının maliyetli olduğunu çünkü finansal sıkıntının tüketiciler, tedarikçiler, çalışanlar ve alacaklılarla olan ilişkileri bozarak kredi olanaklarına ulaşmayı zorlaştıran ve çıkar grupları ile ilişkilerin maliyetini artıran bir etkisinin olduğunu vurgulamaktadırlar. Dolayısıyla bu çalışmada şirket ile kredi verenler arasında bozulan ilişkiler, şirket ile finansal olmayan çıkar grupları arasındaki ilişkiler ve yönetici ile hissedar ilişkilerden doğan çıkar çatışmalarından ötürü bu gruplar arasındaki ilişkilerin maliyetleri oluşturan faktörler olduğu üzerinde durularak ilişki temelli bir ayrıma gidilmektedir. Çalışmada eğer şirketin zayıf durumu, rakiplerini bu fırsatı piyasa payını artırma fırsatı olarak görmeleri ve agresif davranmaları yönünde harekete geçirirse finansal sıkıntının daha maliyetli olabileceğini belirtilmektedir.²⁶⁷

Finansal sıkıntı ile ilgili dolaylı maliyetlerin incelendiği çalışmalardan çoğunda iflas süreci için müracaat edip yeniden yapılandırılan şirketler örneklem olarak seçilmiştir. Bölüm 11 olarak ifade edilen bu sürecin finansal sıkıntının çözümünde etkili olup olmadığı yönünde birçok araştırma yapılmıştır. Bazı çalışmalar bölüm 11'i, şirketlerin direkt maliyetlere ilave olarak önemli dolaylı maliyetlere katlanmasına yol açan maliyetli ve uzunca bir süreç olarak tanımlamaktadırlar.²⁶⁸ Diğer taraftan bazı çalışmalar ise bölüm 11 sürecinde faaliyetlerine devam eden

²⁶⁵ Scherr, a.g.m., s.153-156.

²⁶⁶ Branch, a.g.m., s. 50-51.

²⁶⁷ Opler ve Titman, a.g.m., s.1015-1016.

²⁶⁸ Bu çalışmalar arasında Giammarino (1989), Gertner ve Scharfstein (1991) sayılabilir

firmaların bazı faydalar sağlayabileceğini savunulmaktadır.²⁶⁹ Bu bölümde yasal yeniden yapılandırmanın yarar ve sakıncalarının da etkilediği dolaylı finansal sıkıntı maliyetleri genel hatları ile ele alınacaktır.

Finansal sıkıntının dolaylı maliyetleri hakkındaki bulgular genelde karlılık ve piyasa değeri düşüşü ile ifade edilmektedir. İşletmelerin karlılığının düşmesinde, satışlarının düşmesi diğer bir ifade ile alıcılarla ilişkilerin bozulması, tedarikçilerle ilişkilerin bozulması, çalışanlarla ilgili daha fazla maliyetlere katlanması, yönetimin zaman ve enerjisini finansal sıkıntının çözümüne yoğunlaştırırken karlı yatırım fırsatlarından vazgeçmesi, yeniden anlaşma maliyetleri gibi faktörler etkili olabilmektedir.

Bu faktörlerin her biri farklı çalışmalarda inceleme konusu yapılmış ve sonuçta önemli dolaylı maliyet bulguları elde edilmiştir.²⁷⁰ Tüm bu faktörler satışların düşmesine ve faaliyet maliyetlerinin artmasına yol açmakta, sonuçta firmanın rekabet gücünü azaltmaktadır.

2.1.2.1. Rekabet Gücündeki Düşüşten Kaynaklanan Satış-Kar Kaybı

Sonunda iflas müracaatı olsun veya olmasın başarısızlık süreci ve iflastan kaynaklanan kesintiler genellikle şirketin pazardaki rekabet yeteneği üzerinde olumsuz bir etkiye sahip olacaktır. Şirketin alıcıları, tedarikçileri ve diğer gruplar şirket ile iş yapmak için daha az istekli olacaklardır. Şirketin çalışanları ve potansiyel olarak çalışabilecek olanlar ise şirkette çalışmalarını halinde kendilerini daha az güvende hissedeceklerdir. Çünkü yaygın görüş iflas durumundaki şirketin taahhütlerini yerine getirebilme olasılığının daha düşük olduğu yönündedir.²⁷¹

Dolaylı maliyetlerin bir tarafı ürün veya hizmetin potansiyel alıcılarının “ödeyememe” olasılığına inanması ile meydana gelecek olan satış ve kar kayıplarıdır.

Tüketiciler, temin edilen mal veya garantiler hakkında endişe duyabilmekte, bu durum satışların azalmasına ve stok değerinde bir düşüş meydana gelmesine neden olabilmektedir.. Belli sektörlerde özellikle mali sektörde bu durumun maliyeti

²⁶⁹ Wruck a.g.m., s. 433-435.

²⁷⁰ Scherr, a.g.m., s. 153-155.

²⁷¹ Branch, a.g.m., s.50.

firmanın değerini tamamen yok edebilmektedir.²⁷² Ayrıca eğer firmanın sattığı ürünlerde “garanti” önemli ise finansal sıkıntı sürecinde bu ürünlerin hem satış hacminde hem de satış fiyatında daha büyük düşüşler yaşanabilmektedir. Özellikle hizmet ve sanayi malları üretiminde bu düşüş oldukça net bir şekilde ortaya çıkabilmektedir. Rasyonel tüketiciler bu tür işletmelerin sattığı ürünleri almadan önce böyle bir değer düşüşünü hesaba katacak ve daha düşük fiyat teklifinde bulunacaklardır. Satışlardaki bu fiyat ve miktar düşüşü ve dolayısı ile kar kaybı finansal sıkıntı içerisinde olmanın bir maliyetidir.²⁷³ Nitekim Altman (1984) yaptığı çalışmada dolaylı maliyetleri satış ve karlardaki düşüşten hareketle hesaplamıştır.²⁷⁴

Bu duruma finansal sıkıntıya düşen Chrysler’in durumu, Franklin National Bank’ın tasfiyesi ve Braniff International’in başarısızlığı örnek verilebilir. Altman (1984), Chrysler başkanının bu süreçle ilgili olarak “Chryslerin yeni araba satışlarındaki payının yüzde iki düştüğünü çünkü potansiyel alıcıların şirketin iflasa gideceğinden çekindiğini” ifade etmesine atıfta bulunarak bu tür dolaylı maliyetlerin çok yüksek olabileceğini belirtmektedir. Dolaylı maliyetler şirket iflasını açıkladıktan sonra, faaliyetlere devam etmeye ve finansal durumu yeniden sağlıklı hale getirmeye çalışırken de meydana gelmektedir. Kasım 1983’de, fotokopi malzemelerinin tedarikçisi ve üreticisi olan AM International’in CEO’su ve başkanı Freeman, “Şirket hala pazarda nisan 1982’de yapmış olduğu bölüm 11 başvurusunun olumsuz etkisini hissediyor. Örneğin, son zamanlarda bir yabancı üretici ile dağıtım anlaşması için verilen teklifin kaybedilmiş olmasında iflas işlemlerinin bir etken olduğunu düşünüyorum” demektedir.²⁷⁵

Dolaylı finansal sıkıntı maliyetleri ile ilgili diğer bir çalışmada da Opler ve Titman (1994) satış ve kar düşüşünü finansal sıkıntı maliyetlerinin göstergesi olarak ele almış ve bu düşüşün üç muhtemel sebebi üzerinde odaklanmıştır. Bunlar tüketicilerden kaynaklanan düşüş, rakiplerden kaynaklanan düşüş ve yöneticilerden kaynaklanan düşüştür. Elde ettikleri bulgulara göre finansal sıkıntı şirketlerin önemli

²⁷² Weis, a.g.e., s.263-264.

²⁷³ Scherr, a.g.m., s. 153-154.

²⁷⁴ Altman, a.g.m., s. 1073.

²⁷⁵ Altman, a.g.m., s. 1071.

satış kayıpları yaşamasına neden olmakta ve bu satış kayıpları tüketicilerin isteksizliklerinden ve rakiplerin daha agresif tutumlarından kaynaklanmakta, yöneticilerin maliyet tasarrufu amaçlı çabalarının satış düşüşünde etkisi olmamaktadır.²⁷⁶

İflas sürecindeki şirketin taahhütlerini yerine getirmede zorlanacağı gerçeği şirket ile ilgili diğer grupların, şirketin verdiği sözlere güvenmesini zorlaştırmaktadır. Bu nedenle şirketin şartları kötüleşirken, iflas durumundaki şirketin en uygun çalışanları, alıcıları ve satıcıları firmaya çekme ve onları elde tutma yeteneği azalmaktadır.²⁷⁷ Dolayısıyla finansal başarısızlığın bir yönünü alıcılardan kaynaklanan maliyetler oluştururken diğer bir yönünü de tedarikçilerden kaynaklanan sıkıntıların ortaya çıkardığı maliyetler oluşturmaktadır.

Şirketler sıkıntı sürecinde önemli çalışanlarını kaybedebilmekte veya onların ayrılmalarını önlemek için daha fazla ödemede bulunmak zorunda kalabilmektedir. Aynı şekilde tedarikçiler, uygun kredi şartlarında mal göndermeyi reddedebilmekte ve şirketin sermaye maliyeti artabilmektedir. Sonuçta sıkıntılı şirket artan faaliyet maliyetleri ile karşı karşıya kalmaktadır.²⁷⁸

Bu durum finansal sıkıntı sürecinde tedarikçilerle ilişkilerin bozulmasına, maliyetlerin artmasına ve finansal sıkıntının daha da derinleşmesine hatta faaliyetlerin durma noktasına gelmesine yol açabilmektedir. Hammadde ve malzeme tedarikçileri, önemli sınırlamalar koyarak, daha yüksek maliyetli olan örneğin teslimde nakdi ödeme gibi durumlarda yaptıkları satışlar hariç finansal sıkıntılı şirketlere satışa devam etmede isteksiz olabilmektedirler. Cutler ve Summers (1988) yaptıkları örnek olay incelemesinde Texaco- Pennzoil arasındaki dava sürecinde Texaco'nun finansal sıkıntıya düşmesinden sonra ortaya çıkan büyük piyasa değeri kaybını tedarikçilerin hammadde göndermek için peşin ödeme şartı araması ve bazı tedarikçilerin hammadde göndermeyi durdurması sonucunda faaliyetlerin verimli bir şekilde sürdürülememesinin etkisine bağlamaktadır. Nitekim Texaco'nun iflas müracaatı

²⁷⁶ Opler ve Titman, a.g.m., s.1037-1038.

²⁷⁷ Branch, a.g.m., s.50.

²⁷⁸ Weis, a.g.m., s.263-264.

sırasında mahkemeye sunduğu savunmada bazı tedarikçilerin iş yapmadan önce nakit ödeme talep ettikleri veya garantili (teminatlı) ödeme şekillerinde ısrar ettikleri, bazılarının ise hammadde göndermeyi geçici olarak durdurdukları veya tamamen iptal ettikleri belirtilmektedir. Belgenin sonunda Texaco'nun tedarik ve finansman kaynaklarına ulaşmasının gün geçtikçe güçleştiği, bu durumun faaliyetleri durma noktasına doğru götürdüğü belirtilmektedir. Cuttler ve Summers sonuçta yaşanan değer düşüşünün diğer bir ifade ile finansal sıkıntının maliyetlerinin oldukça önemli olduğunu ve finansal sıkıntının firmanın üretim etkinliğini azaltabileceğini belirtmektedir.²⁷⁹

Yaklaşık 2 milyar dolarlık bir başarısızlığın yaşandığı Wickes Co'da olduğu gibi birçok büyük iflasta da tedarikçilerle ilişkilerin bozulması durumu yaşanmıştır. Sıkıntı sürecinde, Wicks'in şirket yönetim kurulu başkanının ortaklara gönderdiği bir mektupta "ticari kredilerdeki azalmadan meydana gelen baskıları içeren birçok ciddi işletme problemi şirketimizin başına dert olmuştur, bu da Wicks'in geleceğini giderek zayıflatmaktadır" demektedir.²⁸⁰

Finansal sıkıntı sürecindeki şirket azalan pazar payının sonucu olarak kayıplara katlanırken, bu pazar payını ele geçiren şirketlerin kazançları artacaktır. Bu kazanç ve kayıplar genellikle eşit büyüklüklerde değildir. Sıkıntı durumundaki şirketin pazar payı kaybı, pazar payını elde eden rakiplerinin kazançlarından daha büyük olacaktır. Satışlardaki düşüşler büyük olasılıkla sıkıntılı şirketin kapasite kullanımının etkin sınırın aşağısına düşmesine neden olacaktır. Piyasa payını artıran şirketlerin ise en azından kısa vadede zaten optimal kapasitede veya bu seviyeye yakın bir kapasite kullanım oranında olma olasılıkları yüksektir. Bu nedenle, pazar payını kaybedenler optimal ölçeğin altında çalışırken ve atıl kapasiteye sahipken, onların kaybettikleri pazar payını elde eden rakipler için bu pazar payı kazançları düşük etkinlikte optimal kapasitenin üzerinde faaliyette bulunmaya veya ilave kapasite artırmaya neden olabilir.²⁸¹ Cheng ve McDonald (1996) şirketlerin iflas duyurularının rakipler üzerinde etkisini inceledikleri çalışmalarında, iflas

²⁷⁹ Cutler ve Summers, a.g.m., s.166-170.

²⁸⁰ Altman, a.g.m., s. 1072.

²⁸¹ Branch, a.g.m., s.50.

duyurularının diğer şirketlerin piyasa değerine etkisinin sektörün yapısı ile ilişkili olduğu sonucuna varmışlardır. Havayolu ve demiryolu şirketlerinin incelendiği çalışmada havayolu şirketlerinin önemli pozitif getiri, demiryolu şirketlerinin de negatif getiri yaşadığı belirlenmiştir. Bu durum sektör yapısı hipotezi ile açıklanmıştır. Buna göre eğer bir piyasa rekabetçi ise potansiyel rekabet ürün fiyatlarını büyük ölçüde etkileyecektir. Bu tür piyasalarda bulunan şirket sayısı, fiyatın oluşmasında çok fazla etkili değildir. Bu yüzden şirketin böyle bir piyasada iflas etmesi durumunda fiyatlar düşük kalmaya devam edecektir. Geride kalan şirketler fiyat yönünden bir avantaj sağlayamayacaktır. Dolayısıyla bu piyasada iflaslar rakiplerin hisse senedi fiyatlarına etki etmeyecektir. Eğer piyasa rekabetçi değil ve giriş engelleri varsa bu durum şirketlerin fiyat belirleme gücünün var olduğu anlamına gelecektir. Bu durumda iflas duyurusu diğer şirketlerin pozitif hisse senedi getirisi elde etmesine yol açacaktır. Ancak demiryolu şirketleri birbirlerinden çok bağımsız olmadığı ve birkaç tanesi bir araya gelerek iş yaptığı için birinin iflası diğerlerinin negatif yönde etkilenmesine yol açacaktır.²⁸²

2.1.2.2. Kısa Dönemli Odaklanmadan Kaynaklanan Dolaylı Maliyetler

Rekabet gücündeki azalmanın nedenlerinden biri de yönetimin tüm dikkatini iflasa yöneltmesi ve rakipleri karşısında şirketin gittikçe savunmasız kalmasıdır.²⁸³

Kısa dönemli odaklanma olarak da adlandırılan bu durumda finansal sıkıntı şirket yöneticilerinin dikkatlerini kısa döneme çevirmeye zorlayacaktır. Şirket elindeki nakdi muhafaza etmek isteyecek, çok uzun dönemli yatırım fırsatlarını değerlendirmekten kaçınacak ve vadesi gelmiş olan taahhütlerini yerine getirmeye öncelik verecektir. İflas riski taşıyan bir şirket, nakit gerektiren daha “uzun dönemli yatırım fırsatlarının peşine düşme lüksüne” sahip değildir. Çünkü böyle bir durumda yönetimin dikkati acil olarak ortada olan ödeyememe problemlerinden uzaklaşacaktır. Sonuçta yöneticiler, herhangi bir nakit gerektiren projeye çok yüksek iskonto oranı uygulamak zorunda kalacaktır. Böylece daha normal zamanlarda diğer bir ifade ile sıkıntı şartlarından uzakken değerlendirilebilecek yatırım fırsatları sıkıntı sürecinde

²⁸² Louis T. W. Cheng ve James E. McDonald, “Industry Structure and Ripple Effects of Bankruptcy Announcements”, *The Financial Review*, Vol.31, No. 4, 1996, s. 789-801.

²⁸³ Weis, a.g.m., s.263-264.

değerlendirilemeyecektir.²⁸⁴ Bununla ilgili bir çalışmada Chen ve Merville (1999) yüksek finansal sıkıntı riski yaşayan şirketlerde, diğer şirketlere göre yapılan yatırımların istatistiksel olarak anlamlı derecede daha düşük olduğu sonucuna ulaşmıştır.²⁸⁵ Benzer bulgular Andrade ve Kaplan (1998) tarafından da sağlanmıştır. Andrade ve Kaplan finansal sıkıntıya düşen ancak henüz bölüm 11 için müracaat etmeyen şirketlerin büyük bir bölümünün sermaye harcamalarında ciddi kısıntıya gittiği sonucuna ulaşmıştır.²⁸⁶ Finansal sıkıntı sürecindeki şirket daha çabuk nakit oluşturacak, daha az karlı bir projeyi uygulamaya koyabilecektir. Finansal sıkıntı sürecinde nakit tutma isteğindeki başarısızlık ölçüsünde, şirketin faaliyetinin gerçek ekonomik maliyeti artacaktır. Örneğin ertelenen tamir bakım maliyetleri muhtemelen son ertelendiği zaman ertelenmeselerdi katlanılacak olunan maliyetlerden daha büyük olacaktır.²⁸⁷

Kısa dönemli odaklanmanın bir sonucu da zorunlu varlık satışlarıdır. Sıkıntı içindeki şirketler çoğunlukla, kredi verenlerin de baskısı ile, varlıklarının önemli bir bölümünü elden çıkarma yoluna gitmektedir. Varlıkların likiditesi ise finansal sıkıntı maliyetlerinin önemli bir belirleyicisidir. Sektöre özel varlık satışında; sektördeki alıcılar bu varlıkları sektördeki veya genel ekonomideki bir durgunluktan veya çeşitli kanuni düzenlemelerden dolayı alamadığı zaman varlıkların fiyatı oldukça düşecektir. Sektör dışındaki alıcıların bu varlıkları almada ve yönetmede önemli maliyetlerle karşı karşıya kalacağı durumlarda da varlık, en iyi kullanım değerinin altında bir fiyattan alınacaktır. Bu tür satışlar sıkıntılı şirketler için önemli bir yok pahasına satma maliyeti ile sonuçlanabilmektedir.²⁸⁸ Ayrıca varlık satışında katlanılan maliyetlerde yeniden yapılandırma sürecindeki düzenlemeler de etkilidir. Pulvino (1999)'nun hava yolu şirketlerini incelediği çalışmadan elde ettiği sonuçlara göre finansal sıkıntılı şirketlerin bölüm 7 ve bölüm 11 için müracaatlarından sonra varlık satışlarından elde edilen gelirler, sıkıntısız hava yolu şirketlerinin varlık satışından çok daha düşüktür. Endüstri spesifik (uçak) varlık satışları ile ilgili olan bu

²⁸⁴ Branch, a.g.m., s.50.

²⁸⁵ Chen ve Merville, a.g.m., s. 288-289.

²⁸⁶ Andrade ve Kaplan, a.g.m., 1445.

²⁸⁷ Branch, a.g.m., s.50.

²⁸⁸ Shleifer ve Vishny, a.g.m., s. 1343-1344.

çalışmanın sonucuna göre mahkeme denetiminde yönetilen havayolları, sıkıntılı fakat yeniden yapılandırma için müracaat etmemiş şirketlere göre çok daha düşük fiyattan varlık satışı yapmaktadırlar. Ayrıca iflas müracaatında bulunan şirketler (tasfiye veya yeniden yapılandırma) varlıklarını ortalama %14 ile %46 arasında değişen oranlarda iskontolu satmaktadırlar. Sıkıntılı ancak iflas müracaatında bulunmamış firmalarda ise bu oran %12 ile %24 arasında değişmektedir. Bunun nedenlerinden biri piyasada sayıca az olan alıcının bu durumdan faydalanmak için düşük fiyat vermesidir.²⁸⁹ Andrade ve Kaplan (1998) da Finansal sıkıntıya düşmüş ancak henüz resmi iflas sürecine müracaat etmemiş firmaların önemli ölçüde düşük fiyattan varlık satışı yaptığı sonucuna ulaşmıştır.²⁹⁰ Alıcı, satıcının finansal sıkıntısından yararlanabilmek suretiyle, satıcının satmayı kabul edebileceği en düşük fiyatın (reservation prices) çok daha altında bir fiyata elde edecektir. Böyle bir alıcı sıkıntılı şirketin zararı kadar kazanmış olacaktır. Üstelik, şirket ne kadar fazla sıkıntılı olursa varlıklarının satışına o kadar çok gereksinim duyacaktır.²⁹¹ Düşük fiyattan satış için diğer bir neden ise yasal yeniden yapılandırma sürecinin yöneticileri düşük fiyatı kabul etme yönünde cesaretlendirmesidir.²⁹² Nitekim Easterwood (1998) tarafından yapılan bir çalışmada sıkıntılı şirketlerin varlık satışlarının tahvil getirileri üzerinde negatif bir anormal getiriye yol açtığını belirtmektedir. Bu negatif getiride, satılan varlığın satış fiyatının beklenenden düşük veya yüksek olmasının etkisi de incelenmiş ve fiyat tepkisinde bu farklılıkların da önemli olduğu sonucuna varılmıştır. Kredi verenler arasındaki değer transferi (önceliğe sahip olmayan kredi verenlerden öncelikli kredi verenlere doğru) bu negatif fiyat tepkisinde etkilidir.²⁹³

Finansal sıkıntidaki şirketler kısa dönemli nakit girişlerini artırmak amacıyla sık sık bu tür değerli varlıkları satmak (sell off) zorunda kalmaktadırlar. Örneğin 1980'li yıllarda iflas riski ile karşı karşıya kalan Chrysler iflastan kurtulmak için bazı bölümlerini satmak zorunda kalmıştır. Aynı şekilde International Harvester bazı karlı girişimlerini satarak elde edilen nakdi kısa dönemli borçlarının ödemedede

²⁸⁹ Pulvino, a.g.m., s. 151-153.

²⁹⁰ Andrade ve Kaplan, a.g.m., 1445.

²⁹¹ Branch, a.g.m., s.50-51.

²⁹² Pulvino, a.g.m., , s. 153.

²⁹³ Easterwood., a.g.m., s. 157.

kullanmıştır²⁹⁴ Sonuç olara finansal sıkıntının dolaylı maliyetleri pazar payındaki kayıplardan ortaya çıkan maliyetlerin yanında kısa dönemli odaklanmadan kaynaklanan varlık satışından zararlar gibi maliyetleri içerecektir. Bununla birlikte bu iki dolaylı maliyet türünü birbirinden ayıran bir çalışma literatürde yoktur.²⁹⁵

2.1.2.3. Finansal Sıkıntı Sürecinde Şirket Yöneticilerinin Davranışlarından Kaynaklanan Maliyetler

Pazar payı kaybı, kısa döneme odaklanma ve faaliyet maliyetlerindeki artışın yanı sıra finansal sıkıntı içindeki şirketlerin katlanacağı maliyetleri artıran iki önemli durum daha vardır. İflas müracaatını geciktirmeye veya müracaattan kaçınmaya çalışan başarısız şirket yöneticileri tarafından uğratılabilecek bu tür iflas maliyetleri riskli işlere aşırı yatırım veya düşük yatırım maliyetleri ve gecikme maliyetleridir.²⁹⁶ Şirket yöneticileri, hissedarlar ve kredi verenler arasındaki çıkar çatışması açısından durum ele alındığında bu tür maliyetleri daha anlaşılır hale gelmektedir. Bu maliyetlerin büyüklüğü yasal iflas sürecinin katılığında veya yumuşaklığından önemli ölçüde etkilenmektedir.²⁹⁷

Aşırı Yatırım Etkisi – Düşük Yatırım Etkisi

Yöneticiler ve hissedarlar arasındaki çıkar çatışması, yöneticilerin, ortakların yararına olmayan stratejiler izlemesine yola açabilmektedir. Örneğin kendi çıkarı ile ilgilenen yöneticiler finansal sıkıntı olasılığını azaltmak için daha az riskli projeleri seçebilmekte veya optimal olmayan yatırımlara girişebilmektedir. Çünkü finansal sıkıntı ve iflas olasılığı yöneticilerin işlerini kaybetmelerine veya gelirlerinde azalmaya yol açacaktır. Bazı çalışmalarda finansal sıkıntılı şirketin yöneticilerinden kaynaklanan maliyetler üzerine odaklanılmıştır. Örneğin Gilson ve Vetsuypents (1993) sıkıntılarını özel olarak veya iflas süreci içinde borçlarını yeniden yapılandırarak çözen halka açık şirketlerin yönetim ile ilgili tazminat politikalarını

²⁹⁴ Jain, a.g.m., s. 222.

²⁹⁵ Branch, a.g.e., s. 51.

²⁹⁶ White, a.g.e., s. 483-484.

²⁹⁷ Franks ve Torous, a.g.m., s. 462-463.

incelediği çalışmasında finansal sıkıntının şirket yöneticileri açısından maliyetli olabileceğini vurgulamaktadır.²⁹⁸

Riskli işlere girişme etkisi (gambling effect) de denilen aşırı yatırım etkisi ise iflastan kaçınmanın bir aracı olarak finansal sıkıntı içindeki şirketin yöneticilerinin aşırı derecede riskli yatırımlara girişme eğilimine sahip olmasını ifade eder. Eğer riskli yatırım başarılırsa, şirket en azından geçici bir süre iflastan kaçınabilecek düzeyde yüksek getiri elde edecektir. Riskli yatırım başarısız olursa, şirket iflasa gidecek fakat yöneticilerin maddi durumu daha kötü olmayacaktır. Ortaklar da bu durumda riskli yatırımları desteklemektedirler. Çünkü böyle bir durumda ortakların da fazlaca kaybedecekleri bir şey olmayacaktır. Riskli yatırımlardan oluşan maliyetler, iflasta kredi verenlere daha düşük ödemeler yapılmasına yol açacak dolayısıyla bu maliyetler kredi verenlere yüklenmiş olacaktır.²⁹⁹

Gertner ve Scharfstein (1991) iflas sürecindeki çıkar çatışmasının etkin olmayan yatırım kararları almasına yol açabileceğini ileri belirtmektedirler. İflas sürecindeki yeniden yapılandırmada, 120 günlük tüm takiplerin ve davaların durduğu süre, şirketlerin negatif net bugünkü değere sahip projelere aşırı yatırım (fazla yatırım- over invest) yapmasına yol açabilmektedir. Çünkü bu sürede;

i. Faizlerin ve anapara ödemelerinin askıya alınması ile, daha kolay bir şekilde nakit elde edilebilmektedir.

ii. Yatırım riskini kredi verenler taşıdığı için, hisse senedi değeri artırılabilir.

Eğer bir şirket finansal sıkıntı içinde ise, yönetimin başta kalabilmesi için tek şansı, şirketi tekrar ödeme gücüne sahip hale döndürebilecek riskli yatırımlara girişmektir.³⁰⁰

Eksik yatırım ise (under investment) finansal sıkıntılı şirketin yöneticisinin ekonomik olarak etkin olan herhangi bir yatırıma girişmemesidir. Amaç şirketin getirilerinin değişkenliğini azaltmaktır. Düşük yatırım durumunda hissedarlar daha

²⁹⁸ Gilson ve Vetsuypens, a.g.m., s.425.

²⁹⁹ White, a.g.e., s.483-485.

³⁰⁰ Shrader ve diğerleri, a.g.m., s.7.

kötü, kredi verenler ise daha iyi duruma gelmektedirler.³⁰¹ Bu durumda, değerinde daha büyük azalmalar meydana gelecektir.

Aşırı ve eksik yatırım şirketin tasfiye değerine ve borcun nominal değerine bağlı olarak her zaman ortaya çıkabilmektedir. Gelecekteki nakit akışlarında ortaya çıkan belirsizlikle birlikte daha yüksek borç/tasfiye değeri, daha büyük aşırı yatırım olasılığı ortaya çıkarmaktadır. Çünkü adeta bir satın alma opsiyonunu alan yatırımcı gibi, hissedarlar da daha fazla bir şey kaybetmeyecekler ve her türlü yatırım girişimini emek vermeye değer bulacaklardır.³⁰² Bunun yanında sahip olunan borcun vadesi de etkin yatırımı engelleyici bir unsurdur. Daha uzun borç vadesine sahip işletmelerde aşırı yatırım olasılığı artacaktır. Burada uzun borç vadesi yatırımdan sağlanması muhtemel nakit girişlerinin gerçekleşeceği tarihten daha uzun vadede borcu anlatmaktadır. Eğer borcun vade yapısı kısa ise diğer bir ifade ile sağlanacak nakit girişleri gerçekleşmeden mevcut borçların vadesi dolacak ve ödenmesi gerekecekse bu defa da düşük yatırım etkisi ortaya çıkacaktır. Uzun vadeli borca sahip finansal sıkıntılı firmada aslında kreditorlerin parası ile hissedarlar veya yöneticiler kumar oynamaktadır. Eğer yatırım yapılmazsa kredi verenler tasfiye durumunda tüm likit varlıkları alacak ve hissedarlara bir şey kalmayacaktır. Son bir gayret göstererek likit varlıkları kullanmak suretiyle hissedarlar aşırı yatırıma sebep olacaklardır. Düşük yatırım etkisi sıkıntılı firmaların borç yapılandırılmasında kullandıkları vade uzatma (extension), değişim teklifi gibi yöntemlerle ortadan kaldırılabılır veya yok edilebilir.³⁰³ Sert veya ılımlı iflas politikaları aşırı ve düşük yatırım girişimlerini artırıcı veya azaltıcı yönde etkide bulunabilmektedir. Katı iflas politikaları yönetimin aşırı ve eksik yatırım düşüncesini artırıcı etki yapmaktadır.³⁰⁴

Gecikme Etkisi (Delay Effect)

Gecikme etkisi aslında firmanın buraya kadar sayılan finansal sıkıntı maliyetlerine iflas müracaatındaki gecikmeden dolayı daha fazla katlanmasını ifade

³⁰¹ White, a.g.e., s. 483-484.

³⁰² Yehning Chen, J. Fred Weston and Edward I. Altman, "Financial Distress and Restructuring Models", **Financial Management**, Vol. 24, No. 2, 1995, s. 63.

³⁰³ Chen ve diğerleri, a.g.m., s. 65-67.

³⁰⁴ White, a.g.e., s. 485.

etmektedir, dolayısıyla direkt bir maliyet değil maliyet artırıcı unsurdur. Ancak bazı çalışmalarda finansal sıkıntı maliyetleri arasında gösterilmektedir.

Gecikme etkisi finansal sıkıntılı şirketlerin yöneticilerinin iflas müracaatını geciktirmesidir. Eğer iflas yasaları yöneticilerin iflas sürecinde şirketin başında kalmamasını şart koşuyorsa bu durum ortaya çıkmaktadır. Şirket ekonomik olarak etkin değilse gecikme finansal sıkıntı maliyetlerini artırıcı bir etki yapmaktadır. Hem aşırı ve eksik yatırım hem de gecikme etkisi şirket tasfiye edilecekse, teminatsız alacaklıların alacaklarının daha az bir bölümünü geri almasına neden olacaktır. Çünkü iflas müracaatından önce, şirketin ipoteksiz varlıkları karşılığı kredi alınacak ve yöneticiler şirketin varlıklarını tüketmiş olacaklardır. Bu nakit ya riskli yatırımlar için ya da gecikmenin finansmanı için kullanılacaktır. ABD’de şirketler tasfiye edildiklerinde alacakları herhangi bir teminata bağlanmamış alacaklılar, tahsil edilmesi gereken tutarın ancak %2’sini geri alabilmektedirler.³⁰⁵ Andrade ve Kaplan (1998) incelediği örnek firmaların bir kısmının resmi yeniden yapılandırma müracaatını maliyetli olacak bir şekilde geciktirdiğini saptamıştır.³⁰⁶

2.1.2.4. Dolaylı Finansal Sıkıntı Maliyetleri İle İlgili Çalışmalar

Finansal ekonomistler finansal sıkıntı maliyetlerini ölçmenin zor olduğu görüşüne sahiptirler. Bu zorluk finansal sıkıntıda şirketin düşük performansının finansal sıkıntıdan mı kaynaklandığını yoksa şirketi sıkıntıya sokan bazı faktörlerden mi kaynaklanmakta olduğunu ayırmadaki yetersizlikten ortaya çıkmaktadır. Örneğin Altman (1984) finansal sıkıntı ile ilgili büyük dolaylı maliyetler bulmuş ancak bu maliyetleri olumsuz faaliyet şoklarından (negative operation shocks) ayıramamıştır. Asquit ve diğerleri(1994), Gilson (1997) ve Hotchkiss (1995) finansal sıkıntıya düşen firmaları incelemişler ve finansal sıkıntının maliyetli olduğu yönünde dolaylı bulgulara ulaşmışlardır.

Bununla birlikte bu çalışmalardaki örneklerde bulunan şirketlerin büyük bir bölümünün negatif faaliyet karına (operating income) sahip olması ve bu nedenle işleyen teşebbüs olarak değeri tartışmalı olması nedeniyle salt finansal sıkıntı

³⁰⁵ White, a.g.e., s. 485-487.

³⁰⁶ Andrade ve Kaplan, a.g.m., 1445.

maliyetlerini ölçemediği yönünde eleştirilmişlerdir. Diğer bir ifade ile bu şirketlerin yalnızca finansal olarak sıkıntılı değil ekonomik olarak da sıkıntılı oldukları çeşitli çalışmalarda belirtilmektedir. Bu durum bu çalışmaların finansal sıkıntının maliyetlerini mi, ekonomik sıkıntının maliyetlerini mi yoksa ikisinin etkileşimini mi ölçtüğünü belirlemeyi güçleştirmektedir.³⁰⁷

Finansal sıkıntı maliyetleri ile ilgili ilk ampirik çalışmalardan biri Altman (1984) tarafından yapılmıştır. Altman (1984) sonradan iflas müracaatında bulunan 11 ticaret ve 7 sanayi işletmesinin dahil edildiği bir örneklem için ve ayrıca 7 büyük iflas müracaatı için ayrı ayrı finansal sıkıntı maliyetlerini araştırmıştır. Birinci örneklemde regresyon yöntemini kullanarak satışlardaki düşüşü ölçmüş ve satış düşüşünü bir kar marjini uygulayarak kar kaybına dönüştürmüştür. Daha sonra bulduğu bu değeri müracaattan 1,2 ve 3 yıl önceki firma değerine oranlamıştır. Altman'ın, ticaret işletmeleri için regresyon yöntemi ile bulduğu dolaylı iflas maliyetleri üç yıl önceki firma değerinin %5,5'i, müracaattan hemen önceki değerinin %8,2'si iken, bu oran sanayi işletmeleri için sırasıyla %11,2 ve %13,9 dur. Tüm örneklem için ise İflastan hemen öncesi için %10,5 dir. Büyük 7 iflası ise analistlerin kar tahminlerinden sapmaya göre inceleyen Altman bu örneklemde dolaylı maliyetleri iflas müracaatından bir ay önceki piyasa değerinin %20'si, iki yıl önceki piyasa değerinin ise %30'u olarak bulmuştur. Bu oranların oldukça önemli büyüklükte olduğunu belirten Altman bu sonuçların sermaye yapısı politikası ile önemli bir ilişkiye sahip olacağını belirtmektedir.³⁰⁸

Bununla birlikte, Wruck (1990), bu şekilde bir hesaplamanın hatalı sonuçlar verebileceğini belirterek sonuçlara ihtiyatlı yaklaşılması gerektiğini vurgulamıştır. Çünkü Wruck'a göre bu çalışmada “kardaki kayıpların mı finansal sıkıntıya neden olduğunu yoksa finansal sıkıntının mı bu kar kayıplarına neden olduğunu” anlamak güçtür. Diğer bir ifade ile kardaki düşüşlerin tamamına gerçekten finansal sıkıntının mı neden olduğunun bilinemeyeceğini vurgulamaktadır. Ayrıca sanayi işletmelerinin gelecekte servis yeteneği, garantiler, güvenceler, yedek parçalar ve desteklerin çok

³⁰⁷ Andrade ve Kaplan, a.g.m., s. 1444.

³⁰⁸ Altman, a.g.m., s. 1077-1081.

daha önemli olan ürünleri sattığı için, ticaret işletmelerinde kardaki kayıpların daha az olmasının normal olduğunu belirtmektedir.³⁰⁹

Dolaylı maliyetler üzerine diğer bir veri Chen ve Merville (1999) tarafından ortaya konulmuştur. Bu çalışmada 1982-1992 yıllarını kapsayan araştırmalarında 1041 şirketten oluşan bir örneklem incelenmiştir. Daha sonra Altman'ın Z score modeline göre eğilimi esas alarak örnekteki firmaları üçe ayırmışlardır. Kategori A, Z skora göre, sağlıklı bir durumdan sıkıntılı duruma doğru giden yani finansal sıkıntı olasılığı artan firmalardan, Kategori C bunun tersi yönde hareket eden firmalardan oluşmaktadır. Satış düşüşlerinin ve yatırımların incelendiği çalışmada Kategori A da sıkıntılı duruma doğru giden firmalar Z skorları sıkıntılı duruma düştüklerini gösterdiği dönemden sonra B deki firmalara göre %150 daha fazla zararla karşılaşmışlar, C deki firmalar da ise B grubuna göre bu oran %50 olarak gerçekleşmiştir. Satış ve kar düşüşleri finansal sıkıntı olasılığı yüksek firmalarda daha fazla gözlenmiştir. Ayrıca iyi yatırım fırsatlarının finansal açıdan sıkıntılı firmalarda değerlendirilmesinin daha az olası olduğu yönünde bulgular elde edilmiştir. Bu bulgulara dayanılarak da finansal sıkıntının maliyetli olduğu ve bu maliyetlerin Altman'ın (1984) bulduğundan daha fazla olabileceği sonucuna ulaşılmıştır.³¹⁰

Opler ve Titman (1994) da finansal sıkıntı ve firma performansı arasındaki ilişkiyi test etmiş, ve dolaylı finansal sıkıntı maliyetleri hakkında bulgular elde etmişlerdir. Satışlar, endüstri ortalamasına göre faaliyet karı değişimi ve hisse senedi fiyat değişiminin performans ölçüleri olarak kullanıldığı çalışmada Altman'ın çalışmasındaki nedensellik sorununu çözebilmek amacıyla sıkıntılı firmalar yerine sıkıntılı sektörler incelenmiştir. Sıkıntılı sektörlerdeki düşük ve yüksek kaldıraçlı firmaların seçildiği çalışmada temel hipotez eğer finansal sıkıntı maliyetli ise yüksek kaldıraçlı firmaların ekonomik çöküşte daha fazla faaliyet performansı düşüşü yaşayacağı hipotezidir. Endüstri ortalaması için dört veya daha fazla şirketin olduğu endüstriler seçilmiştir. Opler ve Titman'ın sonuçlarına göre sıkıntılı sektörlerdeki yüksek düzeyde kaldıraçlı firmaların sektöre göre düzeltilmiş satış büyümesi, düşük kaldıraçlı firmalara göre ekonomik çöküş döneminde %13,6 daha düşüktür.

³⁰⁹ Wruck, a.g.m., s. 438.

³¹⁰ Chen ve Merville, a.g.m., s. 284-289

Ayrıca faaliyet karına göre yapılan regresyonda da finansal sıkıntının maliyetli olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca spesial ürünler üreten firmaların ürünlerini sıkıntı döneminde tüketicilerin daha fazla isteksiz davranacağı ve yine endüstrinin rekabet yoğunluğunun daha fazla etkisinin olacağı yönündeki hipotezler de test edilmiş ve yüksek ar-ge harcamasına sahip (özel ürün üreten) firmaların daha fazla satış düşüşü ve değer düşüşü yaşadığı sonucuna ulaşılmıştır.³¹¹

Cuttler ve Summers (1988) ise yaptığı örnek olay çalışmasında Texaco ve Penzoil'in Getty Oil satınalma sonrası ortaya çıkan sıkıntılı durumu ve Texaco'nun yeniden yapılandırma sürecinin her iki tarafa yüklediği maliyetlerini, her iki şirketin menkul kıymetlerin değerlerindeki aşırı yükseliş/düşüşlerden yola çıkarak hesaplamıştır.³¹² Bu süreçte Texaco'un piyasa değerindeki düşüş 4,1 Milyar \$ iken Penzoil yalnızca 682 milyon \$ değer artışı elde edebilmiştir. Bu zarar dava öncesi değerlerin %32'sini ifade etmektedir. Anlaşmaya varıldıktan sonra bu değer kaybının bir bölümü ortadan kalkmıştır. Sonuçta hak sahiplerinin toplam değerindeki azalma yaklaşık 2 milyar \$'dır.³¹³ Bu değer düşüşü ile ilgili iki farklı açıklamanın olabileceğini belirten Cuttler ve Summers bunlardan ilkinin ödenen direkt maliyetler olarak belirtmiş ancak bu maliyetlerin toplam değer kaybına oranının çok düşük olduğunu da ifade etmiştir. Bu değer düşüşünün sebebi olarak Texaco'nun karlılığı üzerinde etkili olan ikincil türdeki maliyetler gösterilmiştir. Bu maliyetler Texaco'nun uzun dönem finansal kabiliyeti ile ilgili belirsizliği artırmış, firma için kredi bulmayı güçleştirmiş ve Texaco'nun yöneticilerinin dikkatinin işlerinden başka yöne kaymasına yol açmıştır. Ayrıca dava süreci Penzoil'e vermesi gereken tutardan daha fazla değer kaybetmesine neden olmuştur. Cutler ve Summers bu finansal anlaşmazlıkların firmanın verimliliği üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğunu

³¹¹ Oppler ve Titman, a.g.m., 1024-1036.

³¹² Texaco ve Pennzoil arasındaki anlaşmazlık her iki şirketin de Gett Oil'i satın almak istemesinden ortaya çıkmıştır. Pennzoil, Getty Oil hisselerinin 3/7'sini almak üzere Getty Oil yöneticileri ile bağlayıcı bir anlaşmaya vardıldıktan sonraki bir hafta içinde (Ocak 1984) Texaco, getty'in tüm hisselerini daha yüksek bir fiyattan satın almış ve satış şartı olarak bu satış sonrasında oluşabilecek davalardan olan zararların Texaco tarafından ödenmesi kararlaştırılmıştır. Böylece Pennzoil'in anlaşmasının ihlalinden doğan zararlardan Texaco sorumlu hale gelmiştir. Mahkeme uzun dava sürecinden sonra Texaco'nun tazminat ödemesine hükmetmiş ve Texaco iflas için müracaat etmiştir (Nisan 1987). En sonunda Aralık 1987 de Texaco hissedarları penz oil ile 3 milyar dolar tazminat için anlaşmışlardır. Bu süreçle ilgili ayrıntılı bilgi için bkz. Cuttler ve Summers, a.g.m., s. 157-154.

³¹³ Cutler ve Summers, a.g.m., s.159-166.

söylemekte ve finansal sıkıntının sermaye yapısı seçiminin bir açıklayıcısı olarak maliyetli olduğu sonucuna ulaşmaktadır. Bu etki ile ilgili olarak Texaco tarafından iflas müracaatında mahkemeye verilen belgede bazı tedarikçilerin iş yapmadan önce nakit ödeme talep ettiği veya garantili (teminatlı) ödeme şekillerinde ısrar ettikleri, bazılarının ise hammadde göndermeyi geçici olarak durdurduğu veya tamamen iptal ettikleri belirtilmektedir. Belgenin sonunda Texaco'nun tedarik ve finansman kaynaklarına ulaşmasının gün geçtikçe güçleştiği, bu durumun faaliyetleri durma noktasına doğru götürdüğü belirtilmektedir. Cutler ve Summers sonuçta yaşanan değer düşüşünün bir başka ifade ile finansal sıkıntının maliyetlerinin oldukça önemli olduğunu ve finansal sıkıntının firmanın üretim etkinliğini azaltabileceğini belirtmektedir.³¹⁴

Son zamanlarda finansal sıkıntının maliyetsiz veya az maliyetli olduğu yönünde çalışmalar yapılmaktadır. Andrade ve Kaplan (1998) kaldıraçlı satınalma işlemi yapan ve finansal sıkıntıya düşen 31 işletmenin davranışlarını sıkıntı zamanından sıkıntının çözümüne kadar geçen sürede muhasebe ölçülerine dayanarak incelemiştir. Finansal sıkıntı maliyetleri birinci olarak hem mutlak hem de sektöre göre düzeltilerek faaliyet performansındaki değişme şeklinde, ikinci olarak da sıkıntıya giriş ve sıkıntıdan kurtulma arasında firma değeri ile ölçülmüştür. Sıkıntılı firmaların faaliyet ve net nakit akışı marjinleri HLT sonrası hemen artmaya başlarken, sıkıntıya girişte ve sıkıntı sürecinde düşmekte, fakat sıkıntıdan çıkış ile birlikte tekrar yükselmektedir. Sıkıntı başlangıcında çözüm sonrası marjinlerdeki düşüş yaklaşık %10- 15 arasındadır. Firmanın değeri kullanılarak yapılan finansal sıkıntının net maliyeti ile ilgili sonuçlarda tüm örneklem için firma değerinin %10- %20'si arasında maliyet hesaplanmıştır. Bu hesaplamalar finansal sıkıntının maliyetlerine ilave olarak negatif ekonomik şokların da etkisini içerebileceği için, firmalar ekonomik şoka maruz kalanlar ve kalmayanlar olarak ayrılmışlardır. Ekonomik şoka maruz kalmayan firmalar için finansal sıkıntı maliyetlerinin kayda değer büyüklükte olmadığı bulunmuştur. Tüm örneklem için ekonomik ve finansal sıkıntının maliyeti firma değerinin %10- %20 arasında değişmektedir. Elde edilen bu sonuçlar çalışmada "finansal sıkıntı maliyetleri finansal sıkıntının beklenen

³¹⁴ Cutler ve Summers, a.g.m., s.166-170.

maliyetleri karşısında borç ve verginin sağlayacağı yararlar arasındaki denge açısından ex ante bir perspektiften bakıldığında düşük görünmektedir. Üstelik ekonomik şoka maruz kalmamış firmalar örnekleme için finansal sıkıntı maliyetleri hem ex ante hem de ex post açıdan düşüktür” şeklinde yorumlanmakta ve finansal sıkıntının aslında düşünüldüğü kadar büyük maliyetlerinin olmadığı ifade edilmektedir.³¹⁵

Andrade ve Kaplan’ın çalışmasında finansal sıkıntı maliyetleri ve yararlarına işaret eden kalitatif bulgular da elde edilmiştir. Çalışmada kalitatif maliyetler olarak; i) sermaye yatırımlarında azalması ile ortaya çıkabilecek maliyetler ii) önemli ölçüde düşük fiyatlardan varlık satışları iii) ana müşterilerin kaybedilmesi iv) tedarikçilerin kaybedilmesi v) varlık ikamesi (asset substitution) vi)gecikme ele alınmıştır.³¹⁶ Örnekleme firmalarının üç tür maliyete genelde katlandığı ve bu maliyetlerin firmaların finansal sıkıntıya düştüğünde ancak henüz bölüm 11 için müracaat etmediği dönemde yoğun olarak görüldüğü sonucuna ulaşılmıştır. Bu maliyetlerin birincisi, firmaların önemli bölümünün büyük ölçüde sermaye harcamalarını zaman zaman önemli ölçüde azalttığı gözlenmiştir. İkinci olarak bir çok firmanın varlıklarını düşük fiyattan sattığı ortaya çıkmaktadır. Üçüncü olarak firmaların bir kısmının yeniden yapılandırmayı veya bölüm 11 müracaatını maliyetli olacak bir şekilde geciktirdiği saptanmıştır. Ayrıca örnekleme firmalarının risk almaları ile ilgili olarak özellikle alışılmadık şekilde büyük yatırımlara, projelere girişip girişmedikleri incelenmiştir. Örnekleme firmalarının hiçbirinde böyle bir davranış gözlenmemiştir. Bunlara ilave olarak çoğu firmada finansal sıkıntının maliyetleri azalma ve yönetimi değiştirme gibi yararları ile ilgili bulgulara rastlanmıştır.³¹⁷ Ancak Andrade ve Kaplan bu nitel bulguların finansal sıkıntıdan veya finansal sıkıntının başlamasını da hızlandıran bazı faaliyet şoklarından mı kaynaklandığının ayırımı yapmak güç olduğunu da belirtmektedir. Yine de örneğin yatırımların durdurulması ve varlık satışı ile ilgili olara örnekleme aldıkları tüm firmaların finansal sıkıntı dönemi boyunca pozitif faaliyet karına sahip firmalar olduğunu bu yüzden de örnekleme firmalar

³¹⁵ Andrade ve Kaplan, a.g.m., s. 1445-1446.

³¹⁶ Andrade ve Kaplan, a.g.m.,s. 1471.

³¹⁷ Andrade ve Kaplan, a.g.m.,s. 1445.

negatif bir performans şokuna maruz kalsalar da borcun olmadığı durumda böyle bir kemer sıkıma girişmelerinin pek olası olmadığını belirtmektedirler. Ana müşterilerin ve tedarikçilerin kaybedilmesi gibi olayları ise negatif ekonomik şoklardan çok firmanın finansal sağlığı ve ödeme kabiliyeti ile ilgili belirsizliklerin direk bir sonucu olarak görmektedirler.³¹⁸

Finansal sıkıntıya giriş ve firma performansı arasındaki ilişkiyi inceleyen bir diğer çalışmada Whitaker(1999) şirketlerin finansal sıkıntıya girdikleri ilk yıl çok büyük bir performans düşüşü yaşadıklarını tespit etmiştir. İkinci yıl ise performansta bir iyileşme gözlenmekle beraber yine de sıkıntı seviyesinin altında kalmaktadır. Ekonomik sıkıntıda firmalarda bu düşüş, ekonomik sıkıntı yaşamayıp kötü yönetildiği için finansal sıkıntıya düşen firmalara göre hemen hemen 2 kattır. Her iki grupta da finansal sıkıntıyı takip eden yılda önemli iyileşmeler yaşanmıştır. Takip eden yıl sonu itibariyle ise kötü yönetildiği için finansal sıkıntıya düşen firmalarda sıkıntı öncesine göre %9,6 daha düşük performans görülürken bu oran ekonomik sıkıntıdan dolayı finansal sıkıntıya düşen firmalarda % 42 daha düşüktür. Ancak finansal sıkıntıya düşüş ile birlikte firmanın sektöre göre tarihi performans düşüş trendi tersine dönmektedir. Tarihi trende ekonomik şartlara ve ölçeğe göre uyarlanmış olan firmanın sektöre göre düzeltilmiş performansı tüm örneklem için %46 artmıştır. Bu sonuç Jensen'in finansal sıkıntının firmanın performansını geliştirecek iyileştirici faaliyetlere girişmesini tetiklediği görüşünü doğrulamaktadır. Ayrıca Whitaker finansal sıkıntının ilk iki yılındaki firma değerini de incelediği çalışmasında finansal sıkıntıya giriş yılında %20,9 gibi çok önemli bir değer düşüşü olduğunu, takip eden yılda ise %5,2 arttığını bulmuştur. Fakat toplam değişim, sıkıntı öncesi seviyesinin altındadır. Sektöre göre uyarlanmış düşüş ise daha çarpıcıdır. Sıkıntıya girişten önceki ve sonraki yılı kapsayan 2 yıllık piyasa değeri endüstri değerinin %46 altındadır. Kötü yönetim örnekleme için bu oran %57 iken ekonomik sıkıntı örnekleme için %37'dir. Firmanın faaliyet performansını geliştirse bile piyasa değerindeki değişimin endüstrinin oldukça altında kalması şeklinde elde edilen sonuç, Whitaker tarafından “

³¹⁸ Andrade ve Kaplan, a.g.m.,s. 1482.

piyasanın daha uzun dönemli bir bakışının olduğunu ve finansal sıkıntıya yönetimin verdiği karşılığı bekleyip görmek istediğini” ifade ederek yorumlamaktadır.³¹⁹

2.1.3. Finansal Sıkıntı Maliyetlerinin Büyüklüğünü Etkileyen Faktörler

Finansal sıkıntıya karşı duyarlılık şirketten şirkete farklılık gösterebilmektedir. Örneğin, eğer bir şirket genel ekonomideki iyiye gidiş veya çöküşlere yüksek bir şekilde duyarlı ise, hissedarlar ve kredi verenler daha büyük bir tasfiye veya finansal sıkıntı riski algılayabilecek ve ekonomik olaylara daha az duyarlı olan bir şirket ile karşılaştırıldığında kaldıracı telafi edecek daha yüksek getiri talep edebileceklerdir.

Benzer şekilde eğer firmanın varlıkları tasfiye durumunda likiditesi yüksek varlıklardan oluşuyorsa bu durum menkul kıymet sahiplerinin (borç ve özkaynak) yararına bir durum olarak görülecek ve böyle bir durumda daha düşük risk primi talep edilebilecektir.

Finansal sıkıntı maliyetlerinin büyüklüğünü etkileyen faktörler üzerine literatürde bazı çalışmalar ve varsayımlar bulunmaktadır. Burada bu faktörler üzerinde durulacaktır.

2.1.3.1. Sermaye Yapısının Karmaşıklığı ve Bilgi Asimetrisinin Büyüklüğü

Şirketin sermaye yapısında farklı özelliklere sahip menkul kıymetler arttıkça ve sermaye yapısı daha fazla karmaşık hale geldikçe çıkar çatışması ve alacaklıların bağımsız hareket etme güdüsünden ortaya çıkacak problemler artmaktadır. Sermaye yapısının karmaşıklığı hak sahiplerinin şirket varlıklarının paylaşımı üzerine anlaşmalarını güçleştirmekte ve bu durum hem şirketin yaşadığı finansal sıkıntı süresini hem de maliyetleri artırmaktadır.³²⁰ Gertner ve Scharfstein (1991)’in çalışmasında finansal sıkıntıyı daha fazla veya daha az maliyetli yapacak sermaye yapısı özelliklerinden bazıları incelenmiş ve çalışmada etkinsizliğin temel kaynağı olarak halka açık borç verenler (tahvil sahipleri) arasındaki çeşitli koordinasyon problemleri üzerine odaklanılmıştır. Gertner ve Scharfstein (1991)’e göre bu problem banka borçlarının önceliğe sahip olduğu, halka açık borçların kısa vadeli olduğu durumlarda eksik yatırım problemine yol açmaktadır. Aşırı yatırım ise banka borçları

³¹⁹ Whitaker, a.g.m., s. 127-128.

³²⁰ Andrade ve Kaplan, a.g.m., s. 1482.

ikincil önceliğe sahipken, uzun vadeli halka açık borç varken ortaya çıkmaktadır. Dolayısıyla şirket sermaye yapısı içinde banka borçlarının vadesi, önceliği, halka açık borçların varlığı finansal sıkıntı maliyetlerini etkilemektedir.³²¹

Aynı şekilde hak sahipleri kendi çıkarları doğrultusunda taraflı davranma, tarafsız ve doğru imiş gibi taraflı ve hatalı verileri sunma güdüsü içindedirler. Hisse senedi sahipleri yatırımlarını yitirmeme ve böylece haklarının opsiyon değerini koruma olasılığının artacağından dolayı, yalnızca akış temelinde sıkıntılı bir başka ifade ile yalnızca kısa süreli borç ödeme güçlüğü durumunda olduklarını iddia etme eğilimindedirler. Kredi verenler ise şirketin stok temeline göre ödeme aczi içinde olduğunu ileri sürme eğilimindedirler. Yöneticiler de zarar görme olasılıkları daha az olan tarafı tutma eğiliminde olacaktırlar. Bu çatışmaları çözümüleme, kaynakları tüketmekte ve uç bir nokta olarak büyük değer kaybı oluşabilmektedir.³²²

Bilgi asimetrisinin ve bağımsız hareket etme probleminin finansal sıkıntının çözümünü güçleştireceği ve dolayısıyla daha maliyetli hale getireceği ile ilgili literatürde yaygın bir görüş oluşmuştur. Hoshi ve diğerleri (1990) de finansal sıkıntının bu problemlerden dolayı maliyetli olacağı görüşü ile uyumlu sonuçlar elde etmişlerdir. Çalışmada, bankalar ile, tedarikçi ve alıcılar ile daha yakın ilişkileri olan grup şirketlerinin herhangi bir gruba bağlı olmayan şirketlere göre finansal sıkıntının baş göstermesinden sonra daha fazla yatırım ve satış yaptıkları sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca grup üyesi olmayan ama yine de bir ana banka ile güçlü ilişkileri olan şirketlerin de güçlü ilişkilere sahip olmayan şirketlere göre daha fazla yatırım ve satış hacmi sergilediği görülmüştür. Bu durumu açıklamaya yönelik görüşlerden biri finansal sıkıntı zamanında grup şirketlere, bu şirketler etkin oldukları için değil, grubun üye şirketlerden birinin başarısızlığa uğramasının istememesinden dolayı yardım edildiğidir. Bu durum iflasın diğer grup üyelerine kötü yansımalarının olacağı düşüncesinden, diğer grup şirketlerinin yöneticilerinin sıkıntılı şirketin yöneticisine kişisel bağlılıkları olabileceğinden veya basitçe banka yöneticisinin yanlış kredi verdiğini kabul etmek istememesinden kaynaklanabilir. Bu durum aslında büyük işletmelerin karsız bölümlerin tasfiye edilmesinde gönülsüz olması görüşü ile

³²¹ Gertner ve Scharfstein, a.g.m., 519-539.

³²² Wruck, a.g.m., 422.

uyumludur. ABD’de şirketlere borç sağlayanlar yaygın bir dağılım sergilemektedir ve büyük büyük şirketler önemli ölçüde tahvil çıkararak finansman sağlamaktadırlar. Bu finansman alışkanlığı finansal sıkıntıdan kaynaklanan problemleri ağırlaştırmaktadır. Bu durum ABD şirketlerinin yüksek borçtan uzak durmasını mantıklı hale getirmektedir. Japon şirketleri ise daha riskli borç üstlenebilmektedirler ve aynı zamanda yüksek kaldıraçla başa çıkacak kurumsal yapılara sahiptirler.³²³

Sermaye yapısının karmaşıklığı ile sıkıntı maliyetleri arasındaki ilişki üzerine diğer bir bulgu ise Andrade ve Kaplan (1998) tarafından elde edilmiştir. Çalışmada karmaşıklık HLT sermaye yapısındaki menkul kıymetlerin sayısının doğal logaritması olarak ölçülmüştür. Sonuçta sermaye yapısının karmaşıklığı arttıkça finansal sıkıntının maliyetlerinin azaldığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuç, sermaye yapısının kompleksliği arttıkça finansal sıkıntı maliyetlerinin artacağı görüşü ile uyumlu değildir.³²⁴

2.1.3.2. Finansal Sıkıntı Maliyetleri ve Yeniden Yapılandırmanın Kolaylığı

Aslında yeniden yapılandırmanın kolaylığı yukarıda bahsedilen sermaye yapısının karmaşıklığı ile yakından ilgilidir.

Bir şirketin reorganizasyon yeteneğini etkileyen değişkenlerden birkaçı literatürde ön plana çıkmaktadır. Bunlar; sermaye yapısı içerisinde yüksek risk ve getirili tahvillerin (junk bond) veya halka açık işlem gören tahvillerin olup olmaması, banka borçlarının miktarı v.b.dir.³²⁵

Halka arz edilen tapon tahvillerin varlığı yeniden yapılandırmayı zorlaştırmakta ve bu duruma finansal sıkıntı maliyetlerinin artma olasılığı ortaya çıkmaktadır.

Finansal yeniden yapılandırmayı kolaylaştıran diğer bir faktör banka borçlarının toplam borç içindeki büyüklüğüdür. Banka borçları diğer borçlara göre bazı farklı özellikler göstermektedir. Bunlar; bankaların borçlu hakkında diğer küçük

³²³ Hoshi ve diğerleri., a.g.m., s. 27-28.

³²⁴ Andrade ve Kaplan, a.g.m., s. 1483.

³²⁵ Andrade ve Kaplan, a.g.m., s. 1483.

alacaklılara göre daha fazla bilgiye sahip olması, borçluyu daha iyi izleyebilmesi, işletmenin borç aldığı banka sayısının az olması ve dolayısıyla haberleşme ve yeniden anlaşmanın kolay olması, genelde daha öncelikli bir pozisyona sahip olmayı istemeleri ve tahvillere göre daha kısa süreli olmasıdır. Tüm bu özellikler hem yeniden anlaşmayı kolaylaştırmakta ve sıkıntı süresini azaltarak finansal sıkıntı maliyetlerini düşürmekte hem de bu borçların fazlalığı etkin yatırım kararını zorunlu hale getirerek aşırı yatırım etkisinin ortaya çıkaracağı maliyetleri azaltmaktadır.³²⁶ Daha fazla maddi olmayan varlıklara sahip, görel olarak bankalara daha fazla borcu olan ve görel olarak daha az sayıda borç veren kurumun olduğu şirketlerde finansal sıkıntının yasal süreç dışında özel yeniden yapılandırmalarda çözülme olasılığı daha fazladır. Ayrıca Gilson ve diğerleri tarafından kullanılan piyasa değeri/ yerine koyma değeri başarılı yeniden yapılandırmalar için önemli bir etken olarak bulunmuştur. Çünkü bu oranın büyüdüğü ölçüde firmalar bölüm 11 için müracaat ettiklerinde öncelikli olmayan borç sahipleri zararlarla karşılaşacaklardır.³²⁷ Bu bulgular, pazarlık etme ve yeniden düzenleme hakkındaki “daha toplu borç almaları yeniden düzenlemek daha kolaydır ve daha az gurupla görüşme yapmak daha kolaydır” şeklindeki bazı düşünceyi desteklemektedir.³²⁸ Andrade ve Kaplan da HLTler sıkıntılı olmadan önceki yıldaki banka borcunun oranını kullanarak bu durumu araştırmıştır. Gilson ve diğerlerinin (1990) elde ettiği sonuçlarla uyumlu olarak, daha yüksek banka borcuna sahip olan işletmelerin finansal sıkıntı maliyetlerinin daha az olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu durum firmada banka borçlarının olmasının firmanın yeniden anlaşma ve yeniden yapılandırma yeteneğini artırdığını göstermektedir³²⁹

2.1.3.3. Finansal Sıkıntı Maliyetleri ve Sıkıntı Süresinin Uzunluğu

Literatürde yaygın olan görüş; finansal sıkıntıda ve bölüm 11’de geçirilen süre uzadıkça finansal sıkıntı maliyetlerinin artacağı yönündedir. Maliyet, harcanan zaman ile birlikte artmaktadır çünkü hak talep edenler şirket değerinin bölüşümü için

³²⁶ Chen, Weston and Altman, a.g.m., s. 72.

³²⁷ Gilson ve diğerleri, a.g.m., s. 316.

³²⁸ Wruck, a.g.m., s. 428.

³²⁹ Andrade ve Kaplan, a.g.m., s. 1483.

anlaşma sağlamak amacıyla kaynak harcadıkça şirketin değerinin azaltıldığı kabul edilmektedir.³³⁰

Andrade ve Kaplan (1998) finansal sıkıntı maliyetleri ile her bir şirketin finansal olarak sıkıntılı olduğu süre arasındaki ilişkiyi ölçmüş ve bir ilişki olmadığı sonucuna varmıştır. Araştırma kapsamındaki şirketler temerrüde düşmüş olan ve olmayan olarak iki guruba ayrılmıştır. Bunun iki nedeni vardır. Birincisi, temerrüt durumundaki şirketlerin, sermaye üzerinden hesaplanan getiriye düşürecek negatif bir ekonomik şok yaşamaları daha olasıdır. İkinci olarak finansal sıkıntı temerrüt durumunda olan şirketler için daha net bir şekilde ileri sürülebilir. Finansal sıkıntıda daha uzun süre kalan şirketler için, finansal veya faaliyetle ilgili sorunların daha büyük olma olasılığı vardır. Bir başka ifade ile aslında süre ile maliyet arasındaki ilişki finansal sıkıntının şiddeti ile maliyet arasındaki ilişkiyi temsil etmektedir. Ancak çalışmada elde edilen sonuçlar finansal sıkıntı maliyetleri ve finansal sıkıntı süresi arasında bir ilişki olmadığı yönündedir. Bu sonuç sıkıntı durumunda tarafların pazarlık sürecinin şirket değeri üzerine bir etkisi olmadığı şeklinde yorumlanmaktadır³³¹

Bu konuda Thornburn (2000) İsveç ve ABD'yi karşılaştırdığı çalışmasında doğrudan ve dolaylı maliyetlerin toplamı olarak hesaplanan toplam maliyetlerin İsveç'te daha düşük olduğunu belirtmektedir. Bu durumun nedeni olarak iflas için harcanan zamanın uzaması ile dolaylı maliyetlerin artacağı, İsveç iflas açık artırmalarının ise bölüm 11'e göre çok daha çabuk sonuçlandığı gösterilmektedir. İsveç'te ortalama olarak faaliyetine devam eden bir işletme için iflas kararı ile satış arasında iki aylık bir süre geçmektedir. Bunun aksine, ABD'de bölüm 11'e göre küçük işletmelerin reorganizasyonunu çözmek genel olarak iki yılı almaktadır.³³²

Franks ve Torous (1996) ise ABD ve İngiltere iflas yasalarının etkinliğini karşılaştırdığı çalışmasında ABD'deki iflas sürecinin İngiltere'deki iflas sürecine göre şirketlere daha fazla finansal sıkıntı maliyeti yükleyeceğini çünkü İngiltere'deki iflas

³³⁰ Andrade ve Kaplan, a.g.m., s.1486

³³¹ Andrade ve Kaplan, a.g.m., s. 1486.

³³² Thornburn, a.g.m., s. 339-340.

sürecinin daha hızlı ve seri olduğunu belirtmektedir.³³³ Buna karşılık White (19969 üç Avrupa ülkesi ve ABD'yi karşılaştırdığı çalışmasında iflas yeniden yapılandırmasında ABD'deki şirketlerin Avrupa ülkelerine göre daha düşük direkt maliyetlere katlanacağını çünkü bu ülkede yalnızca tasfiyede dışarıdan bir kayyım atandığını Avrupa ülkelerinde ise hem yeniden yapılandırma hem de iflas sürecinde devamlı kayyım atandığını ve buna şirketin yaptığı ödemelerin önemli bir sabit maliyet oluşturduğunu belirtmektedir. Avrupa'daki yüksek direkt iflas maliyetlerinin birçok küçük işletmenin iflasa gitmesini engellediği de belirtilmektedir.³³⁴

2.1.3.4. Finansal Sıkıntı Maliyetleri Üzerinde Sektör Performansı ve Özelliklerinin Etkisi

Borç kapasitesi ile varlıkların tasfiye değeri arasında ilişki olduğu çeşitli çalışmalarda vurgulanmaktadır. Tamamen borçla finanse edilen bir varlık için her şey yolunda giderse borç ana para ve faizlerinin ödenmesinde sıkıntı yaşanmayacaktır. Ancak işler yolunda gitmez ise planlanan borç ödemelerinde başarısızlık ortaya çıkacaktır. Bu durumda alacaklı grupları, varlıkların yeni veya farklı kullanım alanlarının olup olmadığına bağlı olarak farklı derecelerde alacak tahsilatında bulunacaklardır. Yatırımların özellikliliği, spesifikasyonu arttıkça ilave borçlanma şartları ile karşılaşılacaktır. Böylece borç ve özkaynakların maliyeti, varlıkların kullanım alanlarını genişliği ölçüsünde değişecektir³³⁵. Alternatif kullanımlarında daha verimli bir şekilde kullanılacak varlıklar daha fazla tasfiye değerine sahiptir. Örneğin arsaların çok çeşitli kullanım olanakları mevcuttur ve bu tür varlıklar borçla finansman için kullanılabilir. Tasfiye değerinin ve borç kapasitesinin önemli bir belirleyicisi olan varlıkların yeniden kullanılabilirliği varlıkların tasfiye değerinin ve borçlanma kapasitesinin önemli bir belirleyicisidir. Ancak varlıkların büyük bir bölümünün böyle bir özelliği yoktur. Borç ödemelerinde güçlük yaşayan ve bundan dolayı varlık satışına veya tasfiyeye giden şirketler için bu

³³³ Franks ve Torous, a.g.m., s. 460-461.

³³⁴ White, a.g.m., s. 11.

³³⁵ Oliver E. Williamson, "Corporate Finance and Corporate Governance", **The Journal of Finance**, Vol.43, No. 3, 1988, s. 579-580.

varlıkları en yüksek değerden alabilecek potansiyel alıcılar büyük olasılıkla aynı sektördeki diğer şirketlerdir. Varlıklar satışa çıkarıldığında sektörde veya genel ekonomide satıcı firmayı sıkıntıya düşüren bir kriz olduğu sürece, varlıkları alacak olan şirketler de borç ödemelerinde bir sıkıntı yaşayacaklardır. Alıcı şirketler sıkıntı çektiklerinde, sıkıntılı şirketlerin varlıklarını almak için fon oluşturma olasılığı azalacaktır. Sektördeki alıcıları fon oluştursalar bile, antitrust ile ilgili ve diğer rekabetle ilgili kanunlar, tasfiye edilen varlıkları almalarını engelleyebilecektir. Sektördeki alıcılar kredi bulmada ve yasal düzenlemelerde karşılaşacakları engellerden dolayı, varlıkları yönetmede gerekli know howa sahip olmayan alıcıların bu varlıkları satınması ve bu varlıkları çalıştırmak için özel uzman çalıştırmadan kaynaklanan ilave maliyetlerin ortaya çıkması sözkonusu olacaktır. Varlıklar, gereği gibi varlıkların değeri hakkında bilgi sahibi olmadığı için fazla ödeme yapma korkusu taşıyan endüstri dışındaki alıcılara satılabilecektir. Sektördeki alıcılar bu varlıkları alamadığı ve endüstri dışındaki alıcıların bu varlıkları almada ve yönetmede önemli maliyetlerle karşı karşıya kalacağı durumlarda varlık, en iyi kullanım değerinin altında bir fiyattan alınacaktır.³³⁶ Örneğin; sektöre özel varlıkların satışı ile ilgili bir çalışmada Pulvino (1999) finansal sıkıntılı havayolu şirketlerinde uçak satışından elde edilen gelirin sıkıntısız firmaların satışından çok daha düşük olduğunu bulmuştur.³³⁷ Sonuçta varlıkların likiditesi finansal sıkıntının ortaya çıkardığı maliyetlerin önemli bir parçası olacaktır. Bir açık artırma veya diğer satış şekilleri ile varlık satışı mutlaka varlıkların en yüksek değeri verecek kullanıcılara satılmasını sağlamaz. Sonuçta alternatif kullanımı olmayan varlıklar, endüstri veya genel ekonomideki bir durgunluk döneminde satıldıklarında veya endüstri alıcıları çeşitli düzenlemelerle engellendiğinde olması gereken fiyatın altında bir fiyatla satılabileceklerdir. Böylece finansal sıkıntı endüstri performansı düştükçe daha maliyetli bir konuma gelebilecektir.³³⁸ Nitekim Thornburn tarafından İsveç firmaları için yapılan çalışmada direk iflas (bölüm 11 e benzeyen İsveç süreci için) maliyetlerinin sektörel sıkıntı durumunda arttığı gözlemlenmiş ve bu durum sektörel sıkıntının neden olduğu daha

³³⁶ Shleifer ve Vishny, a.g.m., s. 1343-1344.

³³⁷ Pulvino, a.g.m., s. 153-154.

³³⁸ Shleifer ve Vishny, a.g.m., s. 1364.

düşük açık artırma talebine karşılık trustee nin(mütevelli) pazarlama çabalarını artırmasına bağlanmıştır.³³⁹

Andrade ve Kaplan da sektöre göre düzeltilmiş finansal sıkıntı maliyet ölçüsü ile bu durumu farklı endüstri performansı düzeyleri için test etmiştir. Endüstri performansı finansal sıkıntı maliyetlerinin hesaplandığı süre boyunca aynı endüstrideki firmaların eşit ağırlıklı getirileri şeklinde ölçülmüştür. Endüstri performansı ile finansal sıkıntı maliyetleri ve HLT öncesi sermaye getirisi arasında bir ilişki bulunamamıştır. Genel hisse senedi piyasasına göre endüstri performansını ölçüldüğünde de benzer sonuçlar elde edilmiştir.³⁴⁰ Bu sonuçlar finansal sıkıntı maliyetlerinin sabit bileşenlerinin olduğu görüşünü desteklemektedir. Andrade ve Kaplan'ın elde ettiği sonuçlar, Shleifer ve Visney'in endüstri performansı göreceli olarak düşük olduğunda finansal sıkıntı maliyetlerinin daha yüksek olacağı şeklindeki görüşünü ile uyumlu değildir.

Finansal sıkıntıdan kurtulmayı etkileyen faktörleri inceleyen Whitaker, yönetim faaliyetleri, finansal sıkıntının şiddeti ve ekonomik şartları bağımsız değişken olarak ele almıştır. Finansal sıkıntının şiddeti finansal kaldıraç ile ölçülmüştür. Endüstrideki faaliyet karının değişimi endüstri şartlarındaki değişimin ölçüsüdür. Çalışan sayısı/ Aktiflerdeki yüzde değişim ise yönetim faaliyetlerini temsil etmektedir. Ölçek, kontrol değişkeni olarak kullanılmıştır. İyileşme, finansal sıkıntı sonrası ilk yılda iyileşme oldu ise 1 olmadı ise 0 olarak ele alınmıştır. Finansal kaldıraç derecesi hem tüm örneklem için hem de kötü yönetilen firma örneklemini için iyileşme ile negatif ilişkili bulunmuştur. Bu sonuç finansal sıkıntılı firmaların fırsat maliyetleri ile karşılaştıkları şeklindeki hipotezle uyumludur. Ekonomideki iyileşme ise endüstrideki düşüşten dolayı finansal sıkıntıya düşen firmaların düzelmesinde önemli bir etken iken kötü yönetilen firmalar için bir belirleyici olarak bulunamamıştır. Çalışan sayısı/ Varlıklardaki azalmanın büyüklüğü de ekonomik

³³⁹ Thorburn, a.g.m., s. 339.

³⁴⁰ Andrade ve Kaplan, a.g.e., s. 1486.

sıkıntıda olmayan, kötü yönetim sonucu finansal sıkıntıya düşen işletmeler için iyileşmenin belirleyicisi olarak bulunmuştur.³⁴¹

Ayrıca özel ürünler üretilen, yüksek ar-ge harcaması olan endüstrilerde ve yoğun rekabetin yaşandığı endüstrilerde finansal sıkıntı maliyetlerinin daha yüksek olacağı yönünde bulgular vardır. Örneğin Opler ve Titman (1994) özel ürün üretiminin göstergesi olarak ar-ge harcamalarının incelendiği çalışmalarında finansal sıkıntı durumunda yüksek ar-ge harcaması olan firmaların ve yoğun rekabetin olduğu endüstrilerdeki firmaların daha fazla satış ve piyasa değeri kaybına uğradığını bulmuşlardır.³⁴²

2.2. Finansal Sıkıntı Yaşayan Şirketlerin Yeniden Yapılandırılması

Şirketlerin yeniden yapılandırılmasında çeşitli amaçlar güdülmektedir. Bu amaçlardan biri artan rekabete cevap verebilme ihtiyacıdır. Diğer bir amaç, yöneticiler ve ortaklar arasındaki temsil problemini azaltabilmektir. Yeniden yapılandırmanın bir diğer amacı varlıkları daha etkin bir şekilde kullanabilecek olanlara doğru bu varlıkları yönlendirmektir. Bu fonksiyon, ekonomik sistem içinde varlıkların en yüksek değerde kullanacak olanlara doğru taşınmasını sağlayacaktır.³⁴³ Yeniden yapılandırmada güdülen diğer bir amaç da özellikle finansal sıkıntılı firmaların kullanmak zorunda kaldığı nakit girişi sağlayacak varlık satış yöntemleri ile ³⁴⁴ veya nakit çıkışını azaltacak örneğin borç- hisse senedi değişimi gibi değişim teklifleri ve vade uzatma gibi yöntemlerle³⁴⁵ sıkıntının hafifletilmesi veya ortadan kaldırılmasıdır. Bu amaçlar şirketlerin daha etkin bir şekilde çalışmasını sağlamaya hizmet etmektedir. Finansal sıkıntı içine düşen şirketlerin yeniden yapılandırılmasında da bu temel amaçlar güdülmektedir. Hem öncelikli sorun haline gelen borç ödeme baskısından kurtulmayı hem de varlıkların daha verimli kullanılmasını ve performansın artırılmasını amaçlanmaktadır. Böylece finansal

³⁴¹ Whitaker, s. 130-131.

³⁴² Opler ve Titman, a.g.m., s. 1032.

³⁴³ Weston, Siu ve Brian, a.g.e., 2001, s.346.

³⁴⁴ Jain, a.g.m., s. 210.

³⁴⁵ Chen, Weston and Altman, a.g.m., s. 67.

yeniden yapılandırma ve şirket yeniden yapılandırma alternatifleri kullanılarak hissedarların, kredi verenlerin, yöneticilerin ve diğer çıkar gruplarının refahı en üst düzeye çıkarılmaya çalışılmaktadır.

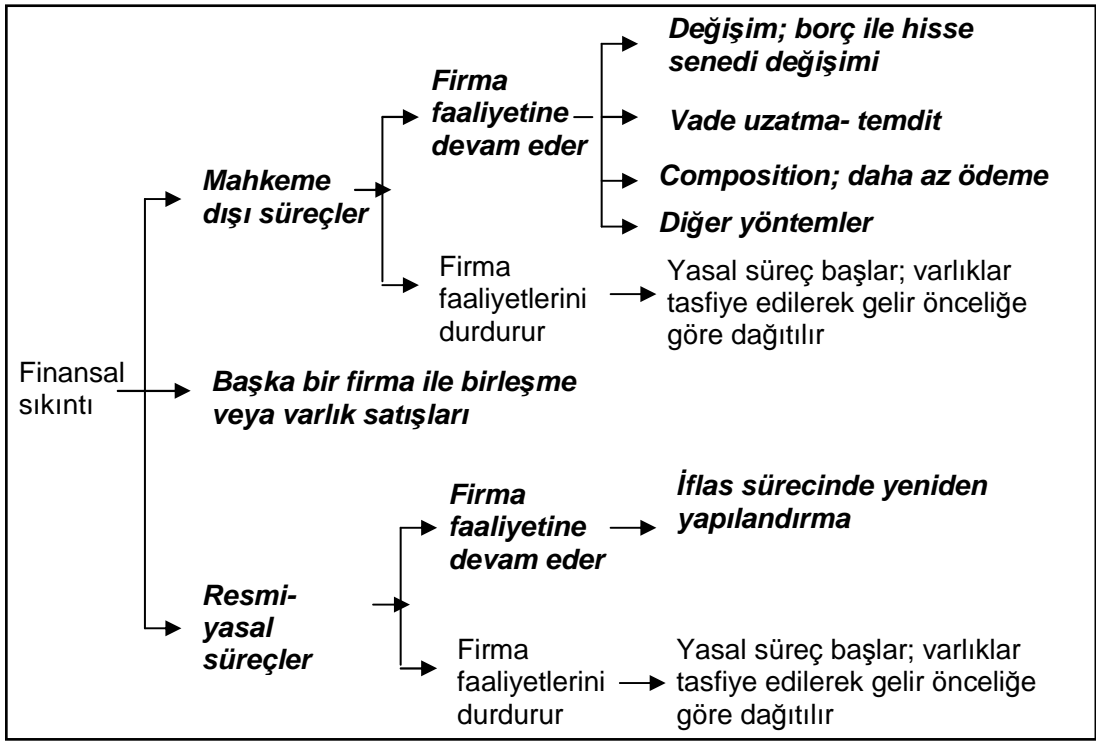
2.2.1.Finansal Sıkıntıdaki Şirketlerde Yeniden Yapılandırma Süreçleri

Finansal sıkıntının durumuna göre şirketler ya tasfiye edilirler veya yeniden yapılandırılırlar. Yeniden yapılandırmada şirketler iflas yasalarına müracaat etmeden gönüllü olarak faaliyetlerini ve finansal durumlarını yeniden yapılandırabilecekleri gibi iflas kanunları çerçevesinde de finansal hakları veya faaliyetleri yeniden yapılandırabilirler.³⁴⁶

İster mahkeme dışı süreçler takip edilsin isterse yasal iflas süreci içerisinde yeniden yapılandırmaya gidilsin, şirketler kredi verenlerle, vade genişletme, ödeme tutarını azaltma, borç karşılığı hisse senedi verme şeklinde değişim teklifi gibi finansal yeniden yapılandırma yöntemlerini içeren yeni anlaşmalar yapmanın yanında performans artırıcı ve nakit girişi sağlayıcı etkileri olan çeşitli şirket yeniden yapılandırma yöntemlerini uygulamaya koyabilir.

Şekil 6'da finansal sıkıntının çözümlenmesinde uygulanabilecek süreçler ana hatları ile gösterilmektedir.

³⁴⁶ Clark ve Ofek, a.g.m., s. 540.



Şekil 6. Finansal Sıkıntıda Uygulanabilecek Çözüm Süreçleri

Kaynak; J. Fred Weston, Mark L. Mitchell ve J. Harold Mulherim, **Takeovers, Restructuring and Corporate Governance**, 3.B., Prentice Hall, 2003, s.340.

Seçilecek yeniden yapılandırma sürecine göre yeniden yapılandırmayı resmi iflas süreci dışında özel yeniden yapılandırma ve iflas yasaları bünyesinde yeniden yapılandırma şeklinde ikiye ayırmak mümkündür.

2.2.1. 1. İflas Süreci Dışında Finansal Yeniden Yapılandırma

Resmi süreç dışındaki finansal yeniden yapılandırmada çeşitli temel alternatifler üzerinde görüşmeler yapılabilir. Bunlar borcun vadesini uzatma, borç miktarında indirim sağlama, borç karşılığı hisse senedi verme şeklindeki değişim teklifleri v.b.dir. Ayrıca bu finansal yeniden yapılandırmaya, varlıkların satılması gibi nakit girişi sağlayarak veya firmanın performansının artmasını sağlayarak destek olacak her türlü tedbir de alınabilir. Dolayısıyla iflas sürecinin dışında yeniden yapılandırma girişimlerini, finansal hakların yeniden yapılandırılması yöntemleri, varlıkların yeniden yapılandırılması yöntemleri ve yeni ortaklık ilişkileri yaratma suretiyle yeniden yapılandırma şeklinde sayabiliriz.

Son zamanlarda yapılan çalışmalarda gönüllü yeniden yapılandırmalarda çeşitli ve oldukça önemli operasyonel değişikliklerin, firmanın faaliyetlerine devam etmesi karşılığında kabul ettirildiği belirtilmektedir. Bu çalışmalarda sıkıntı öncesi periyoda göre önemli varlık satışları ve işçi çıkarmalar tespit edilirken, sıkıntılı firmalarda bir çok CEO'nun yeniden yapılandırma sonrasında değiştirildiği sonucuna ulaşılmıştır.³⁴⁷ Örneğin Gilson ve Vetsuypens (1993) yeniden yapılandırma sonrası birçok CEO'nun değiştirildiğini belirtmektedir.³⁴⁸ Asquit ve diğerleri ise faiz karşılama oranına göre finansal sıkıntılı olarak ele aldığı tapon tahvil ihraç etmiş 102 firmayı inceledikleri çalışmada yeniden yapılandırmada varlık satışının önemli rol oynadığını ve firmaların varlıklarının ortalama %12'sini sattığını sonucuna ulaşımlardır.³⁴⁹

2.2.1.2. Yasal İflas Sürecinde Yeniden Yapılandırma

Resmi iflas reorganizasyonu sürecinin temel amacı; işletmenin değerini korumasını ve faaliyetine devam etmesini sağlamaktır. Dolayısıyla iflas kanunlarının öncelikli amaçlarından biri finansal olarak sıkıntılı şirketlerin yeniden yapılandırılmasına yardımcı olmaktır. Kanunlar, değer artırıcı yatırım fırsatlarına sıkıntıya düşmeden önce olduğu gibi yatırım yapmayı olanaklı hale getiren yeniden sözleşme yapabilme sürecini oluşturmaya çalışır. Yeniden yapılandırma sürecinde bir çok sorunun cevabının verilmesi gerekmektedir. Örneğin firmanın içine düştüğü sıkıntı giderilebilir mi? Tekrar pozitif bir işleyen teşebbüs değerine ulaşılabilir mi? tasfiye değeri daha yüksek bir değer sağlayacak mı? Sahiplerin, yöneticilerin, kredi verenlerin, çalışanların, tüketicilerin ve diğer ilgili grupların çıkarları arasında nasıl denge sağlanacak? Yeniden yapılandırma, menkul kıymet fiyatlarını ve ortakların, kredi verenlerin ve diğer çıkar gruplarının haklarını nasıl etkileyecek?³⁵⁰

Resmi süreç dışındaki vade uzatma, borç miktarını azaltma gibi yeniden finansal yapılandırmada alternatiflerinin sonuç vermeyeceği durumlarda daha formal

³⁴⁷ A. Jorge Padilla ve Alejandro Requejo, "Financial Distress, Bank Debt Restructurings, and Layoffs", **Spanish Economic Review**, Vol:2, 2000, s. 74.

³⁴⁸ Gilson, ve Vetsuypens, a.g.m., s.442.

³⁴⁹ Asquith ve diğerleri, a.g.m., s. 646-647.

³⁵⁰ Chen ve diğerleri, a.g.m., s. 57.

bir yasal sürece ihtiyaç duyulmaktadır. Çünkü iflas müracaatı ile yeniden yapılandırmada çeşitli anlaşmayı kolaylaştırıcı ve yeniden yapılandırmayı etkili hale getiren unsurlar yer almaktadır. Bunlar arasında ülkeden ülkeye değişmekle beraber takiplerin durması, debtor in possession, yöneticilerin yeniden sözleşme yapma sürecinde güçlerinin artması, mutlak öncelik kuralında bazı esneklikler sayılabilir. Örneğin automatic stay firmanın, teminatlı kredi verenleri korumakla beraber diğer kredilerle ilgili olarak tüm ana para ve faiz ödemelerini durdurmasına izin verir. Bu durum firmanın daha kolay finansman sağlamasına olanak sağlamaktadır. Debtor in possession ise eski borçlara göre öncelikli yeni borçlar elde etmeyi olanaklı hale getirmektedir. Firma iflas için müracaat ettikten sonra yöneticiler önemli bir güce sahip hale gelirler. Faaliyetlerle ilgili kararlar almaya devam ederler ve müracaattan sonraki 120 gün içinde bir reorganizasyon planı sunarlar. Bu süreç genelde uzatılabilmektedir. Eğer yöneticilerin planı onaylanmazsa kredi verenler bir plan sunabilirler. Bu durumda firmada bırakılacak veya satılacak varlıklar ve oluşturulacak yeni hakların değerleri korunmak zorundadır.³⁵¹

2.2.2. Finansal Sıkıntındaki İşletmelerde Yeniden Yapılandırma Yöntemleri

İster yasal süreçte, isterse borçlu ve alacaklı tarafların yasal süreç dışında anlaşmaları ile yeniden yapılandırmaya gidilsin, kullanılacak çeşitli yeniden yapılandırma yöntemleri vardır. Bunlar arasında varlıkların bir bölümünün satılması, başka bir şirketle birleşme, sermaye yatırımlarını ve araştırma geliştirme giderlerini azaltma, yeni menkul kıymetler çıkartma, banka ve diğer kredi verenlerle yeniden anlaşma, bu yöntemleri yasal iflas sürecini kullanarak yapma v.b., sayılabilir. Bu alternatiflerden bazıları firmanın aktifleri ile ilgili iken, bazı alternatifler pasif yapıyı düzenlemeye yönelik çözümlerdir. Yeni menkul kıymet çıkarma, banka ve diğer kredi verenlerle yeniden anlaşma borç- özkaynak değişimi gibi yöntemler firmanın pasif yapısını yani finansal yapıyı ilgilendiren yeniden yapılandırma çabalarına diğer bir ifade ile finansal yeniden yapılandırmaya örnek olarak verilebilir. Finansal sıkıntıda hem finansal yeniden yapılandırma hem de varlık yapısının yeniden yapılandırılması

³⁵¹ Weston, Mitchell ve Mulherim, a.g.e., s.341.

söz konusu olabilmektedir.³⁵² Örneğin İstanbul Yaklaşımı olarak bilinen 4743 sayılı Mali Sektöre Olan Borçların Yeniden Yapılandırılması Hakkındaki Kanuna³⁵³ dayalı olarak BDDK tarafından yayımlanan Finansal Yeniden Yapılandırma Çerçeve Anlaşması'nda işletmelerin yeniden yapılandırılması ile ilgili olarak, alacaklı bankalar konsorsiyumunun onay vermesi halinde uygulanabilecek yeniden yapılandırma yöntemleri arasında şunlar sayılmıştır:³⁵⁴

1. Mevcut riskin yeniden ve firma bazında belirlenecek koşullarla vadeye bağlanması,
2. İlave finansman sağlanması, (işletme sermayesi amaçlı ve/veya gerek duyulduğunda yarım kalmış yatırımın veya yeni yatırımın finansmanı amacıyla),
3. Firmanın ana faaliyeti ile doğrudan ilgili olmayan faaliyetlerinin tasfiyesi,
4. Sermaye artırımı,
5. Yönetim değişikliği,
6. Halka açılma,
7. İştirak ve gayrimenkul satışı,
8. Ortaklık yapısının değiştirilmesi,
9. Şirket hisse senetleri üzerinde ABK lehine intifa hakkı tesis edilmesi,
10. Burada sayılmayan ancak ilgili firmanın ekonomiye kazandırılmasını teminen gerekli görülen düzenlemeler (tek başına veya bir kısmı ya da tamamı bir arada olmak üzere)

Görüldüğü gibi hem finansal hakların hem de aktiflerin ve ortaklık yapısının yeniden yapılandırılmasına ilişkin düzenlemeler çerçeve anlaşmasında yer almaktadır.

Şirketlerin yeniden yapılandırılması ve yeniden organize edilmesi ile ilgili yöntemleri artırmak mümkündür. John Lang ve Netter (1992) performans düşüşü yaşayan 46 şirketin uygulamaya koydukları gönüllü yeniden yapılandırma çabalarını

³⁵² Ross ve diğerleri, a.g.e., s. 857.

³⁵³ 31.01.2002 tarih ve 24657 sayılı resmi gazetede yayımlananmıştır.

³⁵⁴ TBB, "Finansal Yeniden Yapılandırma Çerçeve Anlaşması" 2002, s. 6-7.
http://www.tbb.org.tr/turkce/FYYCA_ek.doc, 02/05/2003.

incelemiş ve bu işletmelerin %63'ünün varlık satışı, spin off, bölerek satma v.b. gibi alternatifleri uyguladıklarını, %43'ünün çalışan sayısını azalttığını, %39'unun borç azalttığını, %26'sının fabrika kapattığını %9'unun sermaye harcamalarını azalttığını ve %9'unun borçlarını artırdığını ortaya koymuşlardır.³⁵⁵ Yeniden yapılandırma yöntemleri arasında borçlanarak satınalma (LBO, MBO), borçlanarak yeniden sermaye sağlama (leveraged recapitalizasyon) da sayılabilir.³⁵⁶ Ancak çalışmamız açısından önemli olan finansal sıkıntıya düşen şirketlerin yeniden yapılandırma faaliyetlerinde kullandıkları alternatiflerdir. Dolayısıyla bundan sonraki kısımda daha çok finansal sıkıntı ile birlikte anılan yeniden yapılandırma seçenekleri üzerinde genel hatları ile durulacaktır.

Şirket yeniden yapılandırma stratejileri genel hatları ile; varlıkların yeniden yapılandırılması, yeni ortaklık ilişkilerinin oluşturulması, finansal hakların yeniden yapılandırılması şeklinde ortaya çıkmaktadır.³⁵⁷

2.2.2.1. Finansal Hakların Yeniden Yapılandırılması

Finansal yükümlülüklerin yeniden yapılandırılmasında sıkça karşılaşılan yöntemler arasında değişim teklifi, vade uzatma , ödeme miktarını azaltma gibi yöntemler sayılabilir. Extension borcun bir bölümünün veya tamamının vadesini uzatma ile sonuçlanır ve borçların geri ödenme olasılığını artırır. Böylece resmi iflas sürecine girme olasılığını azaltarak resmi yeniden yapılandırma süreci maliyetlerinden firmayı korur. Özellikle vade uzatmaya yönelik değişim teklifleri ve direk borç vadesini uzatma şeklindeki yeniden yapılandırmalar (extension) kısa vadeli borçların büyüklüğünden dolayı ortaya çıkacak düşük yatırım maliyetlerinden (under investment) işletmeyi korumaya yardımcı olur.³⁵⁸

Borç yeniden yapılandırması şeklindeki finansal yeniden yapılandırmaların borçların ödenmesini sağlama, kısa dönem nakit akışını düzenleme gibi yararlarının yanında diğer önemli bir yararı da işletmeyi daha etkili çalışabilecek hale getirecek

³⁵⁵ Kose John, Larry H. P. Lang ve Jeffry Netter, "Voluntary Restructuring of Large Firms in Response to Performance Decline", *Journal of Finance*, Vol.47, No.3, 1992, s. 901.

³⁵⁶ Weston, Mitchell ve Mulherin, a.g.e., s. 289.

³⁵⁷ Weston, Siu ve Brian, a.g.e., s.345.

³⁵⁸ Chen, ve diğerleri, a.g.m., s. 67.

olan operasyonel işlemleri tetiklemesidir. Çünkü borç yeniden yapılandırılmaları kredi verenlerin firmanın gelecekteki durumu ile ilgili görüşlerini firmaya empoze etmesini mümkün hale getirir. Yapılabilecek operasyonel işlemler işletmenin kontrolünün el değiştirmesi ile veya ortaklardan kredi verenlere doğru artık hakların (residual claim) aktarılması ile sonuçlanabilse de bu işlemler, değer artırıcı ve gelecekte ortaya çıkabilecek finansal sıkıntı olasılığını düşürücü işlemlerdir.³⁵⁹

Finansal hakların yeniden yapılandırılması konusunda literatürde en fazla üzerinde durulan konulardan biri değişim teklifidir. Genel anlamda bir değişim teklifi, bir veya daha fazla menkul kıymet sınıfı ile bu menkul kıymetleri ellerinde bulunduranlara verilen hakların, kısmen veya tamamen şirketin başka haklar veren menkul kıymetleri ile değiştirilmesidir.³⁶⁰ Değişim teklifine konu olabilecek menkul kıymetler açısından değişim teklifleri çeşitli şekillerde sınıflandırılabilir. Adi hisse senedi ile borç değişimi, adi hisse senetlerinin imtiyazlı hisse senetleri ile değişimi, borç ile imtiyazlı hisse senedi değişimi, kara iştirakli tahvillerin (income bond) imtiyazlı hisse senedi ile değişimi, borç ile adi hisse senedi değişimi gibi farklı yöntemler uygulanabilir.

Özellikle son yıllarda sıkıntılı borçların yeniden yapılandırılmasında geniş ölçüde kullanılan bir değişim, finansal sıkıntılı firmalar tarafından çıkarılan yüksek riskli tahvillerdir ve temelde ekonomik olarak sağlam ama aşırı kaldıraçtan dolayı kısa dönem likidite sıkıntısı çeken işletmelerde başvurulan bir yöntemdir. Değişim teklifleri genellikle eski borçlar için imtiyazlı veya adi hisse senedi vermek şeklinde veya biraz hisse senedi biraz yeni (vadesi eski borçlara göre daha uzun olan) borç karşılığı eski borçlardan kurtulmak şeklinde olur. Sıkıntılı firmalarda genelde değişim tekliflerinin birkaç versiyonu aynı anda da kullanılabilir. Örneğin; otobüs, kamyon üretimi ile uğraşan ve 1980 – 1982 yıllarında sıkıntıya düşen International Harvester Corporation ilk olarak bankalara olan faiz ödemelerine karşılık imtiyazlı hisse senedi vermiş ve hem kredi verenlere hem de tedarikçilere olan borçlarının vadelerini uzatmıştır. Daha sonra kısa vadeli banka kredilerini (1-3 yıl vadeli) daha uzun vadeli tapon tahvil vererek (10 -12 yıl) vade uzatmasına gitmiş, son olarak Navistar Int. adı

³⁵⁹ Padilla ve Requejo, a.g.m., s. 96.

³⁶⁰ Masulis, a.g.m., s. 108.

ile yeni hisse senetleri çıkararak daha önce çıkardığı tahvillerle değiştirmiştir. Böylece sıkıntının yeniden yapılandırılması stratejileri ile şirketin kısa ve uzun dönem kredilerin tamamını ödeme olanağı bulmuştur.³⁶¹

Ayrıca borç yeniden yapılandırmalarında kullanılan yaygın değişim tekliflerinden biri de alacaklının mevcut alacağına karşılık borç, hisse senedi ve/ veya nakitten oluşan bir paketi (exit exchange offer) kabul etmesidir. Borcun borçla değişiminde tahvil sahibi, alacağını daha düşük değere sahip ama mutlak öncelik sıralamasında daha öncelikli talep hakkı veren bir teklifle değiştirir.³⁶²

Masulis (1983) 133 şirkete ait çeşitli değişim tekliflerini incelediği çalışmasında değişim teklifi türlerinin firma değerleri üzerinde farklı etkiler ortaya çıkardığı sonucuna ulaşmıştır. Örneğin hisse senedi ile borcun değişiminin (hisse senedi verip borçları artırmak) önemli ölçüde (+%13.9) hisse fiyatını artırdığını, buna karşılık borç ile hisse senedinin değişiminin (borcun azalması) önemli bir negatif algılamaya yol açtığı ve değeri %9,9 düşürdüğünü ortaya koymuştur. Bir başka ifade ile borç artırıcı değişim teklifleri değer yaratmıştır. İmtiyazlı hisse senedi ile borcun değiştirilmesi (imtiyazlı hisse senedi verip borç almak) durumunda ortalama %3,53 değer artışı meydana gelirken, borç ile imtiyazlı hisse senedinin değiştirildiği durumda (borcun azalması) %7,7 değer azalışı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Adi hisse senetlerinin imtiyazlı hisse senetleri ile değiştirilmesinin (adi hisse senetleri yerine imtiyazlı hisse senedi verilmesi) ise firma değerini %8,29 artırdığı sonucuna ulaşmıştır. Çalışmada bu sonuç optimal sermaye yapısı teorisi ile ilişkilendirilmiş ve borcun vergi kalkanı etkisi ile bu değer artışını açıklamıştır.³⁶³

Bazı değişim tekliflerinin değer azaltıcı bazılarının ise değer artırıcı etkisinin olmasında aşağıda sıralanan nedenler etkili olabilmektedir;³⁶⁴

1. Finansal kaldıraçın artışı veya düşüşü ,
2. Gelecekteki nakit akışını artırma veya düşürme durumu,

³⁶¹ Chen ve diğerleri, a.g.m., s. 67.

³⁶² Antonio E. Bernardo, Eric L. Talley, "Investment Policy and Exit-Exchange Offers Within Financially Distressed Firms", **The Journal of Finance**, Vol. 51, No.3, 1996, s. 872.

³⁶³ Masulis, a.g.m., s. 111.

³⁶⁴ Weston, Mitchell ve Mulherim, a.g.e., s.338.

3. Hisse senetlerinin aşırı veya düşük değerlendirilmesi düşüncesi,
4. Ortaklık yapısı içerisinde yönetimin sahipliğinin artması veya azalması,
5. Nakit kullanımında yönetimin kontrolünün artması veya azalması,
6. Olumlu veya olumsuz sinyal etkisi.

Lie ve McConnel (2001) finansal sıkıntılı şirketleri inceledikleri çalışmada neden firmaların borç azaltma yönünde değişim teklifinde bulduklarının ve bu teklifin piyasada nasıl bir bilgi sinyali verdiğini borç azaltma yönündeki değişim tekliflerinden oluşan bir örneklem kullanarak incelemişlerdir. Elde ettikleri sonuçlara göre değişim teklifleri ortalama olarak negatif hisse senedi reaksiyonuna maruz kalmıştır. Bu durum hissedarların sahip olduğu değer aleyhine bir durumdur ancak çalışmada yöneticilerin iflastan kaçınmak için böyle bir değişim teklifini ortaya koydukları ve bu yüzden hissedarların değerini koruduğu ifade edilmektedir. Çalışmada başarısız değişim teklifi örneklemini için tekliften sonraki üç yıl içinde bölüm 11'e müracaat oranı %79 iken bu oran başarılı değişim teklifleri örneklemini için %15'e düşmektedir. Finansal açıdan eşleştirilmiş firmalar örnekleminde ise bu oran yalnızca %6'dır. Ayrıca başarılı değişim tekliflerinin şirketin bölüm 11 için müracaat olasılığını azalttığı sonucuna varılmıştır. Hissedarların değerini koruma çabalarına karşın ortalama hisse fiyatlarına karşı reaksiyonun negatif olması bu teklifin firmanın finansal durumunun zayıf olduğu yönünde piyasaya sinyal vermesinden kaynaklanmaktadır.³⁶⁵ Çalışmadan elde edilen sonuçlar finansal sıkıntının çözümü için firmaların değişim teklifine gittiklerini ve değişim teklifinin yöneticiler tarafından finansal sıkıntının çözüm alternatiflerinden biri olarak görüldüğünü ortaya koymaktadır.

Değişim teklifleri serbest nakit akışını artırırsa yöneticileri daha kolay savurgan davranmaya yöneltecek, serbest nakit akışının azalması bu savurganlığı azaltacaktır. Born ve McWilliams (1997) Tobin'Q'yu serbest nakit akışının büyüklüğünün bir göstergesi olarak kullanarak değişim teklifinin değer üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Eğer şirket pozitif bir serbest nakit akışına sahip olursa Tobin

³⁶⁵ Erik Lie, Heidi J. Lie ve John J. McConnell "Debt-Reducing Exchange Offers", **Journal of Corporate Finance**, Vol.7, 2001, s. 201-204.

$Q < 1$ olacaktır ve eğer borç artarsa şirket aşırı yatırım harcamalarını kısacaktır. Dolayısıyla serbest nakit akışı teorisi; şirket pozitif serbest nakit akışına sahip iken kaldıraçtaki değişme ile hissedar değeri arasında şirket gelecek yatırım planlarını revize edeceği için pozitif bir ilişki olduğunu vurgulamaktadır. Şirket negatif serbest nakit akışına sahip ise bu durumda değişim teklifi, değeri etkilemeyecektir.³⁶⁶ Çalışmada 127 değişim teklifi incelenmiş ve borcu azaltma yönünde değişim tekliflerinin hissedar değerini negatif yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Q değeri birden büyük ise şirket değeri değişim teklifinden etkilenmemiş, eğer Q değeri 1 den küçük ise hisse senedi değeri azalmıştır.³⁶⁷

2.2.2.2. Varlıkların Yeniden Yapılandırılması

Finansal hakların yeniden yapılandırılması ile birlikte varlıkların yeniden yapılandırılması yöntemi de yeniden yapılandırma sürecinde sıklıkla başvurulmuş bir yoldur. Varlıkların yeniden yapılandırılması ya birleşme ve satınalma yoluyla veya şirketin varlıklarının bir bölümünün satılması yoluyla yapılır.

Birleşme ve Satınalma (Merger and Acquisition)

Şirketler gerek içsel gerekse dışsal nedenlerle güçlüklerle karşılaştığında şirketin tasfiyesini önlemek için birleşmeye gitmeleri, şirketlerin uygulayabilecekleri en uygun yollardan biridir. Ayrıca birleşme yoluyla şirketin finansal durumunun güçlendirilmesi iflas maliyetlerinin bugünkü değerini düşürecektir.³⁶⁸ Finansal sıkıntılı şirketlerin bir bölümü başka bir şirketle birleşmek veya başka bir şirket tarafından satın alınmak durumu ile karşı karşıya kalabilmektedir. Dolayısıyla bu iki durum literatürde finansal sıkıntılı şirketlerin yeniden yapılandırılması için bir yöntem olarak ele alınmaktadır. Örneğin sıkıntılı şirketlerin yeniden yapılandırmasının performans üzerine etkisini inceleyen Clark ve Ofek (1994) örneklem oluştururken birleşme ve satın almalarından oluşan bir örneklem kullanmış ve bu durumu faaliyetlerin yeniden yapılandırılması olarak tanımlamıştır. Çalışmada

³⁶⁶ Jeffery A. Born ve Wictoria B. Williams, "Equity –For–Debt Exchange Offers: Theory, Practice, and Evidence", **The Financial Review**, Vol. 32, No.2, 1997, s. 276-277.

³⁶⁷ Born ve Williams, a.g.m., s. 289.

³⁶⁸ Orhan Çelik, **Şirket Birleşmeleri ve Birleşmede Şirket Değerlemesi**, Turhan Kitabevi, Ankara, 1999, s. 34.

elde edilen 37 sıkıntılı firmadan 12 tanesi finansal açıdan sıkıntılı olarak kabul edilmiştir.³⁶⁹ Clark ve Ofek “finansal sıkıntılı” olup satın alınan firmalar örneklemini ile diğer “sıkıntılı” olup satın alınan firmalar örneklemini performans açısından değerlendirmiştir. Çalışmada finansal olarak güçlü bir alıcının finansal sıkıntılı firmayı alması halinde beklenen finansal sıkıntı maliyetlerinin azalabileceği veya ortadan kalkabileceği belirtilmektedir. Bununla birlikte eğer satın alma sonrası da yeni yapıdaki firma yüksek kaldıraç sahipse satın alınan firma için yüksek kaldıraç maliyetleri ortaya çıkabilmektedir. Finansal olarak sıkıntılı firmalar satın alındığında eğer satın alma sonrası kaldıraç düşük ise bir başka ifade ile güçlü finansal yapıya sahip firmalar finansal sıkıntılı firmaları satın aldığı birleşme sonrası performans dolayısıyla başarı şansı diğer sıkıntılı firmalara göre artmaktadır. Finansal sıkıntılı firmaların yeniden yapılandırılmasında birleşme seçeneğinin kullanılması, finansal açıdan satın alan işletme güçlü ise ve dolayısıyla birleşme sonrası kaldıraç seviyesi düşük ise olumlu sonuçlar vermektedir.³⁷⁰

Ana Ortaklığın Bir Bölümünün Satılması

Varlık satışı çeşitli şekillerde karşımıza çıkmaktadır. Genel olarak bir ana şirketin bir bölümünün, bir bağlı ortaklığının, ürün hattının veya diğer varlıklarının başka bir firmaya direkt olarak nakit veya alan firmanın menkul kıymetleri karşılığı satışlarıdır.³⁷¹ Bu yöntem, sıkıntılı firmaların oldukça fazla müracaat ettiği bir yeniden yapılandırma şeklidir. Örneğin 1999 yılında ABD’de 2353 adet, 2000 yılında ise 2501 adet bu şekilde satış gerçekleştirilmiştir.³⁷² Bu satışların öne çıkan birkaç farklı amacı vardır. Örneğin holding şirket, karlı bir şekilde çalıştırmanın artık mümkün olmadığını, veya gelecekle ilgili planlarına uygun düşmediğini düşündüğü için belli bir faaliyet kolundan çıkmak isteyebilir.³⁷³ Nitekim şirketin ana faaliyetlerine odaklanma amacı ile ilgisiz bölümlerin satışı üzerine John ve Ofek (1995) bir incele yapmıştır. Buna göre eğer ana şirket ve bağlı şirket aynı faaliyet kolunda ise ilgili,

³⁶⁹ Clark, Ofek, a.g.m, s. 540.

³⁷⁰ Clark ve Ofek, a.g.m, s. 557-559.

³⁷¹ Weston, Mitchell ve Mulherim, a.g.e., s.289.

³⁷² Gaughen, a.g.e., s. 397.

³⁷³ Gaughen, a.g.e., s. 401.

farklı faaliyet kolunda ise ilgisiz olarak adlandırılmış ve 258 varlık satışı incelenmiştir. Regresyon sonucuna göre ilgisiz varlıkların satışı aynı faaliyet kolundaki varlıkların satışına göre daha büyük değer artışı yaratmıştır.³⁷⁴ Ayırma ve satma (Divestitures) işlemlerinin diğer bir önemli nedeni olumsuz sinerjidir. Olumsuz sinerji, bölümlerin bir holding bünyesinde olması durumundaki değerlerinin tek tek sahip olacakları değerden daha az olacağı şeklinde ifade edilmektedir. Diğer bir ifade ile $4-1=5$ şeklindeki sinerjidir. Üçüncü bir faktör ise düşük performanstır. Şirketler, genel olarak firmanın veya tek tek bölüm ve projelerin değerlemesinde kullandıkları minimum getiri oranını (bu genellikle sermaye maliyetidir) sağlayamayan dolayısıyla yeterli ölçüde karlı olmadığını düşündükleri bölümleri ayırarak satmak isteyeceklerdir. Bir bölüm bir çok nedenden dolayı düşük performans sağlayabilir. Endüstrinin bir bütün olarak düşüş yaşaması, sendikalaşmanın yoğun olduğu alanlarda yüksek işgücü maliyetleri, şirketin ilgili bölümünün uluslararası piyasada rekabetini olumsuz etkileyebilir. Yöneticiler böyle bir performans düşüşü yaşandığında ilgili bölümü satmakta genelde isteksiz davranabilmektedirler. Çünkü böyle bir durumda kendilerinin performans düşüklüğü ile ilgili düşünceler ortaya çıkabilecektir. Bu yüzden performans düşüşünün satış için yöneticileri zorlamaya başladığı tarihten çok daha uzun süre bu bölümler firma bünyesinde tutulmaktadır.³⁷⁵

Ters sinerji ve ana faaliyet alanına odaklanma varlık satışları konusunda geliştirilen iki önemli hipotezden biri olan “strateji / odaklanma hipotezinin” çerçevesi içine girmektedir. Varlık satışı ile ilgili kazançların incelendiği ikinci hipotez ise finansal amaçları bünyesinde bulundurmaktadır.³⁷⁶ Beklenenden düşük gerçekleşen kar veya nakit girişi işletmeler için finansal problemler yaratabilecektir. Yüksek kaldıraca sahip firmalar için bu durumlar vadesi gelen borçların ödenememesi olasılığını artıracaktır. Bu durumda yöneticilerin seçebilecekleri alternatiflerden biri bazı varlıkların satılarak borçların ödenmesidir.³⁷⁷ Finansal

³⁷⁴ Weston, Mitchell ve Mulherim, a.g.e., s.314.

³⁷⁵ Gaughen, a.g.e., s. 401.

³⁷⁶ Mary Rose Cooney, Frank Finn, Angela Karl, “Australian Divestiture Activity: An Examination Of Gains To Sell-Off Announcements”, **Austrahan Journal of Management**, c.29, Öz. S., 2004, s.137-138.

³⁷⁷ Jain, a.g.m., s. 210-211.

sıkıntılı firmalarda varlık satışı, bazen borçların yeniden yapılandırılmasına veya yeni tahvil-hisse senedi çıkarmak gibi alternatiflere göre her üç alternatif de maliyetli olsa da, daha iyi ve cazip bir alternatif olabilmektedir. Çünkü örneğin borç yeniden yapılandırma çok sayıda kreditor arasında zor ve maliyetli bir koordinasyon problemine yol açmaktadır. Yine kredi verenler, kötü yönetimden dolayı firmanın sıkıntıya düştüğüne inanıyorlarsa vade uzatma ve dolayısıyla yönetime zaman tanıma konusunda ihtiyatlı davranacaklardır. Bu nedenler borçların yeniden yapılandırılmasını zorlaştırmaktadır. Yeni menkul kıymetleri çıkarmak da şirketin geleceği hakkındaki, menkul kıymetlerin değeri, yönetimin kabiliyeti hakkındaki belirsizliklerden dolayı maliyetli olabilmektedir. Dolayısıyla borçları yeniden yapılandırma konusunda isteksiz olan alacaklıların tavrı gibi, yeni menkul kıymetleri alma konusunda da bu menkul kıymetleri alacak olanlar, oluşacak nakdin yönetim tarafından etkin olmayacak şekilde harcanması konusunda endişe duyarlar. Sonuçta bu alternatif de pahalı olabilmektedir. Dolayısıyla bazen varlık satışı en çekici alternatif olabilmektedir.³⁷⁸

Buna göre ayırma – satma (divestitures) öncesi finansal sıkıntı içinde bulunan firmalarda varlık satışı, diğer firmalarla karşılaştırıldığında sıkıntılı firmaya daha büyük kazanç sağlamaktadır. Ayrıca finansal sıkıntı durumunda ayırma- satmanın daha fazla kazanç sağlamanın sebebi olarak finansal sıkıntılı firmaların sermaye piyasalarına ulaşması sınırlı bir şekilde olacağı için, bu satışın diğer projelerde kullanılmak üzere ucuz fon kaynağı sağlayacağı ve bu durumda yüksek kazanç sağlanacağıdır.³⁷⁹ Yapılan çalışmalarda finansal nedenlerden çok stratejik nedenlerle varlık satışı yapıldığı yönünde bulgulara rastlansa da³⁸⁰ sektördeki benzerlerine göre hem yüksek kaldıraç derecesine sahip hem de düşük performans gösteren firmaların varlık satışını da içeren bazı faaliyetlere girişme olasılığının arttığı yönündeki bulgular bu yöntemin bir yeniden yapılandırma stratejisi olarak görüldüğünü göstermektedir.

³⁷⁸ Shleifer ve Vishny, a.g.m., s. 1356-1358.

³⁷⁹ Cooney ve diğerleri, a.g.m., s.137-140.

³⁸⁰ Cooney ve diğerleri, a.g.m., s. 140.

Bir varlık satışı (sell off) süreci satışlardan dolayı hemen bir nakit girişi oluşturmaktadır. Satıcı firma uzun dönemli bir varlığını satarak dönemler itibariyle önemli nakit girişi oluşturmaktadır. Finansal sıkıntıda şirketler kısa dönemli nakit girişlerini artırmak amacıyla sık sık bu tür değerli varlıkları satmak zorunda kalmaktadırlar. Örneğin 1980'li yıllarda iflas riski ile karşı karşıya kalan Chrysler iflastan kurtulmak için bazı bölümlerini satmak zorunda kalmıştır. Aynı şekilde International Harvester bazı karlı girişimlerini 505 milyon dolar karşılığı satarak elde edilen nakdi kısa dönemli borçlarının ödenmesinde kullanmıştır.³⁸¹

Varlık satışı süreci ve değer ilişkisi ile ilgili yapılan çalışmalar bölerek satma işlemine ve çevirme (spin off) işlemine piyasanın olumlu tepkiler verdiğini ortaya koymaktadır. Yapılan çalışmalarda bu tür küçülmelere piyasanın verdiği tepkilerin farklı farklı olmakla birlikte oldukça yüksek ve olumlu olduğunu göstermektedir. Örneğin Hite, Owers ve Rogers (1987) işlemin yapıldığı tarihten 5 gün öncesinden itibaren işlemde önceki 55. güne kadar değerdeki değişimi ortalama %69 bulmuştur. Jain (1985) 1000 varlık satışı incelediği çalışmada bu işlemin hem alıcı hem de satıcı için değer yarattığını ve hisse senedi piyasasının bu duruma olumlu tepki verdiğini ortaya koymuştur. Ancak, eğer satıcı satıştan önce düşük performans yaşıyorsa, hisse senedi değerinde bir azalma ortaya çıkmaktadır. Satıcılarda tespit edilen değer artışını 5 gün öncesinden 1 gün öncesine kadar %0,7 bulmuştur. Ayrıca alıcıların %0,34 oranında satış sonrası gün için pozitif getiri kazandığını göstermiştir.³⁸²

Finansal açıdan sıkıntılı ve sıkıntısız işletmelerin bölerek satma işlemlerinin karşılaştırıldığı bir çalışmada ise finansal sıkıntı üç döneme ayrılmış ve satış işlemlerinin tahvil getirisi üzerine etkisi incelenmiştir. Varlık satışının tahvil getirisine etkisi, ortalama olarak negatif bulunmuş fakat istatistiksel olarak sıfırdan farklı bulunmamıştır. Ancak finansal sıkıntılı firmalarda varlık satışı duyurusu tahvil getirileri üzerinde negatif anormal getiriye yol açmıştır. Bu getiri finansal sıkıntılı olmayan firmalarda ortalama olarak pozitifdir. Finansal sıkıntılı firmalardaki negatif getiri özellikle finansal sıkıntının başlangıç döneminde çok daha büyüktür. Bu negatif

³⁸¹ Jain, a.g.m., s. 222.

³⁸² Gaughen, a.g.e., s. 411.

getiride, satılan varlığın satış fiyatının beklenenden düşük veya yüksek olmasının etkisi de incelenmiş ve fiyat tepkisinde bu farklılıkların da önemli olduğu sonucuna varılmıştır.

Kredi verenler arasındaki değer transferi de (önceliğe sahip olmayan kredi verenlerden öncelikli kredi verenlere doğru) negatif fiyat tepkisinde etkilidir. Ayrıca faaliyetlerle ilişkili varlıklar satıldığında zararın daha büyük olduğu ortaya çıkmaktadır. Böyle bir durumda değer transferi daha fazladır. İlişkisiz varlıkların satışı normal bir yeniden yapılandırma çabası olarak algılanabilir. Ancak ilişkili varlık satışında böyle bir beklenti olasılığı zayıftır ve öncelikli kredi verenlere ödeme yapmak için nakde olan gereksinim baskısı arttığı zaman bu tür satışlara girişilme olasılığı daha fazladır. Çalışmada ayrıca çalışmada firma faaliyetleri ile ilişkili ve ilişkisiz varlıkların satışı da incelenmiş ve sıkıntılı firmalarda ilişkili varlıkların satışının önemli negatif getiri yarattığı, ilişkisiz varlık satışının tahvil getirilerine etkisinin 0'dan istatistiki olarak farklı olmadığı sonucuna varılmıştır³⁸³.

Benzer bulgulara endüstri spesifik varlık satışlarında Pulvino (1999) tarafından da ulaşılmıştır. Finansal sıkıntılı firmaların Bölüm 7 ve Bölüm 11 için müracaatlarından sonra varlık satışlarından elde edilen gelirlerin incelendiği çalışmada hem tasfiye hem de reorganizasyon sürecindeki havayolu şirketlerinde, sıkıntısız hava yolu şirketlerinin varlık satışından çok daha düşük gelir elde ettikleri sonucuna ulaşılmıştır. Üstelik tasfiye ve yeniden yapılandırma arasında da önemli bir fiyat farkı elde edilmemiş ve bu durum reorganizasyon sürecinin etkin olmadığı şeklinde yorumlanmıştır. Mahkeme denetiminde yönetilen havayolları, sıkıntılı fakat yeniden yapılandırma için müracaat etmemiş şirketlere göre çok daha düşük fiyattan varlık satışı yapmaktadırlar. İflas müracaatında bulunan şirketler (tasfiye veya yeniden yapılandırma)varlıklarını ortalama %14 ile %46 arasında değişen oranlarda iskontolu satmaktadırlar. Sıkıntılı ancak iflas müracaatında bulunmamış firmalarda ise bu oran %12 ile %24 arasında değişmektedir. satılan varlık sayısı arttıkça bu iskonto oranı da artmaktadır. Örneğin; ilave uçak sayısı satış fiyatını yaklaşık %1,5 düşürmektedir. Pulvino iflas müracaatında satışlardan elde edilen gelirin sıkıntılı firmalardan elde edilenden daha az olmasının iki muhtemel sebebinin olduğunu

³⁸³ Easterwood., a.g.m., s. 157.

söylemektedir. Birincisi, fırsatçı alıcıların bu durumdan faydalanmak için düşük fiyat vermeleri. İkincisi ise, yasal yeniden yapılandırma sürecinin yöneticileri düşük fiyatı kabul etme yönünde cesaretlendirdiğidir. Üstelik çeşitli çalışmalarda elde edilen gelirlerin finansman ihtiyacının karşılanmasında kullanıldığı ortaya konulmaktadır. Şiddetli nakit ihtiyacı olan iflas durumundaki firmaların yöneticileri, firma değerinin maksimizasyonu amacından uzaklaşılsa bile ellerindeki kapatmak yerine düşük fiyatı kabul etmektedirler.³⁸⁴ Sıkıntılı firmalarda varlıkların düşük fiyattan satılmasının bir sebebi de endüstrideki diğer firmaların da düşük performansa sahip olmasıdır.

2.2.2.3. Yeni Ortaklık İlişkileri Yaratma

Burada da çeşitli yöntemler karşımıza çıkmaktadır. Aslında bu yöntemler varlık satışının türevi bazı yöntemlerdir. Örneğin; iştirak hisselerinin satışı (equity carve – out) ayırma ve satmanın bir türüdür ve bir iştirakteki ortaklık haklarının dışarıdan yatırımcılara satışınıdır.³⁸⁵ Bu yöntem de aslında bir varlık satış yöntemi olmasına rağmen varlığın tek bir veya birkaç alıcıya satışı değil sermaye piyasasında halka arz gibi hisse senedi karşılığı satılması söz konusudur. Bu şekilde fon elde edilir ve yatırımların finansmanı veya kredi verenlere veya hissedarlara yapılacak ödemelerin finansmanında kullanılır.³⁸⁶ Bu satışta ana şirketin veya holding şirketin bağlı ortaklığın kontrolünü bırakması şart değildir. Bu yöntemde ana şirketten farklı bir ortaklık temelinde yeni bir yasal kurum yaratılmış olur. Ayrılan şirket farklı bir yönetim takımı ile farklı bir firma olarak çalışır.³⁸⁷ Ana şirket, bağlı kuruluşun %100'ünü satabileceği gibi yalnızca bir bölüm satın ortaklığın belirli bir payını elinde tutmayı seçerek bağlı şirketin faaliyet alanında faaliyetlerini sürdürmeye de devam edebilir.³⁸⁸ Firmalar zayıf finansal duruma sahipken borç ve yeni hisse senedi ihracı gibi geleneksel borçlanma araçları yoluyla fon elde etmede güçlüklerle karşılaşmaktadırlar. Ortaklık haklarının satışı bu durumda bir finansman alternatifi

³⁸⁴ Pulvino, a.g.m., s. 151-154.

³⁸⁵ Gaughen, a.g.e., s. 395.

³⁸⁶ Jeffrey W. Allen ve John J. McConnel, "Equity Carve-Outs And Managerial Discretion", **The Journal of Finance**, Vol. 53, No.1, 1998, s. 163-164.

³⁸⁷ Gaughen, a.g.e., s. 395.

³⁸⁸ Gaughen, a.g.e., s. 418.

olarak görülmektedir. Allen ve McConnell (1998) bu firmaların finansal özelliklerini 1978-1993 döneminde gerçekleşen 188 işlemde oluşan bir örnek üzerinde incelemiştir. Bu işlemi yaşamış bağlı ortaklıkların sektöre göre düşük performansa ve yüksek kaldıraca sahip firmalardan oluştuğu sonucuna varmışlardır. Satış öncesi firmalar düşük faiz karşılama oranına, yüksek uzun dönem borç / toplam varlıklar ve yine yüksek toplam borç/toplam varlıklar oranına sahiptir. Ayrıca düşük EBITDA/Satışlar ve EBITDA/ Toplam Varlıklar oranları ile karşılaştırılmıştır. Genel örneklem için işlem duyurusunu içine alan üç günde ortalama %2,2 pozitif değer artışı gözlenmiştir. Elde edilen satış gelirlerinin nasıl kullanıldığını da inceleyen yazarlar fonların borçların azaltılmasında kullanıldığı zaman şirket ortalama %6,63 hisse senedi artışına maruz kalırken, yeniden yatırıma dönüştürülmesi durumunda %0,01 değer kaybına maruz kalmaktadır sonucuna ulaşmışlardır.³⁸⁹ Bu sonuçlar, bağlı ortaklık hisselerinin satışının finansal sıkıntıdaki firmalar için iyi bir yeniden yapılandırma alternatifi olduğunu göstermektedir.

Bir diğer yeni ortaklık ilişkileri yaratma şeklindeki şirket yeniden yapılandırma şekli çevirme (spin-off)dir. İlk önce burada da yeni hisse senetleri ihraç edilir ancak bu hisse senetleri eski ortaklara ortaklık payları ile orantılı olarak dağıtılır. Ortaklık payları ile orantılı dağıtım yapıldığı için yeni şirketin ortaklık dağılımı eski şirketteki gibi oluşur.³⁹⁰ Bu yeni şirketteki ortaklık yapısı başlangıçta aynı olsa da yeni şirket kendi yöneticilerine sahiptir ve ayrı bir firma gibi faaliyetlerini sürdürür. Ayırma- satmadan diğer bir farkı da ayırma- satmada ana şirkete bir fon akışı meydana gelir. Çevirmede böyle bir fon akışı normalde sağlamaz.³⁹¹ Örneğin AT&T adlı telekomünikasyon şirketi antitrust yasaları karşısında bölünme yoluna girmiş ve 6 bölgesel holding bünyesinde 22 şirkete ayrılarak yeniden yapılandırılmıştır.³⁹² Çevirmede de şirketin ilişkisiz bağlı ortaklıklarını satması piyasa tarafından büyük pozitif hisse fiyatı tepkisine yol açmıştır. Örneğin çevirme kararlarını ilişkili ve ilişkisiz varlıkların bölünmesi olarak ele alıp incelenmesinde ilişkisiz varlıklar ile

³⁸⁹ Allen ve McConnel, a.g.m., s. 171-176.

³⁹⁰ Eugene F. Brigham, **Finansal Yönetimin Temelleri-II**, Çev: Özdemir Akmut, Halil Sariaslan, Ankara Üniversitesi Yayın No: 213, Ankara, 1999, s. 156-157.

³⁹¹ Gaughen, a.g.e., s. 395-396

³⁹² Gaughen, a.g.e., s.408.

ilgili pozitif piyasa tepkisinin %4,45, ilişkili varlıkların spin off una tepkinin ise %2,71 olduğunu bulmuştur. İlişkisiz varlık spin off işlemine daha büyük piyasa tepkisi oluşmuştur. Bu durum, piyasanın çevirme işlemi şirketin esas faaliyetlerine odaklanıp performansını artırabileceğini düşündüğü şeklinde yorumlanmaktadır.³⁹³

Gönüllü yeniden yapılandırmalarda çevirme ve varlık satışı seçimini etkileyen faktörleri inceleyen Khan ve Mehta (1996) öncelikle bu ikisini de içerecek şekilde gönüllü yeniden yapılandırmaya gitmenin serbest nakit akışının azlığı ve kaldıraçın yüksekliği durumunda daha olası olduğu sonucuna ulaşmışlardır.³⁹⁴

Yeniden yapılandırmada bir diğer yöntem split-off dur. Burada ana şirketin hissedarlarından bazılarında ana şirketin bir bölümünün hisseleri verilir ve ana şirketteki hisselerle değişim sağlanır.

Split-up ise ana şirketin iki veya daha fazla bölüme ayrılması olarak tanımlanır. Ana şirketin hisse senetleri yeni şirketlerin hisse senetleri ile değiştirilir ve ana şirket tasfiye edilmiş olur. Ana şirketin hissedarları yeni oluşan şirketlerin hissedarı haline gelir.³⁹⁵

Tüm bu yöntemler finansal hakların yeniden yapılandırılmasına paralel olarak firmanın etkinliğini artırmak ve finansal sıkıntıdan kurtulmak amacıyla uygulanan yöntemlerdir.

³⁹³ Weston, Mitchell ve Mulherim, a.g.e., s.314

³⁹⁴ A. Quayyum Khan, Dileep R. Mehta, "Voluntary Divestitures and The Choice Between Sell-offs and Spin-offs", **Financial Review**, Vol.31, No.4, 1996, s. 902.

³⁹⁵ John Cumming and Tina Y. Mallie, "Accounting for Divestitures; A Comparison of Sell-Offs, Spin-Offs, Split-Offs, and Split-Ups", **Issues in Accounting Education**, Vol. 14, No.1, 1999, s. 91-93.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

FİNANSAL SIKINTI SÜRECİNDE ŞİRKETLERİN KATLANDIĞI MALİYETLER VE YENİDEN YAPILANDIRMANIN PERFORMANSA ETKİSİ

3.1. Araştırmanın Amacı

Finansal sıkıntı sürecinin ortaya çıkardığı maliyetlerinin türleri ve büyüklükleri bazı temel konularda karar almada önemli rol oynamaktadır. Bu tartışma alanları arasında optimal sermaye yapısının varlığı (veya yokluğu), iflas yasalarında yapılacak düzenlemeler ve riskli borçlar için istenecek risk priminin belirlenmesi ön plana çıkmaktadır. Bu konuların öneminden dolayı finansal sıkıntı maliyetleri ve yeniden yapılandırma sürecinin işletmeler ve işletmelerle ilgili çıkar grupları üzerine etkisi bir çok çalışmada inceleme konusu yapılmıştır.

Finansal sıkıntı süreci zor durumdaki şirketlere kredi verenlere, şirketin ortaklarına ve diğer birçok gruba önemli maliyetler yüklemektedir. Finansal sıkıntı ile ilgili maliyetleri etkilediği kesimler açısından dört bölüme ayırmak mümkündür.³⁹⁶ Bunlar; finansal olarak sıkıntıya düşmüş şirket tarafından katlanılan doğrudan maliyetler, sıkıntılı şirketin katlandığı dolaylı maliyetler, sıkıntılı şirketin kendisinin değil doğrudan alacak talebinde bulunanların katlandığı gerçek maliyetler, sıkıntılı şirket ve şirketin alacaklılarından başka kesimlerin katlandığı gerçek maliyetlerdir.

Sıkıntılı şirketin katlandığı doğrudan ve dolaylı maliyetlerin büyüklüğü özellikle sermaye yapısı kararları açısından büyük önem taşımaktadır. Bu nedenle finansal sıkıntı maliyetleri ile ilgili bir tahmin yapabilmek ödünleşme teorisinin geçerliliğini de ortaya koyabilmek açısından önemlidir.

Ayrıca yeniden yapılandırma sürecinin şirketlerin performansına etkilerini tespit edebilmek, özellikle iflas yasalarında yer alan yeniden yapılandırma süreçlerinin etkinliğini değerlendirebilmek açısından da önemlidir.

Literatürde finansal sıkıntı maliyetlerinin tahmininde iki temel yaklaşım kullanılmaktadır. Bu yaklaşımlardan birincisinde; örneğin varlık satışından katlanılan

³⁹⁶ Branch, a.g.m., s. 40

zararların incelenmesi, aşırı veya eksik yatırım gibi maliyet oluşturacak bir boyut ele alınıp incelenmektedir. İkinci yaklaşımda ise finansal sıkıntı sürecindeki maliyet oluşturuvcu etkenler bir bütün olarak ele alınmakta ve bu etkenler şirketin karlılığı, pazar payı ve şirketin değeri gibi finansal sıkıntıyı maliyetlerini yansıtan kriterler açısından değerlendirilmektedir. Böylece sıkıntılı şirketin satışlarındaki düşüş ve kar kayıpları, piyasa değerindeki düşüşler dolaylı maliyetin bir göstergesi olarak ele alınmaktadır.

Çalışmamızda finansal sıkıntıya düşerek yeniden yapılandırmaya giden veya iflas eden şirketlerin bu süreçte katlandıkları dolaylı maliyetler satış kaybı, karlılık düşüşü ve piyasa değeri açısından incelenmektedir. Böylece bu maliyetlerin büyüklüğü ve yeniden yapılandırma sürecinin şirketlere etkisi sermaye yapısı kararları açısından değerlendirilecektir. Ayrıca finansal sıkıntının nedenleri de çalışmamızda dolaylı olarak incelenecektir.

3.2. Araştırmanın Kapsamı ve Örneklem Seçimi

Araştırmamız 1995-2003 yılları arasında finansal sıkıntı yaşamış ve bu sıkıntı sonucunda yeniden yapılandırmaya gitmiş veya iflas etmiş şirketleri kapsamaktadır. Ampirik çalışmalarda nakit akış yetersizliği finansal sıkıntıya düşüşün göstergesi olarak sıklıkla kullanılmaktadır. Örneğin Whitaker (1999) finansal sıkıntıya girişi, nakit akışının vadesi gelen uzun dönemli borçları karşılamada yetersiz kaldığı ilk yıl olarak tanımlanmaktadır.³⁹⁷ Ancak yetersiz nakit akışının ödemelerde temerrüde düşmek için gerekli olduğunu fakat tek başına yeterli bir durum olmadığını belirtmek gerekmektedir. Nakit akışı vadesi gelen borçları aştığı sürece şirket kredi verenlere ödeme yapmak için fona sahip demektir. Bununla birlikte vadesi gelen borçları karşılamada yetersiz nakit akışı da şirketin temerrüde düşmüş olduğuna işaret etmez. Şirketler bu durumu önlemek için ihtiyaç duydukları nakdi elde etmede çeşitli alternatiflere sahiptirler. Bu alternatifler arasında stok seviyesini azaltma, ticari kredilerin vadelerini uzatma, bankadan kredi alma, temerrüt (default) öncesi borç ödemelerini yeniden yapılandırma, sermaye artırma ve varlık satışı sayılabilir. Eğer nakit akışlarının yetersizliği devam ederse bu alternatifler tüketilmiş olur ve şirket

³⁹⁷ Whitaker, a.g.m., s.124.

temerrüde düşer.³⁹⁸ Dolayısıyla finansal sıkıntının mutlaka bir temerrüt ile ortaya çıkması gerekmez ancak eğer borç ödemelerinde temerrüt oluşursa bu durumda finansal sıkıntıdan söz etmek daha kolaydır. Finansal sıkıntı ile ilgili olarak bu durumdan hareketle çalışmamızda iki aşamalı bir finansal sıkıntılı işletme örnekleme oluşturma süreci uygulanmış ve temelde finansal sıkıntı duyurusu esas alınmıştır.

İlk olarak FYY imzalayan 18 şirket, FYY için müracaatı kabul edilmeyen ve sonrasında iflas eden 1 şirket ve finansal sıkıntı yaşadığını özel durum açıklamalarında belirterek FYY kapsamı dışında borçlarını yapılandıran 5 şirket İMKB bültenlerinde yer alan açıklamalardan tespit edilmiş ve bu 24 şirket finansal sıkıntılı şirket örnekleme alınmıştır. Bu aşamadan sonra uygulanan iki aşamalı seçim sürecinde ilk önce belirtilen tarihler arasında İMKB’de işlem görmüş şirketlerin bilançoları, özel durum açıklamaları ve haftalık bültenlerdeki duyurular incelenmiştir. Bu süreçte mali sektördeki şirketlerin finansal yapıları farklılık gösterdiği için göz ardı edilmiş ve mali sektör dışındaki sektörlerden, sektör kapsamındaki şirket sayısı sektör ortalaması elde etmeye yetecek büyüklükte olan 10 sektördeki toplam 227 şirketin finansal tabloları çeşitli finansal sıkıntı ölçütleri açısından incelenmiştir. Şirket sayısı dördün altında olan sektörler, sektör ortalaması hesaplamak için yeterli olmayacağı düşüncesi ile araştırma kapsamından çıkarılmıştır. Buna göre diğer imalat sanayi, bilişim, iletişim, enerji sektörü kapsama dahil edilmemiştir. Kapsama alınan sektörler Ek 1’de verilmiştir. Finansal başarısızlık çalışmalarında sıklıkla kullanılan üç yıl üst üste zarar, iflas, özkaynakların negatif olması, işlem sırasının sürekli olarak kapatılması, gözaltına pazarına alınma gibi kriterlerin en az birine uyan 74 işletme tespit edilmiştir. Ancak literatürde de vurgulandığı gibi şirketlerin bu kriterlerden herhangi birini yerine getirmesi finansal sıkıntıya düştüğünün tam bir göstergesi değildir. Bundan dolayı bu 74 şirketin finansal sıkıntıya düşüp düşmediği özel durum açıklamalarından, finansal tablo dipnotlarından ve denetçi görüşlerinden yararlanılarak tespiti çalışılmıştır. Özel durum açıklamalarında icra, haciz, dava, borç yapılandırma gibi kavramlar aranmıştır. Bu kavramların hiç biri tek başına bir finansal sıkıntı göstergesi olmamakla birlikte örneğin bankalarla borç ödemelerinde anlaşma sağladığını belirten bir şirket için bu

³⁹⁸ Gaughan, a.g.e., s.430-431.

durumdan önce yaşanan bir icra veya haciz ödeme aczinin göstergesi olarak kabul edilmiştir. Nitekim sayılan 5 kriterden en az birini yerine getirdiği halde kredilerinde yeniden yapılandırmaya gittiğini belirtmeyen, herhangi bir icra veya hacze maruz kalmamış bir başka ifade ile borç ödeme güçlüğü beyan etmemiş olan şirketler örneklemden çıkarılmıştır. Bu süreçte 74 şirketten 20 tanesinin daha önce belirlenen 25 şirket arasında yer aldığı tespit edilmiştir. Bir başka ifade ile borç yapılandırmasına giden 25 şirketin 20 tanesi aynı zamanda ü.ç yıl üst üste zarar, özkaynakların negatif olması kriterlerini de sağlamaktadır. Geri kalan 54 şirketten 28 tanesinin örneğin özsermayesi negatif olduğu halde borç ödeme zorluğu yaşamadığı veya bu konuda hiçbir bildirimde bulunmadığı tespit edilmiştir. Finansal sıkıntının ve yeniden yapılandırmanın şirketler üzerindeki etkilerinin araştırılmasında finansal sıkıntının yaklaşık başlangıç ve bitiş tarihi oldukça önemli olduğu için bu şirketler örneklemden çıkarılmıştır. Ayrıca iflas eden bir işletme için eşleme yapılma güçlüğü dolayısıyla örneklemden çıkarılmıştır. Bu örneklem seçim sürecinden sonra çalışmanın yapılacağı işletme sayısı 50 olarak belirlenmiştir. Bu işletmelerin tamamı bankalarla vadesi gelen borçlarının yapılandırılması konusunda anlaşmaya varıp faaliyetlerine devam eden, anlaşmak istediği halde bunu başaramayarak iflas eden veya borç yapılandırmasından bir müddet sonra iflas eden veya iflas ertelenmesi müracaatında bulunan şirketlerden oluşmaktadır.

Aşağıdaki tabloda kriterler açısından örneklemin dağılımı verilmektedir.

Tablo 4. Araştırma Örneklemindeki İşletmelerin Sağladığı Kriterler

FYY*	İflas	İflasın ertelenmesi	Üç yıllık zarar ve Negatif özkaynak kriterlerinden birine sahip olup borçlarını özel görüşmelerle yapılandıran şirketler
18	7	4	21

* FYY kapsamında olup da diğer kriterleri de sağlayan üç yıllık zarar ve negatif özkaynak kriterlerini yerine getiren 18 adet şirket vardır.

FYY kapsamındaki 20 şirketten 2 tanesi daha sonra iflasın ertelenmesi için başvurmuş ve mahkemece iflasın ertelenmesi kararı alınmıştır. Direkt olarak iflasın ertelenmesi için başvuran 2 şirketten 1 tanesi ise TTK kapsamında başvurmuştur.

Finansal sıkıntı göstergesi belirlenirken borsaya duyurulma tarihi esas alınmıştır. Örneğin Alyağ 09/08/2002 tarihinde borsaya gönderdiği açıklamalarda 08/08/2002 de Koçbank'ın kredi alacağından dolayı ihtiyati haciz uyguladığını ve üretimin durduğunu belirtmiş, 13/08/2002 tarihinde de hukuki girişimlerin dökümü verilirken 01/07/2002'de icra ödeme emri ve kısmi ödeme yapıldığı belirtilmiştir. Bu çalışmada ilk sıkıntıya giriş göstergesi olarak ilk duyuru tarihi yani 08/08/ 2002 tarihi esas alınmıştır. Ancak uzun dönemli (t-20, t-40) anormal getirileri de hesaplamalara dahil edilerek bu durumların varlığının piyasa tarafından bilinip bilinmediği de test edilmiştir. “Şirketin, karlı bir şekilde faaliyetlerine devam etmesinin kredilerin geri ödemelerini yapabilmesinin özkaynak arttırımı ya da yeni yabancı kaynak teminine bağlı olduğu” şeklindeki denetçi görüşlerinin olduğu yıllarda eğer sıkıntıya düşüş tarihi ile ilgili daha net bir duyuru elde edilememişse gösterge olarak kabul edilmiş ve bu yıl finansal sıkıntı yılı olarak işlem görmüştür. Ancak bu tür şirketler hisse senedi değeri ile ilgili analizlerde dikkate alınmayarak yalnızca karlılık ve satışlarla ilgili analizlerde örnekleme dahil edilmiştir.

Çalışmada ayrıca bazı durumları değerlendirmede kolaylık sağlaması açısından başarılı şirketlerden oluşan bir örneklem de oluşturulmuştur. Bu örneklem oluşturulurken finansal başarısızlık çalışmalarında sıklıkla kullanılan eşlemeli örneklem yöntemi kullanılmış ve başarılı işletmeler aktif büyüklüğü, sektör ve yıl bazında eşlemeye tabi tutulmuştur. Sıkıntılı şirketler ve bunlarla eşleme yapılmış başarılı şirketlerin listesi Ek 1 ve Ek 2'de verilmiştir.

3.3. Araştırma Yöntemi

Çalışmada üç temel performans kriteri açısından finansal sıkıntıya düşen işletmeler değerlendirilmiştir. Bunlar karlılık, satışlardaki düşüş ve hisse senedi piyasa değerindeki değişimdir..

Karlılık ve satışlardaki değişim ile ilgili değerlendirmeler yapılırken sektör meydanına göre düzeltilmiş değerler kullanılmış ve finansal sıkıntı yılı ve daha önceki yıllarla ve yeniden yapılandırma sonrası ile karşılaştırılmıştır. Ele alınan dönemde finansal sıkıntılı işletmeler özellikle 1999-2002 yılları arasında yoğunlaşmıştır ve bu yıllarda yaşanan krizler bir bütün olarak şirketlerin düşük performans göstermesine neden olmuştur. Herhangi bir yılda sıkıntıya düşen

işletmenin performansındaki düşüşün o yılda sektörde meydana gelen bir düşüşten mi yoksa gerçekten finansal sıkıntıdan mı kaynaklandığını belirleyebilmek için bu uygulama özellikle önemlidir. Benzer şekilde şirketin performansı sıkıntı sürecinde artmış olabilir. Ancak bu dönemde sektörde daha yüksek bir artış kaydedilmiş ise aradaki fark finansal sıkıntının etkisi olarak değerlendirilebilir. İşte bu durumu gözleyebilmek açısından mali oranlar diskriminant analizinin kullanıldığı sıkıntı öncesi yıl değerlendirmesinde hem mutlak değerleri ile hem de sektöre göre düzeltilmiş değerleri ile, performans ölçümünde ise sektöre göre düzeltilmiş değerleri ile analize tabi tutulmuştur.

Sektör ortalamasını elde edebilmek için analiz dönemi olan 1995-2003 yıllarında mali sektör hariç tüm sektörlerdeki şirketlerin aşağıda belirtilen oranları hesaplanmış ve daha sonra bu oranların medyanı alınarak sektör oranı hesaplanmıştır. Bir sektörün meydanını elde edebilmek için daha açık bir ifade ile gerçekçi bir sektörel oran elde edebilmek için Opler ve Tirman (1994)'ın sektör büyüklüğü ölçütü kullanılmış ve o sektörde en az dört şirketin faaliyette bulunması koşulu aranmıştır. Sektör oranlarının ortalaması yerine meydanının kullanılma nedeni aşırı değerlerin etkisini ortadan kaldırabilmektir.

Finansal oranlar ve şirket özellikleri için yapılan normallik testinde (Kolmogorov-Simirnov) oranların önemli bir kısmının normal dağılım sergilemediği tespit edilmiştir. Normal dağılım özelliği göstermeyen değişkenlerin normal dağılıma uygun hale getirecek bazı dönüştürme teknikleri ile dönüştürülmesi sonucu parametrik testlerin ve normal dağılım varsayımına dayanan çok değişkenli modellerin kullanılması mümkün hale gelmektedir. Bu amaçla logaritma ve karekök dönüşümleri, aykırı değerler içeren gözlemlerin çıkarılması, aykırı değer yerine en yakın değer kullanılması gibi alternatifler uygulanabilmektedir.³⁹⁹ Ancak özellikle finansal sıkıntı ve performans ilişkisi ile ilgili literatürde bu yöntem gitmek yerine finansal oranların parametrik olmayan testler yardımı ile test edilmesi öne çıkmaktadır⁴⁰⁰. Bunda uç değerlerin barındırdığı bilgi önemli rol oynamaktadır.

³⁹⁹ Gülser Meriç, **Farklı Sanayi Dallarındaki İşletmelerin Finansal Karakteristiklerinin Karşılaştırılması**, Hacettepe Üniversitesi İİBF yayını, Yayın No:6, Ankara, 1985, s. 76-83.

⁴⁰⁰ Örneğin Opler ve Titman (1994), Whitaker (1999), Andrade ve Kaplan (1998), Hotchkiss ve Mooradian (1996), Betker (1999).

Araştırmamızda finansal sıkıntılı şirketleri başarılı şirketlerden ayırmak amacı ile finansal sıkıntılıdan bir yıl öncesi için yapılan diskriminant analizinde ve yine bu yıl için yapılan bağımsız iki örneklem t testinde mali oranlar normallik varsayımını sağlayacak şekilde düzenlenmiştir. Bu amaçla aşırı değerler barındıran 6 şirket sıkıntı öncesi yıl için yapılan bu iki analizde örneklemden çıkarılmış ve kalan şirketler için de aşırı değerler yerine kendine en yakın değer ikame edilmiştir. Çalışmamızda yapılan diğer karşılaştırmalar için ise oranlar herhangi bir dönüştürmeye tabi tutulmayarak nominal değerleri ile analize dahil edilmiştir. Böylece tüm şirketlerin analiz kapsamına alınması amaçlanmıştır. Bu durumlarda ise parametrik olmayan testler kullanılmıştır.

Araştırmada mali oranlar incelenirken sıkıntılı ve başarılı işletmeleri karşılaştırmada sıkıntılıdan bir yıl öncesi normal dağılıma yaklaştırılan oranlarla bağımsız iki örneklem t testi, normal dağılımdan sapmalar olduğu durumlarda Wilcoxon işaret sıra testi yapılarak yıllar itibari ile oranlardaki değişimin istatistiksel açıdan anlamlı bir farklılık gösterip göstermediği incelenmiştir.

Satışlardaki değişim için ise bir önceki yıla göre % değişim ve sektöre göre düzeltilmiş % değişim değerleri kullanılmıştır. Ayrıca satışların doğal logaritmasında yıllar itibari ile karşılaştırma yaparken diğer bir ölçüt olarak kullanılmıştır.

Piyasa değeri üzerinden elde edilecek bulgularda finansal sıkıntı ile ilgili duyuruların (iyi ve kötü yönde) ortaya çıkaracağı anormal getiriler hesaplanarak bu anormal getiri iflas riskinin ve finansal sıkıntının maliyeti olarak kabul edilmiştir. Aynı şekilde yeniden yapılandırma sonrası bu üç kriter tekrar hesaplanarak finansal sıkıntı riskinin azalmasının performansa etkisi değerlendirilmiştir.

3.4.1. Araştırmada Kullanılan Değişkenlerin Seçimi

Araştırmada mali oranlara ek olarak nakit akış oranları ve hisse senedi piyasa fiyatları kullanılmıştır. Kullanılan mali oranlar Tablo 5’de verilmiştir.⁴⁰¹

⁴⁰¹ Bu oranların oluşturulmasında büyük oranda yararlanılan kaynaklar;

Yüksel Koç Yalkın, **İşletmelerde Mali Analiz**, 6. b., Ankara, 1988, s.246-272;

Nalan Akdoğan ve Nejat Tenker, **Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri**, 10.b., Gazi Kitabevi, Ankara, 2005, s.607-655,; Sayılğan, a.g.e., s. 48-65.

Yine sıkıntılı şirketlerin sıkıntı nedenleri ile ilgili genel değerlendirme yapılırken şirketin yaşı, halka açılma yılı, ölçek (satışların ve toplam varlıkların doğal logaritması olarak) gibi şirkete özgü karakterler de incelenmiştir.

Bu oranlara ilave olarak günlük ve haftalık hisse senedi fiyatları ve sektör endeksleri de sıkıntılı firmaların piyasa değeri değişimini ölçmek amacıyla kullanılmıştır.

Tablo 5. Araştırmada Kullanılan Finansal Oranlar

Mali Oranlar	
Likidite oranları	Dönen Varlıklar/Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar
	Dönen varlıklar- Stoklar / Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar
	Dönen Varlıklar/Toplam Varlıklar
	Net Çalışma Sermaye/Toplam Varlıklar
	VFAÖK/Finansman giderleri
	VFÖK /Finansman giderleri
Mali yapı oranları	KVYK/ Toplam Varlıklar
	KVYK /Toplam Borçlar
	Uzun Vadeli Yab.Kay / Toplam Kaynaklar
	Toplam Borçlar/Toplam Varlıklar
Karlılık oranları	Brüt Satış Karı/Net Satışlar (UFRS ye göre düzenlenen tablolarda Brüt esas faaliyet karı)
	Brüt Satış Karı/Toplam Varlıklar
	Esas Faaliyet Karı/Net Satışlar (UFRS ye göre düzenlenen tablolarda Net esas faaliyet karı)
	Esas faaliyet karı/ Toplam varlıklar
	Esas faaliyet karı+ amortisman/ Net satışlar
	Esas faaliyet karı+amortisman/ Toplam varlıklar
	Olağan kar/Net satışlar
	Olağan kar/ Toplam varlıklar
	VFA öncesi kar/Satışlar
	VFA öncesi kar/ Toplam varlıklar
	Dönem net karı/Net satışlar
	Dönem net karı/ Toplam varlıklar
	VFÖK/Toplam varlıklar
Etkinlik oranları	Nakit dönüş süresi
	Stok devir hızı
	Net satışlar / Duran varlıklar
	Net satışlar /Aktif toplamı
	Alacak devir hızı
Diğer değişkenler	Faizler/Toplam borç-karşılıklar
	Aktif büyüme hızı oranı
	Büyüklik (Log Toplam Varlıklar)
	Büyüklik (Log satışlar)
	Bir önceki yıla göre satışlardaki artış

İncelenen oranlar yurtdışında ve yurt içi finansal başarısızlık tahmin çalışmalarında ön plana çıkan ve sıkıntılı ve sıkıntısız işletmeleri ayırma gücü açısından geçerli olduğu kabul edilen oranlardır.

Olağan Kar/ Net Satışlar oranı UFRS'ye göre düzenlenen tablolarda elde edilebilmesi için bilanço dipnotlarından olağanüstü gelir ve giderlerin bulunması gerekmektedir. Bu nedenle 2003- 2005 yılları için bu oran analizlerde kullanılmamış, yalnızca finansal sıkıntı öncesi yıl analizinde kullanılmıştır. 2003 – 2005 yılları için ise 2002 öncesinde VFÖK kalemine denk gelen faaliyet karı kullanılmış. Ayrıca UFRS'ye göre düzenlenen tabloların bazılarında yer alan “Finansman Gelirleri(net)” grubunun içerisinde diğer faaliyetlerden gelir ve karlar, diğer faaliyetlerden gider ve zararlar ve finansman giderlerinin topluca gösterildiği tesbir edilmiştir. Bu durumlarda bilanço dipnotlarından finansman giderleri ayıklanmaya çalışılmıştır.

Faiz karşılama oranı olarak Merkez Bankası sektör bilançoları hesaplamalarında da uygulanan VFAÖK/Finansman giderleri oranı kullanılmıştır. Finansman giderleri faiz giderler gibi kabul edilerek, kısa ve uzun vadeli borçlanma giderleri şeklinde gelir tablosundan elde edilmiştir.

Amortismanların tespitinde şirket bilanço dipnotlarında yer alan Amortisman ve tükenme payları ile itfa paylarının toplamı esas alınmıştır. Böylece bir önceki yıldan fark şeklinde hesaplanan ancak yeniden değerlemeden dolayı gerçeğe uygun olmayan amortisman tespitine göre daha duyarlı bir ölçü elde edilmiştir.

Karlılık performansının ölçüsü olarak VFÖK, VFAÖK, faaliyet karı (UFRS'ye göre düzenlenen tablolarda net esas faaliyet karı), Vergi öncesi kar (UFRS'ye göre düzenlenen tablolarda faaliyet karı) kalemleri; satışlar ve aktiflere oranlanarak Whitaker (1999)'da belirtildiği gibi ölçek etkisi de giderilmeye çalışılmıştır. Elde edilen oranlar endüstri meydanına göre düzeltilerek şirketin bir yıl önceki ve bir yıl sonraki oranları ile karşılaştırılmış, böylece hem şirketin kendi geçmişine göre performansını hem de sektöre etkisi ve makro ekonomik değişkenlerin etkisi arındırıldıktan sonraki performansını ortaya konulmuştur

3.4.2. Araştırma Örnekleme İle İlgili Genel Bilgiler

Araştırmada yukarıda belirtilen seçim sürecinden geçirilen örneklemin yıllara göre dağılımı Tablo.6'da verilmiştir. Yıllar şirketlerin finansal sıkıntı kriterini sağladıkları ilk yılı ifade etmektedir.

Buna göre en fazla sıkıntı yaşanan yıl 2001 iken bunu 1999 ve 2000 yılları izlemektedir. Buna göre genel ekonomide krizlerin olduğu yıllarda finansal sıkıntı yaşayan işletmelerin sayısında önemli artış olmaktadır.

Tablo 6. Örneklemedeki şirketlerin yıllara göre dağılımı

Sıkıntıya giriş yılı	Sıkıntılı İşletme Sayısı	%
1995	2	4
1997	1	2
1998	5	9
1999	12	25
2000	9	19
2001	14	27
2002	6	12
2003	1	2
Toplam	50	100

Sıkıntılı şirketler Sektörel açıdan incelendiğinde ise en fazla yoğunluğun Dokuma, giyim eşyası ve deri sektöründe, daha sonra da Gıda, İçki ve Tütün sektöründe olduğu görülmektedir

Tablo 7 Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin Sektörel Dağılımı

Sektör	Sıkıntılı İşletme Sayısı
Metal Eşya Makine Sanayi	8
Taş ve Toprağa dayalı Sanayi	3
Gıda-İçki -Tütün	9
Dokuma-giyim eşyası-deri	12
Kimya-Petrol Kauçuk	7
Metal Ana Sanayi	2
Kağıt ve Kağıt Ürünleri	2
Turizm	3
Toptan Ticaret	3
Perakende Ticaret	1
Toplam	50

3.5. Araştırma Sonuçları

3.5.1. Finansal Sıkıntının Nedenleri İle İlgili Bulgular

Finansal sıkıntının nedenlerini ortaya koyabilmek çalışmamız açısından birincil önceliğe sahip olmasa da incelenen şirketlerin sıkıntı öncesi başarılı şirketlerle karşılaştırılmasından elde edilecek bulgular şirketlerin finansal sıkıntılı, ekonomik açıdan sıkıntılı veya her ikisine de girip girmediğinin tespiti açısından önemlidir. Bu bölümde örnekleme alınan başarısız şirketler ile bu şirketler ile ölçek

ve sektör açısından eşleştirilmiş başarılı işletmeleri birbirinden ayıran temel özellikler incelenmektedir. Diskriminant analizinin kullanıldığı bu kısımda sıkıntılı ve başarılı şirketleri birbirinden ayıran özelliklerin karlılık mı, sermaye yapısı ve likidite mi olduğuna araştırılmaktadır. Başarılı işletmelerin başarı yılı yani modele dahil edildikleri yıl, kendileri ile eşleştirilmiş sıkıntılı şirketlerin sıkıntı öncesi yılı ile aynı yıl olarak kabul edilmiştir. Buna göre 1999 yılında tekstil sektöründe sıkıntıya giren bir şirket için Diskriminant analizinde bir yıl öncesi verileri olarak 1998 yılı verileri kullanılmıştır. Bu şirket ile eşleme yapılırken 1998 yılında aynı sektörde benzer aktif büyüklüğüne sahip işletme başarılı işletme olarak modele dahil edilmiştir.

Diskriminant analizi finansal başarısızlık tahmin çalışmalarında Altman (1968) tarafından ilk olarak kullanılmış ve daha sonra bir çok çalışmada diskriminant analizinin başarılı ve başarısız işletmeleri ayırmada kullanılabilecek bir yöntem olduğu ile ilgili bulgular elde edilmiştir.⁴⁰² Türkiye’de yapılan başarısızlık tahmin çalışmalarında da diskriminant analizinin iyi bir ayırma gücü olduğu yönünde önemli bulgular elde edilmiştir⁴⁰³ Dolayısıyla finansal sıkıntıdan bir yıl öncesi için yapılacak diskriminant analizi sıkıntılı ve sıkıntısız işletmeleri ayıran özellikleri ortaya koymak bakımından güvenilir sonuçlar elde edilmesine yardımcı olacaktır. Bu aşamada araştırmadaki temel varsayım; karlılıkla ilgili özellikler belirleyici ise örneklemdaki şirketlerin ekonomik sıkıntıdan dolayı finansal sıkıntıya düştükleri, finansal yapı ve likidite özellikleri belirleyici ise bu işletmelerin ekonomik katma değer yaratma gücü açısından başka işletmelerden sıkıntıya düşmeden önce farklı olmadıkları bir başka ifade ile finansal nedenlerden dolayı sıkıntıya düştükleri varsayımdır. Bu amaçla ilk önce başarısız işletmeler sıkıntıya düşüş tarihinden önceki son mali yıl tablolarından (t-1) elde edilen oranlar açısından başarılı işletmelerle diskriminant analizi yardımı karşılaştırılmıştır. Bu analiz yapılırken hem normal oranlar hem de sektör meydanına göre düzeltilmiş oranlar kullanılmıştır. Analize dahil edilen oranlar daha önce de belirtildiği gibi literatürde başarılı ve başarısız şirket ayırımında öne çıkan ve normal dağılıma varsayımına uyacak şekilde dönüştürmeye tabi tutulmuş oranlardır. 42

⁴⁰² Örneğin;Edward I., Altman. “Financial Ratios, Discriminant AnalyAnalysis and The Pradiction of Corporate Bankruptcy”. **The Journal Of Finance**, Vol:23, No:4, 1968, s. 589-609; Edward B. Deakin, “A Discriminant Analysis of Predictors of Business Failure”, **Journal of Accounting Research**, Spring, 1972, s.167-179. verilebilir.

⁴⁰³ Bu konuda yapılan çalışmalar arasında; Aktaş ve diğerleri,(2003).; Canbaş ve diğerleri (2005), Yıldız (2001) sayılabilir

sıkıntılı ve 42 sıkıntısız şirketin dahil edildiği analizde kullanılan oran ve diğer şirket özellikleri ilgili normal dağılım testi sonuçları Ek 3’de verilmiştir.

Sektörel düzeltme aşağıdaki şekillerde yapılmıştır.

$$\text{Düzeltilmiş Oran} = \text{İşletmenin } X_1 \text{ oranı} - \text{Sektör } X_1 \text{ oranının medyanı} \quad (1)$$

Tablo.8’de stepwise yönteminin kullanıldığı diskriminant analizinden hem normal oranlar hem de düzeltilmiş oranlara göre elde edilen modeller ve sonuçları yer almaktadır.

Tablo 8. Başarılı ve Başarısız İşletmelerle İlgili Sıkıntılıdan Bir Yıl Öncei İçin Diskriminant Analizi Sonuçları

44 başarılı- 44başarısız işletme	Normal Oranlar		Medyana göre Düzeltilmiş oranlar	
	1	SK*	2	SK
Toplam borçlar/toplam varlıklar	6.184	1.062	6.59	0.93
Brüt satış karı/net satışlar	5.072	0.803		
Brüt satış karı/aktif toplamı	-5.809	-0,914		
Net sat/aktif toplamı			-1.42	-0.69
Sabit	-3.719		-0.267	
Grupları ayırma başarısı (Genel)	%82		%81.1	
0 (Sıkıntılı)	%86		%86,7	
1(Sıkıntısız)	%78		%75,6	
Wilks’ Lambda	0.48 (0.000)*		0.488 (0.000)*	
Chi-square	69.41		60.92	
Box’s M	0,805		0.902	
Özdeğer	1.084		1.047	
Canonical Correlation	0.721		0.715	
Grup centroid	1.031		0	1.01
	-1.031		1	-1.01

- SK; Standartlaştırılmış katsayılar

Normal oranlarla yapılan diskriminant analizi incelendiğinde öncelikle Box’M testi sonucunun 0,05 den küçük olduğu bir başka ifade ile örneklemdaki grupların kovaryans matrislerinin eşit olduğu görülmektedir. Bu durum örneklemin bu analizi yapmak için uygun olduğunu göstermektedir.

Ayırma skorları ve gruplar arasındaki ilişkiyi ölçen Canonical Correlation bu değişkenlerin oluşturduğu fonksiyonun başarılı ve sıkıntılı işletmeleri açıklama gücünü göstermektedir. Her iki modelde de bu değer 0,7’nin üzerinde olması modelin değişkenlerin açıklama gücünün iyi olduğunu göstermektedir. Aynı şekilde özdeğer rakamlarının 0,4 ‘den büyük olması da her iki modelin her iki modelin de iyi

bir ayırma gücü olduğunu göstermektedir. SK değerleri ise her bir değişkenin nispi önemini göstermektedir⁴⁰⁴.

Modellerde yer alan değişkenler incelendiğinde her iki modelde de Toplam borçlar/Toplam varlıklar oranının yer aldığı görülmektedir. Sıkıntılı ve sıkıntısız işletmeler arasındaki ayırmada en önemli değişken Toplam borçlar/Toplam varlıklar oranıdır. Bu oranın önemi standartlaştırılmış katsayılara bakıldığında net bir şekilde görülmektedir. Normal oranlarda 1 değeri, medyan düzeltmeli oranlarda 0,93 değeri olmak üzere en yüksek diğer değişkenlere göre daha yüksek bir değer almıştır. Özellikle normal oranlarla yapılan ayırmada 1 değeri alması çok yüksek bir ayırma gücünün olduğunu göstermektedir. Birinci modeldeki diğer değişkenler ise “Brüt satış karı/net satışlar” “Brüt satış karı/ Toplamı aktif” oranlarıdır. Bu durum oluşturulan örneklemin ekonomik katmadeğer yaratma gücü olan diğer bir ifade ile karlı olan ancak yüksek borç yapısına sahip şirketlerden oluştuğu hakkında fikir vermektedir. Ancak Canonical Correlation değerleri sırası ile 0.721’dir. Bu rakamlar diskriminant fonksiyonlarının varyansın %52’sini açıklayabildiğini göstermektedir. Sonuçta oluşturulan bu modele göre 44 sıkıntılı işletmenin finansal sıkıntıya düşmeden bir yıl önce başarılı işletmelerden daha yüksek borç yapısına sahiptir, daha düşük bir brüt satış karlılığına sahiptir.

Sektör medyanına göre düzeltilmiş oranlarla oluşturulan modelde de benzer bulgulara ulaşılmıştır. Buna göre de sıkıntılı işletmeler endüstri meydanına göre daha yüksek Toplam Borçlar/Toplam varlıklar oranına sahiptir. Ayrıca daha düşük bir Net satışlar/Toplam varlıklar oranına sahiptir. Burada herhangi bir karlılık oranı modelde yer almamıştır. Bu modelde de borç oranı önemli en önemli değişkendir. Her iki modelde çok farklı oranların yer almaması seçilen başarılı işletme örnekleminin sektörleri temsil etme gücünün iyi olduğuna, sektör ortalamasına yakın şirketlerden oluştuğuna da işaret etmektedir. Analizde stepwise yönteminin kullanılması istatistiksel açıdan anlamlı derecede farklılık gösteren bazı değişkenlerin modelde yer almaması sonucunu doğurabilecektir. Bu nedenle sıkıntı öncesi yıl için normal dağılım varsayımını sağlayan değişkenler ve 44 sıkıntılı, 44 sıkıntısız şirket için bağımsız iki örneklem t testi yapılmıştır. Test sonuçları Tablo.9’de verilmiştir.

⁴⁰⁴ Ayrıntılı bilgi için; Aziz Akgül ve Osman Çevik, **İstatistiksel Analiz Teknikleri:SPSS’de İşletme Yönetimi Uygulamaları**, Emek Ofset, Ankara, 2003.

Tablo 9. Sıkıntı öncesi yılda şirketlerin başarılı şirketlerle karlılık, finansal yapı oranları ve büyüklük açısından karşılaştırılması

Normal oranlar	Başarılı şirketler		Sıkıntılı şirketler		Sig. (2-tailed)
	Ort.	Stand Sap	Ort.	Stand Sap	
N=44					
Dönen varlıklar/KVYK	1.603	0.583	1.039	0.379	0.000*
Dönen varlıklar - stoklar /KVYK	1.051	0.300	0.792	0.246	0.000*
KVYK/ Toplam varlıklar	0.428	0.184	0.631	0.185	0.000*
KVYK/ Toplam borçlar	0.802	0.135	0.814	0.142	0.643
UVYK/Toplam kaynaklar	0.099	0.079	0.139	0.113	0.039**
Toplam borçlar/ Toplam varlıklar	0.526	0.187	0.763	0.156	0.000*
Brüt sat karı/ Net satışlar	0.275	0.152	0.272	0.162	0.932
Brüt sat karı /Toplam varlıklar	0.325	0.162	0.225	0.147	0.002**
EFK/Net satışlar**	0.115	0.093	0.119	0.128	0.848
EFK/ Toplam varlıklar	0.130	0.095	0.095	0.097	0.071
EFK+ amortisman/ Net satışlar	0.173	0.108	0.170	0.140	0.920
EFK+amortisman/ Toplam varlıklar	0.192	0.104	0.132	0.106	0.006*
VFA öncesi kar/Satışlar**	0.233	0.133	0.231	0.152	0.958
VFA öncesi kar/ Toplam varlıklar	0.250	0.109	0.189	0.125	0.012**
VFÖK/ Toplam varlıklar	0.187	0.110	0.152	0.125	0.147
VFÖK/Satışlar	0.174	0.123	0.181	0.145	0.779
Faizler/Toplam borç-karşlıklar	0.189	0.148	0.251	0.139	0.033**
Büyüklik (Log Toplam Varlıklar)	16.71	1.301	16.821	1.425	0.702
Büyüklik (Log satışlar)	16.88	1.387	16.605	1.506	0.345
VFA öncesi kar /Faizler	25.37	80.42	1.415	1.231	0.040**

* EFK; Esas faaliyet karı

** VFA; Vergi, faiz, amortisman öncesi kar

Tablodan da görüleceği gibi borçlulukla ilgili oranların tamamında iki grup arasında istatistiksel açıdan anlamlı farklılıklar bulunmaktadır. Örneğin kısa vade yabancı kaynakların toplam kaynak yapısı içindeki payı başarılı işletmeler için %42 iken sıkıntılı şirket grubunda bu oran % 63'tür. Benzer şekilde toplam borçların pasif içerisindeki payı sırası ile %52 ve % 76'dır. Bu veriler sıkıntılı işletmelerin sıkıntı öncesi yılda benzer rakiplerine göre daha yüksek borç oranına sahip olduğunu göstermektedir. Brüt satış karı ölçeğe oranlandığında satışlar açısından iki grup arasında bir farklılık olmadığı gözlenmektedir. Log satışlarda da bir farklılık olmaması satışların maliyetinin iki grup arasında da benzer olduğuna işaret etmektedir. Yani şirketler benzer satış büyüklüklerine ve benzer maliyet büyüklüklerine sahiptir. Benzer şekilde esas faaliyet karının net satışlara ve varlıklara bölünmesi sonucu elde edilen oranlar arasında da anlamlı farklılık oluşmamıştır. Yalnızca brüt satış karı/toplam varlıklar oranında bir farklılık bulunmaktadır. Bu kar kalemlerinin içerisinde faiz ödemeleri ve faaliyetlerle ilgili diğer gelir ve giderlerin

olmamasından dolayı şirketlerin asıl faaliyet alanında gerçekleştirdiği faaliyetlerle ilgili performansın iyi bir göstergesidir. Benzer şekilde vergi ve faiz öncesi karlılıkta da anlamlı bir farklılık tespit edilememiştir. VFÖK/faizler ve Faizler / karşılıklar düşüldükten sonraki toplam borçlar oranlarında ise önemli farklılıklar ortaya çıkmıştır. Birinci oranın farklılığı şirketlerin başarılı şirketlerle benzer karlılık performansı sergilemesine rağmen yüksek borç düzeyinden dolayı doğal olarak yüksek finansman giderlerine katlandığını göstermektedir. Ancak asıl önemlisi karşılıklar düşüldükten sonra kalan yabancı kaynakların maliyeti ile ilgilidir. Kabaca borçlanma maliyeti şeklinde ele alınabilecek olan bu oran başarılı işletmelerde %18 iken sıkıntılı işletmelerde %25'dir.

Örnekteki şirketlerin finansal durumları ve faaliyet sonuçlarını bu şirketlerin sıkıntı öncesi eğilimlerini tespit etmek amacı ile sıkıntıdan bir yıl ve iki yıl öncesi için ayrıca düzeltilmiş oranlar kullanılarak eşlemeli örneklem t testi yapılmıştır. T testi sonuçları aşağıdaki tabloda verilmektedir.

Bu oranlar incelendiğinde ise şirketlerin sıkıntıya girmeden 2 yıl öncesinden bir yıl öncesine gelindiğinde düzeltilmiş oranlarda diğer bir ifade ile sektöre göre şirketin sıkıntı öncesi iki yıllık durumunda çok önemli bir değişim ortaya çıkmamaktadır.

Bu oranlar incelendiğinde ise şirketlerin sıkıntıya girmeden 2 yıl öncesinden bir yıl öncesine gelindiğinde düzeltilmiş oranlarda çok önemli bir değişim ortaya çıkmamaktadır. İki oran hariç tüm göstergelerde t değerlerinin anlamlılık düzeyleri 0,05 den büyüktür. Bu sonuçlar özellikle karlılık oranları açısından önemlidir. Çünkü finansal sıkıntı içindeki işletmelerde yaşanan performans düşüklüğünü sıkıntı öncesine bağlayan ve sıkıntı öncesinde performans düşmeye başladığı için sıkıntı sürecinde de düşük olduğunu bir başka ifade ile düşük performansın finansal sıkıntının sebebi olduğunu belirten çalışmaların aksine çalışmamızda oluşturulan örneklemin ortalama olarak salt finansal sıkıntı yaşayan, yüksek borç yapısına sahip ancak aktif büyüklüğüne göre az da olsa aktiflerine göre brüt satış karlılığı düşük işletmelerden oluşmaktadır. Ancak esas faaliyet karlılığında bir farklılık olmaması ekonomik etkinlik açısından başarılı şirketlerden çok farklı olmadığı görülmektedir. Sıkıntıya girişte asıl önemli nedenin Tablo.10'da verilen oranlar incelendiğinde Olağan kar/satışlardaki büyük düşüş olduğu görülmektedir.

Tablo 10 Finansal Sıkıntıdan 1 ve 2 yıl önceki düzeltilmiş mali oranların ve şirket özelliklerinin karşılaştırılması

Bir yıl ve İki yıl öncesi N; 44		Mean	SS	T testi
Dönen varlıklar/KVYK	t-1	-,2254158	,45498119	,480
	t-2	-,1624081	,43262780	
Dönen varlıklar- stoklar / KVYK	t-1	-,1787970	,42646008	,869
	t-2	-,1651125	,39899691	
KVYK/Toplam varlıklar	t-1	,1589551	,18708735	,115
	t-2	,1012984	,17537749	
Toplam borçlar/Toplam varlıklar	t-1	,1562384	,15814456	,301
	t-2	,1206433	,16090300	
Net satışlar/ Duran varlıklar	t-1	3,6590660	15,857788	,810
	t-2	4,4964042	16,190138	
Esas faaliyet karı/Net satışlar	t-1	,0093702	,12362552	,384
	t-2	,0309298	,12307226	
Olağan kar/Net satışlar	t-1	-,0969336	,16100176	,047*
	t-2	-,0398376	,11933946	
Dönem net karı/Net satışlar	t-1	-,0838044	,13830080	,029*
	t-2	-,0337910	,07980978	
VFÖK/Toplam varlıklar	t-1	-,0328471	,16162624	,203
	t-2	,0051996	,13421964	
Büyüklük (log toplam varlıklar)	t-1	-,0610453	1,0853148	,956
	t-2	-,0489183	1,1204218	

İçerisinde faiz giderlerini barındırmayan VFÖK/ Toplam varlıklar oranında ve esas faaliyet karı/net satışlar oranlarında bir farklılık gözlenmezken faiz ödemelerinin dahil olduğu olağan kar/net satışlar oranındaki büyük düşüş işletmenin sıkıntıdan iki yıl öncesinden bir yıl öncesine geldiğinde finansman giderlerde çok önemli bir artış yaşadığını ve büyük finansman maliyetlerinin işletmenin karlılığındaki üşüşte anahtar rol oynadığını göstermektedir. . Bu süreçte toplam varlıklar ve maddi duran varlıkların doğal logaritmasında bir değişiklik yaşanmamıştır. Dolayısıyla varlık yatırımında önemli artış olmaması VFÖK/Toplam varlıklar oranındaki sabitlik VFÖK'in da değişmediğini göstermektedir. Tüm bu durumlar örneklemimizdeki sıkıntılı şirketlerin ortalama olarak faaliyet performansındaki büyük düşüşlerden dolayı değil yüksek borçluluktan dolayı finansal sıkıntıya düştüğünü göstermektedir.

3.5.2. Finansal sıkıntının etkileri üzerine elde edilen bulgular

Bu aşamada sıkıntıya girişten sonraki ilk mali yıl sonu finansal tablolarından elde edilen oranlar sıkıntı öncesi yıl ile karşılaştırılmış ve pazar payı kaybı ve karlılık durumundaki değişim tesbit edilmiştir.

Dolaylı maliyetlerle ilgili görüşlerden biri şirketin iflas riski ile karşı karşıya kalmasının, potansiyel alıcılar şirketle ilişkilerini azaltacağı ve dolayısıyla şirketin satış ve kar kayıplarına katlanacağı yönündedir. Alıcıların, temin edilen ürün veya

garantiler hakkında endişe duyması, satışların azalmasına ve Pazar payı kaybına yol açabilecektir.⁴⁰⁵ Dolaylı finansal sıkıntı maliyetleri ile ilgili bir çalışmada Opler ve Titman (1994) finansal sıkıntının şirketlerin önemli satış kayıpları yaşamasına neden olduğunu ortaya koymuştur.⁴⁰⁶

Bu görüşü test etmek amacıyla finansal sıkıntı sürecinde şirketlerin satışlarındaki değişim incelenmiştir. Üç zaman dilimde satışlar analiz edilmiştir. Birinci dönem finansal sıkıntıya girmeden önceki tam yıl ve finansal sıkıntıya giriş yılı (t,-1;0), ikinci dönem sıkıntı yılı ve yeniden yapılandırma yılı (t,0;1) üçüncü dönem ise finansal sıkıntıya girmeden önceki ve yeniden yapılandırmadan sonraki tam yılların dahil olduğu dönemdir (t,-1;1). Karşılaştırma amacı ile oluşturulan eşleme örneklemini ise finansal sıkıntılı şirket ile aynı sektörde ve işletmenin sıkıntı öncesi yılındaki aktif büyüklüğüne yakın bir ölçekte sıkıntıya düşmemiş işletmeler arasından seçilmiştir. Satışlardaki değişim sıkıntı öncesi ve sıkıntı yılı için oluşturulan dönemde ve sıkıntı yılı ve yapılandırma sonrası tam yıl için oluşturulan dönemde % değişim olarak hesaplanmıştır. Ancak sıkıntı öncesi ve yapılandırma sonrası satışlardaki değişimin hesaplanmasında şirketlerin sıkıntı yaşadıkları süreler birbirinden farklı olduğu için yıllık ortalama değişim hesaplanmıştır. Elde edilen sonuçlar Tablo 11’de verilmiştir.

Tablo 11. Finansal açıdan sıkıntılı ve sıkıntısız işletmelerin satışlarındaki değişim

	N	Finansal sıkıntılı şirket örneklemini		Başarılı şirket örneklemini		t testi	Mann-Whitney U
		Median	Mean	median	mean		
t(-1;0) % değişim	50	0.378	0.277	0.480	0.534	0.006**	0.033*
t(0;1) % değişim	36	0.124	0.918	0.180	0.149	0.197	0.682
t(-1;1) % değişim	36	0.265	0.471	0.697	0.794	0.048*	0.001**

* % 95 seviyesinde anlamlı

** %99 seviyesinde anlamlı

Buna göre sıkıntılı şirketlerde, finansal sıkıntı yılında satışlar bir önceki yıla göre ortalama %27,7 artarken aynı dönemleri kapsayan eşlemede başarılı işletmelerde bu artış ortalama %53,4 olarak gerçekleşmiştir. Başarılı işletmeler bu dönemde sıkıntılı işletmelere göre satışlarını yaklaşık 2 kat daha fazla artırmışlardır. İki

⁴⁰⁵ Weis, a.g.m., s.263-264.

⁴⁰⁶ Opler ve Titman, a.g.m., s.1037-1038.

gruptaki medyanlar arasındaki fark da bu bulguları destekler niteliktedir. Sıkıntılı işletmelerin oluşturduğu grubun medyanı 0,378 iken başarılı işletmelerdeki satış değişiminin medyanı 0,48'dir. Finansal sıkıntıya düşüşte işletmelerin satışlarındaki artış rakiplerine göre daha düşük kalmıştır.

Sıkıntı yılı ve yapılandırma sonrası tam yıl karşılaştırıldığında ise istatistiksel açıdan anlamlı bir farklılığın yaşanmadığı görülmektedir. Ortalamalar arasındaki önemli farklılık yalnızca birkaç işletmenin satışlarındaki önemli artıştan kaynaklanmaktadır. Bu durum medyanlar incelendiğinde de görülmektedir. İki grubun meydanları arasında anlamlı bir farklılık söz konusu değildir. (P değeri 0,68).. İstatistiksel açıdan anlamlı olmamakla birlikte medyanlar arasında finansal sıkıntılı şirketler aleyhine oluşan fark bu süreçte de devam etmektedir.

Sıkıntı öncesi ve yeniden yapılandırma sonrası yılları içine alan dönem için hesaplanan ortalama satış büyümesi ise oldukça önemli oranda (%99 anlamlılık düzeyinde) farklı çıkmıştır. Sıkıntılı şirketlerin sıkıntı öncesinden yeniden yapılandırma sonrasına hesaplanan yıllık ortalama satış büyümesinin medyanı % 26,5 iken (ortalama %47), başarılı işletmeler grubunun meydanındaki şirkette bu artış % 69,7 (ortalama %79)'dir.

Bu sonuçlar Opler ve Titman (1994)'ın finansal sıkıntının satışları ve pazar payını düşürücü yönde etkilediği yönünde elde ettiği bulgularla örtüşmektedir. Örneklemimizde sıkıntılı şirketlerin görece olarak daha az satış artırmış olmasının sebebi enflasyonist ortamda fiyatlar genel seviyesindeki artıştır. Bu etkiyi de görebilmek amacı yukarıda açıklanan satış değişimi hesaplaması sektöre göre düzeltmeye tabi tutularak tekrar test edilmiştir. Tablo 12'de elde edilen sonuçlar toplu halde görülmektedir.

Tablo 12. Sektöre göre düzeltilmiş satış büyümesi

			Median	Mean	Max	Min	Percentile 25
t-1;0	finansal sıkıntılı	50	-0.166	-0.23549	1.05135	-1.40917	-0.64856
	sıkıntısız	50	0.00000	0.003504	0.941201	-0.66298	-0.1694
	t istatistikleri		0.009*				
T0.1	sıkıntılı şirketler	36	-0.10871	0.117413	6.095252	-0.76556	-0.21704
	sıkıntısız şirketler	36	-0.0575	-0.01044	1.613281	-0.52772	-0.17563
	t değeri		0.868				

* 0,001 düzeyinde anlamlılık (Mann-Whitney U)

Tablo 12’den de görüleceği gibi bir önceki yıla göre sıkıntı yılında satışlardaki değişim sektör meydanına göre ortalama %16 daha düşük gerçekleşmiştir. En fazla görelî satış düşüşü %140 olarak gerçekleşirken, ortalama görelî satış düşüşü %23’dür. Sıkıntıdan çıkış yılında ise şirketlerin düzeltilmiş satış düşüş oranının medyanı %10 olmuştur. Ancak bu yılda ortalama %11’lik bir satış artışı yaşanmıştır. Başarılı şirketlerle farklılık istatistiksel açıdan anlamlı çıkmamıştır. Bu durum finansal sıkıntı sürecine giren şirketlerin satışlarında azalma ve dolayısıyla Pazar payı kaybına uğradıkları, yeniden yapılandırma sonrası ise performanslarında bir ilerleme olduğu yönündeki görüşleri desteklemektedir.

3.5.3. Finansal Sıkıntı ve Karlılık İlişkisi

Finansal sıkıntı içerisine düşen ve likidite ve finansal yapı oranlarının önemli bir kısmında olumsuzluk yaşayan şirketlerin sektöre göre düzeltilmiş karlılık göstergelerinin, sıkıntıdan bir yıl öncesi ile sıkıntıya giriş yılındaki karşılaştırması ve sıkıntı öncesi tam yıl ile sıkıntıya girişten sonra sıkıntılı geçen tam yıl karşılaştırması Tablo 13’de verilmiştir. Olağan kar kalemi; UFRS’ye göre düzenlenen tablolarda tam olarak aynı şeyi ifade etmese de faaliyet karı olarak ele alınmış, ve VFA öncesi kar kalemleri ile birlikte değerlendirilerek UFRS’de faaliyet karı içinde gösterilen olağanüstü gelir ve giderlerin etkisi giderilmeye çalışılmıştır.

T-1’de oranların hemen hemen tamamı normal dağılım göstermektedir ancak sıkıntı yıllarında normalden uzak dağılımlar ortaya çıkmaktadır. Sektör meydanına göre düzeltilmiş karlılık oranlarının sıkıntı yılı ve bir önceki yıla göre değişimi incelendiğinde 50 şirketlik örneklem için tüm karlılık göstergelerinde sıkıntı yılında şirketlerin bir önceki yıla göre önemli ölçüde daha düşük performans gösterdikleri gözlenmektedir. Buna göre sektöre göre düzeltilmiş Brüt satış karı/Net satışlar oranının örneklemdeki 50 şirket için sıkıntı yılı ve bir önceki yıl karşılaştırıldığında anlamlı düzeyde farklılık ortaya çıkmaktadır. Sıkıntılı şirketler sıkıntıdan 1 yıl önce ortalama olarak sektör meydanından daha iyi bir karlılığa sahipken, sıkıntı yılında örneklemdeki şirketlerde sektöre göre düzeltilmiş bu oranın medyan değeri -0,038’dir. Bu durum sektörden yaklaşık %4 daha düşük karlılık anlamını taşımaktadır.

Tablo 13. Finansal sıkıntı öncesi tam yıl, sıkıntıya giriş yılı ve sıkıntı tam yılı karlılık oranlarının karşılaştırılması

	T ₋₁ Medya	T ₀ Medyan	Asymp. Sig*	T ₋₁ Medyan	T ₁ Medya	Asy mp. Sig*	T ₀ Medyan	T ₁ Medya	Asymp. Sig*
	N=50			N=46			N=46		
BSK/Net satışlar	0.021	-0.033	0.003	0.006	-0.038	0.019	-0.040	-0.037	0.520
BSK(BEFK)/TV	-0.069	-0.109	0.010	-0.088	-0.122	0.017	-0.108	-0.122	0.216
EFK(NEFK)/net sat	0.013	-0.084	0.001	0.009	-0.076	0.000	-0.084	-0.076	0.735
EFK(NEFK)/TV	-0.007	-0.069	0.000	-0.010	-0.076	0.001	-0.068	-0.07	0.212
EFK(NEFK)+amortisman/Net satışlar	0.000	-0.074	0.004	0.000	-0.065	0.002	-0.073	-0.065	0.806
EFK(NEFK)+amortisman/TV	-0.035	-0.102	0.001	-0.038	-0.074	0.012	-0.102	-0.075	0.098
Olağan kar*/net satışlar	-0.052	-0.282	0.000	-0.053	-0.290	0.000	-0.290	-0.290	0.129
Olağan kar*/TV	-0.064	-0.172	0.000	-0.068	-0.243	0.000	-0.171	-0.243	0.914
Olağan kar*+amort+faiz/net satışlar	0.004	-0.045	0.127	0.006	-0.046	0.022	-0.045	-0.046	0.309
Olağan kar*+amort+faiz/TV	-0.038	-0.098	0.004	-0.053	-0.114	0.015	-0.101	-0.114	0.739
VFAöncesi kar/satışlar	0.004	-0.045	0.099	0.006	-0.005	0.055	-0.045	-0.005	0.491
VFAöncesi kar/TV	-0.038	-0.098	0.004	-0.053	-0.071	0.027	-0.101	-0.071	0.531
VFÖK/TV	-0.014	-0.068	0.003	-0.018	-0.068	0.005	-0.079	-0.068	0.591
VFÖK/Satışlar	0.026	-0.050	0.146	0.032	-0.044	0.013	-0.062	-0.044	0.455
Aktif büyüme hızı oranı	0.054	-0.166	0.006	0.026	-0.194	0.007	-0.165	-0.194	0.323
Büyüklik (Log toplam varlıklar)	0.011	-0.088	0.012	0.041	-0.253	0.000	-0.023	-0.253	0.001
Büyüklik (Log satışlar)	-0.288	-0.532	0.003	-0.343	-0.799	0.000	-0.419	-0.799	0.002
VFAöncesi kar/faiz	-0.726	-1.097	0.018	-0.979	-1.588	0.005	-1.096	-1.588	0.204

- Wilcoxon sign rank testi
- T₋₁ ; Sıkıntıya giriş öncesi tam yıl , T₀ ; sıkıntıya giriş yılını ve T₁ sıkıntıya giriş sonrası sıkıntının devam ettiği tam yılı göstermektedir.
- Olağan kar kalemi; UFRS'ye göre düzenlenen tablolarda faaliyet karı

Benzer durum Esas faaliyet karı/satışlar oranında da gözlenmektedir. Sıkıntı tam yılı ve sıkıntı öncesi yıl anlamlı bir şekilde farklılık gösteren bu oranda da sıkıntı yılında önemli düşüşler ortaya çıkmaktadır. Sıkıntı öncesi tam yılda bu oranın medyanı 0,013 iken sıkıntı yılında -0,08'dir. Bu durum faaliyet giderlerinin de sıkıntı yılında sektöre göre önemli ölçüde arttığını göstermektedir. Amortismanlar eklenerek aynı oran incelendiğinde ise sıkıntı öncesi yılda 0 olan yani sektörle aynı karlılığa sahip olan işletmelerin, sıkıntı yılında sektöre göre %7 daha düşük karlılıkla faaliyette buldukları görülmektedir. Bu kriterler içerisinde faiz ödemelerinin bulunmaması şirketlerin salt faaliyet performanslarında düşüş yaşandığını göstermektedir.

Bu durumu destekleyecek şekilde Olağan kar/net satışlar oranının sıkıntı öncesi yılda -0,05 iken VFAÖK/ Net satışlar oranının 0,004 olması sıkıntı öncesi yılda karlılıktaki farklılığın faizlerdeki yükseklikten kaynaklandığını göstermektedir.

Bu durum sıkıntıya düşen işletmelerde tedarikçilerle, alıcılarla olan ilişkilerdeki bozulmanın ve faaliyet giderlerindeki artışın karlılığı düşürdüğüne işaret eden önemli bir durumdur.

Sıkıntılı şirketlerin sıkıntı öncesi yılda aktif değerleri sektöre göre daha büyük iken, sıkıntı yılında sektörün %8 altında kalmıştır. Aktif büyüme hızı da sıkıntı öncesi yılda bir önceki yıla göre (T-2) sektörden % 5 daha büyük iken, sıkıntı yılında sektörün %16 altında gerçekleşmiştir. Bu durum aktif yatırımlarının önemli ölçüde kesildiğine işaret etmektedir ve kısa dönemli odaklanma hipotezi ile uyumludur.

Karlılıkla ilgili düşüşlerin finansal sıkıntı sürecinin şirket performansını düşürdüğü yönündeki görüşleri doğrulamaktadır. Ayrıca sıkıntı yılında faiz karşılama oranında bir önceki yıla göre önemli ölçüde düşmüştür.

Aktif karlılığı ile ilgili oranlara bakıldığında ise sıkıntı öncesinde sektöre göre negatif karlılık göstergeleri varken, sıkıntı yılında bu oranlarda çok önemli düşüşler gözlenmiştir. Örneğin Esas faaliyet karı/toplam varlık oranı sıkıntı öncesi yılda -0,007 gibi sektöre göre oldukça az düşük bir rakam iken bu oranın sıkıntı yılındaki medyanı -%8'dir.

Sektöre göre düzeltilmiş veriler kullanılarak finansal sıkıntı yılı ve firmanın geçmiş yılları incelendiğinde firmanın sıkıntıya giriş yılında önemli bir performans düşüşü yaşadığı görülmektedir. Sektöre göre düzeltme yapmanın sebebi karlılık düşüşünün tüm sektörde yaşanması olası performans düşüşünden finansal sıkıntının neden olduğu performans düşüşünü ayırabilmektir

Çalışmamızda sıkıntı içerisindeki ilk tam yıl ve ikinci tam yıl da sıkıntı öncesi ile karşılaştırılmıştır. Sıkıntının ikinci yılı için (ilk tam yıl) oluşturulan örnekleme 46 şirket, sıkıntının üçüncü yılı için oluşturulan örnekleme (2. tam yıl) ise 37 işletme yer almıştır. Sıkıntıya giriş yılı sonrasındaki tam yılı sıkıntı ile geçiren diğer bir ifade ile en az 1 yıl sıkıntı kriterlerini sağlayan 46 şirket için ise elde edilen karlılık göstergeleri de Tablo 14'de verilmiştir..

Buna göre tüm karlılık kriterlerinde sıkıntı tam yılında da önemli düşüşlerin yaşandığı görülmektedir. Sektöre göre düzeltilmiş Brüt satış karı/Net satışlar oranında örnekleme 46 şirket için sıkıntı tam yılı ve bir önceki yıl karşılaştırıldığında anlamlı düzeyde farklılık ortaya çıkmaktadır. Sıkıntılı şirketler sıkıntıdan 1 yıl önce ortalama olarak sektör meydanından daha iyi bir karlılığa sahipken, sıkıntı tam

yılında örneklemedeki şirketlerde sektöre göre düzeltilmiş bu oranın medyan değeri -0,038'dir. Bu durum sektörden yaklaşık %4 daha düşük karlılık anlamını taşımaktadır. Benzer durum Esas faaliyet karı/satışlar oranında da gözlenmektedir. Sıkıntı yılı ve bir önceki yıl anlamlı bir şekilde farklılık gösteren bu oranda da sıkıntı yılında önemli düşüşler ortaya çıkmaktadır. Sıkıntı öncesi tam yılda bu oranın medyanı 0,009 iken sıkıntı yılında -0,076'dir. Amortismanlar eklenerek aynı oran incelendiğinde ise sıkıntı öncesi yılda 0 olan yani sektörle aynı karlılığa sahip olan işletmelerin, sıkıntı yılında sektöre göre %7 daha düşük karlılıkla faaliyette buldukları görülmektedir. Bu kriterler içerisinde faiz ödemelerinin bulunmaması şirketlerin salt faaliyet performanslarında düşüş yaşandığını göstermektedir. Bu durumu destekleyecek şekilde Olağan kar/net satışlar oranının sıkıntı öncesi yılda -0,05 iken VFAÖK/ Net satışlar oranının yaklaşık 0,006 olması sıkıntı öncesi yılda karlılıktaki farklılığın faizlerdeki yükseklikten kaynaklandığını göstermektedir. Bu durum sıkıntıya düşen işletmelerde tedarikçilerle, alıcılarla olan ilişkilerdeki bozulmanın ve faaliyet giderlerindeki artışın karlılığı düşürdüğüne işaret eden önemli bir durumdur.

Sıkıntılı şirketlerin sıkıntı öncesi yılda aktif değerleri sektöre göre daha büyük iken (0,04), sıkıntı tam yılında sektörün %25 altında kalmıştır. Aktif büyüme hızı da bu 46 şirket için sıkıntı öncesi yılda bir önceki yıla göre (T-2) sektörden % 2 daha büyük iken, sıkıntı tam yılında sektörün %19 altında gerçekleşmiştir. Bu durum aktif yatırımlarının önemli ölçüde kesildiğine işaret etmektedir ve kısa dönemli odaklanma hipotezi ile uyumludur.

Karlılıkla ilgili düşüşlerin finansal sıkıntı sürecinin şirket performansını düşürdüğü yönündeki görüşleri doğrulamaktadır. Ayrıca sıkıntı tam yılında faiz karşılama oranında sıkıntı öncesi tam yıla göre -%97'den -%158'e oldukça önemli ölçüde düşmüştür.

Aktif karlılığı ile ilgili oranlara bakıldığında ise sıkıntı öncesinde sektöre göre negatif karlılık göstergeleri varken, sıkıntı tam yılında bu oranlarda çok önemli düşüşler gözlenmiştir.

Sektöre göre düzeltilmiş veriler kullanılarak finansal sıkıntı yılı ve firmanın geçmiş yılları incelendiğinde firmanın sıkıntıya tam yılında da önemli bir performans düşüşü yaşadığı görülmektedir.

Sıkıntıya giriş yılı ve bu yıldan sonra sıkıntılı geçen tam yıl karşılaştırıldığında ise aktif büyüklüğü ve satışlarda oldukça önemli düşüşlerin ortaya çıktığı görülmektedir. Karlılık oranlarında ise anlamlı bir farklılık yaşanmamasına rağmen bu iki büyüklüğün paydada yer alması bu iki büyüklükteki önemli düşüşlerin aslında karlılığın mutla değer olarak düşmeye devam ettiğini ancak oransal olarak önemli düşüşler oluşmadığını göstermektedir.

Aynı değerlendirme sıkıntı sürecinde en az 2 tam yıl geçiren 36 şirket için tekrarlanmıştır. Sonuçlar Tablo 15’de verilmektedir.

Buna göre sıkıntı öncesi tam yıla göre sıkıntının yaşandığı ikinci tam yılda da karlılık ölçüleri önemli ölçüde düşük çıkmıştır ve tamamı negatif değerli yani sektör meydanının altında gerçekleşmiştir. Tablo’da ayrıca bu 36 şirket için sıkıntıya giriş yılı (T₀) ile sıkıntı tam yılı (T₁) ve sıkıntının ikinci yılı (T₂) karşılaştırmasının sonuçları yer almaktadır.

Tablo 14. Finansal sıkıntı öncesi yıl ve sıkıntının üçüncü yılındaki karlılık oranlarının karşılaştırılması

N=36	T-1	T ₂	T değer	T ₀	T ₁	T değer	T ₂	*T değeri
	N=36			N=36			N=36	
BSK/ Net satışlar	0.021	-0.055	0.010	-0.04	-0.007	0.113	-0.056	0.765
BSK/TV	-0.093	-0.123	0.007	-0.10	-0.113	0.234	-0.124	0.831
EFK/Net satışlar	0.005	-0.090	0,000	-0.08	-0.076	0.587	-0.090	0.217
EFK/TV	-0.011	-0.073	0.000	-0.08	-0.076	0.130	-0.073	0.285
EFK+amortisman/Net satışlar	0	-0.072	0.000	-0.08	-0.066	0.227	-0.073	0.537
EFK + amortisman / TV	-0.041	-0.072	0.023	-0.10	-0.083	0.068	-0.073	0.309
Olağan kar /Net satışlar	-0.052	-0.448	0,000	-0.34	-0.293	0.227	-0.448	0.00*
Olağan kar /TV	-0.063	-0.285	0,000	-0.165	-0.246	0.764	-0.285	0.02*
Olağan kar (+amort+faiz/Net satışlar	0.030	-0.064	0.112	-0.045	-0.053	0.610	-0.065	0.640
Olağan kar +amort+faiz/TV	-0.038	-0.095	0.010	-0.101	-0.123	0.532	-0.095	0.925
VFAöncesi kar/Net satışlar	0.0300	-0.013	0.308	-0.045	-0.009	0.687	-0.014	0.501
VFAöncesi kar/TV	-0.038	-0.084	0.019	-0.101	-0.112	0.426	-0.085	0.831
VFÖK/TV	-0.007	-0.069	0.016	-0.079	-0.075	0.457	-0.069	0.912
VFÖK/Net satışlar	0.0373	-0.042	0.203	-0.076	-0.040	0.648	-0.042	0.736
Aktif büyüme hızı oranı	0.0254	-0.142	0.058	-0.165	-0.206	0.638	-0.142	0.817
Büyüklik (Log toplam varlıklar)	-0.061	-0.722	0,000	-0.023	-0.305	0.001*	-0.723	0.00*
Büyüklik (Log Ssatışlar)	-0.287	-1.337	0,000	-0.532	-0.822	0.003*	-1.337	0.00*
VFA öncesi kar/faiz	-1.017	-1.124	0.141	-1.321	-1.590	0.163	-1.199	0.578

* T-1 ve T₂ arasındaki farkın testi

Whitaker (1998), Wruck (1990) finansal sıkıntıya girişin şirketleri performans artırıcı yönde zorladığını ve performansın artabileceğini ileri sürmektedir. Sıkıntıya

giriş yılı ve sıkıntı ile geçirilen iki tam yılın karşılaştırılmasında bu hipotezin geçerliliği test edilmiştir. Buna göre 36 şirket için sıkıntıya giriş yılı (To) ve sıkıntı tam yılı (T1) karşılaştırmasında karlılık açısından istatistiksel olarak anlamlı hiçbir gelişme oluşmamıştır. Tüm test değerleri 0,05'den büyük çıkmıştır. Değerler incelendiğinde tamamının sektör meydanından daha düşük diğer bir ifade ile negatif değerler olduğu görülmektedir. İstatistiksel açıdan anlamlı farklılıklar satış büyüklüğü ve aktif büyüklüğünde ortaya çıkmaktadır. Sıkıntıya giriş yılında -0,02 olan aktif büyüklüğü değeri sıkıntı tam yılında -0,30 olarak gerçekleşmiş ve örneklemdaki şirketlerin sektöre göre aktif büyüklükleri %30 daha düşük hale gelmiştir. Bu durum yatırımların kesildiğinin göstergesi olarak kısa dönemli odaklanma hipotezi ile uyum göstermektedir. Benzer şekilde satışlarda da önemli düşüşler yaşanmış ve To yılında -%53 olan satışlar, -%82'ye gerilemiştir. Hem satışlar, hemde aktif büyüklüğündeki düşüş T2 yılında da devam etmiştir.

3.5.4. Borç Yapılandırma Sonra Karlılık Performansında Değişim

Finansal yapılandırma sonrası şirketlerin karlılık performansındaki gelişme hem finansal sıkıntının maliyetleri hakkında bilgi sağlaması hem de finansal yapılandırmanın son zamanlarda literatürde işaret edilen faydalarının test edilmesi açısından önemlidir. Bu amaçla örneklemdaki şirketlerden iflas edenler kapsam dışı bırakılarak geri kalan 42 şirkette karlılık değişimi incelenmiştir. Finansal sıkıntıdaki işletmelerin sıkıntı yaşadıkları dönemler ve sıkıntı içerisinde geçen süre birbirinden farklı olduğu için sıkıntı ve yeniden yapılandırma süreci değerlendirilirken sıkıntının bitiş döneminin belirlenmesinde şu yol izlenmiştir.

1. Finansal yeniden yapılandırmaya giden şirketler için anlaşmanın imzalandığı tarihteki mali yıl sonu değerleri yeniden yapılandırma yılı olarak değerlendirmeye alınmış ve bu şirketler için yapılandırma sonrası ilk tam yıl verileri yeniden yapılandırma sonrası yıl olarak değerlendirilmiştir. Sıkıntı yılı olarak da yeniden yapılandırma müracaatı öncesi son yıl verileri kullanılmıştır.

2. özel borç yapılandırmasına giden şirketlerde de benzer yöntem izlenmiş ve borç yapılandırdıklarını belirttikleri yıldan sonraki ilk tam yıl sıkıntı sonrası yıl olarak kabul edilmiştir.
3. Sıkıntı süreci bir yıldan fazla sürmüş olan şirketlerde borç yapılandırmasının olduğunun açıklandığı yıldan önceki mali yıl sonu sıkıntı yılı kabul edilmiştir. Sıkıntıya düştüğü net olmakla birlikte yeniden yapılandırma zamanına karar verilemeyen şirketler analiz dışı bırakılmıştır.

Tablo 15’den de görüleceği gibi karlılık ile ilgili göstergelerde yeniden yapılandırma sonrası bazı iyileşmeler göze çarpmaktadır. Sıkıntı öncesi seviyenin altında karlılıklar oluşmasına rağmen bunların önemli bir kısmı istatistiksel açıdan anlamlı değildir.

Tablo 15 Sıkıntı tam yılı ve yeniden yapılandırma sonrasında karlılık

	N			T değeri	YYY		YYY;S TY
		YYS	STY	YYS;S TY	T değeri		Asymp. Sig. (2-tailed)
BSK/Net satışlar	33	0.005	-0.006	0.891	0.011	0.670	0.732
BSK/TV	34	-0.066	-0.093	0.478	-0.040	0.597	0.889
EFK/ Net satışlar	33	-0.035	-0.075	0.799	-0.049	0.589	0.331
EFK/TV	34	-0.035	-0.061	0.752	-0.038	0.587	0.949
EFK+amortisman/Net satışlar	33	-0.032	-0.047	0.860	-0.030	0.974	0.607
EFK+amortisman/TV	34	-0.046	-0.072	0.651	-0.027	0.617	0.694
Olağan kar /Net satışlar	33	-0.028	-0.287	0.147	-0.121	0.706	0.648
Olağan kar/TV	34	-0.039	-0.199	0.007*	-0.080	0.365	0.182
Olağan kar +amort+faiz/Net satışlar	33	0.020	-0.039	0.557	0.007	0.095	0.081
Olağan kar +amort+faiz/TV	34	-0.026	-0.076	0.103	-0.012	0.249	0.066
VFAöncesi kar/ Net satışlar	33	0.055	-0.001	0.240	0.065	0.092	0.240
VFAöncesi kar/TV	34	-0.004	-0.047	0.114	0.001	0.149	0.005
VFÖK/TV	34	0.001	-0.053	0.149	0.015	0.100	0.012
VFÖK/ Net satışlar	33	0.033	-0.040	0.505	0.025	0.051	0.067
Aktif büyüme hızı oranı	34	-0.097	-0.198	0.021	-0.083	0.648	0.209
Büyüklik (Log toplam varlıklar)	34	-0.455	-0.018	0.180	-0.523	0.261	0.023
Ölçek (Log satışlar)	33	-0.922	-0.685	0.034*	-0.924	0.089	0.008
Bir önceki yıla göre satışlardaki değişim	34	-0.109	-0.278	0.140	-0.131	0.346	0.140
VFA öncesi kar/Faizler	34	-1.925	-1.516	0.778	-1.439	0.215	0.675

YYS; Yeniden yapılandırma sonrası tam yıl

STY Sıkıntı tam yılı

YYY; Yeniden yapılandırmanın yapıldığı yıl

Sıkıntı tam yılı olmayan 4 şirket de analize dahil edildikten sonra sıkıntı öncesi tam yıl ile yeniden yapılandırma yılı ve yeniden yapılandırma sonrası tam yıl karşılaştırması yapılmıştır. Tablo.16’den de görüleceği gibi hem satışlarda hem de

toplam varlıklarda sıkıntı öncesi yıla göre oldukça önemli bir azalma vardır. Satışlardaki değişim de sektöre göre negatif olaya devam etmektedir. Esas faaliyet karı ise hem satışlara hem de aktiflere oranı açısından sıkıntı öncesi tam yıla göre iyileşme göstermiştir. Diğer karlılık kalemlerinde sıkıntı öncesi tam yıl meydanları ile istatistiksel açıdan farklı olmayan karlılık hem yeniden yapılandırma yılında hem de yeniden yapılandırma sonrası tam yılda gerçekleşmiştir. Ancak bu durumu şirketlerin sıkıntı öncesi tam yıl performanslarını tekrar kazandıkları şeklinde yorumlamak hatalı olacaktır. Oransal olarak sıkıntı öncesi tam yıl performansı tekrar kazanılsa bile sıkıntı öncesi yıla göre çok önemli satış ve varlık azalışı gerçekleşmiş olması aslında oranların paydasının küçülmesinin fiktif bir iyileşme görüntüsü yaratır ama mutlak değer olarak sıkıntı öncesi yıla göre performans düşüşünün devam ettiğine işaret etmektedir. Meydanların önemli bir kısmının negatif olması sektör ortalamasına göre de düşük performansın sıkıntı yılları kadar olmasa da devam ettiğini göstermektedir.

Tablo 16. Sıkıntı öncesi tam yıl ile yeniden yapılandırma yılı ve yeniden yapılandırma sonrası tam yılın karşılaştırılması

		SOT	YYY		YST	
		Med	Med	Asymp. Sig. (2-tailed)	Med	Asymp. Sig. (2-tailed)
BSK/Net satışlar	38	0.028	0.011	0.182	0.005	0.441
BSK/TV	38	-0.042	-0.040	0.112	-0.066	0.220
EFK/ Net satışlar	38	0.018	-0.049	0.005*	-0.040	0.002*
EFK/TV	38	-0.008	-0.038	0.036**	-0.039	0.046**
EFK+amortisman/Net satışlar	37	0.010	-0.030	0.098	-0.032	0.108
EFK+amortisman/TV	37	-0.041	-0.027	0.294	-0.046	0.274
Olağan kar /Net satışlar	38	-0.065	-0.121	0.162	-0.028	0.850
Olağan kar/TV	38	-0.080	-0.080	0.350	-0.039	0.280
Olağan kar +amort+faiz/Net satışlar	37	0.009	0.007	0.658	0.020	0.974
Olağan kar +amort+faiz/TV	37	-0.014	-0.012	0.958	-0.026	0.922
VFA öncesi kar/ Net satışlar	37	0.009	0.065	0.422	0.055	0.612
VFA öncesi kar/TV	37	-0.014	0.001	0.242	-0.010	0.613
VFÖK/TV	38	-0.006	0.015	0.404	0.000	0.722
VFÖK/ Net satışlar	38	0.034	0.025	0.753	0.033	0.962
Aktif büyüme hızı oranı	38	0.020	-0.083	0.149	-0.111	0.482
Büyüklik (Log toplam varlıklar)	38	-0.034	-0.523	0.000**	-0.534	0.000*
Ölçek (Log satışlar)	38	-0.131	-0.924	0.000**	-0.922	0.000*
Bir önceki yıla göre satışlardaki değişim	38	-0.081	-0.131	0.219	-0.109	0.519
VFA öncesi kar/Faizler	37	-0.981	-1.439	0.154	-2.223	0.192

Yeniden yapılandırma sonrasında işletmelerin bir bölümü tekrar borç yapılandırmasına gittiğini duyurmuştur. Bu şirketler analiz dışı bırakılarak yukarıdaki adımlar tekrar denendiğinde de benzer sonuçlarla karşılaşmıştır. Bu durum uygulanan finansal yeniden yapılandırmanın firma performansını geliştirme yönünde beklendiği kadar katkı sağlamadığını göstermektedir. FYY kapsamına alınan örnekleminizdeki şirketlerden 9 tanesinin daha sonra tekrar borç vadesi uzatma anlaşması yapmasının, 2 tanesinin iflas ertelemesi için müracaat etmesinin altında yatan nedenlerden biri de borç yapılandırmaların firmayı düzlüğe çıkaracak alternatifler sunmaktan uzak olması olabilir. Yapılandırmadan sonra da şirketlerin sıkıntı dönemindeki performanslara sahip olmaları sıkıntı dolayısı ile katlanılan maliyetlerin büyüklüğü hakkında bilgi vermektedir.

3.5.4. Finansal Sıkıntı ile İlgili Haberlere ve Yeniden Yapılanmaya Hisse Senedi Piyasasının Tepkisi

Finansal sıkıntı maliyetlerinde hisse senedi getirisini dikkate alan çalışmalarda temel hipotez; piyasanın, finansal sıkıntıya düşen şirketin Pazar payı kaybı, aşırı/eksik yatırım, karlılık düşüşü, geleceğinde oluşan belirsizlikler gibi nedenlerden dolayı bir finansal sıkıntı maliyeti algılaması varsa bu maliyetleri, şirket değerine yansıtacağı ve dolayısı ile hisse senetlerinin piyasa değerinin düşeceği varsayımına dayanır. Bu belirsizliklerin ortadan kalkması ile düşen değer piyasa tarafından geri verilmesi beklentisi vardır. Dolayısıyla finansal sıkıntıya giriş negatif bir anormal getiri ortaya çıkarırken, yeniden yapılandırma pozitif bir aşırı getiri oluşturacaktır. Finansal sıkıntı sürecinde şirketin değeri geçmişe göre ve benzer işletmelere göre finansal sıkıntıdan dolayı düşecektir. Eğer bu düşüş gerçekleşirse veya yeniden yapılandırmadan çıkışta piyasa değerinde bir artış gerçekleşirse bu durum finansal sıkıntı maliyetlerinin piyasa tarafından algılandığına işaret edecektir. Bu amaçla finansal yeniden yapılanmanın hisse senedi fiyatları üzerine etkisi çalışmada incelenen diğer bir faktördür. Borç yeniden yapılandırma anlaşmasının imzalanması hisse senedi fiyatında önemli artışlara yol açıyorsa bu durum finansal sıkıntıdan dolayı şirketin kaybettiği değeri finansal sıkıntı bittiği için geri kazanması anlamına gelecektir.

Literatürde hisse senedi piyasasında finansal sıkıntı maliyetleri ile ilgili bulgular iki şekilde elde edilmektedir. Birinci gruptaki çalışmalarda şirket değeri

üzerine yoğunlaşarak bir bütün olarak finansal sıkıntı süreci ele alınmakta ve sıkıntıya giriş öncesi ve sıkıntıdan çıkıştan sonraki piyasa değeri karşılaştırılmaktadır. Örneğin Andrade ve Kaplan (1998) finansal sıkıntının öncesinden finansal sıkıntının çözümlenmesine firma değerindeki değişimi nominal, pazara göre uyarlanmış ve sektöre göre uyarlanmış şekilde hesaplayarak karşılaştırma yapmışlardır.⁴⁰⁷ Whitaker(1999)'da benzer bir yöntem izleyerek şirketin sıkıntıya giriş yılı, sıkıntı öncesi yıl ve sıkıntıdan sonraki yıllarının nominal ve sektöre göre düzeltilmiş piyasa değerlerini karşılaştırmıştır⁴⁰⁸. İkinci gruptaki çalışmalarda ise finansal sıkıntı ile ilgili gelişmelere piyasanın verdiği tepki anormal getiri (AR), kümülatif anormal getiri ve ortalama kümülatif anormal getiri hesaplanmış ve finansal sıkıntı maliyetleri ile ilgili bulgular elde edilmiştir.⁴⁰⁹ Çalışmamızda hem firmanın sıkıntı öncesi, sıkıntı ve sıkıntı sonrası piyasa değerlerinin değişimini ortaya koyabilmek açısından birinci yöntem, hem de daha geniş bir ölçekte önemli finansal sıkıntı ve yeniden yapılandırma duyurularının kısa dönem firma değerine etkisini inceleyebilmek için event study olarak adlandırılan (vaka analizi) ikinci yöntem kullanılmıştır.

Çalışmamızdaki firmalar ilk önce uzun dönemde piyasa değerlerindeki değişim açısından analiz edilmiştir. Bu amaçla Whitaker (1999) ve Andrade ve Kaplan (1998)'in uyguladığı yöntem takip edilmiş ve örneklem sıkıntı öncesi, sıkıntı ve yeniden yapılandırma sonrası dönem olarak üç zaman dilimine ayrılmıştır. Bu üç zaman dilimi için hesaplanan piyasa getirisine göre düzeltilmiş piyasa değerleri arasındaki % değişim hesaplanmış ve aralarında farklılık olup olmadığı test edilmiştir. Eğer finansal sıkıntı maliyetli bir süreç ise bu maliyetler şirketin piyasa değerine yansiyacak ve sıkıntıya giriş ile birlikte değerde bir düşüş olacaktır. Aynı

⁴⁰⁷ Andrade ve Kaplan, a.g.m., s. 1457-1458.

⁴⁰⁸ Whitaker, a.g.m., s. 127-129.

⁴⁰⁹ Bu çalışmalara; David T. Brown, Christopher M. James ve Robert M. Mooradian, "The Information Content of Distressed Restructuring Involving Public and Private Debt Claims", **Journal of Financial Economics**, No: 33, 1993; Edith S. Hotchkiss ve Robert M. Mooradian, "Vulture Investors and the Market For Control of Distressed Firms", **Journal of Financial Economics**, No:43, 1997; Brian L. Betker, "The Security Price Effects of Public Debt Defaults", **The Journal of Financial Research**, Vol:21, No:1, 1998; Mark C. Dawkins ve Linda Smith Bamber, "Does The Medium Matter? The Relations Among Bankruptcy Petition Filings, Broadtape Disclosure, and the Timing of Price Reactions" **The Journal of Finance**, Vol:13, No:3, 1998; Dahiya ve diğerleri (2003) sayılabilir.

şekilde şirket sıkıntısından çıkınca piyasa değeri iflas olasılığının maliyetlerinin yok olması ile birlikte yükselecektir.

Bu amaçla hisse senedinin piyasa değerindeki değişim dönemler itibariyle hem nominal değer olarak formül 1 de gösterildiği gibi, hem de piyasaya göre düzeltilmiş şekilde formül (2) de gösterildiği gibi hesaplanmıştır.

$$HPD = \{HPD_t / HPD_{t-1}\} - 1 \quad (1)$$

$$DHPD = [\{HPD_t / HPD_{t-1}\} - 1] - [(EPD_t / EPD_{t-1}) - 1]$$

HPD = Hisse senedinin piyasa değerindeki değişim

DHPD= Hisse senedinin piyasa değerindeki düzeltilmiş değişim

EPD_t= Endeksin t yılındaki değeri

ETAG= Anormal elde tutma getirisini ifade etmektedir.

Finansal sıkıntı maliyetlerini ortaya koymada ikinci bir analiz daha yapılarak finansal sıkıntı ile ilgili olaylara kısa dönem fiyat değişimleri anormal getiriler kullanılarak ölçülmüştür.

Anormal getiri literatürde çeşitli şekillerde ölçülmektedir. Bazı çalışmalar anormal getiriyi Sermaye Varlık Fiyatlama Modeline göre hesaplanan t anındaki hisse senedi fiyatından sapma olarak hesaplarken⁴¹⁰ bazı çalışmalarda piyasa endeksinden sapma olarak hesaplanmaktadır.⁴¹¹ Anormal getiri hesaplamalarında hisse senedinin kendi geçmişteki ortalama performansından sapma⁴¹² ve sıkıntılı işletme ile çeşitli yönlerden (ölçek, borç yapısı, sektör v.b.) benzer şirketlerin hisse senedi getirisinden sapma⁴¹³ şeklinde ölçen çalışmalar da vardır.

Çalışmamızda anormal getiri, hisse senedinin getirisinin pazar endeksinin getirisinden farklılaşması olarak ele alınmış ve aşağıdaki getiri hesaplama adımları takip edilmiştir.

$$R_{it} = (P_{i,t} - P_{i,t-1}) / P_{t-1} \quad (1)$$

⁴¹⁰ Örneğin Brown ve diğerleri, a.g.m., s. 107; Denis ve Denis, a.g.m., s. 141; Hotchkiss ve Mooradian, a.g.m., s:424.

⁴¹¹ Bu yöntemi kullanan çalışmalar arasında Betker, "The Security", a.g.m., s.24; Jain, a.g.m., s.214-215

⁴¹² Dawkins ve Bamber, a.g.m., s.1154.

⁴¹³ Allan C. Eberhart, Edward I. Altman ve Reena Aggarwal, "The Equity Performance of Firms Emerging From Bankruptcy" **Journal of Finance**, Vol:56, No: 5, 1999, s. 1861.

$R_{i,t}$ = i hisse senedinin t günündeki getirisi

$P_{i,t}$ = i hisse senedinin t günündeki piyasa kapanış fiyatı

$P_{i,t-1}$ = i hisse senedinin t-1 günündeki piyasa kapanış fiyatı

Buradan hesaplanan hisse senedi getirisinin aynı gün piyasa getirisinden farkı alınarak anormal getiri (AR) hesaplanmıştır.

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t} \quad (2)$$

$R_{m,t}$ adım (1)'e göre hesaplanan t günde piyasa getirisini

$AR_{i,t}$ ise t günde i hisse senedinin getirisinin piyasa endeksine göre hesaplanan getiriden farkını ortaya koymaktadır. Bu şekilde hesaplanan getiri, piyasaya göre i hisse senedinin düzeltilmiş getirisini verecektir. Böylecek sistematik riskten kaynaklanan getiri artış ve azalışlarının, incelenen olayla bağlantılı artış ve azalışlardan ayrıştırılması sağlanmaktadır.

İncelenen durumla ilgili olarak belirlenecek dönemdeki anormal getirilerin toplamı ise (3) numaralı formül yardımı ile hesaplanmaktadır.

$$CAR = \sum_{t=m}^{t=n} AR_{i,t} \quad (3)$$

CAR= incelenen durum ile ilgili dönem boyunca i hisse senedinde ortaya çıkacak anormal getirilerin toplamı.

m= inceleme döneminin ilk günü

n = inceleme döneminin son günü

Sonuçların test edilmesinde ortalama CAR ve medyan değerleri kullanılmıştır.⁴¹⁴

Piyasa verilerinden hareketle finansal sıkıntı maliyetleri konusunda bir değerlendirme yapabilmek için finansal sıkıntıya giriş ve sıkıntıdan çıkış tarihinin tespit edilebilmesi oldukça önemlidir. ABD'de yapılan çalışmalarda Bölüm 11'e göre yeniden yapılandırmanın yapıldığı tarih genellikle sıkıntının son tarihi olarak ele alınmaktadır. Bu çalışmada da bu durumu gerçekleştirebilmek için "İstanbul Yaklaşımı" bünyesinde borçlarını yeniden yapılandıran şirketlere örnekleme

⁴¹⁴ Denis ve Denis, a.g.m., s. 148-150; Hotchkiss ve Mooradian. a.g.m., s.: 425-427, Eberhart ve diğerleri, a.g.m., s. 1862.

ağırlıklı olarak yer verilmiştir. İstanbul yaklaşımı yanında borçlarını özel olarak yeniden yapılandıran şirketlerden sıkıntı başlangıç ve borç yapılandırma tarihleri belirlenen şirketler de örnekleme dahil edilmiştir. İstanbul yaklaşımına girdiği tespit edilen 18 sanayi ve ticaret işletmesinden 14 tanesi örneklem kapsamına alınmıştır.

Tablo 17 Finansal sıkıntı sürecinde hisse senedi performansı için oluşturulan örneklem ve önemli tarihler

		İlk sıkıntı göstergesi	Müracaat kararı ve müracaat	Başvuru kabulü ve Görüşmelere başlama	Anlaşma tarihi
İstanbul yaklaşımına giren şirketler	RAKSE	07/07/1999	27.06.2002	02.08.2002	13.01.2003
	RAKSEV	07/05/1999	27.06.2002	02.08.2002	13.01.2003
	MKTAK	19/01/2001	18/02/2002		21/02/2003
	BYSAN	01/03/1999	27.06.2002		14.10.2002
	CBSBY	11/05/1999	01.08.2002	13/03/2003	18/02/2004
	DARDL	Nmet değil	03/07/2002	16/08/2002	27/05/2003
	EPLAS	16/07/2002	19.07.2002.	09/08/2002	20/02/2003
	TUMTK	Net değil	20.06.2002		14.10.2002
	FVORI	02/07/2001	08/07/2002	13/12/2002	8/3/2004
	ISAMB	23/03/2001			24/06/2002
	KERTV	06/02/2001	04/07/2002		27/05/2003
	NTTUR	08/02/2002	27/05/2003	30/05/2003	02/04/2004
	PRTAS	27/09/1999	01/08/2002	13/03/2003	13/04/2004
	FENIS	17/05/2001	11/07/2002	30/09/2002	23/09/2003
İstanbul yaklaşımına paralel borç yapılandıran şirketler	SELGD	08/02/2002	07/08/2002		10/04/2003
	ALYAG	Net değil		15/08/2002	26/12/2002
	BERDN	12/05/2000			04/03/2002
	ESEMS	05/07/2001			23.09.2003
	UZEL	30/10/2002			26/01/2004
Başlangıç tarihi ile ilgili açıklama olmamasına rağmen finansal sıkıntıdan dolayı borçlarını yapılandıran şirketler	ARAT				20/04/2001
	KENT				17/09/2002
	KRDMR	31.12.2001			22/10/2003
	BİSAS	26/07/1999			18/06/2003
	DYOBY				17/05/2003
	MEGES				27/09/2001
	MEMSA				18/02/2003
	EMKEL	02/04/2002			10/07/2003
	MERKO				18/02/2003
UNTAR				09/10/2002	

Ayrıca bu yaklaşımda olmamasına rağmen sıkıntı başlangıcı olarak belirlenen kriterlere uyan ve yapılandırma tarihi açıklanan 5 şirket de örneklem kapsamında yer almıştır. Vaka incelemesinde sıkıntı başlangıcı net olmadığı için sıkıntıya giriş örnekleminde yer almamakla birlikte finansal sıkıntıda olduğu için borç yapılandıran 12 şirkette sıkıntı sonrası performansı değerlendirmede yer almıştır.

İcra ödeme emri ve ödeme arasında 3 günden az süre varsa bu durumlar dikkate alınmamıştır. Sıkıntı ve yeniden yapılandırma ile ilgili duyuru olduğunda işlem sırası kapalı ise açılıştan hemen sonra bir duyuru varsa bu başlangıç kabul edilmiştir. Aksi halde ilk duyuru işlem görmüştür.

Finansal sıkıntı ile ilgili ilk duyuru gününden (to) önceki ve sonraki çeşitli zaman dilimlerinde sıkıntılı şirketlerin piyasaya göre düzeltilmiş getirileri Tablo.18’de verilmiştir.

Tablo 18 Farklı zaman boyutlarında işlem günü dikkate alınarak hesaplanan CAR değerleri ve tek örneklem t testi sonuçları

CAR	N	ACAR	Sig. (2-tailed)	Min CAR	Max CAR	Std. Sap.	Negatif AR(%)	Toplam AR gözlem	Negatif CAR(%)
t-20;20	16	-.1138	.182	-0.72	0.34	.182	0.577812	649	0.687
t-20;5	16	-.1031	.117	-0.57	0.41	.117	0.586797	409	0.75
t-10;10	16	-.0131	.130	-0.11	0.02	.130	0.589666	329	0.6
t-10;5	16	-.1063	.070*	-0.73	0.09	.070	0.590361	249	0.75
t- 10;2	16	-.1000	.129	-0.74	0.11	.129	0.587065	201	0.687
T-5;5	16	-.1194	.068*	-0.84	0.11	.068	0.602339	171	0.687
t -5;2	16	-.0869	.033**	-0.45	0.16	.033	0.601626	123	0.813
T-5;1	16	-.0540	.044**	-0.27	0.1	.098	0.579439	107	0.688
T-1;5	16	-.1119	.045**	-0.76	0.15	.020	0.657658	111	0.75
T-2;2	16	-.0613	.043**	-0.34	0.11	.043	0.666667	78	0.813
T-1;1	16	-.0438	.071*	-0.24	0.12	.071	0.680851	47	0.75
T-1,3	16	-.0931	.027**	-0,50	0,14	.152	0.696203	79	0,813
T 0;1	16	-.0463	.026**	-0.25	0.09	.026	0.71875	32	0.75
T 0	16	-.0244	.034**	-0.1	0.05	.034	0.6875	16	0.688

** * 0,05 ve 0,10 anlamlılık düzeyinde Odan farklı ACAR değerleri

ACAR; Her bir şirket için hesaplanan CAR değerlerinin ortalaması

CAR her bir şirket için hesaplanan Kümülatif AR ri

AR Anormal getiri

Buna göre incelenen tüm zaman dilimlerinin tamamında ortalama kümülatif anormal getiri negatiftir. Ancak özellikle duyuru tarihinden hemen öncesi için oluşturulan dönemlerde ortalama kümülatif anormal getiri istatistiksel açıdan anlamlı hale gelmektedir. Finansal sıkıntı yaşandığı ile ilgili duyurunun yapıldığı gün ortalama kümülatif anormal getiri -0,024 olarak gerçekleşirken, özellikle (-5;2),(-5;1), (-2,2) ve (-1,5) dönemlerinde sıkıntılı olduklarının duyurusunu yapan şirketlerde sektöre göre önemli negatif getiri oluşmuştur. Örneğin duyuru tarihinden 5 gün öncesinden iki gün sonrasına kadar geçen 8 günlük zaman diliminde şirketler ortalama %8,4 oranında endekse göre düzeltilmiş değer kaybına uğramışlardır. Bu

değer düşüşü duyuru tarihinden 5 gün öncesinden 5 gün sonrasına ortalama %11,94'e ulaşmaktadır.⁴¹⁵

Tabloda ayrıca her bir şirket için hesaplanan anormal negatif getirilerin yüzdesi ve kümülatif negatif anormal getirilerin yüzdesi verilmiştir. Negatif AR ve Ortalama CAR yüzdeleri incelendiğinde de finansal sıkıntı ile ilgili duyurunun yayınlanması öncesi ve sonrasındaki önemli değer kayıpları göze çarpmaktadır. Buna göre sıkıntı günü ve bir sonrası gün için şirketlerin işlem gördüğü günlerin %71'inde piyasaya göre düzeltilmiş değerlerde bir düşüş yaşanmıştır.

(T-5,1) döneminde şirketlerin sektöre göre düzeltilmiş ortalama değer düşüşü %5,4 iken, (T-1,5) döneminde sektöre göre düzeltilmiş ortalama değer düşüşü % 11,2 olarak gerçekleşmektedir. Bu durumda asıl tepkinin açıklamadan hemen öncesi ve açıklamayı takip eden ilk birkaç günde gerçekleştiğini söylemek mümkündür. Özellikle (T-1,3) döneminde değer kabı % 9,3 dür.

İşlem günü sayısı açısından yapılan yukarıdaki analizde örneğin T-10 bazı şirketlerde 12 günlük bir zaman dilimini kapsarken bazı şirketlerde duyuru öncesi 20 güne ulaşabilmektedir. Aynı şekilde T+5 duyuru pazartesi günü yapıldı ve hisse senedi borsada işlem görmeye devam etti ise 5 günü ifade ederken bazen (T+5) 9 güne çıkabilmektedir. Bu durum belirtilenden daha büyük zaman dilimleri üzerinde inceleme yapmaya yol açacaktır.

Tablo 19 Gün sayısı dikkate alınarak hesaplanan CAR değerleri

		ACAR	Min CAR	Max CAR	Std. Sap	Sig. (2-tailed)	Negatif AR(%)	Toplam gözlem	Negatif CAR(%)
t-20;20	16	-0.123	-0.571	0.349	0.272	0.091*	0.58	541	0.81
t-20;5	16	-0.087	-0.567	0.470	0.229	0.147	0.59	317	0.75
t-10;10	16	-0.119	-0.812	0.165	0.247	0.074*	0.58	234	0.56
t-10;5	16	-0.121	-0.674	0.140	0.190	0.022**	0.60	167	0.81
t-10;2	16	-0.091	-0.672	0.154	0.199	0.087*	0.58	139	0.63
T-5;5	16	-0.121	-0.631	0.123	0.182	0.018**	0.67	117	0.68
t-5;2	16	-0.071	-0.392	0.121	0.121	0.032**	0.65	89	0.81
T-5;1	16	-0.040	-0.192	0.105	0.077	0.055*	0.64	77	0.75
T-1;5	16	-0.102	-0.644	0.141	0.181	0.039**	0.70	79	0.81
T-2;2	16	-0.055	-0.362	0.107	0.101	0.047*	0.66	58	0.75
T-1;1	16	-0.036	-0.218	0.123	0.073	0.068**	0.67	39	0.81
T-1,3	16	-.0775	0,50	0,12	.1381	0,04	0.65	54	0,81
T 0;1	16	-0.032	-0.121	0.093	0.053	0.027**	0.69	29	0.75
T 0	16	-0.024	-0.102	0.052	0.042	0.042**	0.69	16	0.69

⁴¹⁵ Analiz (100;100) ve (50;50) günleri için de yapılmış ancak anlamlı sonuçlar elde edilememiştir

Belirtilen sakıncanın elde edilen sonuçları etkileyip etkilemediğini görmek için yukarıdaki analiz işlem günü dışında yalnızca gün sayısı baz alınarak tekrarlanmıştır. Elde edilen sonuçlar Tablo 19’da topluca verilmiştir.

İşlem günü sayısı değil de gün sayısı dikkate alınarak hesaplanan anormal getiriler incelendiğinde (10,2), (10,10) ve (20,20) dönemlerinde de istatistiksel açıdan anlamlı anormal getiriler olduğu görülmektedir. Kısa dönemli incelemelerde elde edilen ACAR değerlerinin ise düştüğü ancak istatistiksel anlamlılığının devam ettiği ortaya çıkmaktadır. (T-5,1) döneminde şirketlerin sektöre göre düzeltilmiş ortalama değer düşüşü %4 iken, (T-1,5) döneminde sektöre göre düzeltilmiş ortalama değer düşüşü % 10,2 olarak gerçekleşmektedir. Bu durum da yukarıdaki bulguları doğrulamaktadır. Değer düşüşü önemli ölçüde duyurunun hemen öncesi ve duyuru sonrası birkaç günde yaşanmakta ve oldukça önemli boyutlarda olabilmektedir. (-1,3) döneminde şirket bazında sektöre göre düzeltilmiş en büyük tepki %50 oranında gerçekleşmiştir. Bu düşüş (T-10,10) döneminde % 81’e kadar çıkmaktadır.

Tüm bu sonuçlar finansal sıkıntı ile ilgili duyurulara piyasanın oldukça önemli tepki verdiğini göstermektedir. Bu durum finansal sıkıntı ile ilgili maliyetlerin varlığını göstermektedir.

Bu tepki eğer finansal sıkıntı ile ilişkili ise, herhangi bir yeniden yapılandırma durumunda da bu tepkinin tersi bir tepkinin oluşması gerekmektedir. Bir başka ifade ile finansal sıkıntının hafiflemesi ve iflas riskinin azalması piyasanın daha önce gösterdiği olumsuz tepkinin olumluya dönmesi sonucunu doğurmalıdır. Bu durumun var olup olmadığını test etmek için yukarıda finansal sıkıntı göstergeleri ile ilgili yapılan analiz, borç yapılandırma duyuruları için tekrarlanmıştır. Tablo 17’de yeniden yapılandırma duyurularına piyasanın verdiği tepki ile ilgili sonuçlar yer almaktadır.

Buna göre yeniden yapılandırmanın duyurulduğu t(0) günü için şirketlerin hisse senetlerinin sağladığı anormal getiri ortalama % 3’tür. Bu oran en fazla % 20 olmuş bir başka ifade ile şirket tavan yapmıştır. T (0) günü düşüş yaşayan şirketler ya hemen bir gün öncesinde ya da bir gün sonrasında önemli pozitif getiriler elde etmişlerdir. (T-1,1) döneminden bakıldığında ise ortalama değer artışının %9 a çıktığı görülmektedir. En yüksek değer artışı (T-1,5) döneminde toplam 7 günlük dönemde yaşanmıştır. Bu dönemde ortalama endekse göre düzeltilmiş getiri %9,6 artmıştır. Bu

dönemde en yüksek artış %41 olurken, en düşük değişim -%7 olarak gerçekleşmiştir. Hisse senedi değerlerindeki değişimlerin piyasadan farklı olması bir başka ifade ile anormal getirinin anlamlı olması (T-10, 5) dönemi ve daha kısa dönemlerde gerçekleşmiştir. Tüm bu verilen sonuçlar yapılandırmalarına piyasanın oldukça önemli boyutta olumlu aşırı tepki verdiğini göstermektedir.

Tablo 20. Borç yapılandırma anlaşmalarına piyasanın verdiği tepki

		ACAR	Min CAR	Max CAR	Std. Sap	Sig. (2-tailed)	Negatif AR(%)	Toplam gözlem	Negatif CAR(%)
t-20;20	27	0.047	-0.46	0.38	0.320	0.449	0.56	1080	0.48
t-20;5	27	0.016	-0.42	0.69	0.170	0.635	0.54	686	0.41
t-10;10	27	0.065	-0.20	0.57	0.262	0.211	0.54	558	0.44
t-10;5	27	0.070	-0.17	0.62	0.185	0.060*	0.66	346	0.41
t-10;2	27	0.069	-0.25	0.66	0.195	0.075*	0.53	345	0.47
T-5;5	27	0.038	-0.12	0.56	0.208	0.348	0.52	291	0.30
t-5;2	27	0.096	-0.11	0.65	0.166	0.006***	0.63	166	0.37
T-5;1	27	0.094	-0.10	0.51	0.191	0.016**	0.37	153	0.30
T-1;5	27	0.096	-0.09	0.41	0.165	0.006***	0.62	152	0.30
T-2;2	27	0.073	-0.14	0.65	0.129	0.007***	0.35	110	0.26
T-1;1	27	0.090	-0.07	0.41	0.189	0.020**	0.39	80	0.30
T 0;1	27	0.073	-0.04	0.37	0.125	0.005***	0.37	54	0.26
T 0	27	0.030	-0.06	0.20	0.096	0.005***	0.37	27	0.37
T-1;3	27	0.057	-0.10	0.60	0.058	0.014**	0.47	133	0.33
T 0;2	27	0.071	-0.05	0.38	0.154	0.023**	0.50	104	0.41

Bu sonuçlara göre finansal sıkıntıya girişle birlikte düşen piyasa değerinin (hem nominal hemde sektöre göre düzeltilmiş değerlerin) yeniden yapılandırmanın yapıldığının duyurulduğu tarih öncesi 10 günden başlayarak önemli pozitif değer artışı şeklinde geri kazanıldığı görülmektedir.

Ayrıca sıkıntıya girişle piyasanın verdiği tepkinin göstergesi olan ACAR değerleri ile borç yapılandırmasına piyasanın verdiği tepkinin göstergesi olan ACAR değerleri arasında anlamlı bir farklılık olup olmadığı yönünde eşlemeli örneklem t testi yapılmış ve Tablo 21’de sonuçlar verilmiştir.

Tablo 21 Sıkıntı göstergeleri ve yeniden yapılandırma duyurularının olduğu dönemlerde ortaya çıkan ACAR değerlerinin karşılaştırılması

	Ortalama	Std.Sapma	N	Sig. (2-tailed)
Yapılandırma duyurusu	.0634	.02528	16	0.0013
Sıkıntıya giriş göstergesi	-.1711	.24086	16	

Buna göre her iki olayın duyurulması açısından ortaya çıkan tepki istatistiksel açıdan anlamlı farklılık göstermektedir.

Tablo 22. Şirketlerin finansal sıkıntı duyuruları ve yeniden yapılandırma duyurularında oluşan CAR değerlerinin karşılaştırılması

Dönem	N	SD		YD		Sig. (2-tailed)
		Ortalama	Std. Sapma	Ortalama	Std. Sapma	
t-100;100	16	-0.433	0.774	0.056	0.351	0.019
T-50,50	16	-0.300	0.418	-0.002	0.360	0.054
T-20, 20	16	-0.132	0.294	-0.022	0.153	0.222
t-20,2	16	-0.118	0.245	0.089	0.296	0.082
t10;10	16	-0.138	0.270	0.029	0.161	0.060
t-10,5	16	-0.142	0.229	0.050	0.200	0.028
T- 10, 2	16	-0.124	0.243	0.085	0.252	0.020
t-5,5	16	-0.112	0.217	0.070	0.130	0.016
T -5 ,2	16	-0.098	0.146	0.070	0.149	0.010
T-5,1	16	-0.060	0.103	0.070	0.149	0.027
t-1 5	16	-0.112	0.205	0.088	0.148	0.013
t-2,2	16	-0.067	0.111	0.053	0.099	0.006
t_1,1	16	-0.050	0.092	0.064	0.124	0.020
t O,1	16	-0.047	0.078	0.070	0.115	0.014
TO	16	-0.024	0.042	0.055	0.107	0.028

SD: Sıkıntı duyurusu

YD: Yeniden yapılandırma duyurusu

İncelenen dönemlerde (-20,20 hariç) finansal sıkıntıya giriş dönemi anormal getirilerin yeniden yapılandırma duyurusu anormal getirisinden istatistiksel olarak farklı ve düşük olduğu görülmektedir. Ayrıca istatistiksel açıdan en anlamlı farklılığın (-2,2) döneminde gerçekleştiği görülmektedir.

SONUÇ

İşletmelerde başarısızlık çok çeşitli şekillerde ortaya çıkabilmekte, boyutları ve işletmelerle ilgili çıkar grupları üzerine etkileri yaşanan başarısızlığın şiddetine ve türüne göre farklılık gösterebilmektedir. Başarısızlıkla ilgili kavramlardan biri olarak finansal sıkıntı kavramı ise genel olarak vadesi geldiği zaman yükümlülükleri karşılayamama durumunu olarak ifade edilmektedir.

Finansal sıkıntı maliyetleri ve yeniden yapılandırma sürecinin işletmeler ve işletmelerle ilgili çıkar grupları üzerine etkisi bir çok çalışmada inceleme konusu yapılmıştır. Çünkü finansal sıkıntı sürecinin ortaya çıkardığı maliyetlerinin türleri ve büyüklükleri üç temel konuda önem kazanmaktadır. Bu tartışma optimal sermaye yapısının varlığı (veya yokluğu), İflas Yasası'nın da yapılacak düzenleme ve iyileştirmeler ve riskli borçlar için istenecek risk primidir.

Ödünleşme teorisi, iflas ve daha geniş anlamda finansal sıkıntı maliyetlerinin önemine işaret etmektedir. Dolayısıyla finansal sıkıntı maliyetleri ile ilgili bir tahmin yapabilmek bu teorinin geçerliliğini de ortaya koyabilmek açısından önemlidir.

Finansal sıkıntı maliyetleri işletmenin finansal olarak sıkıntılı olup olmadığını bilinmesinden önceki dönemlerde, işletme finansal sıkıntıya düştükten sonra iflas müracaatına kadar geçen zamanda ve iflas için müracaat edildikten sonra ortaya çıkabilmektedir. Bu maliyetlerin büyüklüğünü etkileyen etkenlerle ilgili olarak bazı çalışmalar ve varsayımlar bulunmaktadır. Örneğin, bunlar arasında sermaye yapısının karmaşıklığı ve bilgi asimetrisinin büyüklüğü, yeniden yapılandırmanın kolaylığı, sıkıntı süresinin uzunluğu endüstri performansı ve özelliklerinin etkisi sayılabilir

Araştırmamız finansal sıkıntıya giren şirketler ile sınırlandırılmış ve bu çerçevede özellikle İstanbul Yaklaşımı bünyesinde borçlarını yeniden yapılandıran işletmeler ve özel olarak borç yeniden yapılandırmasına giden işletmeler örnekleme dahil edilmiştir. Bu süreçte şirketlerin hem karlılıkları ile ilgili düşüş veya yükselişler incelenmekte ve bunda etkili olan faktörler ele alınmakta hem de bu sürecin piyasalardaki yansıması yani hisse senedi performansı ortaya konulmaktadır.

1995- 2003 yılları arasında bu kriterlere uyan 50 işletme tespit edilmiştir. Çalışmada üç performans kriteri açısından finansal sıkıntıya düşen işletmeler değerlendirilmiştir. Bunlar karlılık, nakit akışı ve hisse senedi piyasa performansdır

50 tane finansal açıdan sıkıntılı işletmenin başarısızlık tarihlerinden önceki iki yıl boyunca karlılık oranları karşılaştırıldığında bu işletmelerin başarısızlıktan önceki yıllarda önemli bir karlılık düşüşü yaşamadığı görülmektedir. Bu durum bu işletmelerin aslında ekonomik anlamda sıkıntılı değil finansal sıkıntılı olduklarının bir göstergesidir.

Likidite ve finansal yapı oranlarında ise finansal sıkıntıdan iki yıl öncesinden bir yıl öncesine doğru değişim hemen göze çarpmaktadır. Bu durum şirketlerin kısa vadeli yabancı kaynaklarının finansal sıkıntı öncesinde arttığını göstermektedir. Yine toplam borçlar/ toplam aktifler oranında da önemli bir artış gözlenmektedir.

Finansal sıkıntının nedenlerini ortaya koyabilmek amacı ile diskriminant analizi yapılmıştır. Analiz sonucuna göre sıkıntılı şirketler örnekleme ile bu şirketlerle sektör ve ölçek açısından eşleştirilen başarılı işletme örnekleme arasındaki en önemli ayırım kriterleri borçlanma büyüklüğüdür. Örneklem kapsamına alınan şirketler başarılı işletmelerden önemli ölçüde borçlanma ve borçlara ödenen faiz miktarı açısından farklılık göstermekte iken karlılık yönünden bir farklılık söz konusu değildir. Bu durum, finansal sıkıntı sürecinde tespit edilen performans düşüşünün finansal sıkıntının işletmeler üzerindeki maliyetleri olarak ele alınmasını mümkün hale getirmektedir.

Elde edilen sonuçlara göre işletmelerin sıkıntı sürecinde brüt satış karı/net satışlar oranında çok az bir değişim gözlenmiştir. Ancak esas faaliyet karının, dönem karının ve vergi ve faiz öncesi karın bu dönemde önemli ölçüde arttığı görülmektedir. Bu durum finansal sıkıntının işletmenin performansının düşmesine yol açtığı ve maliyetli bir süreç olduğu yönündeki görüşleri desteklemektedir. İşletmelerin ekonomik açıdan verimli işletmeler olduğu dikkate alındığında sıkıntı yılında sıkıntı ile uğraşmadan kaynaklanana genel yönetim giderleri ve pazarlama giderlerindeki artışın bu durumda etkili olduğu rahatlıkla söylenebilir.

Performans kriterlerinden bir diğeri olan ve pazar payı kaybını temsil eden satışlardaki değişim de çalışmamızda incelenmiştir. Özellikle sıkıntı öncesi yıla göre sıkıntı yılında sektöre göre düzeltilmiş satışlarda önemli ölçüde değişim görölmektedir. Sıkıntılı şirketler, nominal olarak satış kaybı yaşamamakla birlikte rakiplerine göre değerlendirildiğinde göreli bir satış azalması yaşadıkları görölmektedir. Dolayısıyla sıkıntılı şirketlerin tedarikçi ve alıcılarla bozulan ilişkilerinin satışlara yansması şeklinde ortaya çıkan dolaylı sıkıntı maliyetlerinin örnekleminiz açasından da geçerli olduğu sonucuna varılmıştır.

Bu düşüşün sektördeki bir genel düşüşten kaynaklanıp kaynaklanmadığını dolayısıyla salt finansal sıkıntının etkisini ortaya koyabilmek için sektöre göre düzeltilmiş oranlarla yapılan eşlemeli örnekleme t testi sonuçları da normal oranlarla yapılan analizden elde edilen sonuçları desteklemektedir. Sektöre göre düzeltilmiş veriler kullanılarak finansal sıkıntı yılı ve firmanın geçmiş yılları incelendiğinde firmanın sıkıntı yılında önemli bir performans düşüşü yaşadığı görölmektedir.

Yeniden yapılandırma sonrasında şirketlerin karlılıklarının sıkıntı önemine göre değişip değişmediği incelendiğinde brüt satış karı/net satışlar oranı hariç hiçbir oranda anlamlı değişme gözlenmemiştir. Bu durum yeniden yapılandırmanın faydalı sonuçlar doğurduğu ve işletmenin en az sıkıntı performansını geri kazandığı yönündeki literatürde yer alan hipotezle örtüşmemektedir. Örnekleminizdeki şirketler finansal sıkıntıdan bir ve iki yıl sonraki, dönemlerde de sıkıntı döneminden istatistiksel açağan anlamlı farklılık olmayan karlılık oranlarına sahiptir. Bu durum finansal sıkıntının etkilerinin devam ettiğinin ve hala finansal sıkıntı maliyetlerine katlanıldığının göstergesi olarak görölebilir. Örneklemindeki şirketlerin yaklaşık yarısının finansal açağan yapılandırıldıktan bir iki yıl sonra tekrar ödeme aczine düşmesi, icra ve hacze konu olması bu görüşü desteklemektedir. Bu da yapılan yeniden yapılandırmaların salt borç vadeleri üzerindeki bir yapılandırmadan kaynaklandığı etraflı bir yeniden yapılandırma sürecinin işletilmediği izlenimi vermektedir.

Finansal sıkıntıya giriş ve yeniden yapılandırma duyurularının piyasa tarafından nasıl algılandığı da çalışmamızda incelenmiştir. Özellikle sıkıntı ile ilgili duyuru öncesi ve sonrası beş günlük dönemde şirketler önemli ölçüde değer kaybına

uğramışlardır.Yeniden yapılandırmanın piyasa tarafından nasıl algılandığı ile ilgili analizde ise yapılandırmanın duyurulduğu gün ve devam eden 20 günde önceki günlere oranla önemli pozitif getiriler elde edildiği görülmektedir. Ancak t-100, t+100 arası yapılan analizde bu durum tersine dnmştir. Bunun nedeni, yeniden yapılandırmadan sonra şirketlerin gerekli rahatlamayı tam olarak sağlayamadıklarının piyasa tarafından algılanması olduğu söylenebilir.

Gerek finansal sıkıntı öncesindeki, gerekse finansal yapılandırmadan sonraki sürede şirketlerin önemli performans düşüşleri yaşadıkları görülmektedir. Bu durum finansal sıkıntı maliyetleri ile ilgili literatürü desteklemektedir. Bu maliyetler şirketler açısından önemli boyutlardadır ve bunun karar alıcılar tarafından dikkate alınması gerekmektedir.

KAYNAKÇA

- AĞAOĞLU, Abdulgaffar E., Türkiye’de Banka İşletmelerinin Ekonomik Analizi ve Gelişme Eğilimi, **Yayınlanmamış Doktora Tezi**, Ankara, 1989
- AKDOĞAN, Nalan ve Nejat Tenker, **Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri**, 10.b., Gazi Kitabevi, Ankara, 2005.
- Akgül, Aziz ve Osman Çevik, **İstatistiksel Analiz Teknikleri: SPSS’de İşletme Yönetimi Uygulamaları**, Emek Ofset, Ankara, 2003.
- AKTAŞ, Ramazan, **Mali Başarısızlık (İşletme Riski) Tahmin Modelleri**, 2. B., Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, Yayın No:323, Ankara, 1997.
- AKTAŞ, Ramazan, Mete Doğanay ve Birol Yıldız, “Mali Başarısızlığın Öngörülmesi: İstatistiksel Yöntemler ve Yapay Sinir Ağı Karşılaştırması”**SBF Dergisi**, Cilt: 58 Sayı: 4, 2003, ss:1-24.
- ALLEN Jeffrey W. ve John J. McConnel, “Equity Carve-Outs And Managerial Discretion”, **The Journal of Finance**, Vol. 53, No.1, 1998.ss:163-186.
- ALTMAN, Edward I., **Corporate Financial Distress and Bankruptcy: A Complete Guide to Predicting and Avoidind Distress and Profiting from Bankruptcy**, Second Ed., John Wiley& Sons Inc., 1993.
- ALTMAN, Edward I., “Financial Ratios, Discriminant AnalyAnalysis and The Pradiction of Corporate Bankruptcy”. **The Journal of Finance**, Vol:23, No:4, 1968, ss: 589-609.
- ALTMAN, Edward I, “A Further empirical Investigation of The Bankruptcy Cost Questions”, **The Journal of Finance**, Vol.39, No.4, 1984, ss:1067-1085.
- ANDRADE, Gregor ve Steven Kaplan, “How Costly Financial (Not Economic) Distress? Evidence From HLT That Become Distress”, **The Journal of Finance**, Vol.53, No.5, 1998, ss:1143-1495.
- ASQUITH, Paul, Robert Gertner ve David Scharfstein, “Anatomy of Financial Distress An Examination of Junk-Bond Issuers” **Quarterly Journal of Economics**, August, 1994, ss: 625-658.
- ATALAY, Oğuz, “İflasın Ertelemesi”, **Bankacılar Dergisi**, s: 47, 2003, ss:93-98.
- AYVAZ, Sema Taşpınar, **İcra İflas Hukukunda Yeniden Yapılandırma**, Yetkin Yayınları, Ankara, 2005.

- BALCI, Şakir, **Uzlaşma Yoluyla Yeniden Yapılandırma**, Güncel Yayınevi, İzmir, 2006
- BALDWIN John, Tara Gray, Joanne Johnson, Jody Proctor, Mohammed Rafiquzzaman, David Sabourin, **Failing Concerns: Business Bankruptcy in Canada**, **Statistics Canada**, Catalogue no. 61-525-XIE, 1997. <http://dsp-psd.tpsgc.gc.ca/Collection/Statcan/61-525-X/61-525-XIE1997001.pdf>, 04/07/2004.
- BENLİ, Yasemin Keskin, “Mali açıdan Başarılı ve Başarısız İşletmelerin Mali Oranları Arasındaki İlişkilerin Faktör Analizi İle İncelenmesi”, **Muhasebe Ve Denetim Bakış**, Yıl. 5, Sayı.17, 2006, ss: 53-71.
- BETKER, Brian L., “The Administrative Costs of Debt Restructurings:Some Recent Evidence”, **Financial Management**, Vol.26, No.4, 1997, ss:56-68.
- BETKER, Brian L., “The Security Price Effects of Public Debt Defaults”, **The Journal of Financial Research**, Vol:21, No:1, 1998, ss:23-35.
- BERNARDO, Antonio E., Eric L. Talley, “Investment Policy and Exit-Exchange Offers Within Financially Distressed Firms”, **The Journal of Finance**, Vol. 51, No.3, 1996.
- BOLAK, Mehmet, “Firma Başarılarının Değerlendirilmesinde Çok Değişkenli bir Model Önerisi Sektörel Bir Uygulama” **Banka ve Ekonomik Yorumlar**, Haziran, 1987; ss:41-48.
- BORN, Jeffery A. ve Wictoria B. Williams, “Equity –For-Debt Exchange Offers: Theory, Practice, and Evidence”, **The Financial Review**, Vol. 32, No.2, 1997.
- BRANCH, Ben, “The Costs of Bankruptcy: A Review”, **International Review of Financial Analysis**, Vol.11, 2002, ss:39-57.
- BREALEY, Richard A., Stewart C. Myers ve Alan J. Marcus, **İşletme Finansının Temelleri**, Çev: Ünal Bozkurt, Türkan Arıkan ve Hatice Doğukanlı, Literatür Yayıncılık, İstanbul, 1999.
- BRIGHAM, Eugene F., **Finansal Yönetimin Temelleri-II**, Çev: Özdemir Akmut, Halil Sarıaslan, Ankara Üniversitesi Yayın No: 213, Ankara, 1999.
- BROWN,T.David, Christopher M. James ve Robert M. Mooradian “The Information Content of Distressed Restructuring Involving Public and Private Debt Claims”, **Journal of Financial Economics**, No: 33, 1993, ss:93-118.

- CANBAŞ, Serpil Atlan Çabuk ve Süleyman Bilgin Kılıç, “Prediction of Commercial Bank Failure Via Multivariate Statistical Analysis of Financial Structures: The Turkish Case”, **European Journal of Operational Research**, No.166, 2005, ss:528-546.
- CHATTERJEE, Sris, Upinder S. Dhillon, and Gabriel G. Ramirez, “Resolution of Financial Distress: Debt Restructurings via Chapter 11, Prepackaged Bankruptcies, and Workouts” **Financial Management**, Vol: 25, No: 1, 1996, ss: 5-18.
- CHEN, G. M. Ve L. J. Merville, “An Analysis of the Underreported Magnitude of the Total Indirect Costs of Financial Distress”, **Review of Quantitative Finance and Accounting**, No.:13,1999, ss:277-293.
- CHEN, Yehning , J. Fred Weston and Edward I. Altman, “Financial Distress and Restructuring Models”,**Financial Management**,Vol. 24, No:2,1995, ss:57-75.
- CHENG, Louis T. W. ve James E. McDonald, “Industry Structure and Ripple Effects of Bankruptcy Announcements”, **The Financial Review**, Vol.31, No. 4, 1996, ss: 783-807.
- CLARK, Kent ve Eli Ofek, “Mergers as a Means of Restructuring Distressed Firms: An Empirical Investigation”, **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 29, No.4, 1994, ss:541-565.
- CLAESSENS, Stijn, Simeon Djankov ve Leora Klapper, “Resolution of Corporate Distress in East Asia”, **Journal of Empirical Finance** , Vol.10, 2003, ss:199-216
- COONEY, Mary Rose, Frank Finn, Angela Karl, “Australian Divestiture Activity: An Examination Of Gains To Sell-Off Announcements”, **Australian Journal of Management**, c.29, Öz. S., 2004, ss:135-151.
- COPELAND, Thomas E. ve J. Fred Weston, **Financial Theory and Corporate Policy**, Addison- Wesley Publishing Inc, USA, 1992.
- CUMMING, John and Tina Y. Mallie, “Accounting for Divestitures; A Comparison of Sell-Offs, Spin-Offs, Split-Offs, and Split-Ups”, **Issues in Accounting Education**, Vol. 14, No.1, 1999, ss:75-97.

- CUTLER, David M. ve Lawrence H. Summers, “The Costs of Conflict Resolution and Financial Distress: Evidence on The Texaco- Pennzoil Litigation”, **RAND Journal of Economics**, Vol.19, No.2,1988, ss:157-171.
- ÇELİK, Orhan, **Şirket Birleşmeleri ve Birleşmede Şirket Değerlemesi**, Turhan Kitabevi, Ankara, 1999,
- DAHIYA, Sandeep, Anthony Saunders ve Anand Srinivasan, “Financial Distress and Bank Lending Relationships”, **The Journal of Finance**, Vol.58, No.1, 2003, ss:375-399.
- DAWKINS, Mark C., Linda Smith Bamber, “Does The Medium Matter? The Relations Among Bankruptcy Petition Filings, Broadtape Disclosure, and the Timing of Price Reactions” **The Journal of Finance**, Vol:13, No:3, 1998, ss:1149- 1163.
- DEAKIN, Edward B., “A Discriminant Analysis of Predictors of Business Failure”, **Journal of Accounting Research**, Spring, 1972, ss:167-179.
- DEİS, Donald R., Darly M. Guffey ve William T. Moore, “Further Evidence on Relationship Between Bankruptcy Cost and Firm Size”, **Quarterly Journal of Business and Economics**, Vol. 34, No.1, 1995, ss:69-79.
- DENIS David J. ve Diane K. Denis, “Causes of Financial Distress Following Leveraged Recapitalizations”, **Journal Of Financial Economics**, No.27, 1995, ss:129-157.
- DROBETZ, Wolfgang ve Roger Fix, “What are the Determinants of the Capital Structure? Some Evidence for Switzerland”, **WWZ/Department of Finance**, Working Paper No. 4/03, 2003;
<http://www.wwz.unibas.ch/cofi/publications/papers/2003/04-03.pdf>; 04/06/2004.
- DOUMPOS, Michael ve Constantin Zopounidis, “A Multicriteria Discrimination method for the Prediction of Financial Distress: The Case of Greece”, **Multinational Finance Journal**, Vol.3, No.2, 1999:ss:71-101.
- EBERHART, Allan C., Edward I. Altman ve Reena Aggarwal, “ The Equity Performance of Firms Emerging From Bankruptcy” **Journal of Finance**, Vol:56, No: 5, 1999, ss:1855-1868.
- EASTERWOOD, John C., “Divestments and Financial Distress in Leveraged Buyouts”, **Journal of Banking & Finance**, Vol. 22, 1998, ss:129-159.

- EMERY Douglas R., John D. Finnerty, **Corporate Financial Management**, Prentice-Hall Inc, USA, 1997.
- FRANKS, Julian R. ve Walter N. Torous, “Lesson from a Comparison of US and UK Insolvency Codes”, **Corporate Bankruptcy**, Editor; Jagdeep S. Bhandari ve Lawrence A. Weiss, Cambridge University Press, USA, 1996.
- FRYDMAN, Halina, Edward I. Altman ve Duen-Li Kao, “Introducing Recursive Partitioning for Financial Classification: The Case of Financial Distress”, **The Journal of Finance**, Vol.11, No.1, 1985.
- GAUGHAN, Patrick A., **Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring**, 3.b., John Wiley and Sons Inc., USA, 2002.
- GERTNER, Robert ve David Scharfstein, “A Theory of Workouts and The Effects of Reorganization Law” **The Journal of Finance**, Vol:46, No:4, 1991 ss:1189-1222.
- GIAMMARINO, Ronald M., “The Resolution of Financial Distress”, **The Review of Financial Studies**, Vol:2, No:1, 1989, ss:25-47.
- GILSON, Stuart C., Kose John ve Larry H.P. Lang, “ Troubled Debt Restructurings- An Empirical Study of Private Reorganization of Firms in Default”, **Journal of Financial Economics**, No. 27, 1990, ss:315-353..
- GILSON, Stuart, “Manager Turnover And Financial Distress”, **Journal of Financial Economics**, Vol.25, 1989, ss:241-262.
- GILSON, Stuart C. ve Michael R. Vetsuypens, “CEO Compensation in Financial Distressed Firms: An Empirical Analysis”, **The Journal of Finance**, Vol. 48, No.2, 1993, ss: 425-458.
- GILSON, Stuart C. “Transactions Costs and Capital Structure Choice: Evidence From Financially Distressed Firms”, **The Journal of Finance**, Vol.52, No.1, 1997, ss:161-196.
- HAUGEN, Robert A. ve Lemma W. Senbet, “The Insignificance of Bankruptcy Costs to the Theory of Optimal Capital Structure” **The Journal of Finance**, Vol:33, No:2, ss: 383-393.
- HILL, Nancy Thorley, Susan E. Perry ve Steven Anders, “Evaluating Firms in Financially Distress: An Event History Analysis”, **Journal of Applied Business Research**, Vol.12, No.3, 1996, ss: 60-71.

- HING, Amy ve Ling Lau, “A Five States Financial Distress Prediction Model”, **Journal of Accounting Research**, Vol.25, No.1, 1987, s. 27-128.
- HOSHI, Takeo, Anil Kashyap ve David Scharfstein, “The Role of Banks in Reducing The Costs of Financial Distress in Japan” , **NBER Working Papers Series**, No: 3435, 1990.
- HOTCHKISS, Edith S., Robert M. Mooradian, “Vulture Investors and the Market For Control of Distressed Firms”, **Journal of Financial Economics**, No:43, 1997, ss:401-431.
- IŞIKTAÇ, Muhip Seyda “ İflasın ertelenmesi”
[http://www.hukuk.gen.tr/dergi/yazilar/Iflasin_Ertelenmesi. pdf](http://www.hukuk.gen.tr/dergi/yazilar/Iflasin_Ertelenmesi.pdf) ; 02/02/2006.
- JAIN, Prem C., “The Effect of Voluntary Sell-off Announcements on Shareholder Wealth”, **The Journal of Finance**, Vol. 40, No.1, 1985, ss:209-224.
- JENSEN, Michael C., “Eclipse of the Public Corporation”, **Harvard Business Review**, September-October 1989, s.12-13;
[http:// papers.ssrn.com/abstract=146149](http://papers.ssrn.com/abstract=146149) .
- JENSEN, Michael C. ve William H. Meckling, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure” **Journal of Financial Economics**, Vol: 3, No. 4, 1976, ss:305-360.
- JOHN, Kose, Larry H. P. Lang ve Jeffry Netter, “Voluntary Restructuring of Large Firms in Response to Performance Decline”, **Journal of Finance**, Vol.47, No.3, 1992, s.891-917.
- KAHL, Matthias, "Financial Distress aa a Selection Mechanism: Evidence from the United States" **Finance Paper**, 2001, 16-01.
<http://repositories.cdlib.org/anderson/fin/16-01>, 06/04/2004.
- KAPLAN, Steven N, “Campeau’s Acquisition of Federated – Post Bankruptcy Results”, **Journal of Financial Economics**, No.35, 1994, ss:123-136.
- KARACABEY, Ali Argun, “Banka Başarısızlıklarının Minimum Sapma Modeli ile Tahmin Edilmesi”, **Ankara Üniversitesi SBF Dergisi**, Cilt.61, s.2, 2006, ss:90-109.
- KHAN, A. Quayyum, Dileep R. Mehta, “Voluntary Divestitures and The Choice Between Sell-offs and Spin-offs”, **Financial Review**, Vol.31, No.4, 1996, ss:885-912.

- KISA, Turkey, **Bankaların Mali Başarısızlığının Tahminine Yönelik Çok Boyutlu Model**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 1997.
- KUHN, Robert Lawrence ve Allen D. Morton, “Bankruptcy and Reorganizations” **Capital Raising And Financial Structure- II**, Ed. Robert Lawrence Kuhn, Dow Jones- Irwin, The Library of Investment Banking, USA, 1990.
- KURU, Baki, Ramazan Arslan ve Ejder Yılmaz, **İcra ve İflas Hukuku**, Genişletilmiş 15.Baskı, Yetkin Yayınları, Ankara, 2002.
- LIE, Erik, Heidi J. Lie ve John J. McConnell, “Debt-Reducing Exchange Offers”, **Journal of Corporate Finance**, Vol.7, 2001, s. 201-204.
- MASULIS, Ronald W., “The Impact of Capital Structure Change On Firm Value: Some Estimates”, **Journal of Finance**, Vol. 38, No. 1, 1983, ss: 107-126.
- MEGGINSON, William M., **Corporate Finance Theory**, Addison- Wesley Inc., 1997.
- Meriç, Gülser, **Farklı Sanayi Dallarındaki İşletmelerin Finansal Karakteristiklerinin Karşılaştırılması**, Hacettepe Üniversitesi İİBF yayını, Yayın No:6, Ankara, 1985.
- MUSABALLI, Aydın, “İflasın rtenmesi Şartları”
http://www.turkhukuk sitesi.com/makale_240.htm 14 Mart 2006 04:42:11.
- MYERS, Stewart C., “The Capital Structure Puzzle”, **The Journal of Finance**, Vol:39, No:3, 1984, ss:575-592.
- OPLER, Tim C., ve Sheridan Titman, “Financial Distress and Corporate Performance”, **The Journal of Finance**, Vol.49, No.3, 1994, ss:1015-1041.
- ÖZTEK, Selçuk “İflasın Ertelenmesi”, **Bankacılar Dergisi**, Sayı.53, 2005, ss: 23-71.
- PADILLA, A. Jorge, Alejandro Requejo, “Financial Distress, Bank Debt Restructurings, And Layoffs”, **Spanish Economic Review**, Vol:2, 2000, ss.73-103.
- PEKCANITEZ, Hakan,Oğuz Atalay, Meral Sungurtekin Özkan ve Muhammet Özekes, **İcra ve İflas Hukuku**, 3. Baskı, Yetkin Yayınları, Ankara, 2005.
- PULVINO, Todd C., “Effects of Bankruptcy court Protection on Asset Sales”, **Journal of Financial Economics**, Vol.52, 1999, s.151-186.

- ROSS, Stephen A., Randolph W. Westerfield ve Jeffrey Jaffe, **Corporate Finance**, 6.B., International Edition, McGraw Hill Irwin, 2002.
- SAMUELS, J.M., F.M. Wilkes ve R.E. Brayshaw, **Management of Company Finance**, 6.b. Chapman& Hall Inc., London,1995.
- SAYILGAN, Güven, **Soru ve Yanıtlarıyla İşletme Finansmanı**, Turhan Kitabevi, Ankara, 2003.
- SCHERR, Frederick C., “The Bankruptcy Cost Puzzle”, **Quarterly Journal of Business and Economics**, Vol. 27, No. 3, 1988, ss:147-179.
- SHLEIFER, Andrei ve Robert W. Vishny, “Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach”, **The Journal of Finance**, Vol. 47, No. 4, 1992, ss:1343- 1365.
- SHRADER, Mark J., Kent A. Hickman. “Economic Issues in Bankruptcy and Reorganization”, **Journal of Applied Business Research**, Vol.9, No.3, 1993.
- TASHJIAN, Elizabeth, Ronald C. Lease ve John J. McConnel, “Prepacks: An Empirical Analysis of Prepackaged Bankruptcies”, **Journal of Financial Economics**, No.40, 1996, ss:135-162.
- THORBURN, Karin S., “Bankruptcy Auctions: Costs, Debt Recovery, And Firm Survival”, **Journal of Financial Economics**, Vol.58, 2000, ss:337-368.
- TİTİZ, İsmet, “Kriz Dönemlerinde Mali Oran Analiz Temelli Erken Uyarı Sisteminin İşletme Başarısının Belirlenmesinde Kullanılması”, **Yayımlanmamış Doktora Tezi**, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta, 2000.
- TBB İcra İflas Çalışma Grubu “İcra ve İflas Kanunu’nda Başlıca Değişiklikler”, **Bankacılar Dergisi**, Sayı. 46, 2003, ss:96-108.
- TBB, “Finansal Yeniden Yapılandırma Çerçeve Anlaşması”, 2002, s. 6-7. http://www.tbb.org.tr/turkce/FYYCA_ek.doc
- WARNER Jerold B, Bankruptcy Costs: Some Evidence, *The Journal of Finance*, Vol.32, No.2, 1977, ss:337-347.
- WEIS Lawrence A., **Bankruptcy Resolution: Direct Cost And Violation Of Priority Of Claims, Corporate Bankruptcy**, Ed: Jagdeep S. Bhandari, Lawrence A. Weiss, Cambridge University Pres, 1996.
- WESTON, J. Fred, Juan A. Siu ve Brian A., *Takeovers, Restructuring and Corporate Governance*, 3.B., Prentice Hall, 2001.

- WESTON, J. Fred Mark L. Mitchell ve J. Harıld Mulherim, **Takeovers, Restructuring and Corporate Governance**, 3.B., Prentice Hall, 2003
- WHITAKER Richard B., “The Early Stages of Financial Distress”, **Journal of Economics and Finance**, Vol. 23, No.2, 1999, ss:123-133.
- WHITE, Michelle J., “The Cost of Corporate Bankruptcy: A U.S.- European Comparison”, **Corporate Bankruptcy**, Ed: Jagdeep S. Bhandari, Lawrence A. Weiss, Cambridge University Pres, 1996.
- WILLIAMSON, Oliver E., “Corporate Finance and Corporate Governance”, **The Journal of Finance**, Vol.43, No. 3, 1988, ss:579-580
- WRUCK, Karen Hopper, “Financial Distress, **Reorganization and Organizational Efficiency**”, **Journal of Financial Economics**, Vol.27, 1990, ss:419-444.
- YALKIN Yüksel Koç, **İşletmelerde Mali Analiz, 6. b.**, Ankara, 1988.
- YILDIZ, Birol, “Finansal Başarısızlığın Öngörülmesinde Yapay Sinir Ağı Kullanımı ve Halka Açık Şirketlerde Amprik Bir Uygulama”, **İMKB Dergisi**, Cilt:5, Sayı:17, 2001, ss:51-67.
- ZMIJEWSKI, Mark E., “Methodological Issues Related to The Estimation of Financial Distress Prediction Models”, **Journal of Accounting Research**, Vol.22, 1984.
- Türk Ticaret Kanunu
- İcra İflas Kanunu
- 30.07.2003 tarihli 25184 sayılı Resmi Gazete
- 21/02/2004 tarihli 25380 sayılı Resmi Gazete
- 31/01/2002 tarihli 24657 sayılı Resmi Gazete
- www. Solvency. com/bankpred.htm

ÖZET

Şirketler çeşitli nedenlerle finansal sıkıntıya girebilmektedir. Finansal sıkıntı yaşanması veya finansal sıkıntıya düşme olasılığı; hem şirketin, hem de şirketle ilgili çıkar gruplarının çeşitli maliyetlerle karşılaşma olasılığını artırmaktadır. Finansal sıkıntı sürecinin ortaya çıkarılabileceği maliyetler ve bu maliyetlerin büyüklüğü, finans literatüründe tartışılan konulardan biridir.

Finansal sıkıntı maliyetlerinin büyüklüğünün bilinmesi; başta sermaye yapısı kararları olmak üzere, iflas hukukunda yapılacak düzenlemeler, riskli borçlar için risk priminin düzeyinin belirlenmesi gibi karar süreçleri üzerinde etkilidir. Bundan dolayı, finansal sıkıntı maliyetleri ve yeniden yapılandırma sürecinin işletmeler ve işletmelerle ilgili çıkar grupları üzerine etkisini inceleyen çalışmalar gün geçtikçe artmaktadır.

Şirketlerin finansal sıkıntı sürecinde katlandıkları maliyetlerin ve yeniden yapılandırma sonrası şirket performansındaki değişimin incelendiği çalışmamız üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde; finansal sıkıntı ve yeniden yapılandırmanın kavramsal, ekonomik ve yasal boyutları ele alınmıştır. Bu bölümde ayrıca finansal sıkıntının nedenleri, finansal sıkıntı maliyetlerinin sermaye yapısı kararları açısından önemi, finansal sıkıntı içindeki şirketlerin başvurabilecekleri yeniden yapılandırma süreçleri incelenmiştir.

İkinci bölümde; finansal sıkıntı sürecinde katlanılan doğrudan ve dolaylı maliyetler literatürden elde edilen bulgular çerçevesinde incelenmiştir. Ayrıca yeniden yapılandırma sürecinde kullanılacak yöntemler ve bu yöntemlerin işletme performansına etkisi de bu bölümde tartışılmıştır.

Üçüncü bölümde ise, İMKB'de işlem gören, finansal sıkıntıya düşmüş şirketlerin katlandığı dolaylı finansal sıkıntı maliyetleri; satışlardaki değişim, kârlılıktaki değişim ve piyasa değerindeki değişim şeklinde üç kriter açısından incelenmiştir. Araştırmamızda; finansal sıkıntı sürecinde işletmelerin satışlarında ve kârlılığında önemli düşüşler yaşadıkları ve piyasanın finansal sıkıntıyı maliyetli bir süreç olarak algılayarak, sıkıntı ile ilgili duyurularda şirketin piyasa değerini düşürecek şekilde tepki verdiği yönündeki literatürü destekleyici bulgulara ulaşılmıştır.

ABSTRACT

Due to a variety of reasons, corporates get into a financial distress by not being able to make debt payment, caused mainly by insufficient amount of cash flow needed in due course. Such a financial distress or the possibility of getting into it may very well damage the relation between the corporates and a group that may consists of suppliers, customers, creditors, and as well as other parties involved. This unpleasant situation may induce costs for both the corporate and the stake holders. The knowledge of the extent that financial distress costs are controversial in finance literature.

The knowledge of the extent that financial distress costs may induce is very important in decision making process on issues such as determining the risk premium levels for risky debts and arrangements needed in bankruptcy code, as well as the decisions to be made on the capital structure. As a result more research is being conducted to determine the effect of financial distress costs and restructuring of the corporates on firms and the stake holders affiliated with the firms..

In this study we consider the costs induced during the financial distress and changes that occur in the performance level of corporates followed by their reorganization. Our study consists of three sections. In the first section, financial distress and reorganization are investigated from conceptual, economical and judicial point of view. Furthermore, the cause of financial distress, the importance of financial distress costs for capital structure decisions and the reorganization processes that the the corporates under financial distress may apply to.

In Section two, the direct and indirect costs induced by the financial distress has been investigated in connection with the results reported in the literature. Furthermore, the literature on the the methods that can be used in the process of reorganization and the influence of such methods on the performance of the corporate are discussed in this section.

In section three, the corporates listed in ISE that experienced financial distress have been determined and the induced indirect financial costs have been investigated in terms of three criteria: changes in the sells, profit and market value. We reached at the conclusion, supporting those in the literature, that the corporates experience losses in their sells and profits during the times of financial distress and that market regards the financial distress as a costly process and react by lowering the market value of the corporate.

EKLER

EK 1: Araştırmada Kullanılan Finansal Sıkıntılı Şirket rneklemi

	Sektör	Sıkıntılı Şirketler	Başarılı Şirketler
1	Metal EŞya Sanayi	EMKEL	ALCAR
1	Metal EŞya Sanayi	EMPAS	ASUZU
1	Metal EŞya Sanayi	EMSAN	BFREN
1	Metal EŞya Sanayi	MAKTK	DİTAŐ
1	Metal EŞya Sanayi	RAKSE	EMNİŐ
1	Metal EŞya Sanayi	RAKSEV	FMİZM
1	Metal EŞya Sanayi	UZEL	PARSN
1	Metal EŞya Sanayi	CMLOJ	TUDDF
2	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi	DOGUB	AFYON
2	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi	GORBN	CMBTN
2	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi	USAK	HZNDR
4	Gıda, İçki Tütün	APEKS	ERSU
4	Gıda, İçki Tütün	DARDL	KNFRT
4	Gıda, İçki Tütün	KENT	PETUN
4	Gıda, İçki Tütün	KERTV	PİNST
4	Gıda, İçki Tütün	MDRNU	SKPLC
4	Gıda, İçki Tütün	MERKO	TATKS
4	Gıda, İçki Tütün	SELGD	TBORG
4	Gıda, İçki Tütün	UNTAR	TUKAS
4	Gıda, İçki Tütün	ALYAĞ	VANET
5	Tekstil, Konfeksiyon, Deri	ESEMS	AKALT
5	Tekstil, Konfeksiyon, Deri	GUMUS	AKİPD
5	Tekstil, Konfeksiyon, Deri	KOTKS	ALTIN
5	Tekstil, Konfeksiyon, Deri	KOYTS	EDİP
5	Tekstil, Konfeksiyon, Deri	POLYL	GEDİZ
5	Tekstil, Konfeksiyon, Deri	SIFAS	KORDS
5	Tekstil, Konfeksiyon, Deri	TUMTK	OKANT
5	Tekstil, Konfeksiyon, Deri	ARAT	ARSAN
5	Tekstil, Konfeksiyon, Deri	BERDN	ATEKS
5	Tekstil, Konfeksiyon, Deri	BISAS	CEYLN
5	Tekstil, Konfeksiyon, Deri	BYSAN	MNDRS
5	Tekstil, Konfeksiyon, Deri	MEMSA	YUNSA
6	Kimya, Petrol Kauçuk	BYRBY	AKSA
6	Kimya, Petrol Kauçuk	CBSBO	BAGFS
6	Kimya, Petrol Kauçuk	DYOBY	EGGB
6	Kimya, Petrol Kauçuk	TRCAS	GOODY
6	Kimya, Petrol Kauçuk	EPLAS	MRSHL
6	Kimya, Petrol Kauçuk	MEGES	PIMAS
6	Kimya, Petrol Kauçuk	PRTAS	ALKIM
10	Metal Ana Sanayi	FENİS	BRSAN
10	Metal Ana Sanayi	KRDMD	SARKY
11	Kağıt ve Kağıt rnleri Sanayii	ISAMB	HURGZ
11	Kağıt ve Kağıt rnleri Sanayii	SABAH	KARTN
13	Turizm ve Otel	FVORİ	TEKTU
13	Turizm ve Otel	MMART	AYCES
13	Turizm ve Otel	NTTUR	MAALT
15	Toptan Ticaret	EGIYM	TOFAS
15	Toptan Ticaret	NERGS	SANKO
15	Perakende Ticaret	SEZGD	İNTEM
16	Perakende Ticaret	SAPAZ	MİPAZ

Ek:2 Değişkenlerin normallik dönüşümleri sonucu Kolmogorov-Simirnov test sonuçları

Test of normality		Med.	Nor.			Med.	Nor.
(Kolmogorov- Simirnov)	B	Sig.	Sig.		B	Sig.	Sig.
		n=44	n=44			n=44	n=44
Dönen varlıklar / KVKYK	0	0.14	0.2	Esas faaliyet karı+amortisman/Net satış	0	0,2	0.2
	1	0.13	0.05		1	0,2	0.2
Dönen varlıklar -stoklar / KVKYK	0	0.20	0.2	Esas faaliyet karı +amortisman / Toplam varlıklar	0	0.2	0.2
	1	0.07	0.2		1	0.2	0.2
Dönen varlıklar/Toplam varlıklar	0	0.20	0.2	Olağan kar(/net satışlar	0	0,03	0,01
	1	0.20	0,036		1	0.2	0.16
Net çalışma sermaye/Toplam varlıklar	0	0.20	0.19	Olağan kar/ Toplam varlıklar	0	0.2	0,02
	1	0.20	0.2		1	0.20	0.09
Duran varl/Özsermaye+Uvyk	0	0.06	0.2	Olağan kar+amort+faiz/Net satışlar	0	0.2	0.2
	1	0.2	0.05		1	0.20	0.2
KVKYK/Toplam varlıklar	0	0.08	0.2	Olağan kar+amort+faiz/ Toplam varlıklar	0	0.2	0.2
	1	0.2	0.2		1	0.2	0.2
KVKYK/Toplam borçlar	0	0.20	0.16	VFAöncesi kar/satışlar	0	0.2	0.2
	1	0.20	0.06		1	0.2	0.2
Toplam borçlar/Toplam varlıklar	0	0.2	0.07	VFAöncesi kar/ Toplam varlıklar	0	0.2	0.2
	1	0.2	0.2		1	0.2	0.2
Nakit dönüş süresi	0	0.0	0.2	Dönem net karı/Net satışlar	0	0.02	0.00
	1	0.12	0.16		1	0.00	0.07
Net satışlar/ Toplam varlıklar	0	0.10	0.01	Dönem net karı/ Toplam varlıklar	0	0,08	0.00
	1	0.12	0.01		1	0.2	0.00
Faaliyet gid. / Toplam varlıklar	0	0.10	0.03	VFÖK/Faizler	0	0.00	0.00
	1	0.02	0.00		1	0.00	0.00
Brüt sat. karı/Net satışlar	0	0.2	0.2	VFÖK/Toplam varlıklar	0	0.2	0.2
	1	0.2	0,17		1	0.2	0.2
Brüt sat. Karı /Aktif	0	0.14	0,2	VFÖK/Satışlar	0	0.2	0.2
	1	0.07	0,2		1	0.2	0.2
Esas faaliyet karı(NEFK)/Net satışlar	0	0.2	0,2	Faizler/(toplam borç-karşılık)	0	0.11	0.2
	1	0.2	0.2		1	0.15	0.20
Esas faaliyet karı/Toplam varlıklar	0	0.2	0.12	Aktif büyüme hızı oranı	0	0.03	0.01
	1	0.2	0.11		1	0.03	0.2
Bir önceki yıla göre satışlardaki artış	0	0.14	0.187	Ölçek (Log toplsm varlık)	0	0.2	0.18
	1	0.08	0.01		1	0.14	0.15
	0			Ölçek (Log satış)	0	0.2	0.2
	1				1	0.2	0.2

Med: Medyana göre düzeltilmiş oranlar; Nor: Normal oranlar; 1: başarılı şirketler; 0: sıkıntılı şirketler. Dağılımı normal olmayan değişkenler tabloya alınmamış anca parametrik olmayan testler kullanılırken örnekleme dahil edilmiştir.