



**T.C.  
ADNAN MENDERES ÜNİVERSİTİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İŞLETME ANABİLİM DALI  
İMF – YL – 2013 – 0004**

**FİNANSAL SIKINTI MALİYETLERİ VE İŞLETMELERDE  
YENİDEN YAPILANDIRMA: BORSA İSTANBUL'DA BİR  
UYGULAMA**

**HAZIRLAYAN  
Derya ALAV**

**TEZ DANIŞMANI  
Doç. Dr. Mustafa ÖZTÜRK**

**AYDIN- 2013**

**T.C.  
ADNAN MENDERES ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İŞLETME ANABİLİM DALI  
İMİF – YL – 2013-0004**

**FİNANSAL SIKINTI MALİYETLERİ VE  
İŞLETMELERDE YENİDEN YAPILANDIRMA: BORSA  
İSTANBUL'DA BİR UYGULAMA**

**HAZIRLAYAN**

**Derya ALAĞ**

**TEZ DANIŞMANI**

**Doç.Dr. Mustafa ÖZTÜRK**

**AYDIN- 2013**

**T.C.**  
**ADNAN MENDERES ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE**  
**AYDIN**

İşletme Ana Bilim Dalı İşletme Muhasebe – Finansman Yüksek Lisans Programı öğrencisi Derya ALAV tarafından hazırlanan Finansal Sıkıntı Maliyetleri ve İşletmelerde Yeniden Yapılandırma: Borsa İstanbul’da Bir Uygulama başlıklı tez, 19.09.2013 tarihinde yapılan savunma sonucunda aşağıda isimleri bulunan jüri üyelerince kabul edilmiştir.

**Unvanı, Adı ve Soyadı:**

**Kurumu \_\_\_\_\_ :**

**İmzası:**

(Başkan)Doç.Dr. Mustafa ÖZTÜRK

Adnan Menderes Üni.

Doç.Dr. Yusuf KADERLİ

Adnan Menderes Üni.

Yrd. Doç.Dr. Ömer ÖZPINAR

Adnan Menderes Üni.



Jüri üyeleri tarafından kabul edilen bu ... tezi, Enstitü Yönetim Kurulunun .....sayılı kararıyla ..... tarihinde onaylanmıştır.

Doç. Dr. Fatma Neval GENÇ  
Enstitü Müdürü

Bu tezde görsel, işitsel ve yazılı biçimde sunulan tüm bilgi ve sonuçların akademik ve etik kurallara uyularak tarafımdan elde edildiğini, tez içinde yer alan ancak bu çalışmaya özgü olmayan tüm sonuç ve bilgileri tezde kaynak göstererek belirttiğimi beyan ederim.

Adı Soyadı : Derya ALAV

İmza :

**Derya ALAV**

## **FİNANSAL SIKINTI MALİYETLERİ VE İŞLETMELERDE YENİDEN YAPILANDIRMA: BORSA İSTANBUL'DA BİR UYGULAMA**

### **ÖZET**

Bu çalışmada şirketlerin iflas sürecinde tasfiye yoluna mı başvurdukları yoksa yeniden yapılandırma yöntemlerine mi yöneldiklerine ilişkin kararları incelenmiş ve analiz edilmiştir. Bu analiz yapılmadan önce finansal sıkıntı kavramının ne olduğu, türleri, nedenleri, sonuçları ile ilgili konular ele alınmıştır. Çalışmanın son bölümünde ise BİST (Borsa İstanbul)'de işlem gören işletmelerin yeniden yapılandırılmasına ilişkin veriler incelenmiştir. BİST'de işlem gören şirketlerin 2008-2012 yıllarına ilişkin verileri kullanılarak finansal yeniden yapılandırma uygulamaları hakkında kamuya yapılan bildirimlerin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Bildirimlerin firma değerine olan etkisini ölçmek için anormal getiri ve kümülatif getiriler hesaplanmış olup, olay etüdü yönteminden yararlanılmıştır.

### **ANAHTAR SÖZCÜKLER**

Finansal Yeniden Yapılandırma, Firma Değeri, Olay Etüdü, Kümülatif Ortalama Getiri, Aşırı Getiri.

**Derya ALAV**

**COSTS OF FINANCIAL DISTRESS AND RECONSTRUCTION  
IN ENTERPRISES: AN APPLICATION IN İS ISTANBUL  
STOCK EXCHANGE**

**ABSTRACT**

In this study, decisions of the companies are analyzed whether they choose settlement during bankruptcy or they turn to the ways of reconstruction, We handled what the financial problems; kinds, reasons and the results of these financial distress before the anlysis. At the final part of the study, the data about the reconstruction of enterprises functioning in İstanbul Stock Exchange is overlooked. We investigated that effect of declarations that made to the public about financial reconstruction operations on the stock yield. In order to analyze this, we used the data of the companies functioning in İstanbul Stock Exchange related to 2008-2012. Anormal and cumulative yields are also accounted in order to measure effects of the declarations to the price of firms.

**KEYWORDS**

Financial Reconstruction, Company Value, Event Survey, Cumulative Average Return, Excessive Return.

## ÖNSÖZ

İşletmelerin, ömürlerinin teoride sınırsız olduğu söylenir. Ancak pratikte birçok nedenden dolayı başarısızlığa uğradıkları hatta faaliyetlerinin sona erdiği görülmektedir. Sebebi ne olursa olsun finansal sıkıntı yaşayan bir firmanın iflasa gitmeden önce mali durumunu düzeltmek amacıyla önlem alınması gerekmektedir.

Bütün bunların yanı sıra amaç, firmanın finansal yapısını güçlendirmek ve firmanın varlığını sürdürmesini sağlamaktır. Bu çalışma finansal başarısızlık yaşayan firmalara ışık tutmak amacıyla hazırlanmıştır.

Tez çalışmama değerli katkılarda bulunan danışman hocam Sayın Doç. Dr. Mustafa ÖZTÜRK'e, öneri ve yardımlarıyla tez çalışmama önemli katkılar sağlayan Tez İzleme Komitesinin değerli jüri üyeleri: Doç.Dr.Yusuf KADERLİ'ye, Ydr.Doç.Dr. Ömer ÖZPINAR'a ve Yrd. Doç.Dr. Hafize MEDER ÇAKIR'a teşekkürlerimi sunarım. Ayrıca tez çalışmamda bana önemli zamanlarını ayırarak destek olan Doç.Dr. Sezgin DEMİR'e teşekkürü bir borç bilirim. Çalışmam süresince bana verdikleri sevgi ve destek için anne ve babama, kardeşime ve nişanlıma tüm kalbi duygularıyla teşekkür ederim.

## **İÇİNDEKİLER**

<b>ÖZET</b>	i
<b>ABSTRACT</b>	ii
<b>ÖNSÖZ</b>	iii
<b>İÇİNDEKİLER</b>	iv
<b>KISALTMALAR VE SİMGELER LİSTESİ</b>	vii
<b>TABLolar LİSTESİ</b>	ix
<b>ŞEKİLLER VE GRAFİKLER DİZİNİ</b>	x
<b>GİRİŞ</b>	1
<b>BİRİNCİ BÖLÜM</b>	4
<b>FİNANSAL SIKINTI, YENİDEN YAPILANDIRMA VE FİNANSAL BAŞARISIZLIK</b>	4
1.1. Başarısızlık ve Finansal Sıkıntı	4
1.1.1. Başarısızlık	4
1.1.2. Ekonomik Başarısızlık	5
1.1.3. Finansal Başarısızlık – Finansal Sıkıntı	5
1.2. Finansal Sıkıntı İçindeki Şirketlerin Belirlenmesi	9
1.3. Finansal Sıkıntı Nedenleri	11
1.3.1. Finansal Sıkıntının Dışsal Nedenleri	12
1.3.2. Finansal Sıkıntının İçsel Nedenleri	12
1.4. Sermaye Yapısı Kararları ve Finansal Sıkıntı İlişkisi	15
1.4.1. Temsil Maliyetleri	16
1.4.2. Finansman Hiyerarşisi Teorisi	17
1.4.3. Ödünleşme Teorisi	17
1.5. Finansal Sıkıntı Sürecinin Sonuçları	19
1.5.1. İflas Süreci Dışında Yeniden Yapılandırma	20
1.5.2. İflas Yasaları Çerçevesinde Yeniden Yapılandırma	20
1.6. Finansal Sıkıntıdan Kurtulmak İçin İşletmenin Kullanacağı Alternatiflerin Seçimini Etkileyen Faktörler	21
1.6.1. Özel Yeniden Yapılandırma ve Resmi İflas Sürecinde Yeniden Yapılandırma Seçimini Etkileyen Faktörler	21
1.6.2. Tasfiye ve Yeniden Yapılandırma Seçimini Etkileyen Faktörler	24



1.7. İflas ve Yeniden Yapılandırmanın Hukuki Boyutu ve Finansal Sıkıntı Maliyetlerine Etkisi	25
1.7.1. Çeşitli Ülkelerde İflas ve Reorganizasyon Hukuki Altyapısı	26
1.7.2. Türkiye’de İflas ve Yeniden Yapılandırma Sürecinin Hukuki Boyutu	29
1.7.2.1. İflasın Ertelenmesi	30
1.7.2.2. Uzlaşma Yoluyla Sermaye Şirketlerinin Yeniden Yapılandırılması	31
<b>İKİNCİ BÖLÜM</b>	32
<b>FİNANSAL SIKINTI MALİYETLERİ VE YENİDEN YAPILANDIRMANIN FİRMA DEĞERİ ÜZERİNE ETKİLERİ</b>	32
2.1. Finansal Sıkıntı Maliyetleri	32
2.1.1. Doğrudan Finansal Sıkıntı Maliyetleri	33
2.1.2. Finansal Sıkıntının Dolaylı Maliyetleri	34
2.1.2.1. Rekabet Gücündeki Düşüşten Kaynaklanan Satış-Kar Kaybı	35
2.1.2.2. Kısa Dönemli Odaklanmadan Kaynaklanan Dolaylı Maliyetler	36
2.1.2.3. Finansal Sıkıntı Sürecinde Şirket Yöneticilerinin Davranışlarından Kaynaklanan Maliyetler	36
2.1.3. Finansal Sıkıntı Maliyetlerinin Büyüklüğünü Etkileyen Faktörler	37
2.1.3.1. Sermaye Yapısının Karmaşıklığı ve Bilgi Asimetrisinin Büyüklüğü	38
2.1.3.2. Finansal Sıkıntı Maliyetleri ve Yeniden Yapılandırmanın Kolaylığı	39
2.1.3.3. Finansal Sıkıntı Maliyetleri ve Sıkıntı Süresinin Uzunluğu	39
2.1.3.4. Finansal Sıkıntı Maliyetleri Üzerinde Sektör Performansı ve Özelliklerinin Etkisi	40
2.2. Yeniden Yapılandırma Türleri ve Yöntemleri	41
2.2.1. Finansal Sıkıntıda Şirketlerde Yeniden Yapılandırma Süreçleri	42
2.2.1.1. Hukuksal Açıdan Yeniden Yapılandırma	42
2.2.1.1.1. Mahkeme Sürecinde Yeniden Yapılandırma	44
2.2.1.1.2. Mahkeme Dışı Yeniden Yapılandırma	44
2.2.2. Finansal Sıkıntıda İşletmelerde Yeniden Yapılandırma Yöntemleri	45
2.2.2.1. Finansal Hakların Yeniden Yapılandırılması	48

2.2.2.2. Varlıkların Yeniden Yapılandırılması	49
2.2.2.3. Sermayeye Yönelik Yeniden Yapılandırma	53
2.2.2.4. Operasyonel Yeniden Yapılandırma	55
2.2.2.5. Stratejik Yeniden Yapılandırma	57
2.2.3. Yeniden Yapılandırma Yaklaşımları	57
2.2.3.1. Dünya’da Yeniden Yapılandırma Yaklaşımları	57
2.2.3.2. Dünya’da Diğer Yaklaşımlar	58
2.2.3.3. Türkiye’de Yeniden Yapılandırma Yaklaşımları	65
<b>ÜÇÜNCÜ BÖLÜM</b>	72
<b>FİNANSAL SIKINTI MALİYETLERİ VE İŞLETMELERDE YENİDEN</b>	72
<b>YAPILANDIRMA: BORSA İSTANBUL’DA BİR UYGULAMA</b>	
3.1. Araştırma	72
3.1.1. Olay Etüdü Yöntemi	74
3.1.2. Çalışmada Kullanılan Veriler ve Verilerin Çalışma İçin Hazır Hale Getirilmesi	75
3.1.3. Aşırı Getirilerin Hesaplanması	86
3.1.4. Çalışma Sonucunda Elde Edilen Bulgular	89
3.1.4.1. 2008 Yılı Bulguları	89
3.1.4.2. 2009 Yılı Bulguları	89
3.1.4.2.1. 2009 Yılı Firmaları İçin (-20,20) Olay Aralığı	90
3.1.4.3. 2010 Yılı Bulguları	93
3.1.4.3.1. 2010 Yılı Firmaları İçin (-20,20) Olay Aralığı	94
3.1.4.4. 2011 Yılı Bulguları	97
3.1.4.4.1. 2011 Yılı Firmaları İçin (-20,20) Olay Aralığı	98
3.1.4.5. 2012 Yılı Bulguları	101
<b>SONUÇ</b>	102
<b>KAYNAKÇA</b>	106
<b>ÖZGEÇMİŞ</b>	112

## KISALTMALAR VE SİMGELER LİSTESİ

<b>ABD</b>	: Amerika Birleşik Devletleri
<b>Art</b>	: Ortalama Aşırı Getiri
<b>BD</b>	: Bugünkü Değer
<b>BDDK</b>	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
<b>BRİSA</b>	: Brisa Bridgestone Sabancı Lastik San. Ve Tic. A.Ş.
<b>Bil</b>	: Bilimler
<b>BİST</b>	: Borsa İstanbul
<b>C</b>	: Cilt
<b>CART</b>	: Kümülatif Ortalama Aşırı Getiri
<b>CDRC</b>	: Kurumsal Borç Yeniden Yapılandırma Komitesi
<b>Der</b>	: Dergi
<b>DIP</b>	: Debtor in Possession
<b>EGGUB</b>	: Ege Gübre San. A.Ş.
<b>Ens</b>	: Enstitü
<b>Fak</b>	: Fakülte
<b>FOBAPROA</b>	: Banka Tasarruflarını Koruma Fonu
<b>FRA</b>	: Finansal Sistemi Yeniden Yapılandırma Kurum
<b>FYY</b>	: Finansal Yeniden Yapılandırma
<b>FYYP</b>	: Finansal Yeniden Yapılandırma Programı
<b>GEREL</b>	: Gersan Elektrik Tic. Ve Sanayi A.Ş.
<b>GSYİH</b>	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
<b>IBRA</b>	: Endonezya Banka Yeniden Yapılandırma Örgütü
<b>INDRA</b>	: Endonezya Borç Düzenleme Örgütü
<b>IMF</b>	: Uluslararası Para Fonu
<b>KAMCO</b>	: G.Kore Tasarruf ve Mevduat Sigorta Fonu
<b>KARSAN</b>	: Karsan Otomotiv Sanayi ve Tic. A.Ş.
<b>KOBİ</b>	: Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin
<b>NBD</b>	: Net Bugünkü Değer
<b>MATAS</b>	: Mataş Matbaacılık Ambalaj San. ve Tic. A.Ş.
<b>MRTGG</b>	: Mert Gıda Giyim San. ve Tic. A.Ş
<b>s</b>	: Sayfa numarası

<b>S</b>	: Sayı
<b>TBB</b>	: Türkiye Bankalar Birliği
<b>TCMB</b>	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
<b>TTK</b>	: Türk Ticaret Kanunu
<b>Üni</b>	: Üniversite
<b>YATAS</b>	: Yataş Yatak ve Yorgan San. Tic. A.Ş.
<b>YTTK</b>	: Yeni Türk Ticaret Kanunu

## TABLOLAR LİSTESİ

- Tablo 1.1: Finansal Başarısızlığın Literatürdeki Çeşitli Tanımları
- Tablo 1.2: Literatürde Kullanılan Başlıca Başarısızlık Kavramları ve Başarısızlığı Tespit Etmede Kullanılan Kriterler
- Tablo 1.3: Temel Süreçler Açısından ABD (Amerika Birleşik Devletleri) ve Avrupa Ülkelerindeki İflas Yasalarının Karşılaştırılması
- Tablo 2.1: Finansal Sıkıntı Maliyetleri
- Tablo 2.2: Yeniden Yapılandırma Kavramının Boyutları
- Tablo 2.3: Mali Kriz Yaşayan Ülkelerde Devletin Sahip Olduğu Aktifler, 1999 Ortası
- Tablo 2.4: Banka Yeniden Sermayelendirmesinin Maliyeti: GSYİH (Gayri Safi Yurtiçi Hasıla)'in yüzdesi
- Tablo 2.5: İstanbul Yaklaşımı ve Anadolu Yaklaşımının Farkları
- Tablo 3.1: Çalışmaya Konu Olan Şirketler ve Yıllara Göre Dağılımı (2008 -2012)
- Tablo 3.2: 3 Yıl Üst Üste Zarar Eden Şirketler
- Tablo 3.3: Faaliyetlerin Tamamen veya Kısmen Durması
- Tablo 3.4: Sermaye Artırımı
- Tablo 3.5: Maddi Duran Varlık Satışı
- Tablo 3.6: İcra Takibi
- Tablo 3.7: Negatif Özsermaye
- Tablo 3.8: 2009 Yılı İçin Çalışmaya Dahil Edilen Şirketler
- Tablo 3.9: 2010 Yılı İçin Çalışmaya Dahil Edilen Şirketler
- Tablo 3.10: 2011 Yılı İçin Çalışmaya Dahil Edilen Şirketler
- Tablo 3.11: 2012 Yılı İçin Çalışmaya Dâhil Edilen Şirketler
- Tablo 3.12: 2009 Yılı (-20,20) Olay Aralığı Getiri ve Beta Verileri
- Tablo 3.13: 2009 Yılı (-20,20) Olay Aralığı Art (Ortalama Aşırı Getiri) ve CART (Kümülatif Ortalama Aşırı Getiri) Verileri
- Tablo 3.14: 2010 Yılı (-20,20) Olay Aralığı Getiri ve Beta Verileri
- Tablo 3.15: 2010 Yılı (-20,20) Olay aralığı ART ve CART Verileri
- Tablo 3.16: 2011 Yılı (-20,20) Olay Aralığı Getiri ve Beta Verileri
- Tablo 3.17: 2011 Yılı (-20,20) Olay Aralığı ART ve CART Verileri

## ŞEKİLLER VE GRAFİKLER DİZİNİ

Şekil 1.1: Finansal Sıkıntı Sürecinde Bilgi Problemi ve Çıkar Çatışması

Şekil 2.1: Finansal Sıkıntıda Uygulanabilecek Çözüm Süreçleri

Şekil 2.2: Roland Berger Strateji Danışmanları Yeniden Yapılandırma Üçgeni

Şekil 2.3: Operasyonel Yeniden Yapılandırma

Şekil 2.4: Ölçeklerine Göre İstanbul Yaklaşımında FYYP (Finansal Yeniden Yapılandırma Programı) Kapsamına Alınan Firma Sayısı

Şekil 2.5: İstanbul Yaklaşımında FYYP Kapsamına Alınan Firmaların Bölgesel Dağılımı

Şekil 2.6: Anadolu Yaklaşımında FYYP Kapsamına Alınan Firmaların Bölgesel Dağılım Grafiği

Şekil 3.1: 2009 Yılı (-20,20) Olay Aralığı CART Grafiği

Şekil 3.2: 2010 Yılı (-20,20) Olay Aralığı CART Grafiği

Şekil 3.3: 2011 Yılı (-20,20) Olay Aralığı CART Grafiği

## GİRİŞ

Şirketler bazı nedenlerden ötürü finansal sıkıntı durumu içerisine düşmekte ve yükümlülüklerini yerine getiremez duruma gelmektedirler. Bu durumu aşabilmek amacıyla firmalar özellikle yeniden yapılandırma uygulamaya başlarlar. Finansal yeniden yapılandırma; firma sermaye sahipliğinin yeniden yapılandırılması ve firmanın finansal kaldıraç üzerinde yapılan çalışmalardan oluşmaktadır.

Firmaların en önemli amaçlarından bir tanesi varlığını sürdürmektir. Bunun da ancak büyüme ile olacağı kuşkusuzdur. Ancak; bunu gerçekleştirebilmek için firmaların belirli zamanlarda yatırım yapmaları gerekmektedir. Yatırım kararlarının ardında büyüme amacının olduğu düşünülerek, yatırım yapmayan bir firmanın piyasada büyüyemeyeceği ve rekabet gücünü kaybedeceği bir gerçektir. Firmalar, finansal sıkıntıdan kurtulmak için yeniden yapılandırma süreçlerinden iki tanesini seçebilirler. İlki mahkeme dışı özel yeniden yapılandırma, ikincisi ise iflas yasaları çerçevesinde mahkeme gözetiminde yeniden yapılandırma.

İşletmeler çeşitli amaçlarla yeniden yapılandırma yoluna gitmektedirler. Örneğin; artan rekabete cevap verebilmek, yöneticiler ve ortaklar arasındaki temsil problemlerini azaltabilmek, varlıkları daha etkin bir şekilde kullanabilecek alanlara doğru yönlendirmek bu amaçlar arasındadır. Şirketlerin yaşadıkları sorunların finansal sıkıntı olup olmadığını anlamak için yeniden yapılandırma yöntemlerinin seçimine karar vermek oldukça önemlidir.

Finansal sıkıntı sürecinde yapılacak olan düzenlemelerin işletmeler açısından fayda ve maliyetleri, riskli borçlar için istenecek risk priminin büyüklüğünün ve ortaya çıkacak maliyetlerin önemli olup olmadığının belirlenmesi, hatta öngörülmesi önem taşımaktadır.

Bu konuya ilişkin olarak finansal sıkıntı maliyetlerinin büyüklüğü de önem taşımaktadır. Ayrıca ilgili çalışmalar da dolaylı maliyetler kapsamında olup, doğrudan

katlanılan maliyetlere göre daha yüksek maliyetlidirler. Dolaylı maliyetler firmanın katlandığı maliyetler arasında yer almaktadır.

Finansal sıkıntı maliyetleri, işletmeler finansal sıkıntıya düştükten sonra iflas müracaatına kadar geçen sürede ve iflas müracaatından sonra da ortaya çıkabilmektedir. Zaten işletmeler finansal sıkıntıya düştüklerinde karşılıklarına iki önemli karar çıkmaktadır. İlki işletmenin tasfiye edilip edilmeyeceği, ikincisi ise yeniden yapılandırmanın uygulanıp uygulanmayacağı kararıdır.

Bu çalışmanın amacı yeniden yapılandırma süreçlerini belirlerken etkili olan faktörlerin incelenmesi ile ilgili çalışmaların ve bu çalışmalara ilişkin sonuçların özetlendiği bir literatür taraması yapmaktır. Ayrıca, BİST’de işlem gören firmaların finansal yeniden yapılandırma süreçleri incelenmektedir. 2008–2012 döneminde üç yıl üst üste zarar eden şirketler, faaliyetlerin tamamen veya kısmen durmasına ilişkin şirketler, sermaye artırımını yoluna giden şirketler, maddi duran varlık satışı gerçekleştiren ve icra takibi yapılan şirketlerin kamu bildirimlerinin firma değerine olan etkisi kümülâtif aşırı getiri modeli kullanılarak ampirik olarak analiz yapılacaktır.

Çalışma ilk iki bölüm teorik ve son bölüm ise BİST’ de işlem gören şirketlerin yeniden yapılandırılması ile ilgili kamu bildirimlerinin firmanın değerine olan etkisinin araştırıldığı toplam üç bölümden oluşmaktadır. Çalışmanın Birinci Bölümünde finansal sıkıntı, maliyetleri, yeniden yapılandırma ve finansal başarısızlık ele alınmıştır. Ayrıca yeniden yapılandırma ve hukuki yeniden yapılandırma süreçlerinden de söz edilmiştir.

Çalışmanın İkinci Bölümünde; finansal sıkıntı maliyetleri ve yeniden yapılandırma süreçlerinin firma üzerine etkileri ve dolaylı iflas maliyetleri ile doğrudan iflas maliyetlerindeki sınıflandırma esas alınmıştır.

Çalışmanın üçüncü bölümünde ise BİST’de işlem gören şirketlerden finansal sıkıntı yaşamış olanlar tespit edilerek bu şirketlerin katlandığı maliyetler incelenmiştir. BİST’de işlem gören şirketlerin 2008-2012 yıllarına ilişkin verileri kullanılarak finansal yeniden yapılandırma uygulamaları hakkında kamuya yapılan bildirimlerin hisse senedi



getirileri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Bildirimlerin firma değerine olan etkisini ölçmek için kümülatif aşırı getiri “ Olay Etüdü Yöntemi” kullanılmıştır.

# BİRİNCİ BÖLÜM

## FİNANSAL SIKINTI, YENİDEN YAPILANDIRMA VE

### FİNANSAL BAŞARISIZLIK

#### 1.1. Başarısızlık ve Finansal Sıkıntı

Firmalar faaliyette buldukları süre zarfında çeşitli nedenlerden dolayı başarısız olabilirler. Başarısızlığın boyutları ve işletmelerle ilgili çıkar grupları üzerine etkileri yaşanan başarısızlığın şiddetine ve türüne göre değişiklik gösterebilmektedir.

İşletmelerin karşılaştıkları problemler çoğunlukla doğrudan onların yaşamlarını tehdit etmektedir. İşletmelerde mali problemler genel olarak iki şekilde ortaya çıkmaktadır (Akkaya, G. 2002: 82) ;

- İşletme yöneticilerinin iyi niyetli çalışmalarına rağmen, işletmenin vadesi gelen borcunu ödeyememesi durumu söz konusu olabilir. Buna finansal yönetimde işletmenin teknik likiditesini kaybetmesi denilmektedir.
- İşletmenin toplam borçlarının, toplam aktiflerinin değerini aşması. Diğer bir deyişle işletmenin gerçek aktif değeri negatif olabilir. Bu süreç ise iflas olarak adlandırılmaktadır.

#### 1.1.1. Başarısızlık

İşletme başarısızlığı kavramı, sınırları tam olarak belirli olmayan, koşullara ve kullanıcılara bağlı olarak farklı anlamlar yüklenebilen bir kavramdır (Coşkun, E. 2006: 7).

Bir firmanın başarısızlığı firmanın geçici nedenlerle mali yükümlülüklerini karşılayamamasından iflas etmesine kadar uzanan süreci ifade etmektedir (Akgüç, Ö. 1998: 947).

### 1.1.2. Ekonomik Başarısızlık

Ekonomik açıdan başarısızlık; riskleri de dikkate alarak yapılan yatırımın getirisinin benzer yatırımlardan önemli derecede ve sürekli olarak düşük gerçekleşmesidir (Altman vd. 2006: 4).

Temel amacı kar elde etmek olan işletmelerin, gelirlerinin giderlerini karşılayamaması durumunda zarar söz konusudur. Amaçlarını gerçekleştiremeyen işletmelerin ise ilerleyen dönemlerde daha büyük sorunlarla karşılaşacağı düşünülebilir.

Diğer taraftan, belirli bir dönemde kar elde edemeyen işletme, finansal başarısızlık yaşamayabilir. İşletmelerin satışlarında zaman zaman dalgalanmalar olabilir. Bu durum işletmenin faaliyetlerinden kaynaklandığı gibi dış faktörlerden de kaynaklanabilir.

### 1.1.3. Finansal Başarısızlık –Finansal Sıkıntı

Finansal başarısızlık, bir firmanın işletme sermayesinin sürekliliğinin yeterli olmadığı durum olarak tanımlanabilir. Finansal başarısızlık tanımlamalarında vurgulananın ortak nokta ödeyebilme gücünün azalması hatta ortadan kalkması durumudur (Özkanlı, S. 2011: 8).

Bir firmanın başarısızlığa uğraması, değişik yorumlara açık bir ifadedir. Gerçekten bir firmanın başarısızlığı, firmanın geçici nedenlerle mali yükümlülüklerini karşılayamamasından iflas etmesine kadar uzanan durumları içeren bir yanılığın ifade etmektedir (Akgüç, Ö. 1998: 947).

Başarısızlığa uğramış bir firmanın finansal yapısını düzeltmek amacıyla alınabilecek önlem, firmanın içinde bulunduğu mali güçlüğü derecesine göre farklılık gösterir. Alınabilecek tüm önlemlere karşın, firmanın sağlıklı bir yapıya kavuşarak varlığını sürdürmesi ümitsiz görülüyorsa, firmanın tasfiyesine gitmekten başka çare kalmayabilir (Akgüç, Ö. 1998 : 947).

Başarısızlık kavramının farklı dereceleri bulunmaktadır. Örneğin, eğer bir işletme cari borçlarını ödeyemiyor ise teknik açıdan nakit sıkıntısı içerisinde olduğu kabul edilir. Bu duruma göre, işletmenin vadesi gelmiş yükümlülüklerini yerine getirememesi durumu, işletmenin teknik likiditesini kaybetmesi olarak tanımlanır (Akkaya, G. 2006: 413).

Finansal sıkıntı, kredi açanlara verilen sözler yerine getirilmediği veya ödemede güçlükle karşılaşıldığı zaman ortaya çıkar. Bazen finansal sıkıntı iflasla sonuçlanır. Bazen de sadece tehlikede olmak anlamına gelir (Çev. H. Doğukanlı 2007: 417).

**Tablo 1.1.** Finansal Başarısızlığın Literatürdeki Çeşitli Tanımları

Araştırma	Araştırmanın Tarihi	Finansal Başarısızlığın Nasıl Tanımlandığı	Kriter
Beaver	1966	Başarısızlık	Vadesi gelen finansal yükümlülükleri ödeyememe. Başarısızlık tanımı içinde kabul edilen olaylar ise; iflas, tahvil faizlerinin ödenememesi, karşılıksız çek yazılması, imtiyazlı hisse senetlerine temettü dağıtılması.
Altman	1968	İflas	Yasal olarak iflas başvurusunda bulunmuş olma ve kayyum atanmış ya da ulusal iflas yasası hükümlerince reorganizasyon hakkı verilmiş işletmeler
Wilcox	1970	Başarısızlık	Belirlenen iki nokta arasında işletmenin varlıklarında meydana gelen azalma
Edminister	1972	Başarısızlık	Beaver'in kriterlerini kullanmıştır.
Blurn	1974	Başarısızlık	Vadesi gelen borçların vadesinde ödenememesi, alacaklılar ile borçların azaltılması konusunda anlaşma talebinde bulunma ve iflas sürecine girme.
Elam	1975	İflas	Yasal olarak iflas başvurusunda bulunmuş olmak.
Deakin	1976	Başarısızlık	İflas etme veya alacaklıların isteği üzerine tasfiyeye gitme.
Altman, Haldeman ve Narayanan	1977	İflas	Yasal olarak iflas başvurusunda bulunmuş olmak.
Ohlson	1980	İflas	Yasal olarak iflas başvurusunda bulunmuş olmak.

<b>Göktan</b>	1981	Başarısızlık	İşletmenin borcunu ödeyemeyecek duruma düşmesi.
<b>Zavgren</b>	1982	İflas	Yasal olarak iflas başvurusunda bulunmuş olmak.
<b>Taffler</b>	1982	Başarısızlık/ İflas1	Tasfiye, alacaklıların isteği üzerine tasfiye ve mahkeme kararıyla faaliyete son vermiş olmak.
<b>Zmijewski</b>	1983	İflas	Yasal olarak iflas başvurusunda bulunmuş olmak.
<b>Casey ve Bartczak</b>	1985	İflas	Yasal olarak iflas başvurusunda bulunmuş olmak.
<b>Aktaş</b>	1993	Başarısızlık	Üç yıl üst üste zarar etme veya yaşanan mali kriz nedeniyle üretimin durdurulması.
<b>Altman Zhang ve Yen</b>	2007	Başarısızlık	Çin'e özel bir tanımlama yapılmış: i) Son iki yılda üst üste zarar etme veya hisse başına düşen net aktif değerinin hisse başına düşen defter değerinin altına düşmesi, ii) Son yılda zarar eden fakat özkaynaklar toplamı, kayıtlı sermayenin altına düşen işletmeler, iii) Bağımsız denetim raporunda işletmenin sürekliliğine dair endişeye yer verilmiş olan işletmeler.
<b>Beaver, Correia McNichols</b>	2009	İflas	Bir yıl içinde yasal olarak iflas başvurusunda bulunmuş olmak.
<b>Wu, Gaunt ve Gray</b>	2010	İflas	Bir yıl içinde yasal olarak iflas başvurusunda bulunmuş olmak.
<b>Özdemir</b>	2011	Başarısızlık	Son iki yıl içinde üst üste zarar etmiş olma durumunu, defter değeri esaslı; hisse senedi fiyatının son iki yıl içindeki değişiminin, hisse senedinin işlem gördüğü borsanın genel endeksindeki değişim karşısındaki bağıl durumunu, piyasa değeri esaslı başarısızlık kriteri olarak almaktır.

Kaynak: Aktaş, R, 1997: 8

Finansal başarısızlığa ilişkin olarak yapılan literatür çalışmasında çeşitli tanımlara rastlanmıştır. Bu tanımlar yukarıda verilen Tablo 1.1.'de belirtilmiştir.

Başarısızlığı ifade etmek için kullanılan çeşitli kavramlar aşağıda belirtilmiştir.

## **Ödeme Aczi**

Ödeme aczi, olumsuz şirket performansını dile getirmek için kullanılan diğer bir kavramdır ve sıkıntının daha teknik bir biçimde ifade edilmesinde kullanılır. Ödeme aczi içindeki şirket genel anlamda, davalardan gerçekleşen veya potansiyel tazminatlara ilaveten, çalışanlara, kamuya, tedarikçilere, kredi verenlere borçları içeren finansal yükümlülüklerini karşılamada yetersiz kalan şirketler olarak tanımlanmaktadır (Coşkun, E. 2006: 9-10).

Borcunu ödeyememe; nakit akışı açısından borcunu ödeyememe ve bilanço açısından borcunu ödeyememe olmak üzere iki farklı şekilde tanımlanabilir ve tanımında nakit akışı ve hisse senetleri kavramlarını da içerir. Nakit akışı bazlı ödeyememe durumu, firmanın faaliyeti nakit akışının cari yükümlülüklerini karşılayamamasından kaynaklanır. Hisse bazlı borcunu ödeyememe, firma negatif net değere sahip olduğunda oluşur ve bu durumda şirketin varlıklarının değeri yükümlülüklerinin altına düşer (Özkanlı, S. 2011: 10).

## **Temerrüt**

Finansal sıkıntı ile ilişkisi olan diğer bir kavram da temerrüt kavramıdır. Firmaların verdiği ödeme taahhütlerinin belirlenen süreler içerisinde gerçekleşmemesi sonucu ortaya çıkan duruma temerrüt denir. Borcun ifası mümkün iken geciktirilmesi veya yerine getirilmemesi, borçlunun temerrüde düşmesine sebep olur.

## **İflas ve İflas Erteleme**

Finansal sıkıntı ile yakından ilişkisi olan diğer bir kavram da iflas ve iflas ertelemedir. İflas, ilke olarak, varlıkların değerindeki düşüş, dolaşımdaki borçların ödenememesini başlattığında firmanın kredi verenlere devredilmesine izin veren yasal bir mekanizmadır (Çev. H. Doğanlı 2007: 418).

İflas yasal bir süreç olmasının yanı sıra, borca batıklık durumunu anlatan bir kavramdır. İflasın tüm paydaşlar yani ortaklar, tedarikçiler, bankalar, müşteriler ve

çalışanlar için olumsuz bir durum ortaya çıkarmasından dolayı Türk Ticaret Kanunu'nun 324. maddesi ve İcra İflas Kanunu'nun 179. maddesi hükümleri ile mali durumu bozulan anonim şirketin sermayesinin korunmasını temin amacıyla iflasın ertelenmesinin şartları düzenlenmiştir (Özkanlı, S.2011: 12).

İflas erteleme ise; yeniden yapılandırma planının sonuçlandırılması sürecinde firmayı canlı ve çalışır durumda tutmak ve varlıkların değerini korumak için düzenlenmiştir (Özkanlı, S. 2011: 12).

Bu dönem boyunca firmaya karşı başlatılmış ve başlatılacak tüm diğer hukuki işlemler durdurulur ve şirket mevcut yönetim veya mahkemece atanan bir kayyum aracılığıyla faaliyetine devam eder (Çev. H. Doğukanlı 2007: 590).

Öte yandan iflas olayı sadece işletmeyi etkileyen bir boyut taşımamaktadır. İflasın ülke ekonomisi üzerinde yarattığı etkiler de son derece önemlidir (Aktaş, R. 2003: 3).

### **Tasfiye**

Tasfiye, iflas eden firmanın varlıklarının satılması şeklinde tanımlanabilir. İçsel ve dışsal sebeplerle faaliyetlerine son vermek durumunda kalan firmalar, tasfiye değerini belirleyebilmek için değerlendirme yapmak zorundadırlar. Bu durumda, firmanın bütün varlıkları nakde dönüştürülmekte ve borçlar ödendikten sonra kalan tutar da hissedarlara ait olmaktadır (Özkanlı, S. 2011: 13).

### **1.2.Finansal Sıkıntı İçindeki Şirketlerin Belirlenmesi**

Firmaların finansal sıkıntı içinde olup olmadıklarının belirlenmesinde yalnızca finansal sıkıntının başlangıç ve bitiş tarihlerinin önemli rol oynamadığı ve bunun yanı sıra borç yeniden yapılandırmalarının tek başına sağlıklı sonuçlar vermediği anlaşılmıştır.

Türkiye’de finansal sıkıntı göstergesi olarak üç yıl üst üste zarar kriteri yaygın bir şekilde kullanılmaktadır. Ancak bu kriterden, firmaların sıkıntıya düşüş ve sıkıntıdan çıkış zamanının çok net bir şekilde belirlenemediği zamanlarda yararlanılmaktadır.

**Tablo 1.2.** 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 aktif 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 kaçak olması, özsermaye karlılığının ve satışlardaki büyüme hızının negatif olması, borçlarının toplam kaynaklar içindeki ağırlığın 0,80'den büyük olması
Benli (2006)	Mali Başarısızlık	İflas, üç yıl üst üste zarar etme, BİST'de işlem sırasının kapanması, BİST'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 arasında 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
Zmijevski (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	Üç yıllık süreçte %45 değer kaybeden sıkıntılı şirketler içerisinde, borç ödemelerinde temerrüt yaşayan, borç sözleşmeleri bozulan, borcun çevrilmesinde güçlük yaşayan ve faaliyetleri için nakde ihtiyaç duyan şirketler finansal sıkıntılı olarak kabul edilmiştir.

Kaynak: Aktaş, R. 1997: 8

Tablo 1.2' de, literatürde kullanılan başarısızlık kavramları ve başarısızlık kriterleri açıklanmıştır.

## 1.2.Finansal Sıkıntı Nedenleri

Bilindiği gibi küçük işletmeler daha riskli olduklarından, bu işletmelere kredi verirken yatırım kararları, mali rapor sayısı, işletme sermayesi ve borç / özsermaye oranları konusunda daha kısıtlayıcı koşullar getirilmekte ve daha yüksek faiz oranları uygulanmaktadır (Aktaş, R. 2004: 1).

İşletmelerin kendisinden kaynaklanan nedenler ve ülke ekonomisinin içinde bulunduğu durum dolayısıyla, finansal durumunda bir takım olumlu veya olumsuz değişiklik olabilir. İşletmenin lehine olan gelişmelerin devam edebilmesi için, bu gelişmelerin büyük bir dikkatle değerlendirilmesi gerekir (Akkaya, G. 2006: 414).

İşletmelerde yaşanan finansal başarısızlık nedenleri içsel ve dışsal faktörler olarak nitelendirilebilir.

### 1.3.1. Finansal Sıkıntının Dışsal Nedenleri

Finansal sıkıntının dışsal nedenleri; işletmenin kontrolü dışında gerçekleşen, firmanın kendi dinamikleri dışında gelişen ve sosyal, ekonomik ve politik alanlardan oluşan, piyasadaki ekonomik çöküş-durgunluk, rekabetteki artış, devlet düzenlemeleri, teknolojik değişme veya iş yasalarında yapılan düzenlemeler şeklinde sıralanabilir.

### 1.3.2. Finansal Sıkıntının İçsel Nedenleri

İşletmelerin kontrolü altındaki faktörler arasında kontrol edilebilen ve genellikle yönetimden kaynaklanan ve denetlenebilen nedenler olduğu için işletme riski olarak adlandırılabilir. Bu nedenler ise; işletme sermayesi yetersizliği, müşteri beklentilerini karşılayamama, kaldıraçtan aşırı yararlanma ve aşırı derecede kısa vadeli borçlanmadır.

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 (J.M, Samuels vd. 1995:922).

İncelemeler ve gözlemler, firmaların başarısızlığa uğrama nedenlerinin başlıcaları şu şekilde ortaya koymaktadır (Akgüç, Ö. 1998: 947 - 948):

- Firmanın satış hacminin yeterli bir düzeye ulaşamaması,
- Faaliyet giderlerinin aşırı derecede yüksek olması,
- Firmanın alacaklarını zamanında tahsil edememesi, alacaklarının önemli bir bölümünün şüpheli veya değersiz alacak halini alması,
- Stokların sürüm kâbiliyetini yitirmesi, stok devir hızının çok yavaş olması,
- Maddi duran varlıklara aşırı yatırım yapılarak, firmada atıl üretim kapasitesi yaratılması,

- Aşırı borçlanma,
- Firmanın kuruluş yerinin hatalı bir şekilde seçilmesi,
- Aynı işkolundaki diğer firmalarla rekabet olanaklarının zayıflığı,
- Firmanın hatalı şirket satın alımları,
- Likidite yetersizliği, yükümlülüklerin zamanında yerine getirilmemesi,
- Yangın, su baskını gibi doğal yıkımlar,
- Firmada uzun süreli grevler, endüstriyel ilişkilerde uyumsuzluklar.

İşletmeleri başarısızlığa iten bu tür içsel nedenler yanında, sektörde meydana gelen dalgalanmalar, makro ekonomik konjonktür, sosyal ve doğal nedenlerden de kaynaklanabilir.

**İşletme sermayesi yetersizliği;** firmalar yetersiz sermaye ile karşı karşıya kalabilirler. Bu yetersizlik giderilmediği zaman tüm faaliyetler aksaklık göstermeye başlar. İşletme sermayesi; yükümlülüklerini karşılayamama riskinin azaltılması ve olağanüstü durumlarda mali yönden zor durumlara düşmenin engellenmesi açısından büyük önem taşımaktadır (Akgüç, Ö. 1998: 202).

İşletme sermayesinin firma için yeterli olup olmadığının belirlenmesinde ve verimli kullanılıp kullanılmadığı hakkındaki tüm veriler bir takım finansal analiz yöntemleri ile belirlenmektedir. İşletme sermayesi yetersizliği, şirketleri önce teknik açıdan yükümlülüklerini yerine getiremez duruma düşürmekte, gerekli önlemler alınmadığı takdirde, işletme sermayesi noksanı, şirketin nihai olarak tasfiyesine neden olmaktadır. Geleceği parlak olan birçok işletme başlangıçta işletme sermayesi yetersizliği nedeni veya işletme sermayesi yönetimindeki hatalar sonucu başarısızlığa uğramaktadır (Akgüç, Ö. 1998: 202).

**Aşırı derecede borçlanma;** işletmeleri aşırı derecede borçlanmaya yönelten en önemli etken çalışma sermayesi yetersizliğidir. Diğer bir unsur da finansal kaldıraç oranından yararlanılmak istenilmesidir. Yüksek oranda yabancı kaynak kullanımı işletmelerin faiz ve ana para taksitlerini ödeyememesine, dolayısıyla finansal risklerin artmasına neden olmaktadır (Özkanlı, S. 2011: 22). Diğer bir husus ise; finansal olmayan

içsel başarısızlıklardır. Kredili satışların artması, sabit giderlerin olması gereken seviyenin üstüne çıkması, kısıtlı sayıda tedarikçiye bağlı kalma, yönetimin tek elde toplanması, eşgüdüm eksikliği, yönetici vasıflarındaki eksiklikler ve proaktif bir yönetimin iş başında olmaması örnek verilebilir (Özkanlı, S.2011: 23).

Bir firmanın başarısızlığa uğramasına, finansal yapısının zayıflamasına yol açan etmenlerin başında yönetim hataları gelmektedir. Firma yöneticilerinin, bir yöneticide bulunması gerekli yetenek ve niteliklerden yoksun oluşları firmanın varlığını tehlikeye düşürebilmektedir. Firmaları başarısızlığa götüren yönetim hataları şöyle sıralanabilir (Akgüç, Ö. 1998: 948-949):

- Finansal planlamanın yetersiz oluşu, finansman gereksinimleriyle kaynaklar arasında dengenin kurulmayışı, kaynakların süreleri ile bunların yatırıldıkları iktisadi varlıkların kullanım süreleri arasında uyum olmayışı,
- Firmanın olanaklarının çok üzerinde büyümesi ve bunun sonucu aşırı borçlanma ve özkaynak yetersizliği sorunu ile karşılaşması,
- Sabit nitelikteki giderlerin, firmanın taşıma gücünün çok üstünde bir yük oluşturması,
- Yükümlülüklerin yerine getirilmesi konusunda gereken özen ve titizliğin gösterilmemesi, yükümlülüklerin yerine getirilmesi için gerekli önlemlerin zamanında alınmaması,
- Satış, üretim ve finans bölümleri arasında gerekli eşgüdümün sağlanamaması,
- Yeni ürünler geliştirilememesi,
- Firma faaliyetinin yeterince çeşitlendirilmemesi,
- İlgili endüstri kolundaki gelişmelerin yakından izlenmemesi,
- Pazar araştırmalarına, yeni pazarlar bulunmasına gereken önemin verilmeyişi,
- Yönetim faaliyetlerinde eşgüdüm yetersizliği,
- Yöneticilerde teknik bilgi noksanlığı,
- Firmanın tüm yönetiminin, ayrıntıya inan konulara kadar, tek bir elde toplanması,
- Üst düzey yöneticiler arasında, temel sorunlarda görüş ayrılıklarının varlığı nedeniyle uyumlu bir işbirliği anlayışı içinde firma faaliyetlerinin yürütülememesi.

#### 1.4. Sermaye Yapısı Kararları ve Finansal Sıkıntı İlişkisi

Ülkelerin farklı ekonomik şartlara sahip olması, firmaların kendilerine özgü değişkenlerinin de farklılaşmasına neden olmaktadır. Aynı ekonomik düzen içerisinde bulunan firmalar arasında bile sermaye yapısı kararlarında farklılıklar bulunmaktadır.

İflas konusu ve iflasın sermaye yapısı üzerine etkisi, Modigliani ve Miller(MM)'in iflas maliyetlerini açık bir şekilde dikkate almadıkları ilk çalışmalarına kadar götürülebilir. MM, şirketin karının vergilendirildiği ve faiz ödemelerinin vergi matrahından indirilebildiği bir ortamda şirketin optimum sermaye yapısının hemen hemen tamamının borçtan oluşacağını ileri sürmektedir ( Altman, E. 1984:1067).

Firmalar, finansman kararlarını getiri ve risk arasındaki ilişkiyi göz önünde bulundurarak verirler. Böylece, yüksek iş riski alan firmalar finansman risklerini düşük tutarak riski dengeleme yoluna gidebilirler.

Modern finans anlayışı içerisinde temel ekonomik amaç; işletmenin hisse senetlerinin piyasa değerini maksimize etmektir. Bu amaçla bir anlamda spekülatif bir yönetim anlayışı izlense de belirtilen temel amaca ulaşmada optimal kârlılığın yakalanması ön koşul olarak görülmektedir (Akkaya, G. 2008: 2).

Firmaların sermaye yapısı kararlarına ilişkin teorik çerçeveyi, net gelir yaklaşımı, net faaliyet geliri yaklaşımı, geleneksel yaklaşım, Modigliani&Miller yaklaşımı ve M&M yaklaşımının kurumlar ve gelir vergileri dikkate alınarak düzeltilmiş şekli oluşturmaktadır.

Sermaye yapısında yapılacak değişikliklerin firma değerine etkisi, M&M' in çalışmalarına yapılan eleştiriler ve piyasa etkinliği konusundaki tartışmalarla farklı bir boyut kazanmıştır. Finansal sıkıntı ve iflas maliyetleri, asimetric bilgi ve temsil maliyeti gibi piyasa aksaklıklarının dikkate alınması, denge teorisi ve finansal hiyerarşi teorisi olarak adlandırılan iki yeni teorinin geliştirilmesine neden olmuştur.

Denge teorisi, firmanın sermaye yapısı kararlarını verirken faizin vergi tasarrufu ile finansal sıkıntı maliyetleri arasında denge kurularak hedef borçlanma oranının belirlenmesini önermektedir.

Sermaye yapısını açıklamaya yönelik kavramlar aşağıda açıklanmak suretiyle finansal sıkıntı ile ilişkilerine değinilmiştir.

#### **1.4.1. Temsil Maliyetler**

Modern bir şirket; yönetim, çalışanlar, hissedarlar ve tahvil sahipleri gibi çeşitli oyuncuların katıldığı bir takım çalışmasıdır (Çev. H. Doğukanlı 2007: 716). Bu çıkar guruplarından; yöneticiler, hisse senedi sahipleri ve borç verenlerin genellikle nakit akımı biçiminde algılanan firma hak dağıtımında, kendi önceliklerini yerine getirebilme mücadelesine girmelerinden kaynaklanan sorunlar Vekalet – Temsil- Problemleri olarak adlandırılmaktadır ( Turaboğlu,T. 2002: 1).

Temsil ilişkileri L. Donaldson tarafından ilk olarak teori boyutunda incelenmiş olup, 1990 yılında yazmış olduğu “ The Ethereal Hand: Organizational Economics and Management Theory ” ve 1991 yılında J .H. Davis ile birlikte yazdıkları “ Stewardship Theory or Agency Theory: GEO Governance ant Shareholder Returns ” isimli araştırmalarda detaylı bir şekilde açıklanmıştır (Güvençer, Ü. 2008: 22).

Temsil maliyetleri sermaye yapısının önemli bir belirleyicisi olarak bilinmektedir. Aynı zamanda finansal yönetimde temel ilkelerden birisidir. Bireysel çıkarı gözeten davranış ilkesine dayandırılmaktadır. Bu ilkeye göre bireyler kendi mali çıkarlarını düşünerek hareket ederler. Bireyler, kendileri için en avantajlı davranışta bulunurlar. Temsil edilen ile temsilci arasındaki ilişki ve bunun firma değeri üzerindeki etkisi temsil maliyetleri teorisinin ana çerçevesini oluşturmaktadır.

Yöneticilerin, hissedarların çıkarları yerine kendi çıkarlarını düşünmeleri halinde, hissedarlar takip işlemine başlarlar ve önlem almaya çalışırlar.

Bunların yanı sıra vekâlet teorisinin normatif yönleri de bulunmaktadır. Pozitif vekâlet teorisine göre daha soyut olan söz konusu yönelim Yetki Veren–Vekil Literatürü olarak isimlendirilir. Yetki Veren–Vekil Literatüründe, yetki veren ve vekilin çıkarlarını bağdaştıran, optimal sözleşme ilişkisini araştırmak amacıyla matematiksel araçlar ve tümdengelimci metodoloji kullanılır ( Turaboğlu, T. 2002: 17).

Vekalet teorisinin ana hatlarını ilk kez geniş bir biçimde ortaya koyan Jensen ve Meckling’de, Alchian ve Demsetz’de olduğu gibi, firmayı bir sözleşmeler bütünü olarak görmekte ve “ sözleşme olarak vekalet ilişkisi; bir veya birkaç kişinin/grubun (yetki veren), bir başka kişiyi/grubu (vekil), bazı kararlar almak üzere yetkilendirerek kendi yararına faaliyette bulunmaya yönlendirmesidir” açıklamasıyla, vekalet ilişkisini tanımlamaktadır ( Turaboğlu, T. 2002: 20).

#### **1.4.2. Finansman Hiyerarşisi Teorisi**

Sermaye yapısını açıklayan diğer bir teori ise Finansman Hiyerarşisi Teorisidir. Bu teori şirket yöneticileri ile hissedarlar ve borç sahipleri arasındaki asimetrik bilgiye dayanmaktadır. Bu teorinin kaynağını oluşturan bir takım varsayımlar bulunmaktadır:

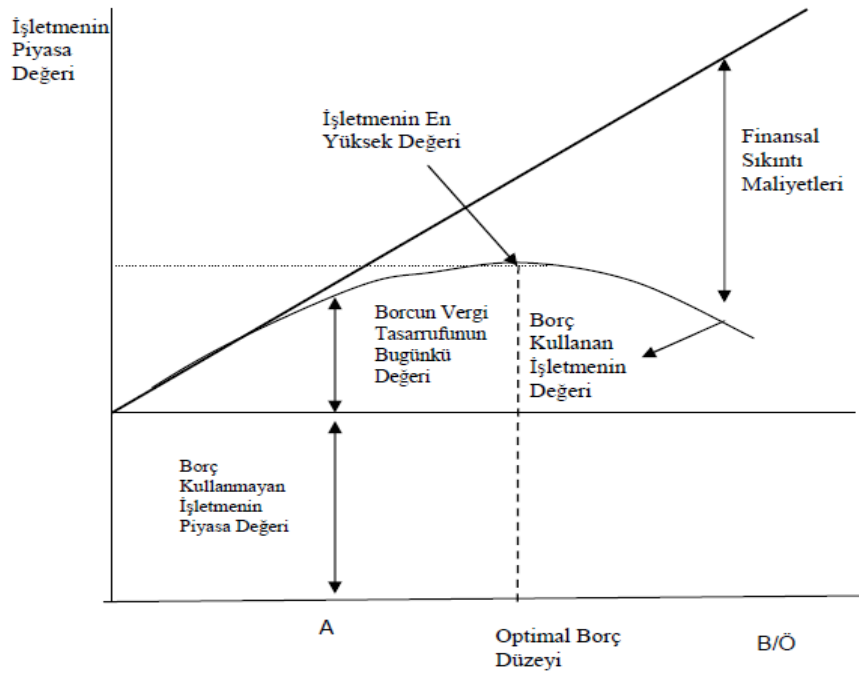
- Yatırımcılar, işletmelerde içsel finansman kaynaklarını herhangi bir dışsal finansmana tercih ederler.
- Kâr payı politikası ile ilişkili olup, şirketler kâr payı ödeme politikalarına rağmen, yatırım fırsatlarını değerlendirecek fonlara ihtiyaç duymaya devam ederlerse ve dışarıdan kaynak sağlamak zorunda kalırlarsa, ilk olarak güvenli menkul kıymeti seçecek kaynakları bir tercih sırasına göre sıralayacaklardır (Coşkun, E. 2006: 31).

#### **1.4.3. Ödünleşme Teorisi**

Ödünleşme Teorisine göre işletmeler, optimal sermaye yapılarını borçlanmanın vergi avantajı ile borçlanmanın getirebileceği iflas maliyetlerine göre belirlemektedirler. Bu kuramdan yola çıkarak büyük işletmelerin daha fazla borçlanarak daha fazla kar elde etmek isteyecekleri sonucuna varılabilir. Bunun nedeni de, büyük işletmelerin küçük işletmelere göre daha az maliyetle daha fazla borçlanabilmeleridir. Ayrıca büyük

işletmelerin daha küçük işletmelere göre iflas risklerinin daha az olacağı düşünülürse, borçlanmanın getireceği avantajları daha fazla kullanabilecekleri düşünülebilir. Bu nedenle ödünleşme hipotezi, firma büyüklüğü ile borçlanma arasında pozitif bir ilişki olduğunu söylemektedir (Gülşen, A. 2012: 52).

**Şekil 1.1.** Finansal sıkıntı maliyetleri, İşletme Değeri ve Borçlanma oranı



Kaynak: Çev. H. Doğukanlı 2007: 418

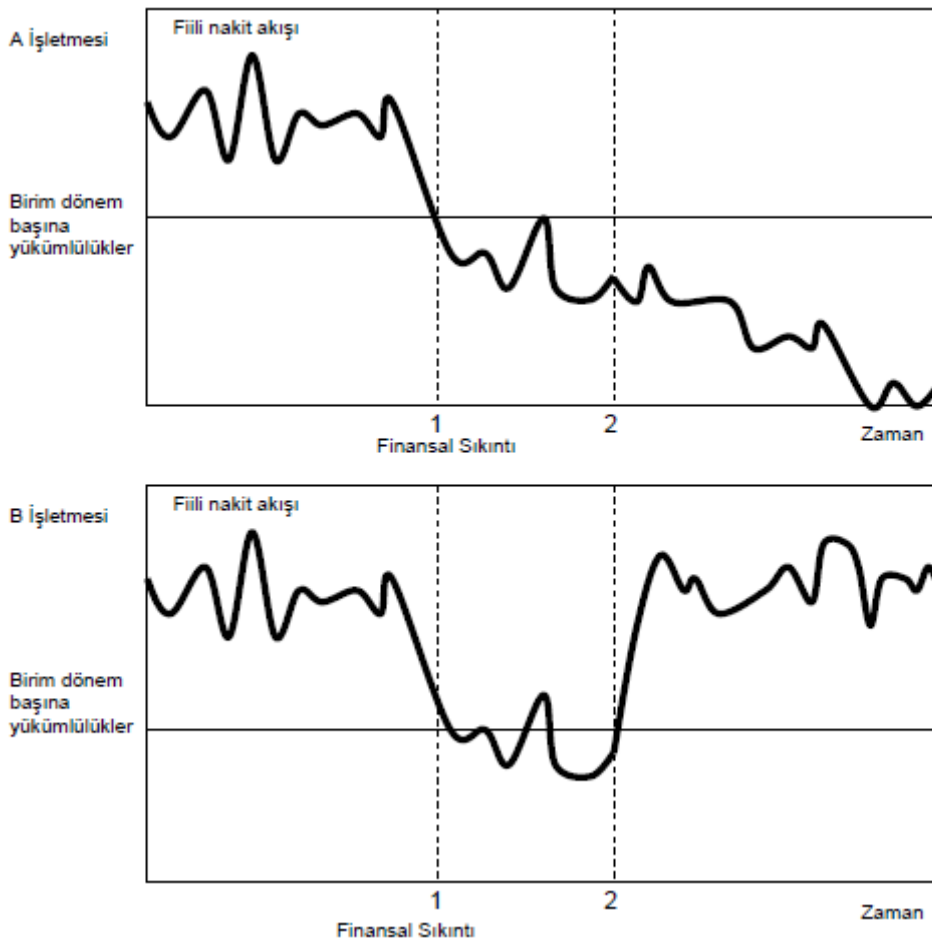
Şekil 1.1.'de borcun vergi yararları ile finansal sıkıntı maliyetleri arasındaki dengelenmenin optimum sermaye yapısını nasıl belirlediğini göstermektedir. Vergi tasarrufunun bugünkü değeri, firma daha fazla borçlandıkça başlangıçta artmakta, fakat sonradan firma verilebilir kârları tükettikçe azalmaktadır. İlmli borç düzeylerinde finansal sıkıntı olasılığı düşüktür ve dolayısıyla borcun vergi avantajı etkilidir. Fakat bu noktada finansal sıkıntı olasılığı ek borçlanma ile hızla artar ve finansal sıkıntının muhtemel maliyetleri firma değerini önemli biçimde kemirmeye başlar. Kuramsal optimuma, ek borçlanmadan kaynaklanan vergi tasarruflarının bugünkü değeri finansal sıkıntı maliyetlerinin bugünkü değerindeki artışla dengelendiğinde erişilir (Çev. H. Doğukanlı 2007: 418).



### 1.5. Finansal Sıkıntı Sürecinin Sonuçları

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 (Coşkun E, 2006,s : 37).

**Sekil 1.2.** Finansal Sıkıntı Sürecinde Bilgi Problemi ve Çıkar Çatışması



Kaynak: Coşkun E, 2006,s:38

Şekil 1.2.'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 hem de akış temelinde finansal sıkıntılıdır ve I.

Dönemden sonraki nakit akışları sürekli bir şekilde ödemesi gereken yükümlülüklerin seviyesinden daha azdır. B işletmesi ise yalnızca akış temeline göre finansal sıkıntılıdır. B işletmesinin nakit akışı II. Dönemden sonra sıkıntıya düşmeden önceki seviyeye dönecektir. 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 (Coşkun E, 2006,s:38).

### **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 (Çev. H. Doğukanlı 2007: 590). Resmi süreç dışındaki finansal yeniden yapılandırmada borcun vadesini uzatma, borç miktarında indirim sağlama, borç karşılığı hisse senedi verme gibi çeşitli alternatifler üzerinde görüşmelerin yapılması sayılabilir (Sayılğan, G. 2009: 150).

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 (Çev. H. Doğukanlı 2007: 590). Yasal iflas süreci içinde yeniden yapılandırmanın daha iyi bir alternatif haline gelmesi, problemlerin ortaya çıkma riskinden kaçınılmamasıdır.

### **1.5.2. İflas Yasaları Çerçevesinde Yeniden Yapılandırma**

Hemen hemen her ülkede iflas sistemi, süreçler ve sorumluluklar açısından bazı farklılıklar gösterse de “tasfiye” ve “yeniden yapılandırma” olmak üzere iki temel alanda düzenlemeler içermektedir (Çev. H. Doğukanlı 2007: 590-591).

Tasfiyenin alternatifi olarak ortaya çıkan yeniden yapılandırma, şirketin faaliyetlerine devam etmesine yardımcı olur. 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 (Çev. H. Doğukanlı 2007: 590).

Yeniden yapılandırmanın temel amacı; yeniden yapılandırma anlaşmalarının sonuçlandırılması sürecinde şirketi çalışır durumda tutmak ve değerinin korunmasını sağlamaktır (Coşkun, E. 2006: 44). Yeniden yapılandırma planı alacaklılar tarafından kabul edilip mahkemece onaylanınca yürürlüğe girer.

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

Finansal sıkıntının sonucunda şirketler ya resmi iflas süreci için müracaat etmekte ya da özel yeniden yapılandırma anlaşmalarına girişmektedirler.

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 (Coşkun, E. 2006: 46).

Finansal sıkıntıdan kurtulmak için alternatiflerin işletme ile ilgili çıkar gruplarının avantaj ve dezavantajları aşağıdaki başlıklar altında incelenecektir.

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

Resmi iflas süreci ile yeniden yapılandırma yoluna başvurulduğunda maliyetin arttığı da göz önünde bulundurulursa, özel yeniden yapılandırma yolunun seçilmesinin diğerine oranla maliyetinin düşük olması ve sürecin kısa olmasıdır.

Burada bahsedilen “maliyet” sözcüğünün ifade ettiği anlam, yöneticilere ve işletmeye olan maliyetleri ifade etmektedir.

İflas sürecinde yeniden yapılandırma özkaynak sahipleri için kredi verenlere göre daha avantajlı olabilmektedir (Coşkun, E. 2006: 48). Bunun yanı sıra özkaynak sahipleri iflas sürecinde yeniden yapılandırma söz konusu olduğunda daha becerikli olmaktadır.

Yeniden yapılandırma sürecinin seçiminde etkili olan diğer bir faktör, taraflar arasındaki bilgi asimetrisinin büyüklüğü ve bu bilgi asimetrisini daha derinleştirecek olan işletmenin sermaye yapısının karmaşıklığıdır.

Varlık yapısı da özel yeniden yapılandırma ve iflas sürecinde yeniden yapılandırma seçimini etkileyen başka bir faktördür. Varlık satış olasılığı, özel yeniden yapılandırma durumundakine oranla resmi iflas süreci içinde borcun yeniden yapılandırılması durumunda daha yüksektir. Bunun bir takım sebepleri aşağıda belirtilmiştir (Coşkun, E. 2006: 51):

- Süreç başladığında tüm dava ve takiplerin durdurulması, kredi verenlerin iflas durumunda haklarını talep etmesini ertelemesi sonucunu doğurmaktadır. Bunun sonucu olarak borçlulara işletme varlıkları üzerinde daha fazla tasarruf yetkisi vermektedir
- Borçlu, alacakların 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.

İflas 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” (DIP) borç olarak adlandırılır.

DIP dışındaki avantaj ve dezavantajlar şöyle sıralanmıştır: Yasal iflas sürecinde yeniden yapılandırmanın avantajları (Coşkun E, 2006,s:54-55):

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

Yasal iflas sürecinde yeniden yapılandırmaya gitmenin sakıncaları (Coşkun E, 2006,s:55):

- Borçlunun faaliyetlerinde özellikle müracaat öncesi kredi verenlere ödeme yapamadığı 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 kontrolü kaybedebilir.

### **1.6.2. Tasfiye ve Yeniden Yapılandırma Seçimini Etkileyen Faktörler**

Sıkıntı içindeki işletmelerin karar vermesi gereken bir konu da tasfiye ve yeniden yapılandırma arasında seçim yapmaktır. İdeal durumda iflas kararının görünüşü şöyledir: Alacaklılara yapılacak bir ödemenin vadesi gelince yönetim, firmanın değerini kontrol eder. Eğer firmanın değeri borçtan büyükse, firma alacaklılara ödemeyi yapar (gerekirse hisse senedi ihraç edip nakit elde ederek). Değilse, öz kaynak değersizdir ve firma borçlarını ödeyemeyip iflas için başvurur. 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 (Çev. H. Doğukanlı 2007: 590-591). Bu durum şu nedenlerle açıklanabilir; Bunlardan ilki, yeniden yapılanan işletme yasal olarak yeni bir kişilik olsa da eskiden oluşmuş zararları vergiden mahsup etme hakkı vardır. Dolayısıyla, yeniden yapılandırma yönünde bir avantaj söz konusudur. İkinci unsur ise; yeniden yapılandırmanın sonuçlarıdır. Eğer işletme tasfiye edilecekse alacaklılara yapılacak 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 değeri ile ilgili bir belirsizliğe düşmektedirler (Coşkun, E. 2006: 56).

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. Üçüncüsü

ise; hissedarların ve ikinci derece alacaklıların, öncelik sıralamasında en altta olmalarına rağmen, gizli bir silahı vardır: onlar zaman kazanmaya çalışırlar. İflas, bir planın mahkemeye sunulmasına ve her alacaklı grubunun onaylamasına sıra gelinceye kadar çoğu kez uzun yıllar alabilir. Yine uzayan iflas davaları iflas davası ile ilgili maliyetleri artırmakta ve öncelikle hak sahiplerinin alacakları miktarın bir kısmı dava sürecinde ortaya çıkan ve önceliği ilk sırada olan avukatlık ücretleri v.b. giderlere akmaktadır. Dördüncü faktör ise; 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 (Çev. H. Doğukanlı 2007: 592).

Son olarak, karlı şirketler kendilerini “ sıkıntı verici ” davalardan kurtarmak için iflas başvurusunda bulunabilirler. Örneğin, maliyetli bir toplu sözleşme Continental Airlines’ın başını ağrıtmıştı. 1982’de iflas yasasının 11. Maddesine göre başvurdu ve ödemeyi derhal yüzde 50’ye kadar indirdi. 1982’de Manville Corporation, asbestten zehirlenme iddiasıyla 16,000 zarar davasının tehdidi altındaydı. Manville 11. Maddeye göre iflas başvurusu yaptı ve iflas hakimi şirket yeniden yapılanıncaya kadar zarar davalarını bekletmeyi uygun gördü. Bu 6 yıl aldı. Kuşkusuz, yasa koyucular iflas yasalarının özüne aykırı kullanılmasından üzüntü duyuyorlardır (Çev. H. Doğukanlı 2007: 592).

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

Yasal iflas sürecinde yeniden yapılandırma ve tasfiye gibi seçeneklerin olmasının hak sahipleri açısından önemi bilinmektedir. Bazı ülkeler bu iki bu iki unsurdan birine rahatlıkla başvuru yapabilmektedirler.

Eğer iflas maliyetsiz bir süreç olsaydı, daha yüksek iflas riski işletmenin borç ve öz kaynaklarının sahiplerinin ilgilendiği bir durum olmaktan çıkardı. İflas meydana geldiğinde, şirket piyasa değerinden tasfiye edilebilirdi ve elde edilen gelir alacakların belirtilen önceliğine göre hak sahiplerine dağıtılabılırdi (Coşkun, E. 2006: 59).

Bütün bu olayları bir araya getirecek olursak zaten iflas demek tasfiye ve yeniden yapılandırma süreçlerini de kapsayan bir kavramdır.

### **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’de ki iflas sürecini daha iyi anlayabilmek ve hem de bu yasaların finansal sıkıntı maliyetleri üzerindeki etkisi dikkate alınması finansal sıkıntı maliyetlerinin bileşenlerini anlayabilmek açısından önemlidir (Coşkun E, 2006,s:60).

İflasın nasıl ve ne zaman başlayacağı noktasına değinen iflas kanunlarına Amerika ve Avrupa ülkeleri sahiptirler.



**Tablo 1.3.** 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 var mı?	Normalde hayır	Devamlı
İlk önce tasfiye ve reorganizasyon arasındaki seçime kim karar verir	Mevcut yönetim (bu özel süreç esnasında)	Atanan kişi veya iflas jürisi
İşletmenin varlıkları tasfiyede nasıl dağıtılır	Mutluk öncelik kuralına göre	Mutlak öncelik kuralına göre
Reorganizasyonda teminatlı alacaklılar için bir takiplerin durması var mıdır	Evet	Fransada var Almanyada yok İnfilterede bazı şartlarda evet
Reorganizasyon planını kim önerir	Yöneticiler yalnızca mevcut süreç içerisinde	Dışarıdan atanan iflas memurları
Reorganizasyon planı nasıl uygulanır	Kredi veren ve hissedarı gruplarının çoğunluk oyları	Fransa; İflas mahkemesi İngiltere: kreditorler komitesinin oyları Almanya kreditorlerin oy çoğunluğu

Kaynak: Coşkun E, 2006,s: 60

Tablo 1.3. 'de üç Avrupa ülkesi (Almanya, İngiltere ve Fransa) ve ABD'de iflas yasalarının işleyişi karşılaştırılmakta ve aralarındaki önemli benzerlik ve farklılıklar gösterilmektedir (Coşkun E, 2006,s: 60).

### **İflas zamanlamasında;**

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 tutulabilmektedirler. Bunların aksine Amerika’da iflas müracaatında gecikme durumunda açık politikalar yoktur (Coşkun E, 2006,s: 61).

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 (Coşkun E, 2006,s: 61).

Şirketler iflas müracaatında bulunur bulunmaz, şirketin yönetimini üstlenmek üzere iflas mahkemesince tarafsız bir görevli atanıp atanmayacağı hususunda ve işletmenin tasfiye veya reorganizasyon kararının kim ya da kimler tarafından alınacağı önem taşımaktadır.

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. 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 (Coşkun E, 2006,s: 62).

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 (Coşkun E, 2006,s: 62).

Fransa iflas yasası ise başarısız firmaları kurtarmaya çalışmada en uç noktaya gitmektedir: Fransız kanunlarının öncelikli amacı “ işletmeyi koruma “ ve “işletmenin faaliyetlerin sürdürmesidir ve “borçların ödenmesi ” yalnızca üçüncü derecede öncelikli amaçtır. Sıkıntılı 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 yılsonunda satın almak hakkına sahiptir (Coşkun E, 2006,s: 64).

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 (Coşkun E, 2006,s: 64).

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 azalmaktadır (Coşkun E, 2006,s: 65).

Kısacası ABD ve üç Avrupa ülkesi arasında iflasa yaklaşımları açısından büyük farklılıklar bulunmaktadır.

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 ülkelerinde 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 ülkesi yöneticilerinin iflası geciktirmesine yok açmaktadır (Coşkun E, 2006,s: 65).

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

İflas, borçlarını ödeyemeyen bir firmanın tasfiye edilmesi veya yeniden örgütlenmesidir (Çev. H. Doğukanlı 2007: 589).

Ülkemizde yaşanan 2001 krizinden sonra İstanbul Yaklaşımı şeklinde bilinen ve bu yaklaşımın etkisiyle şirket borçları, alacaklılarında onayı ile üç yıl süreyle ertelenebilmekteydi.

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 dâhil olmuştur ([www.turkhukuk sitesi.com](http://www.turkhukuk sitesi.com)). İflasın ertelenmesi, iflas hukukumuzda 2003 yılında 17.07.2003 tarih ve 4949 sayılı kanun ile (Resmi Gazete, 2003 ) uzlaşma yoluyla borçların tasfiyesi ise 12/02/2004 tarih ve 5092 sayılı kanun ile girmiştir (Resmi Gazete, 2004 ).

### **Genel İflas Süreci**

Genel iflas süreci denilince akla gelen borçlunun vadesi gelen borçlarını hakkında açılan iflas davasına rağmen ifa etmemesi gelmektedir. İflas sürecine borçlunun ödemelerini tatil etmesi de denir ([www.malihizmetler.com](http://www.malihizmetler.com)).

Kanun sermaye şirketleri (anonim ve limited şirketler) ve kooperatifler için genel iflas nedeni dışında bir şirketin borçlarının varlıklarından fazla olmasını da özel bir iflas nedeni saymıştır (TTK, 2013). Bunun anlamı bir yandan da borca batıklık olarak bilinmektedir. Bu demek değildir ki borçların varlıklardan fazla olması bir iflas nedenidir.

İflas takipli ve takipsiz iflas olmak üzere iki şekilde gerçekleşir. Alacaklının ilk önce icra dairesine başvurarak borçlu hakkında iflas takibi yaptırıp, borçlunun bu takip üzerine de borcunu ödememesi halinde Ticaret Mahkemesinde iflas davası açılmasına “takipli iflas yolu” denir. Alacaklının, yasada sayılan koşulların gerçekleşmesine bağlı olarak borçlu hakkında her hangi bir iflas takibine gitmeksizin doğrudan Ticaret Mahkemesine başvurarak iflasını istemesine “doğrudan iflas yolu” ya da “takipsiz iflas yolu” denir ([www.malihizmetler.com](http://www.malihizmetler.com)).

#### **1.7.2.1. İflasın Ertelenmesi**

Yeni TTK (Yeni Türk Ticaret Kanunu)’da iflasın ertelenmesi ile ilgili getirilen yeni düzenleme şu şekilde olmuştur.

6762 sayılı TTK'nin 324'ncü maddesinde “ şirket durumunun ıslahı mümkün görülüyorsa idare meclisi veya bir alacaklının talebi üzerine mahkeme iflas talebini tehir edebilir” ifadesiyle yer bulan iflasın ertelenmesi müessesesi yeni TTK'nin 377'nci maddesinde düzenlenmiş ve yönetim kurulu veya herhangi bir alacaklı yeni nakit sermaye konulması dahil nesnel kaynakları ve önlemleri gösteren bir iyileştirme projesini mahkemeye sunarak iflasın ertelenmesini isteyebileceğini belirtmiş olup, erteleme talebinde bulunduğu İcra ve İflas Kanununun 179 ile 179/b maddelerinin uygulanacağı hükme bağlanmıştır ( YTTK).

Şirketlerde ve kooperatiflerde iflasın ertelenmesinin iki temel şartı borca batıklık ve iflasın ertelenmesidir. İcra ve İflas Kanunu'nda 2003 yılında yapılan değişiklik ve ilavelerden sonra şirket ve kooperatifler iflasın ertelenmesi yoluna daha sık başvurmaya başlamışlardır (Kayar, İ. 2009: 20).

İflas ertelemesinin iki temel şartı borca batıklık ve sunulan iyileştirme projesinin mahkeme tarafından ciddi ve inandırıcı bulunmasıdır (Kayar, İ. 2009: 20).

#### **1.7.2.2. Uzlaşma Yoluyla Sermaye Şirketlerinin Yeniden Yapılandırılması**

Yeniden yapılandırmada ilk önemli adım İstanbul Yaklaşımı ile atılmış olup, sermaye şirketleri ve kooperatiflerin uzlaşma yoluyla yeniden yapılandırılması 2004 yılında bu yaklaşımı takip ederek iflas kanununa girmiştir.

Yeniden yapılandırma bir firmanın sermaye yapısını, varlık karmasını ve organizasyonunu, firma değerini destekleyecek biçimde temelden değiştirmektir (Akkaya, G. 2007: 179).

Uzlaşma yoluyla yeniden yapılandırmanın kapsamı sermaye şirketleri ile sınırlandırılmıştır ve alacaklılar bu sürecin başlatılması için müracaat edemezler. Başvuru yetkisi, şirketi temsile yetkili kişilerdedir (Coşkun, E. 2006: 71).

Eğer şirketlerde ödeme aczi, borca batıklık durumu söz konusu ise uzlaşma yoluyla yeniden yapılandırma yoluna başvuru yapılabilir.

## İKİNCİ BÖLÜM

### FİNANSAL SIKINTI MALİYETLERİ VE YENİDEN YAPILANDIRMANIN FİRMA DEĞERİ ÜZERİNE ETKİLERİ

#### 2.1. Finansal Sıkıntı Maliyetleri

Finansal sıkıntı maliyetli bir oluşumdur. Yatırımcılar borçlu firmaların finansal sıkıntıyla karşılaşabileceğini bilirler ve finansal sıkıntı maliyetleri konusunda endişe duyarlar. Bu endişe, borçlu firmaların menkul kıymetlerinin piyasa değerine de yansır. Bu şimdi finansal sıkıntı içinde olmasa bile, yatırımcılar gelecekteki sıkıntı ihtimalini cari değere ilişkin tahminlerine yansıtırlar. Bu da firmanın toplam değerinin aşağıdaki gibi olması demektir (Çev. H. Doğukanlı 2007: 418):

$$\begin{aligned} &\text{Toplam piyasa değeri} = \text{tamamen özkaynakla finansman durumundaki değer} \\ &\quad + \text{vergi tasarrufunun BD(Bugünkü Değer)'si} - \text{finansal sıkıntı maliyetlerinin BD'si} \end{aligned}$$

Bu formüle göre, firma ne kadar borç alacağına karar verirken finansal sıkıntı olasılığının artmasının maliyetine karşı borcun vergi avantajını dengeler (Coşkun, E. 2006: 74).

Bir firma sıkıntı da ise, borç verenler de hissedarlar da firmanın yeniden toparlanmasını isterler, ancak başka bir açıdan çıkarları çatışabilir. Hissedarlar, firmanın toplam piyasa değerini en yüksek düzeye çıkarma gelen amacından vazgeçip, bunun yerine kendi dar çıkarlarını gözetme dürtüsüne kapılırlar. Kredi verenlerin zararına oyunlar çevirme eğiliminde olurlar. Bu oyunlar finansal sıkıntı maliyetlerini artırır (Çev. H. Doğukanlı 2007: 421).

Firmalar sıkıntıya girdikleri zaman karşılaştıkları iki tür sıkıntı maliyeti vardır. Bunlardan ilki dolaylı maliyetler: varlıkların değerinin altında elden çıkarılması, satış, kar, girdi, üretim/hizmet kalitesi, insan gücü ve itibar kayıpları şeklinde açıklanabilir. Doğrudan maliyetler; avukat ve mahkeme ücretleri ile yönetimin konuya harcadığı zaman olarak açıklanmış olmakla birlikte aşağıdaki tabloda belirtilmiştir.

**Tablo 2.1.** Finansal Sıkıntı Maliyetleri

<b>Dolaylı Maliyetler</b>	<b>Doğrudan Maliyetler</b>
Sıkıntıdağı firma ile ilgili müşterilerin yaşadıkları belirsizliklerin sonucu, s. Satış kaybı, kar kaybı, itibar kaybı.	Avukat Ücretleri
Sıkıntıdağı firma ile ilgili tedarikçilerin yaşadıkları belirsizliklerin sonucu, s. Girdi kaybı, daha pahalı ticari koşullar.	Mahkeme Ücretleri
Varlıkların hızlı nakde çevrilmesinden dolayı oluşabilecek düşük fiyatlama, s. Varlıkların yok pahasına satılması.	Yönetimin konuya ayırdığı zaman
Tasarrufa yönelen işletmenin maliyetleri düşürerek ürün kalitesinden ödün verilmesi	
Çalışanların moral kaybı ve alternatif iş fırsatlarını araştırmaya yönelmeleri	
Gecikmeler ve yasal yükümlülükler yönetimin işleri etkin yürütmesini önleyici kısıtlamalar getirebilir.	

Kaynak: Coşkun, E. 2006: 50

Tablo 2.1’de Finansal Sıkıntı Maliyetleri Dolaylı Maliyetler ve Doğrudan Maliyetler şeklinde açıkça belirtilmiştir.

### **2.1.1. Doğrudan Finansal Sıkıntı Maliyetleri**

Yukarıdaki tabloda da görüleceği üzere dolaylı maliyetlerin bir yönünü ürün veya hizmetlerin potansiyel alıcılarının, şirketin ödeme sıkıntısı olasılığına inanması ile meydana gelecek olan satış ve kar kayıpları oluştururken 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 (Coşkun E, 2008,s. 50).

Direk iflas maliyetleri gelecekte mümkün olabilecek iflas süreci ile ilgilidir ve tasfiye veya yeniden yapılanmanın yasal ve yönetsel maliyetlerini içermektedir. Firmanın organizasyon yapısına ve sözleşmelerin özelliklerine bağlı olarak değişmektedir ( Yücel, E. 2006: 45).

Resmi iflas süreci içerisinde borçları yeniden yapılandırmanın direk maliyetlerinin, özel borç yeniden yapılandırmaya oranla maliyetinin önemli ölçüde yüksek olduğu bilinmektedir.

İflas sürecinde yapılandırmanın direk maliyetleri ile özel çözümlerin direk maliyetlerinin karşılaştırılmasında ortaya çıkan sonuç;

Direk maliyetler, şirket borçlarını özel bir şekilde yeniden yapılandırabildiği zaman yaklaşık on kat daha düşüktür (Coşkun E, 2006,s:84).

İflasın doğrudan maliyetlerinin büyüklüğü konusuna değinecek olursak; doğrudan maliyetler ortalama olarak şirket değerinin büyük şirketler için % 2-5 civarında, küçük şirketler için ise %20-25 civarında olmaktadır. Bu maliyetlerin maliyet olasılığıyla ağırlıklı olacağı unutulmamalıdır. Her şey göz önüne alındığında, beklenen doğrudan maliyetler pek büyük olmamaktadır.

Direk iflas maliyetleri, firmanın organizasyon yapısına ve sözleşmelerin özelliklerine bağlı olarak değişmektedir. Sözleşme yapısı karmaşık olan firmaların direk iflas maliyetleri de yüksektir.

### **2.1.2.Finansal Sıkıntının Dolaylı Maliyetleri**

Tablo 4'te de kısaca anlatılmaya çalışılan dolaylı maliyetler; işletmelerin yerine getirmeleri gereken yükümlülükleri yerine getirmekte sıkıntıya düştükleri zaman iflasa müracaat ederler. Bu durum bir nevi çözüm bulma noktasıdır. Şirketler iflas yoluna başvurmayla karar verseler bile bu durumun oldukça yüksek dolaylı maliyetlerini göze almak durumunda kalırlar.



Dolaylı maliyetlere işletmelerin katlandıkları fırsat maliyetleri de denilebilir. Bunun nedeni ise işletmelerin normal koşullarda faaliyetlerini etkilemesinden kaynaklanmaktadır.

Dolaylı iflas maliyetleri iflasa gitmekte olan bir firmanın güçlüklerini yansıtmaktadır. Finansal sıkıntı nedeniyle yatırım politikalarında değişikliği gidilmesiyle firma değerindeki azalma olarak da ortaya çıktığı görülmektedir.

Özellikle finansal sıkıntı ile ilgili dolaylı maliyetlerden bahsedilirken iflas süreci için müracaat edilip yeniden yapılandırma yoluna başvurulduğu anlaşılmıştır. Finansal sıkıntının dolaylı maliyetleri hakkındaki bulgular ise karlılık ve piyasa değeri düşüşü ile açıklanmıştır.

#### **2.1.2.1. Rekabet Gücündeki Düşüşten Kaynaklanan Satış – Kar Kaybı**

İşletmelerin rekabet yeteneği üzerinde etkisi olan bir konu ise, işletmeler iflasa müracaat etmiş olsun ya da olmasınlar karşılaştıkları bu başarısızlık süreci ve iflastan kaynaklanan kesintiler işletme hakkında bir önyargı oluşmasına sebep olmakla birlikte, şirket alıcıları, tedarikçileri ve diğerleri ile iş yapmak için daha az tercih edilir duruma gelmelerini sağlamıştır.

Potansiyel alıcıların şirketin ödeyememe olasılığına inanmasından kaynaklanan bir satış ve kar kaybı oluşmaktadır. Bütün bunların yanı sıra dolaylı maliyetler sadece iflasa müracaat edilmesi durumuyla kalmayıp, şirketlerin yeniden faaliyete başlaması ve durumlarını düzeltmeye çalıştıkları sırada da karşılarına çıkacaktır.

Güvensizlik ortamı oluşacağı için, şirketin şartları daha da kötüye doğru ilerlerken, iflas durumundaki şirketin en uygun çalışanları, alıcıları ve satıcıları firmaya çekme ve onları elde tutma yeteneklerinin de azalmasına yol açacağı için bu noktada alıcıların yanı sıra tedarikçilerden de kaynaklanan sıkıntıların ortaya çıkaracağı maliyetlerden de söz etmek mümkün olacaktır.

Ayrııcı şirket kalifiye personelini elinde tutmak için fazlasıyla ücretler ödemek zorunda kalacaktır. Faaliyet maliyetlerinde bir artış olacağı su götürmez bir gerçektir. Tedarikçilerle olan ilişkiler bozulmaya, maliyetler artmaya ve finansal sıkıntının daha da derinleşmesine hatta faaliyetlerin durma noktasına gelmesine dahi yol açmaktadır.

Finansal sıkıntındaki şirket için durum ne kadar kötüye giderse rakiplerin kazançları o kadar artmaya başlayıp, Pazar payı kazançlarını optimal kapasitenin üzerine çıkarmaya ve ilave kapasite artırmaya yol açacaktır.

### **2.1.2.2. Kısa Dönemli Odaklanmadan Kaynaklanan Dolaylı Maliyetler**

Finansal sıkıntındaki şirketlerin rekabet gücünde meydana gelen azalmalarının nedenlerinde biri de iflas odaklı olmak ve bundan kaynaklı olarak rakiplerine karşı güçsüz durumda kalmalarıdır.

Şirket yöneticilerinin dikkatlerini kısa döneme çevirmelerine sebep olacak bir durumdur. Uzun dönemli yatırım yapmaktan kaçınarak vadesi gelen taahhütlerini yerine getirmeye çalışması şirketin lehine sonuçlanacak bir durum halini alacaktır.

Zorunlu varlıkların satışı da kısa dönemli odaklanmanın bir sonucudur. Bunun da nedeni şirketlerin kredi verenlerce üzerlerinde hissettikleri baskıdır.

Finansal sıkıntındaki şirketler kısa dönemli nakit girişlerini artırmak amacıyla sık sık değerli varlıkları satmak zorunda kalmaktadırlar. Örneğin 1980'li yıllarda iflas riski ile karşı karşıya kalan Chrysler iflastan kurtulmak için bazı bölümlerini satmak zorunda kalmıştır (Coşkun, E. 2006: 96).

### **2.1.2.3. Finansal Sıkıntı Sürecinde Şirket Yöneticilerinin Davranışlarından Kaynaklanan Maliyetler**

Pazar payı kaybı, kısa döneme odaklanma ve faaliyet maliyetlerindeki artışın yanı sıra iflas müracaatını geciktirmek veya müracaattan kaçınmaya çalışan şirket

yöneticiler tarafından şirketlerin karşı karşıya kalabilecekleri iflas maliyetleri ile gecikme maliyetleri de önem taşımaktadır.

- **Aşırı Yatırım Etkisi ve Düşük Yatırım Etkisi**

Yöneticiler ile hissedarlar arasındaki çıkar çatışmaları göz önünde bulundurulursa hissedarlara karşı daha az riskli projeleri seçebilmektedirler. Bir nevi işlerini kaybetmemek ve gelirlerinin azalmasının önüne geçmek adına yaptıkları uğraş neticesidir.

Bunun yanı sıra aşırı yatırım etkisi konusuna da değinecek olursak, şirket yöneticilerinin aşırı derecede riskli yatırımlara girişmelerine de yol açabilmektedir. Bunun nedeni de riskli yatırım başarı ile sonuçlanırsa yüksek getiri sağlayacağından şirketin iflastan kaçınmasına fayda sağlayacağı düşüncesidir. Bu durumda riskli yatırım olumsuz sonuçlanırsa şirketin kaybedeceği bir şey olmayacağı zaten iflas edeceği hususu olup, fazla maliyetlerin kredi verenlere yüklenmesi dolayısıyla yöneticileri zarara uğratan bir durum olmamasıdır.

- **Gecikme Etkisi**

Gecikme etkisi ise firmaların finansal sıkıntı maliyetlerine iflas müracaatındaki gecikmeden dolayı daha fazla katlanması şeklinde ifade edilebilir. Bu husus maliyet artırıcı bir unsurdur. Yöneticilerin iflas müracaatını geciktirmesiyle oluşan bir süreçtir. Bunun sebebi olarak yöneticilerin iflas sürecinde şirketin başında olmayacakları koşuluna bağlanmasıdır.

### **2.1.3. Finansal Sıkıntı Maliyetlerinin Büyüklüğünü Etkileyen Faktörler**

Şirketler açısından finansal sıkıntıya karşı duyarlılık şirketin genel ekonomisinde meydana gelen iyileşme veya kötüleşmeye bağlı olarak değişiyorsa büyük ihtimalle bu şirketle ilgili olarak hissedarlar ve kredi verenler 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.

Finansal sıkıntı maliyetlerinin büyüklüğünü etkileyen faktörleri inceleyecek olursak;

### **2.1.3.1. Sermaye Yapısının Karmaşıklığı ve Bilgi Asimetrisinin Büyüklüğü**

Yeniden yapılandırma sürecinin seçiminde etkisi olan diğer bir faktör de sermaye yapısının karmaşıklığı ve bilgi asimetrisinin büyüklüğüdür. Sermaye yapısı karmaşıklığına bağlı olarak finansal sıkıntı maliyetleri artmaya başlar ve özel yeniden yapılandırma daha düşük bir olasılık haline gelir. Sermaye yapısının karmaşıklığı hak sahiplerinin şirket varlıklarının paylaşımı üzerine anlaşmalarını güçleştirmekte ve bu durum hem şirketin yaşadığı finansal sıkıntı süresini hem de maliyetleri artırmaktadır (Andrade, G. 1998: 1482). Şirketler sermaye yapılarında farklı özelliklere sahip menkul kıymetler arttıkça ve sermaye yapıları karmaşıklaştıkça alacaklıların bağımsız hareket etmesine bağlı olarak sıkıntılar artmaya başlayacak ve çıkar çatışmaları gibi problemler meydana gelecektir.

Sermaye yapısının karmaşılaşmasına yol açan nedenler ticari kredi, banka kredisi veya tahvil gibi farklı özellikteki alacak talepleri alacaklılar arasındaki koordinasyon probleminin artmasına yol açmaktadır.

Bilgi asimetrisi ve bağımsız hareket etme şirketlerde finansal sıkıntının çözümünü güçleştirir ve daha maliyetli hale gelmesine yol açar ve böylelikle yasal iflas süreci içerisinde veya bu süreç dışında özel olarak yeniden yapılandırma yoluna başvurmalarını sağlar. Ayrıca işletmelerin yaşadığı nakit akış yetersizliğinin geçici veya kalıcı bir durum olup olmadığının tespit edilmesi bilgi asimetrisinin varlığı söz konusu olduğunda güçleşmektedir.

### **2.1.3.2. Finansal Sıkıntı Maliyetleri ve Yeniden Yapılandırmanın Kolaylığı**

Yeniden yapılandırmanın kolaylığı sermaye yapısının karmaşıklığı ile paralel olarak değerlendirilmesi gereken bir konudur. Sermaye yapısı içerisinde yüksek risk ve getirili tahvillerin veya halka açık işlem gören tahvillerin olup olmaması, banka borçlarının miktarı v.b.şeklinde açıklanabilir (Andrade, G. 1998: 1483). Banka borçlarının toplam borç içindeki büyüklüğüne bakılarak finansal yeniden yapılandırmanın kolay olup olmayacağı sonucuna varılabilir.

Bankaların borçlu hakkında diğer küçük 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 (Coşkun, E. 2006: 109).

Zaten bütün bunlar finansal sıkıntı maliyetlerinin düşmesine ve yatırım kararını zorunlu hale getirerek aşırı yatırım etkisinin ortaya çıkacağı maliyetleri azaltmaya yardımcı olmaktadır.

### **2.1.3.3. Finansal Sıkıntı Maliyetleri ve Sıkıntı Süresinin Uzunluğu**

Yeniden yapılandırma sürecinin seçiminden etkili olan önemli olan maliyet unsurudur. Bu durumda işletmenin borçlarını özel olarak yeniden yapılandırma veya iflas sürecinde yeniden yapılandırma seçeneklerinden birini seçerken, bu alternatiflerin seçiminde katlanılacak borç yeniden yapılandırma maliyetleri önemli bir belirleyici konumundadır.

Maliyet unsuru sürecin işletmelere doğrudan veya dolaylı maliyetlerini ve yöneticilere olan maliyetleri ifade etmektedir. Bu maliyetlerin tam anlamıyla ölçülmesi mümkün değildir. Ama özel yeniden yapılandırma çalışmalarında daha az maliyete katlanıldığı görülmektedir.

İflas süreci dışında özel yeniden yapılandırmaya giden şirketlerin bu süreçte harcadığı zaman ortalama 15 ay iken yasal süreç işletildiğinde bu zaman 20 aya çıkmaktadır (Gilson, S. 1990: 335).

#### **2.1.3.4. Finansal Sıkıntı Maliyetleri Üzerinde Sektör Performansı ve Özelliklerinin Etkisi**

Aslında bu başlık altında anlatılmak istenen borç kapasitesi ile varlıkların tasfiye değeri arasındaki ilişkidir. Eğer varlığın tamamı borçla finanse edilirse her şey yolunda giderse borç anapara ve faizlerinin ödenmesinde sıkıntı olmayacağıdır. Ancak işler yolunda gitmezse borç ödemeleri sırasında başarısızlık yaşanacağıdır. Böylece alacaklı grupları, varlıkların yeni veya farklı kullanım alanlarının olup olmadığına bağlı olarak farklı derecelerde alacak tahsilâtında bulunacaklardır.

Yatırımların özelliğiliği, spesifikasyonu arttıkça ilave borçlanma şartları ile karşılaşılacaktır. Böylece borç ve öz kaynakların maliyeti, varlıkların kullanım alanlarını genişliği ölçüsünde değişecektir (Coşkun, E. 2006: 112).

Varlıkların yeniden kullanılabilirliği tasfiye değerinin ve borç kapasitesinin önemli bir belirleyicisi olurken varlıkların büyük bir bölümünün böyle bir özelliği söz konusu değildir. Bundan kaynaklı olarak varlık satışına ve tasfiyeye giden şirketler için bu varlıkları en yüksek değerden alabilecek olan şirketler yine aynı sektördeki şirketlerdir.

Eğer alıcı şirketler sıkıntı çekerlerse, sıkıntıda şirketlerin varlıklarını almak için oluşturacakları fon olasılıkları azalacaktır. Bu durumda bile fon oluşturmaya çalışsalar dahi antitrust ile ilgili ve diğer rekabetle ilgili kanunlar bunu engelleyecektir.

Sektördeki alıcılar kredi bulmada ve yasal düzenlemelerde karşılaşacakları engellerden dolayı, varlıkları yönetmede gerekli know howa sahip olmayan alıcıların bu varlıkları satın alması ve bu varlıkları çalıştırmak için özel uzman çalıştırmadan kaynaklanan ilave maliyetlerin ortaya çıkması söz konusu olacaktır (Coşkun, E. 2006: 113).

Alternatif kullanımı olmayan varlıklar, endüstri veya genel ekonomideki bir durgunluk anında satılırsa veya endüstri alıcıları çeşitli düzenlemelerle engellendiğinde olması gereken fiyatın altında bir fiyatla satılabilirler. Bu da finansal sıkıntı endüstri performansı düştükçe daha maliyetli bir konuma gelmesini sağlayacaktır.

Finansal sıkıntıdan kurtulmayı etkileyen faktörler, yönetim faaliyetleri, finansal sıkıntının şiddeti ve ekonomik şartlar bağımsız değişten sınıfında ele alınmıştır. Finansal sıkıntının şiddeti finansal kaldıraç ile ölçülmektedir.

## **2.2. Yeniden Yapılandırma Türleri ve Yöntemleri**

Firmalarda yeniden yapılandırma kavramı genellikle sermaye yapısı, varlık karması ve/veya firma değerinin desteklenmesi amaçlarıyla kullanılmaktadır (Rock, M. 1990: 1).

Yeniden yapılandırma bir firmanın sermaye yapısını, varlık karmasını ve organizasyonunun, firma değerini destekleyecek biçimde temelden değiştirmektedir. Belli durumlara bağlı olarak yeniden yapılanma; bir yandan rekabetçiliği, hisse senedinin piyasa değerini ve kişisel serveti desteklerken, diğer yandan yatırımları azaltarak istihdam düzeyini düşürmekte (özellikle yeniden yapılanma stratejisi olarak küçülmenin benimsendiği durumlarda) ve yüksek riskin yönetilmesinde (örneğin verimsiz aktiflerin elden çıkarılması) bir araç olarak kullanılmaktadır (Akkaya, G. 2007: 179-180).

Başarısızlığa uğramış bir firmanın finansal yapısını düzeltmek amacıyla alınabilecek önlem, firmanın içinde bulunduğu mali güçlüğü derecesine göre farklılık gösterir. Alınabilecek tüm önlemlere karşın firmanın sağlıklı bir yapıya kavuşarak varlığını sürdürmesi ümitsiz görülüyorsa firmanın tasfiyesine gitmekten başka çare kalmayabilir (Akgüç, Ö. 1998: 947).

Firmaların yeniden yapılandırmaya gitme ihtiyaçları çok farklı amaçlar doğrultusunda oluşmaktadır. Global pazarlarda yaşanan değişimler, yabancı firmaların rekabeti, teknolojik değişimlerin artması bunlara örnek olarak verilebilir.

Firmalar kaldıraç düzeylerini artırabilmek için borçlanma miktarlarını artırmaları ve böylece başka bir firma tarafından ele geçirilme olasılıklarının azaltılması da finansal yeniden yapılanmanın diğer bir boyutunu oluşturmaktadır.

Borçlarını ödemede başarısız olan şirketler açısından mali taleplerini yeniden yapılandırmak için resmi iflas ya da özel yeniden yapılandırma çalışmalarına başvurumaktadırlar.

### **2.2.1. Finansal Sıkıntıdaki Şirketlerde Yeniden Yapılandırma Süreçleri**

Finansal sıkıntı yaşayan şirketler ya tasfiye edilir ya da yeniden yapılandırma yoluna giderler. Finansal sıkıntı sürecine giren işletmenin varlıkları borçlarını ödemede yeterli bir seviyede ise tasfiye seçeneğinden önce şirketin yeniden yapılandırma programı ile faaliyetlerine devam etmesi hissedarlar için daha makul bir yaklaşımdır.

Borçlarını ödemede başarısızlığa uğrayan işletme, tarafına yapılan mali talepleri yeniden yapılandırmak zorundadır. Resmi iflas süreci ya da özel yeniden yapılandırma süreci firmanın seçenekleri arasındadır.

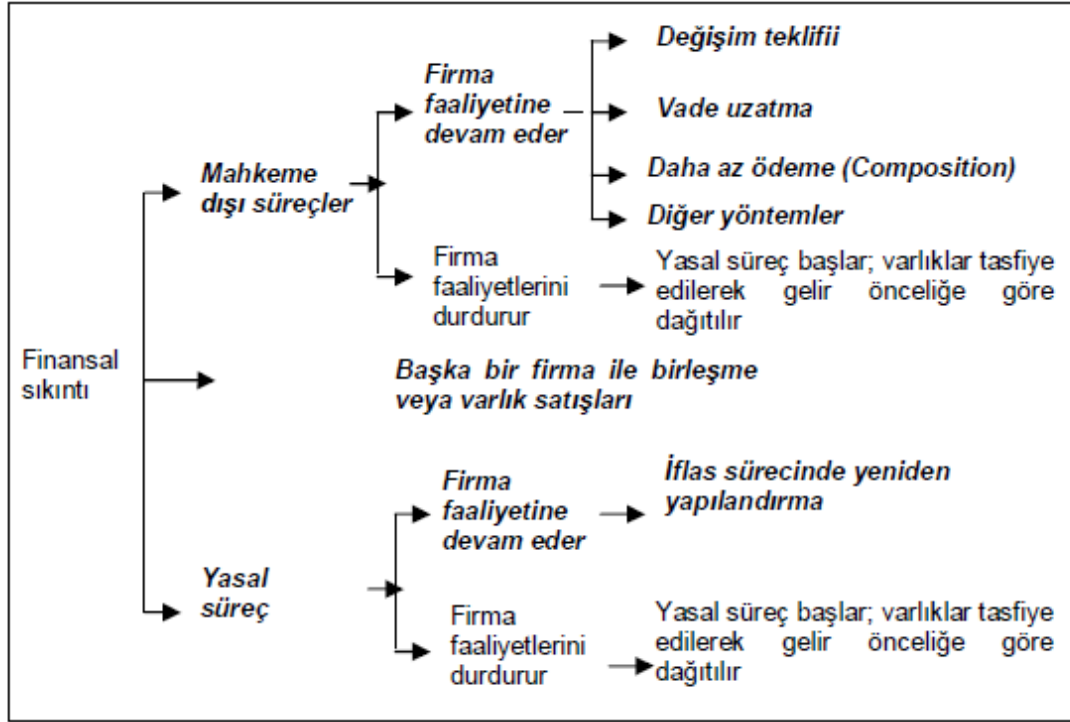
Yeniden yapılandırma süreçleri aşağıdaki başlıklar altında daha detaylı olarak incelenmiştir.

#### **2.2.1.1.Hukuksal Açıdan Yeniden Yapılandırma**

Hukuki açıdan yeniden yapılandırma mahkeme sürecinde yeniden yapılandırma ve mahkeme dışı yeniden yapılandırma olarak ikiye ayrılmıştır. Şirketlerin finansal yönden sıkıntıdan kurtulmaları için bu iki seçenek ön plana çıkmaktadır.



Şekil 2.1. Finansal Sıkıntıda Uygulanabilecek Çözüm Süreçleri



Kaynak: <http://dergiler.ankara.edu.tr/dergiler/42/997/12135.pdf>

Şekil 2.1’de görüldüğü gibi Finansal sıkıntı mahkeme dışı süreçler ve yasal süreç olmak üzere iki kısımdan oluşmaktadır. Mahkeme dışı süreç ele alındığında ilk olarak; firma faaliyetine devam eder. Böylece değişim teklifi, vade uzatma, daha az ödeme ve diğer yöntemler gibi kriterler açısından değerlendirilir. İkinci olarak; firma faaliyetini durdurur ve böylece yasal süreç başlamış olur. Yasal süreçten kasıt varlıklar tasfiye edilerek gelir önceliğine göre dağıtılır.

Yasal süreç ele alındığında ilk olarak; firma faaliyetine devam eder. İkinci olarak ta; firma faaliyetini durdurur ve böylece yasal süreç başlamış olur. Yasal süreçten kasıt varlıklar tasfiye edilerek gelir önceliğine göre dağıtılır.

İşletmeler yeniden yapılandırma konusunda başarılı olamazlarsa eğer tasfiye söz konusu olacaktır. Finansal sıkıntının çözülebilmesi için uygulanabilecek süreçler kısaca açıklanmak istenirse;

Yukarıdaki şekilde de belirtildiği gibi 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, borç-öz kaynak değişimi, borçlanarak yeniden sermaye sağlama sayılabilir (Sayılğan, G. 2009: 148).

#### **2.2.1.1.1. Mahkeme Sürecinde Yeniden Yapılandırma**

Resmi iflas reorganizasyonu sürecinin temel amacı; işletmenin değerini korumasını ve faaliyetine devam etmesini sağlamaktır ( Coşkun, E. 2006: 118).

Finansal sıkıntı içerisinde olan firmalar eğer alacaklılarıyla mahkeme dışı bir anlaşma elde edemezlerse, iflas için başvurmak zorunda kalırlar. Tasfiye sürecinin alternatifleri olarak ortaya çıkan resmi iflas yeniden yapılandırma sürecinin temel amacı; işletme değerinin korunması ve faaliyetine devam etmesinin sağlanmasıdır.

İflas müracaatı ile yeniden yapılandırma sürecinde anlaşmayı kolaylaştırıcı ve yeniden yapılandırmayı etkili hale getiren çeşitli hükümlerin yasalarda yer alması bu sürece talebin artmasında önemli rol oynamaktadır (Özkanlı, S. 2006: 26).

Borçlunun alacaklıların çoğunluğu ile yaptığı ve anlaşmayı kabul etmeyen diğer alacaklıları da bağlayan böyle bir anlaşmaya yasa dilinde konkordato denilmektedir (Akgüç, Ö. 1998: 955). Konkordato alacaklılardan kısmen vazgeçilmesinin yasal bir yolu olarak da tanımlanabilir.

#### **2.2.1.1.2. Mahkeme Dışı Yeniden Yapılandırma**

Finansal sıkıntı durumuna düşen firmalar borçlarını ödeyemedikleri zaman alacaklılarıyla resmi olmayan anlaşma yapmaya çalışacaklardır. Bu duruma özel ödeme yani gönüllü ödeme planı denilmektedir. Firmalar alacaklılarıyla uzatma pazarlığı yapılabilir, yani ödemelerini geciktirme yolunda alacaklılarıyla anlaşabilir veya kısmi ödemeler yapılabilir. Pazarlıkla anlaşmanın yararı, maliyetlerin düşüklüğü ve

resmi iflasın sonuçlanması için gerekli uzun işlemlerin gerekmesidir (Çev. H. Doğukanlı 2007: 590).

Gönüllü yeniden yapılandırmalarda firmanın faaliyetlerine devam etmesi karşılığında alacaklılar tarafından çeşitli ve oldukça önemli operasyonel değişikliklerin şirkete kabul ettirildiği görülmektedir (Sayılğan, G. 2009: 64).

Özel yeniden yapılandırma ile çözüme ulaşmanın avantajı; katlanılacak maliyetlerin resmi iflas sürecine göre çok daha düşük olması ve daha az zaman harcanmasıdır (Brealey vd.2007: 590).

Özel çözüm anlaşmaları daha esnektir ve iflas sürecindeki firmalar ile ilgili olarak psikolojik bir baskı hissetmeme konusunda yarar sağlamaktadır. Ancak sermaye yapısı karmaşık ve büyük olan şirketlerin böyle bir anlaşmaya varma ihtimalleri düşüktür.

### **2.2.2.Finansal Sıkıntıdaki İşletmelerde Yeniden Yapılandırma Yöntemleri**

Firmalar ister yasal süreçte, isterse borçlu ve alacaklı tarafların yasal süreç dışında anlaşmaları ile yeniden yapılandırma yoluna gitsinler, çeşitli yeniden yapılandırma yöntemlerini kullanmak zorundadırlar.

Bu yöntemleri sıralayacak olursak; varlıkların satılması, başka bir şirketle birleşme, sermaye yatırımlarını ve araştırma geliştirme giderlerini azaltma, yeni menkul kıymetler çıkarma, banka ve diğer kredi verenlerle yeniden anlaşma gibi yöntemlerdir.

Finansal Yeniden Yapılandırma Çerçeve Anlaşması Mayıs 2002' de imzalanmış olup, 17 maddeden oluşmaktadır. Çerçeve anlaşmasını imzalayan tarafların kendi aralarında yaptıkları işbu anlaşmanın beklenen amaçlarına ulaşmasını teminen, hazırlanması aşamalarında görüşleriyle ve müşterek çalışmalarıyla katkılarda bulunan, reel sektörü temsilen Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği (TOBB) ve Türkiye Sanayici ve İşadamları Derneği (TÜSİAD) ile anlaşmada belirtilen diğer yükümlülüklerine ek

olarak ve mali sektörü temsilen Türkiye Bankalar Birliği (TBB) ve ÖFK Birliği bu çerçevede anlaşmasını destekleyen kuruluşlar olarak belirlenmiştir.

Bu anlaşmanın amacı;

- 1- Finansal darboğaz yaşamakta olup, yeniden yapılandırılmaları halinde yaşaması mümkün olan ve katma değer yaratma kabiliyetini haiz mal ve hizmet üreten gerçek ve tüzel kişi borçlulara, faaliyetlerini verimli bir şekilde sürdürebilecekleri bir ortamın sağlanması, bu şekilde anılan firmaların ticari faaliyetlerinin genişlemesi yoluyla, tedarikçi ve alıcı durumunda olan diğer işletmelere iş ortamı yaratılması, bunların sonucu olarak da istihdamın ve üretimde kapasite kullanımının artırılması,
- 2- Gerek reel sektör, gerekse mali sektör kuruluşlarının, bu anlaşmaya dayalı düzenlemelerin yapılması yoluyla bilançolarına düzen, sağlık ve şeffaflık kazandırılması,
- 3- Gerek reel kesimin katma değer yaratma kabiliyetini haiz firmalarının ekonomiye kazandırılması, gerekse ilgili mali sektör kuruluşlarının daha sağlıklı bir bilanço yapısına kavuşturulmalarının sonucu olarak vergi tahsilatının artırılmasının sağlanmasıdır.

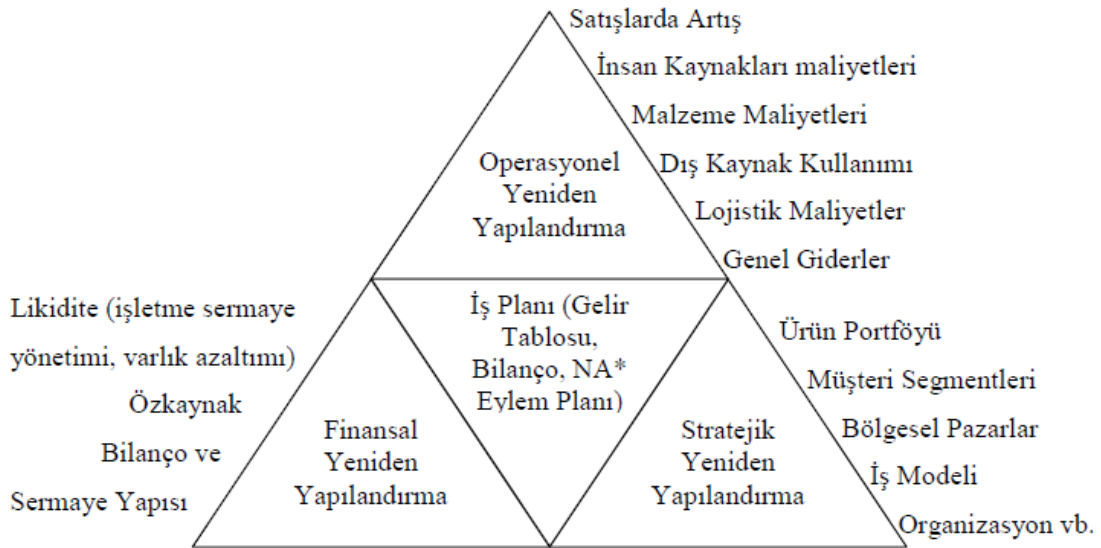
Finansal Yeniden Yapılandırma Çerçevesi Anlaşması'nda işletmelerin yeniden yapılandırılması ile ilgili olarak, alacaklı bankalar konsorsiyumunun onay vermesi halinde uygulanabilecek yeniden yapılandırma yöntemleri arasında şunlar bulunmaktadır:

- 1- Mevcut riskin yeniden ve firma bazında belirlenecek koşullarla vadeye bağlanması,
- 2- İlave finansman sağlanması,
- 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).

Yeniden yapılandırma denilince akla; finansal yeniden yapılandırma, operasyonel yeniden yapılandırma ve stratejik politikaların değişimi gelmektedir. Şekil 2.2’de bu durum ayrıntılı olarak açıklanmıştır.

Şekil 2.2. Roland Berger Strateji Danışmanları Yeniden Yapılandırma Üçgeni



Kaynak: Blatz vd. 2006: 32

Şekil 2.2.’de görüldüğü gibi, yeniden yapılandırma bur firma için baştan aşağı değişimi ifade eder. Bu şekilde bir firmanın sermaye yapısı, varlık karması ve organizasyonu, firma değerini destekleyecek biçimde temelden değiştirilmektedir. Yeniden yapılandırma genellikle finansal yeniden yapılandırma ev stratejik politikaların değişimi olmak üzere üçe ayrılmaktadır. Böylece yeniden yapılandırmanın öğeleri ve bu öğelerin ilgili oldukları alanlar gösterilmiştir.

### 2.2.2.1. Finansal Hakların Yeniden Yapılandırılması

Finansal hakların yeniden yapılandırılması denildiği zaman ilk akla gelenler, değişim teklifi, vade uzatma, ödeme miktarını azaltma gibi yöntemlerdir. Bütün bu yöntemler borçların yeniden yapılandırılması şeklinde de tanımlanmaktadır.

Nakit akış problemi ve finansal sıkıntı ile karşı karşıya kalan özel ve kamu kuruluşlarının likiditelerini düzeltmek ve gerekli iyileştirmeleri yapmak için temerrüde düşen borçlarını tutarsal olarak düşürmek ve yeniden müzakere etmek üzere yapılan uygulamaların bütününe borçların yeniden yapılandırılması denir (Özkanlı, S. 2011: 32).

Borçların yeniden yapılandırılması hususunda önemli olan bir husus değişim teklifidir. Bunun anlamı ise; 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 (Masulis, W. 1983: 108).

İflas ile kıyaslanacak olursa borçların yeniden yapılandırılması daha az masraflıdır. Borçların yeniden yapılandırılması, borçların azaltılması, faizlerin düşürülmesi ve ödeme vadelerininin uzatılması olarak üç bölümden oluşmaktadır.

**Borçların Vadelerinin Uzatılması;** alacaklılar ile anlaşma yöntemlerinden biridir. Çünkü diğer yöntemler düşünüldüğünde bunlara oranla daha hızlı ve düşük maliyetli olduğu söylenebilir. İşletmeler likidite sorunu ile karşı karşıya kaldıklarında borçların vadelerini gelecek nakit akışlarını da göz önüne alarak yeni ödeme planlarına bağlayarak bu sorunu aşmaya çalışırlar. Bu da alacaklıların tam anlamıyla ödeme yapacak olan firmaya inanmasıyla olabilecek bir durumdur. Zaten bu sağlandığında alacaklılar tüm alacaklarını gecikmeli olarak tahsil edeceklerinin bilincindedirler.

Doğrudan iflas ya da tasfiye yoluna gitmektense borçların vadelerininin uzatılması daha mantıklı bir yol olacaktır. Diğer türlü yasa yoluna başvurulduğunda giderlerin artması, zaman kayıpları ve alacakların tahsil edememesi gibi durumlarla karşı karşıya kalmaları söz konusu olacaktır.

Başlıca alacaklıların vadenin uzatılması konusunda aralarında anlaşarak mali açıdan zor duruma düşmüş olan firmaya tarafların karşılıklı çıkarlarına uygun düşen bir ödeme planı önermeleri veya kendi aralarında firma ile karşılıklı görüşmeleri yürütecek yeni ödeme planını formüle edecek bir komite kurmaları gerekebilir (Akgüç, Ö. 1998: 950). Bütün bu hususlar ancak alacaklıların durumu kabullenmesi ile gerçekleşecektir.

**Borç Özsermaye Takası;** şirketlerin mali yapılarını güçlendirmek adına uygulayabilecekleri yöntemlerden biri de borç özsermaye takasıdır. Örneğin tahvillerden kaynaklanan kupon veya nominal değer borç ödemelerini gerçekleştirebilecekleri nakde sahip olmayan firmalar bu yöntemle başvurabilirler. Zaten bu yöntemin amacı sabit yük getiren tahvil ödemelerinden kurtulmaya çalışmaktır.

**Alacaklıların Alacaklardan Kısmen Vazgeçmesi;** finansal sıkıntı yaşayan bir işletmenin alacaklılarından borcun bir kısmını ödeyerek geri kalan kısmından vazgeçmelerini talep etmesi ile borç yükünü azaltmaya çalışmasıdır. Bu durum özel konkordato şeklinde de açıklanabilir.

Borçlu firma, borçlarının bir bölümünü ödemek koşulu ile alacaklılara sulh yolu ile alacaklarından vazgeçmelerini önerebilir. Alacaklılar açısından da kısmi bir ödeme karşılığında alacaklarının tümünden vazgeçmeleri avantajlı olabilir. Borçlu firma hakkında yasal yollara başvurulup firmanın tasfiyesine, iflasına kadar gidildiğinde, alacaklıların payına düşecek tutar borçlu firmanın ödemeye razı olduğu tutarın altına dahi düşebilir. Ayrıca ülkemizde vazgeçilen alacaklar, alacaklı firmaya bir vergi avantajı sağlamaktadır. Sulh yoluyla vazgeçilen alacak, alacaklı yönünden değersiz alacak niteliğini aldığından, zarar yazılabilmekte ve vergi matrahından indirilebilmektedir (Akgüç, Ö. 1998: 950-951).

#### **2.2.2.2. Varlıkların Yeniden Yapılandırılması**

Varlıkların yeniden yapılandırılması yöntemi de yeniden yapılandırma sürecinde sıklıkla başvurulan bir yöntemdir. Birleşme ve satın alma yoluyla veya şirketin varlıklarının bir bölümünün satılması yoluyla gerçekleştirilebilir.

**Tablo 2.2.** Yeniden Yapılandırma Kavramının Boyutları

Genişleme
Birleşme ve Devralma
Firma Devirleri
Bölünme ve Yeniden Düzenlemeler
Sermaye Varlıklarının Elden Çıkarılması
Likidite ve İflas
Bağlı Firmaların Elden Çıkarılması
Sermaye Dağılımının Yeniden Düzenlenmesi
Sahiplik Hakkının Yeniden Yapılanması
Firmanın Satılması
Hisse Senetlerinin Yeniden Satın Alınması
Kaldıraçlı Satın Alımlar

Kaynak: Horne, J. 1992: 666

Tablo 2.2’de görüldüğü gibi firmaların bütünü ele alınırsa çok farklı boyutlarda değerlendirilmektedir. Birleşme ve devralımlardan iflasa kadar yeniden yapılanma çok kapsamlı olarak ele alınabilmektedir.

**Birleşme ve Satın Alma ( Merger And Acquisition);** Dünya’da ve Türkiye’de şirket birleşmeleri tarihsel bir süreç içinden geçmiş ve şirket birleşmeleri dönemlere ayrılmıştır. Bu süreçlerin ve dönemlerin şekillenmesinde dünyadaki ekonomik konjonktürün büyük bir rolü olmuştur (Çakır, H. 2012: 80).

Yeni TTK ile şirketler; bir şirketin diğerini devralması, teknik terimle “devralma şeklinde birleşme” veya yeni bir ticaret şirket içinde bir araya gelmeleri, teknik terimle “ yeni kuruluş şeklinde birleşme”, yoluyla birleşebilirler (YTTK, 2003).

Birleşme sözlük anlamı ile, ayrı iken tek bir bütün haline gelmek anlamını içermektedir (Türkçe Sözlük, Türk Dil Kurumu, 1983 ). Geniş anlamda ise; bir işletme ya içsel ya da dışsal yollarla büyüyebilir. İşletmelerin faaliyetleri sonucunda yarattıkları ya da dışarıdan temin ettikleri kaynakları yeni yatırım alanları ile gerçekleştirdikleri büyüme



içsel büyümedir. Bunun yanında işletmelerin, bir ya da birden fazla işletmenin tamamını veya bir bölümünü ele geçirerek büyümeleri ise dışsal büyüme olarak adlandırılmaktadır (Aydın, N. 1986: 201-202).

Bir dışsal büyüme stratejisi olan birleşme; genel anlamda iki veya daha fazla işletmenin daha etkin bir ekonomik teşebbüs oluşturmak amacıyla bir örgütlenme altında toplanmasıdır (Akgüç, Ö. 1998: 89).

1990'lı yılların başından itibaren gelişme gösteren şirket birleşmelerinin temel amacını, bir artı bir denkleminin sonucunu "üç" e eşitleyebilmek şeklinde açıklamak mümkündür (Titiz, İ. 2007: 118).

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 ( Clark, K. 1994:541).

Finans ve iktisat literatüründe, birleşme (merger); bir şirketin bir başka şirket tarafından satın alınması, devralınması olarak tanımlanır. Devralan şirket unvanının ve tüzel kişiliğini korur ve devraldığı şirketin varlıklarını ve kaynaklarını almış olur. Birleşme sonrasında devralınan şirket ayrı bir ticari işletme olarak faaliyetine son vermiş olur ([www.finans.com](http://www.finans.com)).

Mali durumu bozulmuş bir firmanın diğer firma veya firmalarla birleşerek yeni ve ayrı bir kişiliğe sahip firma oluşturmaları mali durumu düzeltmek için alınabilecek önlemlerden biridir (Akgüç, Ö. 1998: 956).

Birleşme için büyümenin nasıl bir kavram olduğunu göstermek adına yapılan bir çalışma da denilmektedir. İşletmelerde büyüklüğün ölçüsü olarak birçok gösterge (biri veya birkaçı bir arada) kullanılabilir. Bunlar (Onat, O. 2006: 2):

- 1- Toplam varlıkların defter değeri,
- 2- Piyasadaki firma değeri,
- 3- Toplam satış hacmi,
- 4- Toplam çalışan sayısı,
- 5- Örgütsel karmaşıklık derecesi,
- 6- Yatırım ve üretim hacmi
- 7- Diğer ölçüler

Satınalma (Acquisition) ise; işletmenin bir başka işletme tarafından varlıklarının tamamının veya bir kısmının satın alınmasıdır (Çevikçelik, S. 2012: 6).

Birleşme (Merger), devralma yolu ile birleşmedir. Bu tarz birleşmelerde, her iki işletmenin de anlaşmaları sonucunda tespit ettikleri şartlara göre devralma olabilir (Özkanlı, S. 2011: 36).

**Konsolidasyon ( Consolidation);** İki veya daha fazla işletmenin hukuki varlıklarını sona erdirerek yeni bir işletme oluşturmalarıdır. Böylece birleşen işletmelerin her türlü varlıkları, hakları ve yükümlülükleri yeni oluşan işletmeye geçmektedir (Çevikçelik, S. 2012: 8). Konsolidasyon birleşme ile hemen hemen aynı olmakla beraber aralarındaki tek fark konsolidasyon işleminde tamamen yeni bir firma kuruluyor olmasıdır (Özkanlı, S. 2011: 43).

Birleşme ve konsolidasyon işlemlerinde satın alan ve satın alınan şirketlerin varlıklarının ve yükümlülüklerinin birleşmeleri söz konusudur (Özkanlı, S. 2011: 43).

**Varlıkların Satılması ( Sell Off);** Maddi duran varlıkların satışı şirketler açısından önemli bir kaynaktır. Firmanın maddi duran varlıklarını satarak uzun süreli olarak kiralaması, firmaya duran varlıkların hizmetlerinden yararlanarak faaliyetini sürdürme olanağını verdiği gibi, kaynak da sağlar. Firma, sağlanmış olduğu

kaynaklarla, kısa süreli borçlarını ödeyerek, işletme sermayesi durumunu güçlendirebilir (Akgüç, Ö. 1998: 954).

Firmanın birden fazla işletmesi varsa, bu işletmelerin bir bölümünü tamamen veya kısmen satarak sağladığı kaynaklarla kalan işletme veya işletmelerin mali durumunu düzeltebilir (Akgüç, Ö. 1998: 956).

**Kısmi Varlık Satışı ( Divestitures);** Şirketin bir bölümünün ayrılarak üçüncü kişilere satılması anlamına gelmektedir.

Kurumsal yeniden yapılandırma kapsamında işletmenin ihtiyacı olan fon, işletmenin bir bölümünün satılması ile sağlanır. Satılan bir işletme içindeki bir bölüm veya bir grup şirketine bir sektörde faaliyet gösteren bir firma olabilir (Özkanlı, S. 2011: 44).

### **2.2.2.3. Sermayeye Yönelik Yeniden Yapılandırma**

Firmanın sermaye yapısı, öz sermayeyi artıracak ve/veya firmanın sabit yüklerini hafifletecek şekilde yeniden düzenlenebilir. Sermayenin yeniden yapılandırılmasına yönelik olarak;

- Borçlara karşılık sermaye iştirak payı vermek,
- Tahvillere karşılık pay senedi verilmesi,
- Firmaya yeni ortaklar alınması,
- Sabit faiz yükü getiren tahvillerin kara iştirakli tahvillerle değiştirilmesi,
- Tahvil faizlerinin indirilmesi,
- Öncelikli pay senetleri yerine adi pay senetleri verilmesi gibi önlemler alınabilir (Akgüç, Ö. 1998: 951).

**Hisse Senedi Transferi (Spin Off);** Hisse senedi transferi işleminde; ana şirket hissedarlarına iştirakinin hisselerini hissedarların hisse oranları ölçüsünde dağıtır. Sonuçta hissedarlar hem ana şirketin hem de iştirakin hisselerine sahip olmuş olurlar (Özkanlı, S. 2011: 45).

İşletme varlıklarının veya bir işletme biriminin hisselerinin mevcut hissedarlara dağıtılması işlemi sonunda yeni işletme bağımsız bir karar organına dönüşür, faaliyetlerini ana şirket dışında yürütür, kontrolü ana şirketten ayrılır (Özkanlı, S. 2011: 45).

Hisse senetlerinin transferi işlemi, ana faaliyet ile ilgisiz bölümleri devre dışı bırakarak yöneticilerin dikkatini ana faaliyet koluna yoğunlaştırmalarına olanak sağlaması; özellikle büyük işletmelerde bölümlere ve iştiraklere kaynak aktarma gereksinimini ortadan kaldırması nedenlerine bağlı olarak kriz koşullarındaki işletmelerde verimliliğini, etkinliğini ve firma değerini arttırıcı etki yapabilir (Özkanlı, S. 2011: 46).

**Ayırma ve Satma ( Equity Carve Out);** Ayırma ve satma işlemi hisse senetlerinin transferi işleminin bir başka biçimi olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu yöntemle iştiraklerin hisseleri halka arz edilir ve böylece ana şirketin iştiraktaki çoğunluk hisse senetlerinin sahipliği devam etmiş olur. Böylelikle şirkete para girişi sağlanır.

Günümüzde satılan toplam hisse senetlerinin yaklaşık yüzde 50'si konsorsiyumsuz arz yoluyla satılmıştır. Bu olgunun ardında yatan teşvik katlanılan maliyettir. İhraççının bir konsorsiyumlu arz üzerinden, yatırımcı simsarlara ödenen komisyonlar dâhil olmak üzere, ödediği ücretler, konsorsiyumsuz arzlarda ödenenlere kıyasla daha yüksek bir yüzde üzerinden olabilir. Ayrıca, toplam ücretler, konsorsiyumsuz arzlarda daha az ise de, yönetici aracı kurumlar genellikle daha fazla kazanır çünkü ücretleri bir aracı kurum ile paylaşmaları gerekmez (Brigham, E. 2004: 594).

Ayırma ve satma işleminde ana şirket iştiraklerine oranla daha fazla maliyete katlanmak zorundadır.

**Kısmi Bölünme (Split Off);** Diğer bir deyişle hisse senedi takas işlemidir. Ana firma kendisine bağlı bulunan firmalar arasında gerçekleşmektedir. Ana şirketin hisse senetleri yeni şirketlerin hisse senetleri ile değiştirilir ve ana şirket tasfiye edilmiş olur (Coşkun E, 2006, s. 133).

Kısmi bölünme işlemi, değişim işlemine katılan pay sahiplerinin sermayedeki payları ile orantılı ya da orantısız olarak gerçekleşmektedir. Bu yöntemle istenmeyen ortakların pay sahipliği hakları, devralan veya yeni kurulan firmaya devredilerek şirketten uzaklaşmaları sağlanabilir.

**Bölünme ( Split Up);** işletmelerde hisse senetlerinin dağıtılması yoluyla finansal yeniden yapılandırma gerçekleştirilebilmesi için kullanılan yöntemlerden birisi de işletmenin önce iki veya daha fazla parçaya bölünmesi, daha sonra da bölünen bu parçalara ait işletmenin hisse senetlerinin ana şirket hissedarlarına verilmesi ya da mevcut hissedarlara kar payı olarak verilmesidir (Özkanlı, S. 2011: 48).

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

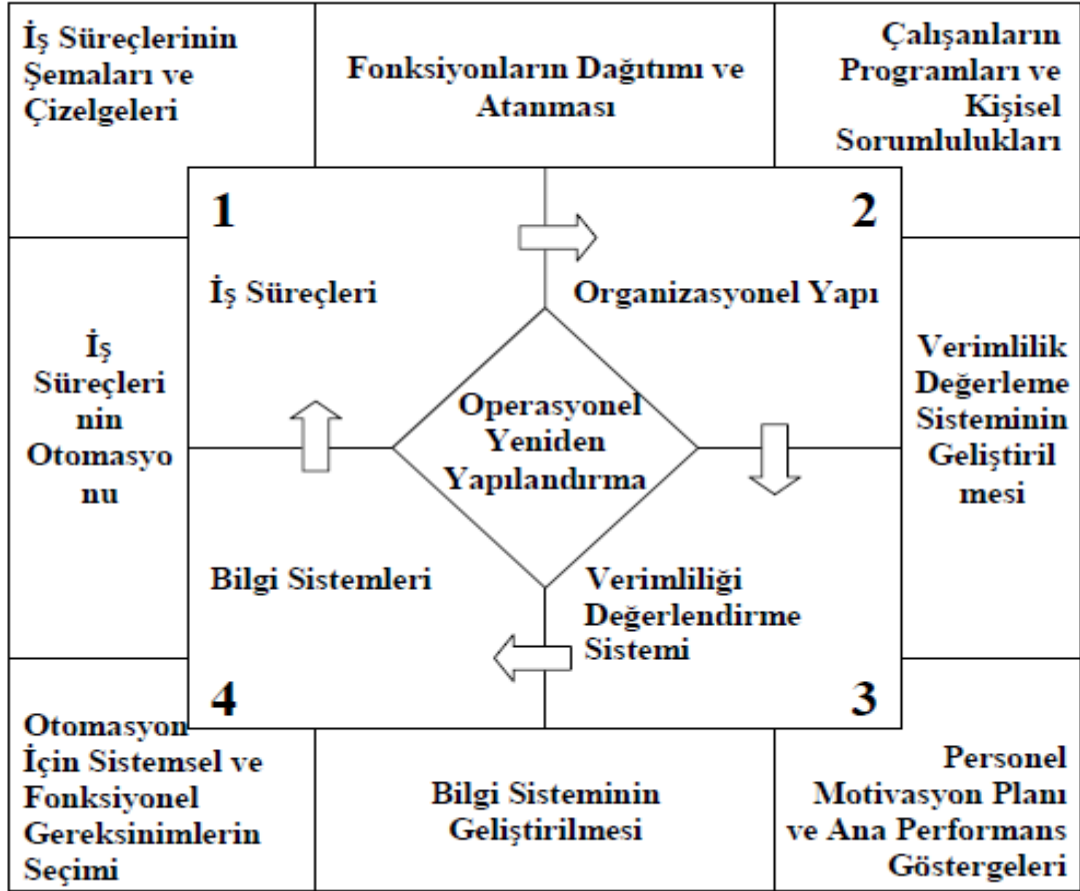
#### **2.2.2.4. Operasyonel Yeniden Yapılandırma**

Operasyonel yeniden yapılandırma işletmenin iş süreçleri, organizasyonel yapısı, çalışanların motivasyon çizelgesi ve ana performans göstergeleri ve bilişim sistemleri ile ilgilidir (Özkanlı, S. 2011: 48).

Operasyonel yeniden yapılandırma ile şirket gelirlerinde ve cari aktiflerde artış elde etmek amaçlanmıştır. Bunun sonucu olarak şirketin sektördeki rekabet edebilirliği ile işlerin operasyonel kapasitesinde bir artış gözlenmektedir.

Zaten bütün bu çalışmalar şirketin Pazar değerinin artması ve büyümesinin hızlanmasının hedeflenmesidir. Şekil 2.4.'da operasyonel yeniden yapılandırma şematik olarak aktarılmıştır.

Şekil 2.3. Operasyonel Yeniden Yapılandırma



Kaynak: [http://www.kpmg.ru/russian/supl/publications/brochures/ras/6.4\\_e.pdf](http://www.kpmg.ru/russian/supl/publications/brochures/ras/6.4_e.pdf)

Şekil 2.3.'te işletmenin operasyonlarının doğru şekilde analiz edilmesi ile uygulanan operasyonel yeniden yapılandırma sonucunda şirketin sektöründe rekabet edebilirliği ile işlerinin operasyonel kapasitesinde bir artış beklenmektedir. Bununla beraber yönetsel bilginin güvenilirliği ve etkinliğinde de olumlu yönde bir ilerleme ile iş süreçlerinin uygulama maliyetlerinde azalma, uygulamanın olumlu sonuçları olarak karşımıza çıkacaktır. Uygulamanın ana sonucu olarak şirketin pazar değerinde artış ve şirketin büyümesinde hızlanma hedeflenmektedir ([http://www.kpmg.ru/russian/supl/publications/brochures/ras/6.4\\_e.pdf](http://www.kpmg.ru/russian/supl/publications/brochures/ras/6.4_e.pdf)).

### 2.2.2.5. Stratejik Yeniden Yapılandırma

Stratejik yeniden yapılandırma tek başına değil de, operasyonel yeniden yapılandırma ile birlikte hareket eder.

Stratejik yeniden yapılandırma hususunda ele alınan konulardan birisi de ana faaliyet konusu dışında kalan bölümlerin elden çıkarılması yani satılmasıdır.

### 2.2.3. Yeniden Yapılandırma Yaklaşımları

Ülkemizde yaşanan Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri ile birlikte hem reel sektör hem de finans sektörü ciddi sıkıntılar yamaya başlamıştır. Özellikle bu dönemlerde firmalar dışsal bir takım nedenlerden ötürü finansal sıkıntıya sürüklenmektedirler.

Bütün yeniden yapılandırma yaklaşımlarının amacı firmaları iflasını engellemeye çalışmak ve ekonomilerin en az hasarla durumdan kurtulmalarını sağlamaktır. Bunun yanı sıra Dünya’da Yeniden Yapılandırma Yaklaşımı ve Türkiye’de Yeniden Yapılandırma Yaklaşımları olarak ele alınan bir takım çalışmalar vardır.

#### 2.2.3.1. Dünya’da Yeniden Yapılandırma Yaklaşımları

Dünya’da yaşanan ekonomik krizler doğrultusunda ülkeler kendi ekonomilerinde önemli bir yer tutan işletmelerin finansal yapılarının bozulması sonucu tedbirler almak zorunda kalmışlardır ve bunun neticesi olarak yeniden yapılandırma yaklaşımları uygulanmaya başlanmıştır.

**Londra Yaklaşımı;** İlk kez 1970’lerde İngiltere Merkez Bankası tarafından yürürlüğe konmuş ve finansal zorluğa düşmüş firmaların borç yapılandırma sürecinde rehberlik eden, yasal yönden herhangi bir bağlayıcılığı olmayan prensipler grubudur. 1970’li yılların ortalarında yüksek enflasyonla birlikte endüstriyel resesyona karşı karşıya kalan İngiltere’deki ticari bankalar, sayısı hızla artan sorunlu kredilerle başa çıkabilmek için şirket kurtarma birimleri kurmak zorunda kaldılar (Küçükbay, F. 2003: 1).

Londra yaklaşımı, finansal yapısı zayıflayan ve finansal yükümlülüklerini yerine getirmede sıkıntılarla karşılaşan reel sektöre ait borçların, kredi alacaklısı bankalar tarafından belirli bir çerçeve içinde yeniden yapılandırılarak söz konusu şirketlerin varlığını sürdürmesini sağlamaya yönelik uygulamaların genel adıdır. Londra yaklaşımı, ödenmeyen banka borçlarının iflas seçeneği dışında bir şekilde çözülebilmesi amacıyla yönelik olarak geliştirilmiş yaklaşımlardan en çok kabul görenlerinden biridir. Bu yaklaşım, bankacılık kesiminin çözümü gönüllü kabullenmesi ilkesine dayanır (<http://arsiv.ntvmsnbc.com>).

İngiltere’de 1990’larda yaşanan durgunlukta, bu yaklaşım sayesinde bankaların, ortakların ve diğer alacaklıların bir araya gelip yaşayacak işletmelerin finansal yeniden yapılandırılmasıyla ilgili ortak bir çözüm araması ve sonuca ulaşmasıyla birçok şirket kurtulmuştur (Küçükbay, F. 2003: 1). Londra yaklaşımının 3 ana prensibi bulunmaktadır. Bunlar;

- Bankaların bireysel çıkarlar yerine kolektif çıkarları için hareket etmesidir.
- Borçların yeniden sürece bağlanması ile ilgili kararların oybirliğiyle alınmasıdır.
- Resmi iflas işlemlerinin sonuçlarıyla ilgili kayıpların ve kazançların alacaklılar arasında öncelik sırasıyla orantılı olarak dağıtılmasıdır (Küçükbay, F. 2003: 1).

### **2.2.3.2. Dünya’da Diğer Yaklaşımlar**

Gelişmekte olan ekonomilerdeki sıkıntı yaşayan şirketler genellikle borçların yapılandırılmasında başarılı olmuştur (Özkanlı S, 2011, s.54). Gelişmekte olan ülkelerin hukuksal altyapıları gelişmiş ülkelere oranla daha az olgunluk seviyesindedir. Bu durum kredi verenlerin kuşkulu ve güvensiz olmalarına yol açmaktadır.



**Tablo 2.3.** Mali Kriz Yaşayan Ülkelerde Devletin Sahip Olduğu Aktifler, 1999 Ortası

	<b>Endonezya</b>	<b>Kore</b>	<b>Malezya</b>	<b>Tayland</b>
Toplam mali sistem aktiflerinin yüzdesi	78	58	18	45
GSYİH'in yüzdesi	79	124	62	127

Kaynak: Duvan, B. 2001: 2

Tablo 2.3'de 1999 yılı ortasında mali kriz yaşayan ülkelerde devletlerin sahip olduğu aktiflerin dağılımı belirtilmiştir.

**Tablo 2.4.** Banka Yeniden Sermayelendirmesinin Maliyeti: GSYİH'in yüzdesi

<b>Ülke</b>	<b>Dönem</b>	<b>Maliyet</b>
Şili	1981-1983	41,2
Macaristan	1991-1995	12,2
Endonezya	1997-2000	56,3
Kore	1997-2000	26,5
Malezya	1997-2000	16,4
Meksika	1981-1982	2,0
Meksika	1995-1999	20,0
Polonya	1993	5,7
Tayland	1997-2000	32,8
Türkiye	2000-2001	31,9

Kaynak: Duvan, B. 2001: 2

Tablo 2.4.'de banka yeniden sermayelendirmesinin maliyetinin ülkeler üzerinde dağılımı gösterilmiştir.

Londra yaklaşımından sonra dünya'da bu yaklaşımdan etkilenecek ortaya çıkan birçok yaklaşım oluşmuştur. Sırasıyla inceleyecek olursak;

**Tayland'da Yeniden Yapılandırma;** Tayland'ın finansal sistemi 1990'lı yıllarda özellikle finansman şirketlerinin ve kıyı bankacılığının gelişmesine bağlı olarak hızla büyümüştür. 1996 itibariyle, 29 ticari banka, 91 finansman şirketi ve aracı kurum, 7 uzmanlaşmış kamu bankası, 4000 tasarruf ve tarım kooperatifi, 15 sigorta şirketi, 880 özel fon ve 8 fon yönetim şirketinin yer aldığı finans sistemi, yüksek büyüme sonucunda hızlı bir genişleme göstermiştir (Duvan, B. 2001: 3).

1990-1996 döneminde sermaye hareketleri GSYİH'nin yüzde 10'u düzeyine ulaşırken bankaların kısa vadeli borçlarının GSYİH içindeki payı da yıllar itibariyle hızla artmıştır. 1996 yılında Tayland ekonomisinde yavaşlama etkisi ilk olarak finansman şirketlerinde görülmüştür. Bununla ilgili ilk resmi açıklama 3 Mart 1997 tarihinde yapılaş ve isim verilmeden 10 finansman şirketinin aktif kalitesindeki zayıflık, yetersiz likidite ve sermaye artışı ihtiyacı belirtilmiştir.

Krizin yayılma ve derinleşme sinyalleri ile birlikte Tayland hükümeti IMF'nin desteği ile finans sisteminin yeniden yapılandırılmasına yönelik ilk stratejisini Ağustos ayı başında açıklamıştır ve bu strateji üç temel noktaya dayanmaktadır;

- 1- Yaşamını sürdüremeyecek durumda olan finansal kurumların sistem dışına çıkarılması,
- 2- Sorunlu finansal kurumlardaki mevduat ve kredi sahiplerinin haklarını koruyabilmek amacıyla geçici devlet garantisinin tanınması ve böylece piyasaların yatıştırılarak, yeniden yapılanma için yeterli zamanın yaratılması,
- 3- Tayland finansal sisteminin uluslar arası standartlara çıkarılması için rehabilitasyonun ve yeniden yapılanmanın gerçekleştirilmesi (Duvan, B. 2001: 5).

Krizin derinleşmesi ile ortaya çıkan kredibilite kaybı ve güven noksanlığının giderilmesi amacıyla 24 Ekim 1997'de gerçekleştirilen yasal değişikliklerle finansal sistemin yeniden yapılandırılmasına yönelik alt yapı hazırlanmaya çalışılmıştır. Bu düzenleme ile (Duvan, B. 2001: 8);

- Faaliyetleri durdurulmuş finansman şirketleri ile ilgilenecek bir kurum kurulmuştur (Financial Sector Restructuring Authority –FRA).

- Ticari Bankalar Kanunu ile Merkez Bankası Kanununda değişiklikler yapılarak Merkez Bankasının sorunlu banka ve finansman şirketlerinden sermaye artış ve indirimi isteme veya bunların yönetimini değiştirme yetkisi güçlendirilmiştir.
- Faaliyetleri durdurulmuş 58 finansman şirketinin sorunlu aktifleri ile ilgili veya FIDF'nin yönetimini kontrol altında bulundurduğu veya hisselerini devir aldığı finansal kurumların değeri düşmüş aktifleri ile ilgilenmek üzere bir aktif yönetim şirketi kurulmuştur.
- Merkez Bankası Kanunda değişiklik yapılarak FIDF'nin sorunlu kurumlara teminatlı veya teminatsız kredi vermesi, mevduat ve kredileri teminat altına alınan kurumların ödeyecekleri ücretlerin arttırılabilmesi konularında yetkileri güçlendirilmiştir.

**Güney Kore'de Yeniden Yapılandırma;** 1997 yılı yaz aylarında Tayland'da baş gösteren kriz kısa sürede diğer Güney Doğu Asya ülkelerine de sıçrayarak bölgesel bir bunalıma dönüşmüştür. Güney Kore, 1950'lerin başlarındaki savaştan sonra ihracata dayalı bir büyüme stratejisi benimsemiş ve göz kamaştırıcı bir ekonomik performans sergilemiştir. Güney Kore nüfus açısından Türkiye gibi orta büyüklükte bir ülkedir. 1961 yılındaki askeri müdahaleden sonra yapmaya başladığı kalkınma planları ile ortalama %8'lik büyüme oranı ve 1980'lerden itibaren tek dijital enflasyon oranları ile dikkat çekici bir başarıya kazanmıştır (Mesutoğlu, B. 2001: 1-3).

Güney Kore bankacılık sektörünün yapısal sorunları oluşmaya başlamıştır. Bu sorunlardan birincisi, zamanla Kore bankalarının chaebol adı verilen (KIA, Hyundai ve Daewoo gibi) dev şirketlere finansman sağlayan ve kaderi büyük ölçüde kredi portföyünde önemli yer tutan bu firmalara bağlı kuruluşlar haline gelmiş olmasıdır.

İkinci olarak, kalkınma politikasının birer aracı olarak kullanılmaları ve öncelikli sektörlere sübvans edilmiş krediler tahsis etmeleri nedeniyle bankalar kâr etmek amacıyla rekabet eden ve piyasadan aldığı sinyalleri değerlendirerek kaynak tahsis eden kuruluşlar olmak yerine, zaman içerisinde, devlet tarafından sağlanan zımni bir korumadan yararlanan kuruluşlar haline gelmişlerdir (Mesutoğlu, B. 2001: 3).

Üçüncü olarak, bankalar devlet tarafından korunan kuruluşlar oldukları ve piyasa tarafından disipline edilmedikleri için sektöre ilişkin düzenlemelerin ve gözetim standartlarının uluslar arası standartlara uydurulması yönünde bir çaba da ortaya çıkmamıştır.

Son olarak, Güney Kore’de finansal piyasaların düzenlenmesi ve gözetiminden sorumlu birimler de dağınık bir görünüm sergilemiştir.

Yukarıda bahsedilen bütün koşullar 1990’lı yıllarda ciddi bir sorun yaratmamıştır. Ancak, 1990’lı yıllarda başlayan sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi yönündeki çabalar ile bu durum değişmiştir. Uygulanan sıkı para politikası sonucu ortaya çıkan yüksek faizler düşük kur politikasının etkisiyle Güney Kore’ye ciddi tutarlarda kısa vadeli sermaye girişine neden olmuştur.

Krizi aşmak amacıyla IMF (Uluslararası Para Fonu) ile Aralık 1997’de bir stand-by anlaşması imzalanmıştır. 21 milyar ABD doları seviyesinde bir destek kredisi öngören bu anlaşmanın amacı döviz piyasasında istikrar sağlanması, piyasalarda güvenin tesis edilmesi ve makroekonomik dengelerin yeniden kurulmasıdır. Bu amaçla uygulanan başlıca politikalar ise bütçe açığının kapatılması, para arzının kontrol altına alınması, işgücü piyasasının daha esnek hale getirilmesi, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi, bazı dış ticaret sınırlamalarının kaldırılması ve bu çalışmanın konusunu oluşturan bankacılık kesimi başta olmak üzere finans sektörünün yeniden yapılandırılmasıdır (Mesutoğlu, B. 2001: 4).

**Malezya’da Yeniden Yapılandırma;** Malezya’da mali sistemin yeniden yapılandırılması programı kapsamında Ağustos 1998’de kurulan Danamodal bankaların ihtiyaç duyduğu sermayenin sağlanarak güçlenmesini ve sağlıklı ve rekabetçi bir bankacılık sisteminin teşvikini amaçlamaktadır. Danamodal’da çoğunluk hissesi devlettedir. Bankaların % 9’luk bir sermaye yeterlilik standart oranına ulaştırmak için gereken kaynak ihtiyacı 16 milyar Ringit (1998 sonu \$ kuruyla 4,2 milyar \$) olarak hesaplanmıştır (<http://www.tbb.org.tr>).

Danaharta ise 1998 yılı haziran ayında bankaların sorunlu kredilerinin devralınması amacıyla Malezya Maliye Bakanlığı'nca oluşturulmuştur. Şirketin aldığı aktif ve yükümlülükleri yönetip finanse ederek kurumların esas işlerine odaklanmalarını sağlamayı amaçlamıştır. Bankalar takipteki kredilerini Danaharta'ya satmaları konusunda iki yoldan teşvik edilmişlerdir. Birincisi kredi ve teminatın Danaharta'nın ödediğinden daha fazla bir fiyata satılması durumunda, bu fazla kısmın yüzde 80'inin bankaya geri dönecek olması, ikincisi ise bankaların Danaharta'ya satılan kredileri 5 yıla kadar amortismanına tabi tutabilmeleridir. Ayrıca, Danaharta sorunlu şirketlere özel idareciler atama yetkisi ile donatılmıştır (Erdönmez, P. 2001: 11).

Kurumsal borç yeniden yapılandırma komitesi (CDRC) reel sektör şirketlerinin borçlarının yeniden yapılandırılması amacıyla kurulmuştur (Erdönmez, P. 2001: 11).

Danamodal'ın mali sektörde serbestleşmeye olumlu katkılarda bulunduğu ve sistemdeki güçlü bankaları yabancılarla işbirliğinin artırılması yönünde teşvik ettiği görülmektedir. Bankaların yeniden sermayelendirilmesine kararlı bir şekilde ve önemli bir fon desteğiyle girilmesi Danamodal'ın başarısını yükseltmiş ve sürecin kısa zamanda tamamlanmasına yardımcı olmuştur (<http://www.tbb.org.tr>).

**Endonezya'ya Yeniden Yapılandırma;** Endonezya Banka Yeniden Yapılandırma Örgütü (IBRA) 1998 yılı Ocak ayında kurulmuş olup, Endonezya Merkez Bankası tarafından verilen bankaların kötü aktiflerini ayrıştırmak ve yeniden yapılandırmakla yükümlüdür. Örgüt bünyesinde aktif yönetim birimi oluşturulmuştur. 1997 Asya krizi sonrasında 6'sı büyük banka olmak üzere 54 mali kuruluş IBRA'nın kontrolüne geçmiştir. 1998 yılı Eylül ayında ise 4 kamu bankası, kötü aktiflerinin IBRA'ya aktarılmasının ardından 'Bank Mandiri' adlı tek bir bankada toplanmıştır (Erdönmez, P. 2001: 10).

Endonezya Borç Düzenleme Örgütü (INDRA). özellikle Endonezya'da reel sektör şirketlerinin daha çok doğrudan dış borçlanma yapmaları krizi ağırlaştırılan bir faktör olmuştur. Bu örgüt bankalar haricindeki şirketlerin de borçlarının yeniden yapılandırılması amacıyla Temmuz 1998'de oluşturulmuş ve örgüte olup özel şirketlerin dış borçlarına karşı kur riskinden koruyucu önlemler alabilme yetkisi tanınmıştır. Eylül

1998’de kurumsal borcun yeniden yapılandırılması amacıyla “Jakarta Prensibi” ilan edilmiştir (Erdönmez, P. 2001: 11).

Hem borçluları hem de alacaklıları döviz kuru riskine karşı korumak amacıyla Haziran 1998’de Frankfurt Anlaşması imzalanmıştır. Anlaşmada, dış borçların yeniden yapılandırılmasında reel döviz kuru riskini azaltan ve borçların yeniden yapılandırılması modelleri ile ticaretin finansmanını kolaylaştıran düzenlemeler yer almıştır (Erdönmez, P. 2003: 35).

Bazı firmalar sözü geçen yeniden yapılandırma süreçlerine girmeyerek kendileri bazı önlemler almışlardır. Bankacılık sektöründen kredi alamadıkları ve faiz oranlarının aşırı yükseldiği bu dönemde firmaların mali durumu da iyice kötüleşmiş, firmaların maliyetlerini iyice azaltmaya sevk etmiştir. Bu çerçevede firmalar istihdamı azaltmak için kendi bünyelerindeki bazı birimlerini birleştirmişler ve temel olmayan faaliyetlerini sürdürmekten vazgeçmişlerdir (Erdönmez, P. 2003: 35).

Endonezya’daki devalüasyon diğerlerine göre çok daha büyük ve şiddetli olduğundan, bankacılık sistemi Malezya ve Tayland’a göre daha büyük problemlerle karşılaşmıştır. Endonezya IMF programının koşulları uyarınca Kasım 1997’de 16 ticaret bankasını kapatmıştır. Öte yandan bu ülkede 5,000 ABD dolarının üzerindeki mevduatın garanti kapsamına alınmadığı ilan edilmiştir. Endonezya’da krizden bir yıl sonra sermaye artırım modeli uygulanmaya konulmuştur. Paketin detayları Mart 1999’da açıklanmıştır. Endonezya Merkez Bankası özel bankalara 220 trilyon rupiah sağlamıştır (<http://www.odevler-kaynaklar/iktisat-isletme-ve-ekonomi>).

**Meksika’da Yeniden Yapılandırma;** 1994 sonunda Tekila krizi nedeniyle sorunlar yaşayan bankacılık sektörünün problemlerinin çözümüyle 1999’a kadar Banka Tasarruflarını Koruma Fonu (FOBAPROA). sorumlu olmuştur (<http://www.tbb.org.tr,2013>).

Zor durumdaki bankaların sermayeleri artırılıp, batık kredileri FOBAPROA tarafından devralınarak satışa çıkarılmıştır. Her durumda banka yönetimi değişmiş ve kamu kaynakları aktarılmadan önce eski yönetimin elinde bulunan hisselerin elden

çıkarılması sağlanmıştır. Yapılan anlaşma gereği bankalar geri dönmeyen kredilerden doğan zararları devlet ile birlikte paylaşmışlardır. FOBAPROA'nın edinmiş olduğu takipteki kredilerin satılması amacıyla oluşturulan alt birim, aktifleri ortalama olarak nominal değerlerinin yüzde 50 altında bir fiyattan satabilmiştir (Erdönmez, P. 2001: 13).

Sermayelendirme ve kredilerin satın alınması ile ilgili olarak fon, yaşayabilir durumda fakat sermaye yetersizliği olan bankalara ortakların yeni sermaye getirmeleri şartıyla destek sağlamıştır. Destek, ilk başta 12 banka için ( sistemin %84'ü) oluşturulmuştur. Fon, banka ortaklarının getirdiği her bir dolar için nominal değeri üzerinden ve kurtarılabilir nitelikte 2\$ olan kredi için  $[25+0,75*\text{kredinin geri dönüş tutarı}]$  kadar ödemeyi taahhüt etmektedir. Mali güçlendirme programında ise sistemin yüzde 12'sine karşılık gelen ve yaşayabilir nitelikte olan 12 bankanın ortakları, bankalarına yeni sermaye koymamıştır. Bu bankalar küçültülmüş, yönetimleri değiştirilmiş ve mali olarak yeniden yapılandırılmıştır. Bu kâğıtların yarısı 5 yıl vadeli ve interbank faizinin 1 puan üstünde, çok küçük bir kısmı bir yıl vadeli ve kalanı da 10 yıl vade yapısındadır. Tasfiye hususunda ise, 8 bankanın bazı şubeleri, yükümlülükleri fonun 5 yıllık kağıtlarıyla garanti edilmiş olarak, sağlıklı durumdaki bankalara satılmıştır (<http://www.tbb.org.tr>).

### 2.2.3.3. Türkiye'de Yeniden Yapılandırma Yaklaşımları

Türkiye'de Şubat 2001'de yaşanan mali krizin, kamu sektöründen başlayarak mali sektöre yayılan ve neticede reel sektör üzerinde büyük sıkıntı yaratan etkileri olmuştur. Bu nedenle, ekonomide büyümeyi ve firmaların tekrar karlı şekilde faaliyetlerini sürdürmelerine olanak sağlamak üzere kapsamlı bir kurumsal yeniden yapılandırma programının uygulanması gerekmiştir. Bunun akabinde Londra Yaklaşımı ile başlayan süreç ülkemizde İstanbul Yaklaşımı ve Anadolu Yaklaşımları şeklinde uygulamaya konulmuştur.

**İstanbul Yaklaşımı ve Sonuçları;** Ülkemizde yaşanan 2000 Kasım krizi ile başlayan ve 2001 yılı genelinde kendini gösteren ekonomik kriz bütün kesimleri etkisi altına almıştır. Kriz döneminde bir sivil inisiyatif örneği olarak Türkiye Bankalar Birliği (TBB) tarafından oluşturulan İstanbul Yaklaşımı; gerek çalışma prensipleri, gerek

ortaya koyduğu uzlaşma ve müzakere ahlakı açılarından ülkemizin zengin deneyimlerinden biri olmaya adaydır (<http://www.tbb.org.tr>).

Şubat krizinin reel sektör ve finans sektörüne verdiği zarar Türkiye'nin çok zor günler yaşamasına neden olmuştur. Dolayısıyla iş dünyasının ve finans sektörünün aşması gerektiği çok büyük sorunlar ortaya çıkmıştır. Bu sorunların başında da bankalara olan sorunlu krediler gelmekteydi. Finans kuruluşları ile reel sektör arasındaki bu sorunun çözülmesinde “Londra Yaklaşımı” olarak bilinen uluslararası çözümden esinlenerek, “İstanbul Yaklaşımı” olarak adlandırılan bir yeniden yapılandırma programı gündeme geldi ve 4 Haziran 2002 tarihinde “Finansal Yeniden Yapılandırma Çerçeve Anlaşmasının” onaylanması ile hayata geçirilmeye başlandı (Küçükbay, F. 2003: 2).

İstanbul Yaklaşımının temelinde, reel sektörün mali kesime olan borçlarının yeniden yapılandırılması bulunmaktadır. Bu yaklaşımla, belirli büyüklüğe sahip, ödeme kabiliyeti olan ancak finansal sıkıntı içinde bulunan şirketlerin yeniden yapılandırılarak borç vadelerinin uzatılması hedeflenmektedir (Koç, S. 2010: 44).

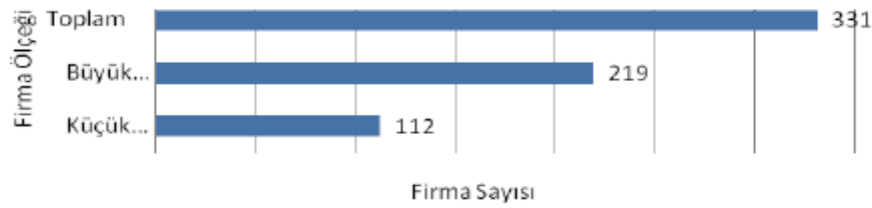
Bu yaklaşıma göre, bankalar temerrüt faizlerini kaldıracak ve o güne kadarki borçları karşılığında normal piyasa faizleri içerisinde borçlarını tahsil edecek şekilde düzenlemeler yapmışlardır (Koç, S. 2010: 44).

İstanbul Yaklaşımı sonuçlarına göre; Mayıs 2003 tarihi itibarıyla 219'u büyük ölçekli olmak üzere 331 firma alınmış olup bunlardan 176'sı ile anlaşma yapılmıştır. Mayıs 2003 tarihi itibarıyla yaklaşım kapsamına alınan firmaların dağılımı Şekil 2.5.'de gösterilmiştir (Koç, S. 2010: 45).

İstanbul Yaklaşımı'nda ilk imza 24 Haziran tarihinde Işıklar Grubu iştirakleriyle atılmıştır. Işıklar Grubu, alacaklı mali kuruluşlarla anlaşarak, fabrikaları haricindeki gayrimenkullerini borç varlık takası yoluyla, borcunu 100 milyon dolardan 81 milyon dolara indirdi. 5'i banka 7 mali kuruluşa olan borç, 2 yıl ödemesiz 5 artı 3 yıl vadeye yayılırken, grup şirketi Işıklar Ambalaj'a 5 milyon dolarlık yeni akreditif kredisi sağlanmıştır. Sonuçların grafikleştirilmiş durumları aşağıdaki gibidir (Koç, S. 2010: 45).

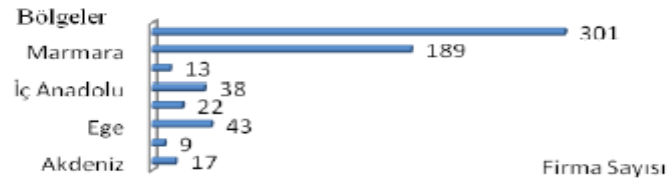


**Şekil 2.4** Ölçeklerine Göre İstanbul Yaklaşımında FYYP Kapsamına Alınan Firma Sayısı Grafiği



Kaynak: [www.tbb.org.tr](http://www.tbb.org.tr)

**Şekil 2.5.** İstanbul Yaklaşımında FYYP Kapsamına Alınan Firmaların Bölgesel Dağılımı Grafiği



Kaynak: [www.tbb.org.tr](http://www.tbb.org.tr)

İstanbul yaklaşımında yeniden yapılandırılan firmaların bölgesel dağılımına bakıldığında birinci sırayı 189 firma ile Marmara bölgesi alırken, 9 firma ile Doğu Anadolu bölgesi ise yapılandırmadan en çok yararlanan bölge olduğu görülmektedir.

**Anadolu Yaklaşımı ve Sonuçları;** İstanbul Yaklaşımı kapsamında büyük ölçekli firmaların bankacılık sektörüne olan borçlarının yeniden yapılandırılmasının bir benzeri 2007 yılında küçük ve orta ölçekli firmalar için gerçekleştirilmiştir. 27 Aralık 2006 tarihli ve 5569 sayılı Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin (KOBİ) Mali Sektöre Olan Borçlarının Yeniden Yapılandırılması Hakkında Kanun ile küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin mali kesime olan geri ödeme yükümlülüklerini yerine getirebilmelerine ve istihdama katkıda bulunmaya devam etmelerine imkan verilmesi amaçlanmıştır. Çerçeve anlaşma ve sözleşmeleri kapsamında bu firmaların Türkiye’de faaliyette bulunan bankalar ve diğer mali kurumlardan almış oldukları krediler içinden 31.10.2006 tarihi itibarıyla bu kuruluşlar nezdinde donuk veya şüpheli alacaklar hesabına intikal etmiş bulunan kredi borçlarına ilişkin olarak (Özkanlı, S. 2011: 74);

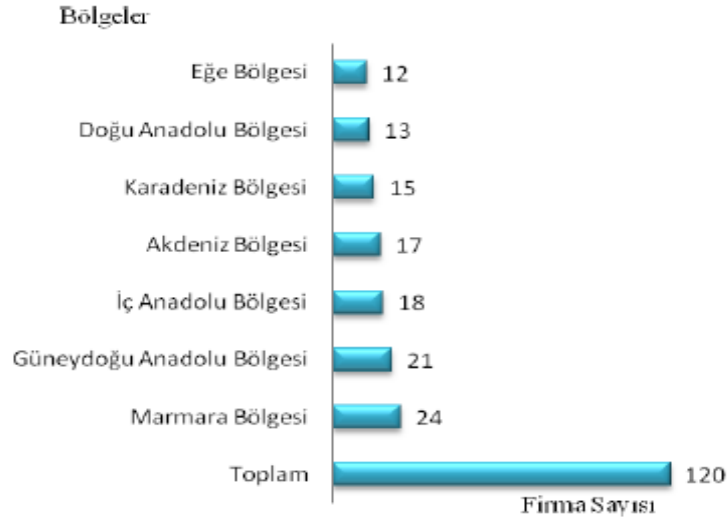
- Söz konusu kredi borçlarının vadelerini uzatmak,
- Bu işletmelerin kredilerini yenilemek,
- İşletmelere ilave yeni kredi vermek,
- Anapara ve/veya asli faiz ve/veya temerrüt faizi veya kar paylarını indirmek veya bunlardan vazgeçmek ve
- Anapara, faiz veya kar payı alacaklarını; kısmen veya tamamen iştirake çevirmek, aynı, nakdi ya da tahsil şartına bağlı bir bedel karşılığı devir veya temlik etmek, borçlu ya da üçüncü kişilere ait aynı değerler karşılığında kısmen veya tamamen tasfiye etmek, imkanları getirilmiştir.

İstanbul Yaklaşımından faydalanan işletmeler Anadolu Yaklaşımı kapsamı dışında tutulmuştur ( Koç, S. 2010: 49).

Anadolu Yaklaşımı sonuçlarına göre; KOBİ Finansal Yeniden Yapılandırma Çerçeve Anlaşması'nın VI. Genel Prensipler 13. Maddesi uyarınca Çerçeve Anlaşması'nı imzalayan 17 banka, 4 katılım bankası, 9 banka dışı mali kurum ile Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu ve Tasfiye Halinde Emlak Bankası A.Ş.'den derlenen verilere göre;

- Mart 2009 itibariyle 120 küçük ve orta ölçekteki işletme (KOBİ). Finansal Yeniden Yapılandırma Programı kapsamına alınmıştır.
- Kapsama alınan firmalardaki istihdam 2.779 kişidir.
- Yeniden yapılandırılan borç tutarı 200.904 bin TL'dir.

**Şekil 2.6.** Anadolu Yaklaşımında FYYP Kapsamına Alınan Firmaların Bölgesel Dağılımı Grafiği



Kaynak: FYYP Aylık Raporları, 2009

Şekil 2.6'ya göre kapsama alınan firmaların 17'si Akdeniz, 13'ü Doğu Anadolu, 12'si Ege, 21'i Güneydoğu Anadolu, 18'i İç Anadolu, 15'i Karadeniz, 24'ü ise Marmara Bölgesine aittir. Kapsama alınan 120 firmadan 105'i ile Finansal Yeniden Yapılandırma Sözleşmesi (FYYS) yapılarak uygulamaya konulmuştur. 5569 sayılı Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin Malî Sektöre Olan Borçlarının Yeniden Yapılandırılması Hakkında Kanun (Kanun) ve Kanun'a ilişkin Finansal Yeniden Yapılandırma Çerçeve Anlaşmalarının Onaylanması, Kabulü ve Uygulanmasına İlişkin Genel Şartlar Hakkında Yönetmelikte öngörülen ve iki yıl geçerli olmak üzere Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu'nun 4 Nisan 2007 tarih ve 2155 sayılı Kararı ile onaylanan "Finansal Yeniden Yapılandırma Çerçeve Anlaşması"nın yürürlük tarihi 4 Nisan 2009 tarihi itibarıyla sona ermiştir ( Koç, S. 2010: 50).

**Tablo 2.5.** İstanbul Yaklaşımı ve Anadolu Yaklaşımının Farkları

<b>Tanımlanan Farklılıklar</b>	<b>İstanbul Yaklaşımı</b>	<b>Anadolu Yaklaşımı</b>
Yeniden Yapılandırma Kapsamına Alınan İşletme Sayısı	331	120
Yeniden Yapılandırılan İşletme Sayısı	332	105
Yeniden Yapılandırılan Borç Tutarı	6.020, Milyon \$	200.904 Bin TL
Yeniden Yapılandırma Süresi	3	2
Yeniden Yapılandırılan Firmalardaki Toplam İstihdam	48.420	2.779
Yeniden Yapılandırılan Firmaların Toplam İhracat Hacmi	789 Milyon \$	***
Yeniden Yapılandırılan Firmaların Toplam Ciro Hacmi	3.094 Trilyon TL	***
Yeniden Yapılandırılan Firmaların Aktif Toplamları	7.818 Trilyon TL	***
Yeniden Yapılandırma Kapsamında En Çok Faydalanan Sektör	Gıda ve Hayvansal Ürünler (40)	Gıda ve Hayvansal Ürünler (30)
Yeniden Yapılandırma Kapsamında En çok Faydalanan Bölge	Marmara Bölgesi (189)	Marmara Bölgesi (24)
Yeniden Yapılandırma Kapsamında Yapılan Hakem Kurulu Başvurusu	3	-
Yeniden Yapılandırmaya KatılmaEsası	Gönüllülük esasına dayalı demokratik ve katılımcı bir sivil inisiyatif olma özelliği gösterir	Gönüllülük esasına dayalı demokratik ve katılımcı bir sivil inisiyatif olma özelliğini gösterir
Yeniden Yapılandırma Kapsamında Yapılandırılması Düşünülen Firma Sayısı		70 Bin
Yeniden Yapılandırma Kapsamında Normal Borçların Dışındaki Borçların Yapılandırılması	-	<b>SSK</b> Elektrik Gibi Kamu BorçlarınınVadelendirilmesi imkanı getirilmiştir.
Yeniden Yapılandırma programının Yürürlüğe Giriş Tarihi		30 Aralık 2006

Kaynak: <http://www.tuimgazeteler.com>

KOBİ Geliştirme Derneği Başkanı sayın Nurettin ÖZGENÇ'in söylediği gibi, Anadolu Yaklaşımında “ niyet iyi ama akıbet iyi değil” cümlesi durumu özetlemektedir ( Koç, S. 2010: 53).

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### FİNANSAL SIKINTI MALİYETLERİ VE İŞLETMELERDE YENİDEN YAPILANDIRMA: BORSA İSTANBUL'DA BİR UYGULAMA

#### 3.1. Araştırma

Bu çalışmada şirketlerin finansal sıkıntıda olup olmadıkları bir takım göstergeler sayesinde anlatılmaya çalışılmıştır. Bu göstergeler;

- Üç yıl üst üste zarar eden şirketler,
- Faaliyetlerin tamamen veya kısmen durması,
- İcra takibi yapılan şirketler,
- Maddi duran varlık satışı yoluna giden şirketler,
- Sermaye artırımını yapan şirketler, olarak tespit edilmiştir.

Finansal sıkıntıya düşen şirketlerin katlanmak zorunda oldukları doğrudan ve dolaylı maliyetlerin büyüklüğü özellikle sermaye yapısı kararları açısından önemli bir yere sahiptir. Bunun önemli olmasının nedeni de ödünleşme teorisinin geçerliliğinin ortaya konulmasıdır.

Finansal sıkıntı maliyetlerini tahmin ederken iki temel yaklaşımla karşılaşmaktayız. Bunlardan ilki varlık satışından katlanılan zararların incelenmesi, aşırı veya eksik yatırım gibi maliyet oluşturacak etmenler incelenmektedir. İkincisi ise; finansal sıkıntı sürecindeki maliyet oluşturuca etkenler bir bütün olarak ele alınmakta ve bu etkenler şirketin karlılığı, Pazar payı ve şirketin değeri gibi kriterler açısından değerlendirilmektedir. Bunların sonucu olarak şirket satışlarındaki düşüş ve kar kayıpları, piyasa değerindeki düşüşler dolayısıyla maliyetin bir göstergesi olarak ele alınmaktadır.

Çalışmada, Borsa İstanbul'da işlem gören Ocak 2008- Aralık 2012 yılları arasında finansal sıkıntı yaşamış ve bu sıkıntı sonucunda yeniden yapılandırmaya gitmiş veya iflas etmiş şirketler ele alınmıştır. Finansal sıkıntıya düşüş göstergesi olarak nakit akış yetersizliği kullanılmaktadır. Nakit akış yetersizliği şirketlerin temerrüde düşmüş olduğunun tam göstergesi değildir. Bu durumun önlenmesi için şirketlerin bir takım nakdi elde etme alternatifleri bulunmaktadır. Bu alternatifler, stok seviyesini azaltma, ticari kredilerin vadelerini uzatma, bankadan kredi alma, temerrüt öncesi borç ödemelerini yeniden yapılandırma, sermaye artırma ve varlık satışı olarak sıralanabilir. Bunlara rağmen nakit akış yetersizliği devam ederse bu alternatiflerin tüketildiği anlamına gelmektedir. Buna bağlı olarak şirketlerin temerrüde düştüğü söylenebilir.

Etkin Piyasa Hipotezi; ilk klasik tanımlaması Eugene FAMA tarafından 1970 yılında yapılmıştır. Bu tanımlamaya göre menkul kıymet fiyatları daima ulaşılır tam bilgileri yansıttığı zaman durumda ancak “ etkin bir piyasanın” varlığından söz etmek mümkündür.

Etkin Piyasa Hipotezi, temel ve teknik yaklaşımların geçersiz olduğunu ileri süren bir görüştür. Yani piyasadaki menkul kıymet fiyatlarını şekillendiren dinamik ancak bilgi ve bu bilginin tüm piyasa katılımcıları tarafından eşanlı ve tamamen paylaşımıdır.

Bir piyasada elde edilen bir bilgi setini kullanarak ekstra bir kazanç elde etmek imkânsız ise, o piyasanın etkin olduğu söylenebilir. Fakat piyasanın etkinliği konusunda rijit bir yargıya ulaşmak gerçekten güçtür. Piyasa ne tam olarak etkindir. Ne de tam olarak etkin değildir. Eğer piyasaya bir bilgi gelirse ve hisse senedi fiyatları buna çok hızlı bir şekilde tepki gösterirse piyasanın rölatif olarak etkin olabileceğinden, aksi takdirde etkin olmayabileceğinden söz edilebilir.

Finans literatüründe üç tür etkin hipotezden söz edilmektedir. Bunlar;

**Zayıf Form (Weak Form) Etkin Piyasa Hipotezi:** altında, hisse senedi fiyatlarının geçmişteki fiyatlardan bağımsız olarak hareket ettiği, yani geçmiş fiyat

hareketlerinin gelecekteki fiyatları tahmin etmede hiçbir rolü olmadığı iddia edilmektedir.

**Orta Güçlü Form (Semi-Strong Form) Etkin Piyasa Hipotezi:** halk tarafından serbestçe elde edilebilen bütün bilgilerin hisse senedi fiyatlarına yansımış olduğunu iddia etmektedir.

**Güçlü Form Etkin Piyasa Hipotezi:** bir piyasanın bu formda etkin olup olmadığını test etmeye çalışan finansmancılarının yöneldiği metottur.

Bu çalışmada finansal sıkıntı sonucu yeniden yapılandırmaya giden veya iflas eden şirketlerin katlandıkları dolaylı maliyetler satış kaybı, karlılık düşüşü ve piyasa değeri açısından incelenmektedir. Böylece sermaye yapısı kararları değerlendirilebilecektir. Bütün bunlar olay etüdü yöntemiyle incelenecektir.

### **3.1.1. Olay Etüdü Yöntemi**

Olay etüdü, herhangi bir firma ile ilgili belirli bir olayın, o firmanın hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini ölçmeye yarayan bir yöntemdir ve günümüzde yaygın olarak kullanılmaktadır (Çevikçelik, S. 2012: 63).

Olay etüdü ile yapılan çalışmalar çok uzun bir geçmişe sahiptir. Konuya yönelik olarak yayınlanmış ilk çalışma 1993 yılında Dolley tarafından gerçekleştirilmiştir. Dolley çalışmasında, firmaların hisse senetlerinin bölüneceği zamandaki nominal fiyat değişimleri üzerinde çalışmak suretiyle hisse senedi bölünmelerinin fiyata etkilerini incelemiştir. 1930'lu yılların başından 1960'lı yılların sonuna kadar yapılan çalışmalarda olay etütlerinin karmaşıklık düzeyi artmıştır. Bu geçen zaman içerisinde, Myers ve Bükey 1940 yılında; Barker 1956, 1957 ve 1958 yıllarında; Ashley 1962 yılında çeşitli olay etüdü çalışmaları yapmışlardır. Ancak, günümüzde kullanılan olay etüdü metodolojisini ortaya koyan ve konu ile ilgili yeni ufuklar açan ilk çalışma 1968 yılında Balla ve Brown tarafından gerçekleştirilmiştir. Ball ve Brown, firma kazançlarının duyurulmasının hisse senedi fiyatlarına etkisini incelemiştir. Bir diğer çalışma ise 1969 yılında Fama, Fisher, Jensen ve Roll tarafından yapılmıştır. Bu



çalışmada da, eş zamanlı temettü artışlarının etkileri ortadan kaldırıldıktan sonra, hisse senedi bölünmelerinin fiyatlara etkisi araştırılmıştır. Bu öncü çalışmalardan sonra temel metodolojiyle ilgili bazı değişiklikler öne süren çalışmalar yapılmıştır. Bu değişiklikler önceki çalışmalarda kullanılan istatistiksel varsayımların ihlal edilmesinden doğan karmaşıklıklardan kaynaklanmış ancak daha belirli hipotezlerin yerleşmesini sağlamıştır. Brown ve Waner, 1980 ve 1985 yıllarında yapmış oldukları çalışmalarda bu değişikliklerin birçoğunun önemini tartışmışlardır. 1973 yılında Spangler ve 1980 yılında Ahorony ve Swary yaptıkları çalışmalarla, firmaların kar payı duyurularının hisse senetlerine etkisini araştırmışlar ve bu duyuruların hisse senedi getirisi üzerinde olumlu tepkilere sahip olduğunu tespit etmişlerdir (Kaderli vd. 2009: 48).

Ülkemizde de bu konu ile ilgili olarak bir takım çalışmalar bulunmaktadır. Ancak, bu çalışmalarda “olay” firmaların yatırım yapacaklarına dair duyurular değildir. Kıymaz 1996’da halka arz edilen firmaların arasında kurulan işbirliği duyurularının; Bekçioğlu, Öztürk ve Kaderli 2004’de firmalar arasında kurulan işbirliği duyurularının; Kaderli 2007’de firmaların yaptığı ihracat bağlantısı duyurularının ve Bayazıtlı, Kaderli ve Gürel 2008’de firmaların ödeyeceği kar payı duyurularının, ilgili firmaların hisse senedi getirilerine etkisini olay etüdü ile incelemiş ve bu duyurulardan yararlanarak anormal getiriler elde edilebileceğini tespit etmişlerdir (Kaderli vd. 2009: 49).

### **3.1.2. Çalışmada Kullanılan Veriler ve Verilerin Çalışma İçin Hazır Hale Getirilmesi**

Araştırma 2008-2012 yılları arasında Borsa İstanbul’da işlem gören firmaların finansal sıkıntı ve yeniden yapılandırılması hususuna konu olmuş şirketleri kapsamaktadır. Finansal sıkıntıya düşen işletmeler değerlendirilirken karlılık, satışlardaki düşüş ve hisse senedi piyasa değerindeki değişim açısından değerlendirilmiştir.

Şirketlerin sıkıntı nedenleri göz önüne alınırken şirketin yaşı, halka açılma yılı, ölçek (satışların ve toplam varlıkların doğal logaritması olarak) gibi şirkete özgü karakterleri de incelenmiştir.

Ayrıca günlük ve haftalık hisse senedi fiyatları ve sektör endeksleri de sıkıntılı firmaların piyasa değeri değişimini ölçmek amacıyla kullanılmıştır.

İncelenen verilere göre Türkiye’de 2008-2012 yılları arasında finansal sıkıntı yaşayan şirketler Tablo 3.1’de verilmiştir.

**Tablo 3.1.** Çalışmaya Konu Olan Şirketler ve Yıllara Göre Dağılımı (2003 -2012)

<b>YILLAR</b>	<b>ŞİRKET SAYISI</b>
2008	-
2009	29
2010	22
2011	28
2012	14
<b>TOPLAM</b>	<b>83</b>

Kaynak: kap.gov.tr

Tablo 3.1’de Finansal sıkıntı yaşayan şirketlerin yıllara göre dağılımı belirtilmiştir.

Firmalar aşağıda belirtilen finansal sıkıntı göstergeleri baz alınarak belirlenir. Bu göstergeler;

- 1- 3 yıl üst üste zarar eden şirketler,
- 2- Faaliyetleri tamamen veya kısmen duran şirketler,
- 3- Sermaye artırımı yoluna başvuran şirketler,
- 4- Maddi duran varlık satışına başvuran şirketler,
- 5- İcra takibi,
- 6- Negatif özsermaye,

Yukarıda belirtilen göstergeler aşağıda yıllar itibariyle tablolar yardımıyla gösterilmiştir.

**Tablo 3.2.** 3 Yıl Üst Üste Zarar Eden Şirketler

<b>SIRA NO</b>	<b>3 YIL ÜST ÜSTE ZARAR</b>	
1	ASUZU	14.08.2009
2	BRKO	05.04.2010
3	BRMEN	30.06.2009
4	CMBTN	06.08.2009
5	DEVA	19.08.2009
6	DGZTE	25.08.2009
7	DITAS	13.08.2009
8	DOGUB	02.03.2011
9	ECYAP	27.08.2009
10	EKIZ	11.03.2011
11	EMNIS	11.03.2011
12	GEREL	08.04.2011
13	HURGZ	26.08.2009
14	HZNR	13.08.2009
15	IDAS	08.04.2011
16	KARSAN	10.07.2009
17	METAL	11.03.2011
18	MRTGG	16.03.2010
19	SERVE	17.03.2011
20	SKPLC	11.03.2011
21	TBORG	27.08.2009
22	TIRE	07.03.2011
23	TUDDF	28.08.2009
24	VKING	10.03.2011

Kaynak: kap.gov.tr

Tablo 3.2.' de açıklandığı gibi üç yıl üst üste zarar eden şirketler 2008 – 2012 yılları baz aldığında 24 tanedir. Bu şirketlerin tamamı çalışmaya dahil edilmiştir. Ancak güven aralığı %95'e göre anlamlı sonuçlar veren şirketler Olay Etüdü Yöntemiyle analize dahil edilmiştir.

**Tablo 3.3.** Faaliyetlerin Tamamen veya Kısmen Durması

<b>SIRA NO</b>	<b>FAALİYETLERİNTAMAMEN VEYA KISMEN DURMASI</b>	
1	ANACM	31.12.2010
2	ASUZU	03.07.2009
3	BANVT	10.01.2011
4	BFREN	15.08.2011
5	BOLUC	07.12.2010
6	BRISA	27.07.2009
7	BRMEN	28.04.2011
8	BRSAN	01.01.2011
9	EGGUB	21.12.2011
10	FMIZP	15.10.2009
11	FROTO	15.08.2011
12	GOODY	24.05.2012
13	KONYA	12.11.2009
14	KORDS	19.03.2009
15	PARSN	15.06.2009
16	TOASO	03.08.2009

Kaynak: kap.gov.tr

Tablo 3.3.'de açıklandığı gibi faaliyetlerin tamamen veya kısmen durması kriterine dahil olan şirketler 2008 – 2012 yılları baz aldığıında 16 tanedir. Bu şirketlerin tamamı çalışmaya dahil edilmiştir. Ancak güven aralığı %95'e göre anlamlı sonuçlar veren şirketler Olay Etüdü Yöntemiyle analize dahil edilmiştir.

**Tablo 3.4.** Sermaye Artırımı

SIRA NO	SERMAYE ARTIRIMI	
1	ASLAN	16.02.2011
2	BAGFS	04.10.2012
3	CEMAS	02.11.2011
4	CMEN	18.11.2009
5	EMKEL	11.02.2011
6	EGGUB	12.10.2012
7	GEREL	07.02.2011
8	IHEVA	13.07.2009
9	IHMAD	14.07.2009
10	IDAS	13.11.2009
11	IPEKE	27.01.2012
12	KARSN	09.09.2011
13	KOZAA	02.02.2012
14	MEMSA	24.12.2009
15	MANGO	06.08.2012
16	PENGD	27.04.2010
17	USAK	19.03.2012
18	VKING	22.12.2009
19	YATAS	10.08.2011

Kaynak: kap.gov.tr

Tablo 3.4.'de açıklandığı gibi sermaye artırımı yoluna başvuran şirketler 2008 – 2012 yılları baz aldığında 19 tanedir. Bu şirketlerin tamamı çalışmaya dahil edilmiştir. Ancak güven aralığı %95'e göre anlamlı sonuçlar veren şirketler Olay Etüdü Yöntemiyle analize dahil edilmiştir.

Bu noktada açıklanması gereken bir husus, sermaye artırımının bedelli mi yoksa bedelsiz olarak mı yapıldığıdır.

Bedelli sermaye artırımı, şirketin dış kaynaklar karşılığında hisse senedi dağıtarak sermayeyi artırması işlemidir. Bedelsiz sermaye artırımı ise, şirketin özsermaye kalemi

altında birikmiş kaynaklar (buna dönem karı da dahildir) kullanılarak ödenmiş sermayesini artırması işlemidir.

Çalışmamızda ise bedelli sermaye artırımının bulunduğu görülmüştür.

**Tablo 3.5.** Maddi Duran Varlık Satışı

SIRA NO	MDV SATIŞI	
1	ALTIN	27.09.2010
2	ALCAR	23.06.2011
3	ARCLK	19.04.2010
4	ATEKS	14.09.2010
5	ASLAN	06.07.2012
6	BLCYT	29.06.2012
7	BOLUC	08.12.2010
8	DENCM	15.02.2011
9	COMDO	25.01.2012
10	IDAS	23.06.2010
11	IHMAD	16.07.2012
12	KLMSN	11.06.2009
13	KERVT	06.08.2010
14	MATAS	18.09.2012
15	PEKTIM	13.09.2011
16	PTOFS	14.03.2012
17	SARKY	19.08.2011
18	SKPLC	29.06.2011
19	YATAS	13.12.2011

Kaynak: kap.gov.tr

Tablo 3.5.'de açıklandığı gibi maddi duran varlık satışı yoluna giden şirketler 2008–2012 yılları baz aldığında 19 tanedir. Bu şirketlerin tamamı çalışmaya dahil edilmiştir. Ancak güven aralığı %95'e göre anlamlı sonuçlar veren şirketler Olay Etüdü Yöntemiyle analize dahil edilmiştir.

**Tablo 3.6.** İcra Takibi

SIRA NO	İCRA TAKİBİ	
1	BISAS	25.01.2010
2	FRIGO	04.14.2012

Kaynak: kap.gov.tr

Tablo 3.6.'da açıklandığı gibi icra takibi yapılan şirketlerin 2008 – 2012 yılları baz alındığında 2 tane olduğu görülmektedir. Dolayısıyla şirket sayısı 4'ün altında kalan şirketler çalışmaya dahil edilmemiştir.

**Tablo 3.7.** Negatif Özsermaye

SIRA NO	NEGATİF ÖZSERMAYE	
1	BISAS	13.08.2009
2	EMKEL	28.09.2009
3	KERVT	28.08.2009

Kaynak: kap.gov.tr

Tablo 3.7.'de açıklandığı gibi negatif özsermayeli şirketlerin 2008 – 2012 yılları baz alındığında 3 tane olduğu görülmektedir. Dolayısıyla şirket sayısı 4'ün altında kalan şirketler çalışmaya dahil edilmemiştir.

**Tablo 3.8.** 2009 Yılı İçin Çalışmaya Dahil Edilen Şirketler

TARİH	FİRMA
27.07.2009	Brisa Bridgestone Sabancı Lastik San. Ve Tic. A.Ş.(BRISA)
13.07.2009	İhlas EV Aletleri İmalat San. Ve Tic. A.Ş.(IHEVA)
14.07.2009	İhlas Madencilik A.Ş.(IHMAD)
15.10.2009	Federal-Moğul İzmit Piston ve Pim Üretim Tesisleri A.Ş.(FMIZP)
13.11.2009	İstanbul Döşeme San. ve A.Ş. (IDAS)
11.06.2009	Klimasan Klima San. Ve Tic. A.Ş.(KLMSN)
11.12.2009	Konya Çimento Sanayi A.Ş.(KONYA)
19.03.2009	Kordsa Global Endüstriyel İplik ve Kord Bezi San. Ve Tic. A.Ş.(KORDS)
24.12.2009	Mensa Mensucat San. Ve Tic. A.Ş.(MEMSA)
15.06.2009	Parsan Makine Araçları San. A.Ş. (PARSN)
03.08.2009	Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş.(TOASO)
22.12.2009	Viking Kağıt ve Selüloz A.Ş.(VKING)
31.12.2009	Mert Gıda Giyim San. Ve Tic. A.Ş.(MRTGG)
03.07.2009	Anadolu Isuzu Otomotiv San. Ve Tic. A.Ş.(ASUZU)
31.12.2009	Birko Birlik Koyunlular Mensucat Tic. Ve San. A.Ş.(BRKO)
18.11.2009	Çimentaş İzmir Çimento Fabrikası T.A.Ş.(CMEN)
27.07.2009	Brisa Bridgestone Sabancı Lastik San.ve Tic. A.Ş.(BRISA)
14.08.2009	Anadolu Isuzu Otomotiv San ve Tic. A.Ş.(ASUZU)
30.06.2009	Birlik Mensucat Ticaret ve Sanayi İşletmeleri A.Ş.(BRMEN)
06.08.2009	Çimbeton Hazır beton ve Pre. Yapı Elem. San. Ve Tic. A.Ş.(CMBTN)
19.08.2009	Deva Holding A.Ş. (DEVA)
25.08.2009	Doğan Gazetecilik A.Ş.(DGZTE)
13.08.2009	Doğan Yedek Parça İmalat ve Teknik A.Ş.(DITAS)
27.08.2009	Eczacıbaşı Yapı Gereçleri Sanayi ve Tic. A.Ş.(ECYAP)
26.08.2009	Hürriyet Gazetecilik ve Matbaacılık A.Ş.(HURGZ)
13.08.2009	Haznedar Ateş Tuğla San. A.Ş.(HZNDR)
10.07.2009	Karsan Otomotiv Sanayi VE Tic. A.Ş.(KARSN)
27.08.2009	Türk Tuborg Bira ve Malt Sanayi A.Ş. (TBORG)
28.08.2009	Türk Demir Döküm Fabrikaları A.Ş.(TUDDF)
13.08.2009	Bisaş Tekstil San. Ve Tic. A.Ş.(BISAS)
28.09.2009	Emek Elektrik Endüstri A.Ş. (EMKEL)
28.08.2009	Kerevitaş Gıda San. Ve Tic. A.Ş. (KERVIT)

Kaynak: kap.gov.tr



2009 yılı için çalışmaya konu olan şirketler Tablo 3.9.'de verilmiştir. Tablodaki BİST işlem kodlarıyla birlikte verilen şirketler üzerinden getiriler hesaplanmıştır.

**Tablo 3.9.** 2010 Yılı İçin Çalışmaya Dahil Edilen Şirketler

TARİH	FİRMA
23.06.2010	İstanbul Döşeme Sanayi A.Ş. (IDAS)
31.12.2010	Doğusan Boru Sanayi ve Tic. A.Ş. (DOGUB)
31.12.2010	Ekiz Yağ Sanayi A.Ş. (EKIZ)
06.08.2010	Kerevitaş Gıda San. Ve Tic. A.Ş. (KERVT)
31.12.2010	Eminiş Ambalaj San.ve Tic. A.Ş.(EMNIS)
31.12.2010	Gersan Elektrik Tic. Ve Sanayi A.Ş. (GEREL)
27.04.2010	Penguen Gıda San. A.Ş. (PENGD)
31.12.2010	İstanbul Döşeme Sanayi A.Ş. (IDAS)
31.12.2010	Metro altın İşletmeciliği İnşaat Sanayi ve Tic. A.Ş.(METAL)
31.12.2010	Serve Kırtasiye San. Ve Tic. A.Ş. (SERVE)
31.12.2010	Şeker Piliç ve Yem San. Tic. A.Ş.(SKPLC)
31.12.2010	Tire Kutsan Oluklu Mukavva Kutu ve Kağıt San.A.Ş.(TIRE)
31.12.2010	Viking Kağıt ve Selüloz A.Ş. (VKING)
31.12.2010	Anadolu Cam San. A.Ş. (ANACM)
27.09.2010	Altınyag Kombinaları A.Ş. (ALYAĞ)
25.01.2010	Bişaş Tekstil San. Ve Tic. A.Ş.(BISAS)
19.04.2010	Arçelik A.Ş. (ARCLK)
14.09.2010	Akın Tekstil A.Ş. (ATEKS)
07.12.2010	Bolu Çimento San. A.Ş. (BOLUC)
08.12.2010	Bolu Çimento San. A.Ş. (BOLUC)
12.10.2010	Ege Gübre San. A.Ş. (EGGUB)

Kaynak: kap.gov.tr

2010 yılı için çalışmaya konu olan şirketler Tablo 3.10.'da verilmiştir. Tablodaki BİST işlem kodlarıyla birlikte verilen şirketler üzerinden getiriler hesaplanmıştır.

**Tablo 3.10.** 2011 Yılı İçin Çalışmaya Dahil Edilen Şirketler

<b>TARİH</b>	<b>FİRMA</b>
18.08.2011	Ford Otomotiv San. A.Ş.(FROTO)
09.09.2011	Karsan Otomotiv Sanayi ve Tic. A.Ş.(KARSN)
13.09.2011	Petkim Petrokimya Holding A.Ş.(PETKIM)
19.08.2011	Sarkuysan Elektrolitik Bakır San. Ve Tic. A.Ş.(SARKY)
29.06.2011	Şeker Piliç ve Yem Sanayi. Tic. A.Ş.(SKPLC)
10.08.2011	Yataş Yatak ve Yorgan San. Tic. A.Ş. (YATAS)
13.12.2011	Yataş Yatak ve Yorgan San. Tic. A.Ş. (YATAS)
16.02.2011	Lafarge Aslan Çimento A.Ş. (ASLAN)
23.06.2011	Alarko Carrier Sanayi ve Tic. A.Ş. (ALCAR)
10.01.2011	Banvt Bandırma Vitaminli Yem San. A.Ş.(BANVT)
02.11.2011	Çemaş Döküm San. A.Ş. (CEMAS)
15.08.2011	Bosch Fren Sistemleri San. Ve Tic. A.Ş. (BFREN)
11.02.2011	Emek Elektrik Endüstri A.Ş. (EMKEL)
28.04.2011	Birlik Mensucat Ticaret ve Sanayi İşletmeleri A.Ş. (BRMEN)
07.02.2011	Gersan Elektrik Tic. Ve San. A.Ş.(GEREL)
01.01.2011	Borusan Mannesmann Boru San. Ve Tic. A.Ş.(BRSAN)
15.02.2011	Denizli Cam Sanayi ve Tic. A.Ş.(DENCM)
21.12.2011	Ege Gübre San. A.Ş.(EGGUB)

Kaynak: kap.gov.tr

2011 yılı için çalışmaya konu olan şirketler Tablo 3.11.'de verilmiştir. Tablodaki BİST işlem kodlarıyla birlikte verilen şirketler üzerinden getiriler hesaplanmıştır.

**Tablo 3.11.** 2012 Yılı İçin Çalışmaya Dâhil Edilen Şirketler

TARİH	FİRMA
27.01.2012	İpek Doğal Enerji Kaynakları Araştırma ve Üretim A.Ş.(IPEKE)
16.07.2012	İhlas Madencilik A.Ş. (IHMAD)
24.05.2012	Goodyear Lastikleri T.A.Ş. (GOODY)
02.02.2012	Koza Anadolu Metal Madencilik İşletmeleri A.Ş. (KOZAA)
18.09.2012	Mataş Matbaacılık Ambalaj San. Ve Tic. A.Ş. (MATAS)
06.08.2012	Mango Gıda San. Ve Tic. A.Ş.(MANGO)
14.03.2012	OMV Petrol Ofisi A.Ş. (PTOFS)
19.03.2012	Uşak Seramik San. A.Ş.(USAK)
04.10.2012	Bagfaş Bandırma Gübre Fabrikaları A.Ş.(BAGFS)
04.14.2012	Friigo-Pak Gıda Maddeleri San. Ve Tic. A.Ş. (FRIGO)
06.07.2012	Lafarge Aslan Çimento A.Ş. (ASLAN)
29.06.2012	Bilici Yatırım San. Ve Tic. A.Ş.(BLCYT)
25.01.2012	Çomponenta Dökümcülük Tic. Ve San. A.Ş.(COMDO)

Kaynak: kap.gov.tr

2012 yılı için çalışmaya konu olan şirketler Tablo 3.12.'de verilmiştir. Tablodaki BİST işlem kodlarıyla birlikte verilen şirketler üzerinden getiriler hesaplanmıştır.

### 3.1.3. Aşırı Getirilerin Hesaplanması

Olay etüdü yöntemi hisse senedi fiyatlarındaki değişimleri analiz etmede kullanılan bir yöntemdir. Bu yöntemle ilk yapılması gereken olay tarihinin ve olay aralığının belirlenmesidir.

Olay aralığı belirlendikten sonra, her şirket için olay aralığındaki her bir gün için hisse senedinin tahmini getirisinin hesaplanması gerekmektedir. Tahmini getiriyi hesaplamak için gerekli olan veriler finansal sıkıntı yaşayan şirketin her bir günü için hisse senedi getirileri ve piyasa endeksi getirileridir. Bu durumun analizi için ilk olarak, olay aralığı içindeki her bir gün için ilgili şirketin günlük hisse senedi getirilerinin ve piyasa endeksi getirilerinin hesaplanması gerekmektedir.

Hisse senedinin günlük getirisini hesaplamak için;

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

Burada,

$R_{i,t}$  : i şirketi hisse senedinin t gününde gerçekleşen günlük getirisi yani fiili getiriyi,

$P_{i,t}$  : i şirketinin hisse senedinin t günündeki piyasa fiyatını,

$P_{i,t-1}$  : i şirketinin hisse senedinin t-1 günündeki piyasa fiyatını göstermektedir.

Piyasa endeksi getirisini hesaplamak için;

$$R_{m,t} = \frac{(P_{m,t} - P_{m,t-1})}{P_{m,t-1}} \quad (2)$$

$R_{m,t}$  : t günündeki bileşik endeks günlük getirisini,

$P_{m,t}$  : t günündeki bileşik endeks kapanış fiyatını,

$P_{m,t-1}$  : t-1 günündeki bileşik endeks kapanış fiyatını göstermektedir.

Bu çalışmada, anormal getiri belirlenirken kullanılan istatistiksel modellerden biri olan piyasa modeli kullanılacaktır. Piyasa modeli kullanılacağından dolayı getiri aşağıdaki gibi hesaplanacaktır. Piyasa modelinde aşağıda belirtilen denklem regresyon ile tahmin edilerek tahmini getiri elde edilecektir.

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \epsilon_{i,t} \quad (3)$$

$R_{i,t}$  : i şirketi hisse senedinin t gününde gerçekleşen günlük getirisi yani fiili getiriyi

$R_{m,t}$  : t gününde bileşik endeks günlük getirisini,

$\epsilon_{i,t}$  : t günündeki hisse senedinin hata terimini  $E(\epsilon_{i,t}) = 0$  ve  $var(\epsilon_{i,t}) = \sigma^2$

$\alpha_i + \beta_i$  : katsayıları göstermektedir.

Regresyonla en küçük kareler yöntemiyle tahmin edilen modele göre (4) numaralı denklem elde edilir.

$$\hat{R}_{i,t} = \hat{\alpha}_1 + \hat{\beta}_1 \times R_{m,t} \quad (4)$$

$\hat{R}_{i,t}$  : i şirketinin hisse senedinin t günündeki beklenen getirisini,  
 $R_{m,t}$  : t günündeki bileşik endeks günlük getirisini,  
 $\hat{\alpha}_1$  ve  $\hat{\beta}_1$  : tahmin dönemi içinde tahmin edilen piyasa modeli parametrelerini göstermektedir.

Piyasa modeliyle tahmini getirinin ( $R_{i,t}$ ) hesaplanmasından sonra olay aralığındaki her gün için aşırı getiriler hesaplanmaktadır. Aşırı getiri ( $e_{it}$ ) i firmasının t zamanında gerçekleşen getirisiyle ( $R_{it}$ ) tahmini getirisi ( $R_{i,t}$ ) arasındaki farktan oluşmaktadır. Aşırı getirilerin hesaplanmasından sonra aşığı getirilerin ortalaması hesaplanarak ortalama aşırı getiri  $AR_t = \sum_{t=1}^n 1/N e_{it}$  formülü ile bulunmaktadır. Son olarak, olay aralığında hesaplanan ortalama aşırı getiriler, sırasıyla birbirleriyle toplanarak, “kümülatif ortalama aşırı getiriler” ( $CAR_t$ ) hesaplanır. Kümülatif ortalama aşırı getiriler ise,

$CAR_t = \sum_{t=1}^n AR_t$  denklemi ile bulunmaktadır. Yapılacak işlemler sırasıyla aşağıda belirtilmiştir.

İlk olarak aşırı getiriler aşağıdaki formül yardımıyla elde edilir.

$$e_{it} = R_{it} - R_{i,t} \quad (5)$$

Burada,

$e_{it}$  : i şirketinin t günündeki aşırı getirisini,

$R_{it}$  : i şirketi hisse senedinin t günündeki gerçekleşen günlük getirisi yani fiili getiriyi,

$R_{i,t}$  : i şirketinin t günündeki tahmini getirisini göstermektedir.

Ardından, ortalama aşırı getiriler ( $AR_t$ ) hesaplanır:

$$AR_t = \sum_{i=1}^n 1/N e_{it} \quad (6)$$

$AR_t$  : t günündeki ortalama aşırı getiriyi,

$e_{it}$  : i şirketinin t günündeki aşırı getirisini,

$N$  : şirket sayısını göstermektedir.

Sonuç olarak, kümülatif ortalama aşırı getiriler elde edilebilir:

$$CAR_t = \sum_{t=1}^n AR_t$$

Burada,

$AR_t$  : t günündeki ortalama aşırı getiriyi,

$CAR_t$  : kümülatif ortalama aşırı getiriyi,

$N$  : olay aralığındaki gün sayısını göstermektedir.

İşlemlerin sonucunda hesaplanan  $CAR_t$  değerleri 0'dan farklı bir değere sahip oluyorsa, ilgili olayın duyurulması firma hisse senetlerinin fiyatlarını etkileyerek o hisse senedinden anormal bir getiri elde edildiğini göstermektedir. Yani, bu piyasa “yarı güçlü formda” bile etkin değildir. Dolayısıyla, yatırımcılar kamuya açıklanan bazı duyurulardan yararlanarak anormal getiriler elde edebilirler. Ancak, hesaplanan  $CAR_t$  değerleri 0'a eşit ise, ilgili olayın kamuya duyurulmasının firmanın hisse senedi fiyatlarını etkilemediği ortaya çıkar. Bu durum piyasanın “yarı güçlü formda” etkin olduğunu gösterir (Çevikçelik S, s.77).

Bu çalışmada test edilecek hipotezler:

$H_0$  :  $T_1 - T_2$  dönemi içerisinde faaliyette bulunan şirketlerin kümülatif ortalama aşırı getirisi ( $CAR_t$ ) sıfıra eşittir.

$H_1$  :  $T_1 - T_2$  dönemi içerisinde faaliyette bulunan şirketlerin kümülatif ortalama aşırı getirisi ( $CAR_t$ ) sıfırdan farklıdır.

Yani,  $H_0$  hipoteziyle “ $T_1-T_2$  dönemi içerisinde şirketlerin finansal sıkıntılı olduklarına ilişkin duyuruların, hisse senedi getirisine hiçbir etkisi yoktur” kavramı, alternatif hipotez olan  $H_1$  hipoteziyle “ $T_1 - T_2$  dönemi içerisinde finansal sıkıntılı

olduklarına ilişkin duyuruların, hisse senedi getirisine etkisi vardır.” Kavramları test edilmiş olacaktır.

### **3.1.4. Çalışma Sonucunda Elde Edilen Bulgular**

Borsa İstanbul da işlem görmekte olan 2008-2012 döneminde çalışmaya konu olan 80 firmanın verileri olay etüdü yöntemiyle analiz edilmiştir. Analizler, anlık etkiyi görebilmek adına (-5,5) gün aralığında ve daha uzun süreli etkiyi görebilmek adına da (-20,20) gün aralığında yapılmıştır. Yıllara göre analiz sonuçları aşağıdaki başlıklarda incelenmektedir.

#### **3.1.4.1. 2008 Yılı Bulguları**

Bu aralıkta CART hesaplamasına %90,%95,%99 güven aralıklarında anlamlı olan 1 şirket dâhil edilmiştir. Bu aralıklar dışında kalan 11 şirket, tahmini getiri hesaplamasında istatistikî olarak anlamlı sonuçlar vermediği için CART hesaplamasına dâhil edilmemiştir.

CART hesaplamasına dâhil edilen 1 şirket Karsan Otomotiv Sanayi Ve Tic. A.Ş (KARSN) firmasıdır. Ancak firmaların tek başlarına analizleri yapılamayacağından CART hesaplamalarına dahil edilmemiştir.

#### **3.1.4.2. 2009 Yılı Bulguları**

2009 yılında analize toplam 16 firma dâhil edilmiştir. Bu analiz sonucunda (-5,5) olay aralığında tahmini getiriler için anlamlı sonuçlar elde edilemezken, (-20,20) olay aralığında ise toplam 3 firma anlamlı sonuçlar vermiştir.

2009 yılında Tablo 3.8.’de yer alan firmalar analize konu olmuştur. Tabloda BİST kodlarıyla birlikte verilen 16 firma üzerinde çalışma yapılmıştır. Bu analiz sonucunda (-20,20) olay aralığında tahmini getiriler için Brisa Bridgestone Sabancı Lastik San. Ve Tic. A.Ş (BRISA) Mert Gıda Giyim San. Ve Tic. A.Ş (MRTGG) ve

Brisa Bridgestone Sabancı Lastik San. ve Tic. A.Ş (BRİSA) firmaları anlamlı sonuçlar vermiştir.

#### **3.1.4.3.1. 2009 Yılı Firmaları İçin (-20,20) Olay Aralığı**

2009 yılında Tablo 3.12.'de yer alan firmalar analize konu olmuştur. Tabloda BİST kodlarıyla birlikte verilen 29 firma üzerinde çalışma yapılmıştır. Bu analiz sonucunda (-20,20) olay aralığında tahmini getiriler için Brisa Bridgestone Sabancı Lastik San. ve Tic. A.Ş (BRISA) Mert Gıda Giyim San. Ve Tic. A.Ş (MRTGG) ve Brisa Bridgestone Sabancı Lastik San. ve Tic. A.Ş (BRİSA) firmaları anlamlı sonuçlar vermiştir.



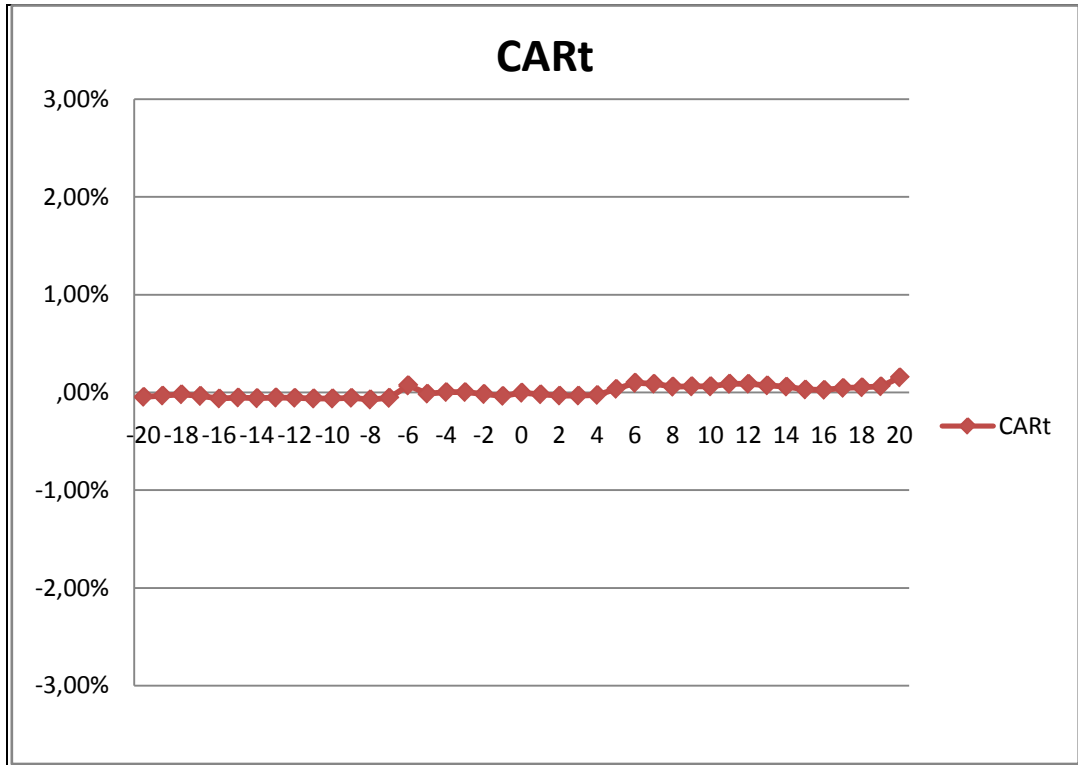
Tablo 3.12. 2009 yılı (-20,20) Olay Aralığı Getiri ve Beta Verileri

Olay Günü	MRTGG	BİST-100 GETİRİ	beta	Olay Günü	BRISA	BİST-100 GETİRİ	beta	ARt	CARt
20	0,017	-0,040	0,434	20	0,016	0,003	0,430	0,009	-0,205
19	0,016	-0,003	0,434	19	-0,019	0,008	0,430	0,012	-0,184
18	0,065	0,025	0,434	18	-	- 0,006	0,430	0,029	-0,177
17	0,061	-0,035	0,434	17	-	- 0,006	0,430	0,026	-0,207
16	0,029	0,017	0,434	16	- 0,006	- 0,001	0,430	0,014	-0,178
15	-0,056	0,002	0,434	15	- 0,019	0,012	0,430	-0,022	-0,180
14	0,088	0,005	0,434	14	0,013	- 0,002	0,430	0,043	-0,185
13	-0,014	0,001	0,434	13	- 0,019	- 0,005	0,430	-0,009	-0,189
12	-0,055	-0,006	0,434	12	0,006	- 0,006	0,430	-0,030	-0,192
11	0,014	-0,014	0,434	11	-0,019	0,006	0,430	0,010	-0,190
10	0,029	0,002	0,434	10	-0,007	-0,008	0,430	0,010	-0,190
9	0,028	0,008	0,434	9	0,033	0,033	0,430	0,030	-0,166
8	0,054	-0,038	0,434	8	-0,013	0,006	0,430	0,029	-0,202
7	-0,038	0,008	0,434	7	0,013	-0,011	0,430	-0,025	-0,188
6	0,053	-0,007	0,434	6	-	0,014	0,430	0,034	-0,183
5	0,076	0,011	0,434	5	0,010	-0,006	0,430	0,035	-0,184
4	0,071	-0,001	0,434	4	0,057	0,005	0,430	0,036	-0,185
3	-0,055	0,011	0,434	3	0,011	0,019	0,430	-0,018	-0,172
2	-0,012	0,003	0,434	2	- 0,022	0,013	0,430	0,000	-0,179
1	-0,071	0,000	0,434	1	-0,011	0,011	0,430	-0,030	-0,181
0	-0,076	-0,007	0,434	0	-	0,004	0,430	-0,036	-0,188
-1	0,041	0,002	0,434	-1	- 0,011	0,009	0,430	0,025	-0,181
-2	0,079	0,020	0,434	-2	-	0,045	0,430	0,062	-0,154
-3	0,098	0,003	0,434	-3	0,011	0,011	0,430	0,054	-0,180
-4	0,000	0,037	0,434	-4	0,011	0,046	0,430	0,022	-0,145
-5	-0,022	0,003	0,434	-5	-	0,002	0,430	-0,010	-0,184
-6	-0,011	0,021	0,434	-6	-	-0,018	0,430	-0,015	-0,185
-7	-0,034	-0,005	0,434	-7	-	- 0,001	0,430	-0,018	-0,190
-8	0,024	0,011	0,434	-8	0,011	0,021	0,430	0,022	-0,170
-9	0,058	-0,022	0,434	-9	0,011	-0,002	0,430	0,028	-0,198
-10	-0,055	0,025	0,434	-10	-	-0,023	0,430	-0,039	-0,186
-11	0,000	0,007	0,434	-11	-	0,005	0,430	0,002	-0,181
-12	-0,012	0,032	0,434	-12	-	0,014	0,430	0,000	-0,164
-13	-0,200	-0,005	0,434	-13	- 0,022	- 0,004	0,430	-0,102	-0,191
-14	0,044	0,001	0,434	-14	-	-0,000	0,430	0,022	-0,186
-15	0,000	-0,010	0,434	-15	0,011	-0,001	0,430	-0,001	-0,192
-16	0,056	0,048	0,434	-16	0,008	0,032	0,430	0,043	-0,146
-17	0,027	0,032	0,434	-17	0,012	0,020	0,430	0,023	-0,161
-18	-0,013	0,010	0,434	-18	0,012	0,013	0,430	0,000	-0,175
-19	0,000	-0,014	0,434	-19	0,011	0,013	0,430	0,006	-0,187
-20	-1,000	-1,000	0,434	-20	-1,000	- 1,000	0,430	-2,000	-1,187

**Tablo 3.13.** 2009 yılı (-20,20) Olay Aralığı Art ve CARt verileri

Olay Günü	ARt	CARt
-20	0,009	-0,205
-19	0,012	-0,184
-18	0,029	-0,177
-17	0,026	-0,207
-16	0,014	-0,178
-15	-0,022	-0,180
-14	0,043	-0,185
-13	-0,009	-0,189
-12	-0,030	-0,192
-11	0,010	-0,190
-10	0,010	-0,190
-9	0,030	-0,166
-8	0,029	-0,202
-7	-0,025	-0,188
-6	0,034	-0,183
-5	0,035	-0,184
-4	0,036	-0,185
-3	-0,018	-0,172
-2	0,000	-0,179
-1	-0,030	-0,181
0	-0,036	-0,188
1	0,025	-0,181
2	0,062	-0,154
3	0,054	-0,180
4	0,022	-0,145
5	-0,010	-0,184
6	-0,015	-0,185
7	-0,018	-0,190
8	0,022	-0,170
9	0,028	-0,198
10	-0,039	-0,186
11	0,002	-0,181
12	0,000	-0,164
13	-0,102	-0,191
14	0,022	-0,186
15	-0,001	-0,192
16	0,043	-0,146
17	0,023	-0,161
18	0,000	-0,175
19	0,006	-0,187
20	-2,000	-1,187

Şekil 3.1. 2009 Yılı (-20,20) Olay Oranlığı CARt grafiği



Tablolardan ve şekilden de anlaşılacağı üzere 2009 yılında (-20,20) olay aralığında olay anı 0 olarak gösterilmiştir. Finansal sıkıntı duyurusu yapılmadan önce negatif ve sabit ivmeli bir artış gözlenmiştir. Olay anında ise aynen seyretmeye devam etmiştir. 2009 yılının (-20,20) CARt değeri olay gününde ve sonrasında pozitif yönde artış gözlenmiş olup finansal sıkıntı duyurularının hisse senedi getirisine etkisinin bir göstergesidir. .

### 3.1.4.3. 2010 Yılı Bulguları

2010 yılında analize toplam 12 firma dâhil edilmiştir. Bu analiz sonucunda (-5,5) aralığında tahmini getiriler için 1 firma, (-20,20) aralığı için ise 1 firma anlamlı sonuçlar vermiştir.

2010 yılında Tablo 3.14.'de yer alan firmalar analize konu olmuştur. Tabloda BİST kodlarıyla birlikte verilen 2 şirket üzerinde çalışma yapılmıştır. Bu analiz sonucunda, (-5,5) olay aralığında tahmini getiriler için Kerevitaş Gıda San. Ve Tic. A.Ş. (KERVT), (-20,20) olay aralığında tahmini getiriler ise Gersan Elektrik Tic. Ve Sanayi A.Ş (GEREL) ve Ege Gübre San. A.Ş. (EGGUB) firmaları anlamlı sonuçlar vermiştir.

#### **3.1.4.5.1. 2010 Yılı Firmaları İçin (-20,20) Olay Aralığı**

2010 yılında Tablo 3.9.'da yer alan firmalar analize konu olmuştur. Tabloda BİST kodlarıyla birlikte verilen 2 şirket üzerinde çalışma yapılmıştır. Bu analiz sonucunda (-20,20) olay aralığında tahmini getiriler ise Gersan Elektrik Tic. Ve Sanayi A.Ş (GEREL) firması ve Ege Gübre San. A.Ş. (EGGUB) anlamlı sonuçlar vermiştir.

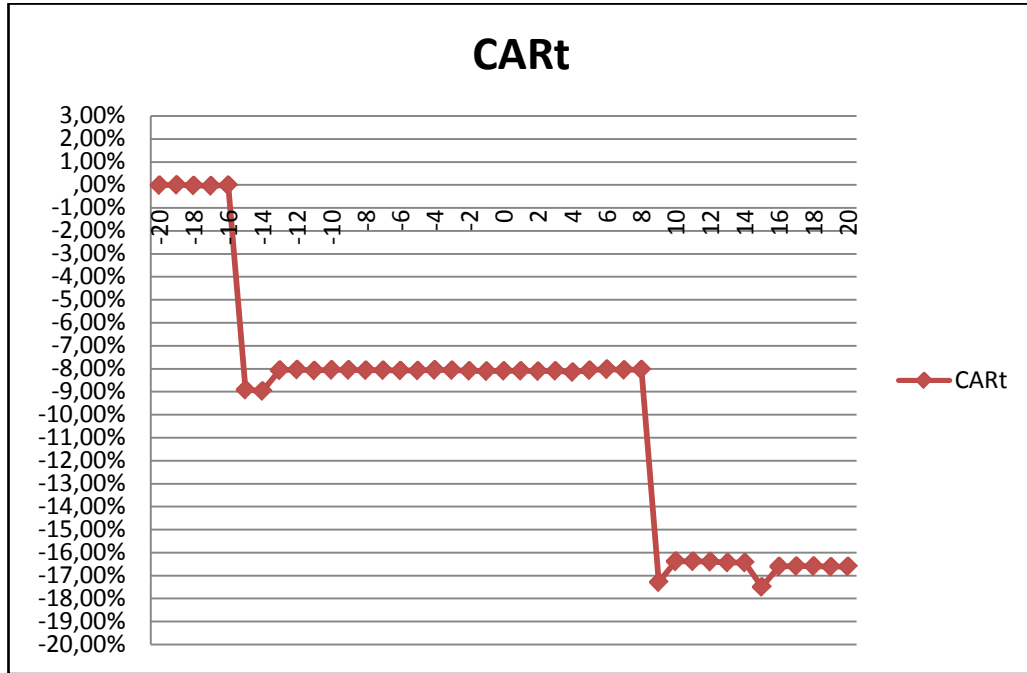
**Tablo 3.14.** 2010 yılı (-20,20) Olay Aralığı Getiri ve Beta Verileri

Olay Günü	GEREL	BİST- 100 GETİRİ	beta	Olay Günü	EGGUB	BİST- 100 GETİRİ	beta	ARt	CARt
-20	-0,006	0,013	-0,44	-20	0,006	0,014	-0,57	-0,009589	-0,009589
-19	0,000	0,002	-0,44	-19	0,030	0,005	-0,57	0,011941	0,002352
-18	-0,013	-0,002	-0,44	-18	-0,013	0,002	-0,57	-0,022057	-0,019706
-17	-0,013	-0,027	-0,44	-17	0,006	0,007	-0,57	-0,027431	-0,047137
-16	0,038	-0,018	-0,44	-16	0,018	-0,003	-0,57	0,041174	-0,005963
-15	-8,914	0,024	-0,44	-15	0,012	0,005	-0,57	-8,902092	-8,908055
-14	-0,067	0,002	-0,44	-14	0,017	-0,004	-0,57	-0,053410	-8,961465
-13	0,895	-0,015	-0,44	-13	0,018	0,001	-0,57	0,896339	-8,065126
-12	0,000	-0,017	-0,44	-12	0,089	0,006	-0,57	0,031813	-8,033313
-11	0,000	-0,014	-0,44	-11	-0,044	0,015	-0,57	-0,042688	-8,076001
-10	-0,014	0,000	-0,44	-10	0,076	-0,001	-0,57	0,024074	-8,051927
-9	0,021	0,020	-0,44	-9	-0,053	0,003	-0,57	-0,000276	-8,052203
-8	-0,014	0,009	-0,44	-8	-0,022	-0,014	-0,57	-0,007379	-8,059582
-7	-0,007	0,012	-0,44	-7	0,016	0,008	-0,57	-0,001698	-8,061280
-6	0,007	0,001	-0,44	-6	-0,005	0,013	-0,57	-0,008036	-8,069316
-5	0,007	0,001	-0,44	-5	0,000	0,009	-0,57	-0,001018	-8,070334
-4	0,014	0,001	-0,44	-4	0,005	-0,002	-0,57	0,018807	-8,051527
-3	0,000	0,004	-0,44	-3	-0,005	0,007	-0,57	-0,007481	-8,059008
-2	-0,007	0,002	-0,44	-2	0,011	0,026	-0,57	-0,025910	-8,084917
-1	-0,007	-0,012	-0,44	-1	-0,005	0,010	-0,57	-0,024593	-8,109510
0	0,014	0,024	-0,44	0	0,005	0,007	-0,57	0,020109	-8,089401
1	-0,007	0,009	-0,44	1	-0,016	-0,014	-0,57	0,002157	-8,087244
2	-0,007	0,009	-0,44	2	0,011	0,012	-0,57	-0,009767	-8,097011
3	0,014	0,007	-0,44	3	0,005	0,005	-0,57	0,014625	-8,082386
4	-0,053	-0,008	-0,44	4	-0,016	-0,009	-0,57	-0,055652	-8,138038
5	0,076	-0,013	-0,44	5	0,000	-0,007	-0,57	0,076392	-8,061646
6	0,032	-0,003	-0,44	6	0,046	0,015	-0,57	0,038793	-8,022853
7	-0,007	0,004	-0,44	7	-0,010	0,008	-0,57	-0,018012	-8,040864
8	0,007	0,010	-0,44	8	-0,010	-0,001	-0,57	0,006617	-8,034248
9	-9,242	-0,010	-0,44	9	-0,011	-0,003	-0,57	-9,249039	-17,283287
10	0,899	-0,016	-0,44	10	-0,039	-0,031	-0,57	0,903419	-16,379868
11	0,019	-0,006	-0,44	11	-0,016	0,003	-0,57	0,005720	-16,374148
12	-0,013	0,001	-0,44	12	-0,008	0,005	-0,57	-0,020720	-16,394868
13	-0,020	-0,018	-0,44	13	-0,014	-0,008	-0,57	-0,028169	-16,423037
14	0,000	0,010	-0,44	14	-0,018	0,001	-0,57	-0,005861	-16,428899
15	-1,064	-0,011	-0,44	15	0,074	0,032	-0,57	-1,060875	-17,489773
16	0,907	-0,001	-0,44	16	-0,028	-0,002	-0,57	0,894396	-16,595377
17	0,007	0,012	-0,44	17	0,011	0,002	-0,57	0,015503	-16,579874
18	0,007	-0,014	-0,44	18	0,000	0,008	-0,57	-0,007495	-16,587370
19	-0,014	-0,029	-0,44	19	-0,014	-0,014	-0,57	-0,020129	-16,607499
20	0,007	0,001	-0,44	20	-0,003	-0,007	-0,57	0,012099	-16,595400

**Tablo 3.15.** 2010 yılı (-20,20) Olay Aralığı ARt ve CARt Verileri

Olay Günü	ARt	CARt
-20	-0,009589	-0,009589
-19	0,011941	0,002352
-18	-0,022057	-0,019706
-17	-0,027431	-0,047137
-16	0,041174	-0,005963
-15	-8,902092	-8,908055
-14	-0,053410	-8,961465
-13	0,896339	-8,065126
-12	0,031813	-8,033313
-11	-0,042688	-8,076001
-10	0,024074	-8,051927
-9	-0,000276	-8,052203
-8	-0,007379	-8,059582
-7	-0,001698	-8,061280
-6	-0,008036	-8,069316
-5	-0,001018	-8,070334
-4	0,018807	-8,051527
-3	-0,007481	-8,059008
-2	-0,025910	-8,084917
-1	-0,024593	-8,109510
0	0,020109	-8,089401
1	0,002157	-8,087244
2	-0,009767	-8,097011
3	0,014625	-8,082386
4	-0,055652	-8,138038
5	0,076392	-8,061646
6	0,038793	-8,022853
7	-0,018012	-8,040864
8	0,006617	-8,034248
9	-9,249039	-17,283287
10	0,903419	-16,379868
11	0,005720	-16,374148
12	-0,020720	-16,394868
13	-0,028169	-16,423037
14	-0,005861	-16,428899
15	-1,060875	-17,489773
16	0,894396	-16,595377
17	0,015503	-16,579874
18	-0,007495	-16,587370
19	-0,020129	-16,607499
20	0,012099	-16,595400

Şekil 3.2. 2010 Yılı (-20,20) Olay Aralığı CARt Grafiği



Tablolardan ve şekilden de anlaşılacağı üzere 2010 yılı (-20,20) olay aralığında olay anı 0 olarak gösterilmiştir. Finansal sıkıntı ile ilgili duyuru yapılmadan önce negatif yönlü sabit bir ilerleme ve negatif yönde bir artış görülmüştür. Sonrasında sabit bir ivmeyle devam etmiştir. Olay anında değerler pozitif yönde ilerlemeye başlamıştır ve sonraki günlerde pozitif yönde artış gözlenmiştir.

#### 3.1.4.4. 2011 Yılı Bulguları

2011 yılında analize toplam 18 firma dâhil edilmiştir. Bu analiz sonucunda (-5,5) aralığında tahmini getiriler için (-5,5) aralığı için 1 firma, (-20,20) aralığı için ise 1 firma anlamlı sonuçlar vermiştir.

2011 yılında Tablo 3.10.'da yer alan firmalar analize konu olmuştur. Tabloda BİST kodlarıyla birlikte verilen 3 şirket üzerinde çalışma yapılmıştır. Bu analiz sonucunda, (-5,5) olay aralığında tahmini getiriler için Yataş Yatak ve Yorgan San. Tic. A.Ş. (YATAS) (-20,20) aralığı için ise Yataş Yatak ve Yorgan San. Tic. A.Ş.

(YATAS) ve Gersan Elektrik Tic. Ve San. A.Ş (GEREL) firmaları anlamlı sonuçlar vermiştir.

#### **3.1.4.4.1. 2011 Yılı Firmaları İçin (-20,20) Olay Aralığı**

2011 yılında Tablo 3.16.'da yer alan firmalar analize konu olmuştur. Tabloda BİST kodlarıyla birlikte verilen 2 şirket üzerinde çalışma yapılmıştır. Bu analiz sonucunda (-20,20) aralığı için ise Yataş Yatak ve Yorgan San. Tic. A.Ş (YATAS) ve Gersan Elektrik Tic. Ve San. A.Ş (GEREL) firmaları anlamlı sonuçlar vermiştir.



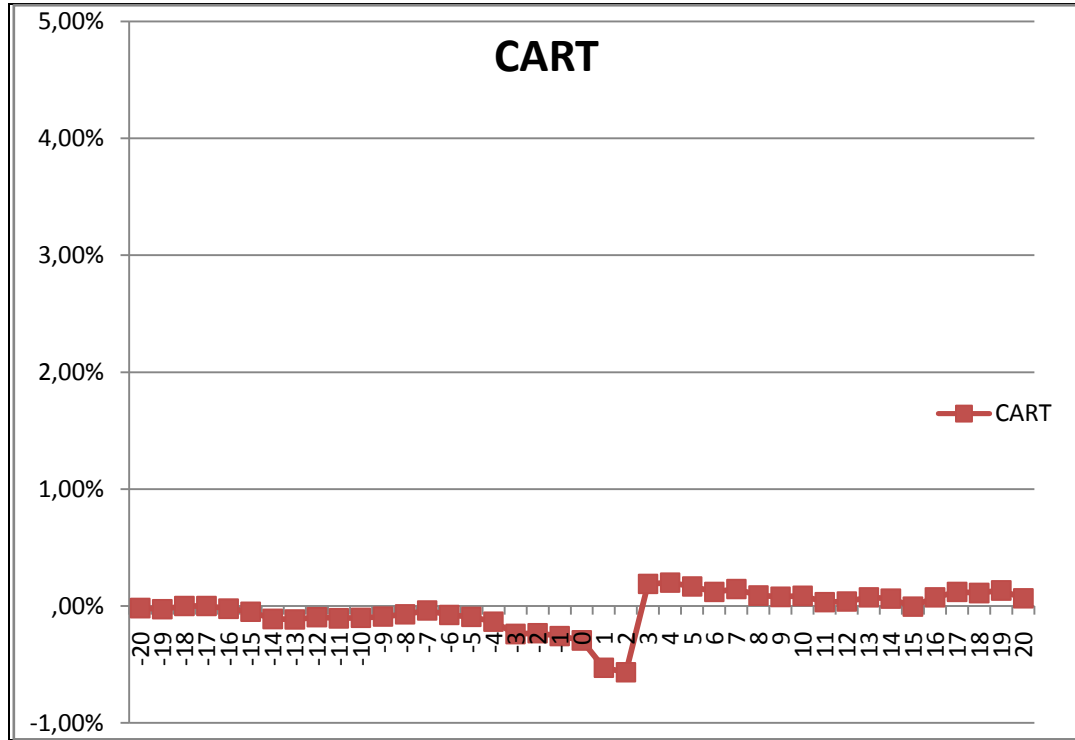
Tablo 3.16. 2011 yılı (-20,20) Olay Aralığı Getiri ve Beta Verileri

Olay Günü	YATAŞ	BİST- 100 GETİRİ	beta	Olay Günü	GEREL	BİST-100 GETİRİ	beta	ART	CART
-20	-0,008	-0,008	0,464	-20	-0,024	-0,003	-0,463	-0,016627	-0,016627
-19	-0,007	-0,002	0,464	-19	-0,008	0,004	-0,463	-0,009733	-0,026360
-18	0,011	-0,010	0,464	-18	0,019	0,010	-0,463	0,027441	0,001081
-17	0,007	-0,003	0,464	-17	-0,013	-0,010	-0,463	-0,000172	0,000909
-16	-0,011	-0,003	0,464	-16	-0,020	-0,016	-0,463	-0,023564	-0,022655
-15	-0,031	-0,012	0,464	-15	0,000	-0,006	-0,463	-0,026197	-0,048852
-14	-0,036	-0,018	0,464	-14	-0,067	0,001	-0,463	-0,061143	-0,109995
-13	-0,025	0,020	0,464	-13	0,069	-0,018	-0,463	-0,003539	-0,113534
-12	0,016	0,006	0,464	-12	0,007	0,010	-0,463	0,018980	-0,094553
-11	-0,012	-0,003	0,464	-11	0,007	-0,011	-0,463	-0,009916	-0,104470
-10	0,020	0,022	0,464	-10	-0,014	-0,001	-0,463	0,003231	-0,101238
-9	0,004	-0,004	0,464	-9	0,007	0,012	-0,463	0,011754	-0,089485
-8	0,016	-0,006	0,464	-8	0,008	-0,014	-0,463	0,019165	-0,070320
-7	0,027	-0,003	0,464	-7	0,024	-0,029	-0,463	0,033437	-0,036882
-6	-0,036	-0,007	0,464	-6	-0,013	0,001	-0,463	-0,038574	-0,075456
-5	-0,042	-0,034	0,464	-5	0,007	0,024	-0,463	-0,017201	-0,092657
-4	-0,075	-0,054	0,464	-4	0,015	0,007	-0,463	-0,040217	-0,132873
-3	-0,136	-0,076	0,464	-3	0,000	-0,025	-0,463	-0,106107	-0,238980
-2	-0,026	0,013	0,464	-2	0,068	0,024	-0,463	0,007482	-0,231498
-1	-0,049	-0,053	0,464	-1	0,000	-0,006	-0,463	-0,025637	-0,257135
0	-0,012	0,033	0,464	0	-0,022	0,005	-0,463	-0,036705	-0,293840
1	-0,218	0,003	0,464	1	-0,030	0,005	-0,463	-0,233626	-0,527465
2	0,000	0,024	0,464	2	-0,047	-0,018	-0,463	-0,038987	-0,566452
3	0,761	0,011	0,464	3	0,000	0,005	-0,463	0,756724	0,190272
4	0,000	0,002	0,464	4	0,023	-0,003	-0,463	0,010122	0,200394
5	-0,045	-0,044	0,464	5	-0,016	0,004	-0,463	-0,032134	0,168260
6	-0,023	0,021	0,464	6	-0,032	0,009	-0,463	-0,047146	0,121114
7	0,044	0,004	0,464	7	-0,042	0,009	-0,463	0,023868	0,144982
8	-0,023	-0,017	0,464	8	-0,081	0,000	-0,463	-0,055524	0,089458
9	-0,023	0,012	0,464	9	0,043	-0,013	-0,463	-0,010449	0,079009
10	0,000	-0,002	0,464	10	0,017	-0,007	-0,463	0,007618	0,086627
11	-0,024	0,014	0,464	11	-0,035	-0,024	-0,463	-0,053476	0,033151
12	0,023	0,004	0,464	12	-0,014	-0,039	-0,463	0,005096	0,038246
13	0,023	0,026	0,464	13	0,048	0,010	-0,463	0,036849	0,075096
14	-0,023	-0,024	0,464	14	0,000	-0,001	-0,463	-0,012236	0,062859
15	-0,049	0,018	0,464	15	0,000	-0,044	-0,463	-0,067070	-0,004211
16	0,068	0,004	0,464	16	0,025	-0,001	-0,463	0,078439	0,074228
17	0,043	0,026	0,464	17	0,016	0,029	-0,463	0,046374	0,120602
18	-0,022	-0,014	0,464	18	0,009	0,012	-0,463	-0,008651	0,111952
19	0,022	-0,005	0,464	19	0,000	-0,015	-0,463	0,021211	0,133162
20	-0,016	0,141	0,464	20	0,023	0,018	-0,463	-0,065884	0,067279

**Tablo 3.17.** 2011 yılı (-20,20) Olay Aralığı ART ve CARt Verileri

Olay Günü	ART	
-20	-0,016627	-0,016627
-19	-0,009733	-0,026360
-18	0,027441	0,001081
-17	-0,000172	0,000909
-16	-0,023564	-0,022655
-15	-0,026197	-0,048852
-14	-0,061143	-0,109995
-13	-0,003539	-0,113534
-12	0,018980	-0,094553
-11	-0,009916	-0,104470
-10	0,003231	-0,101238
-9	0,011754	-0,089485
-8	0,019165	-0,070320
-7	0,033437	-0,036882
-6	-0,038574	-0,075456
-5	-0,017201	-0,092657
-4	-0,040217	-0,132873
-3	-0,106107	-0,238980
-2	0,007482	-0,231498
-1	-0,025637	-0,257135
0	-0,036705	-0,293840
1	-0,233626	-0,527465
2	-0,038987	-0,566452
3	0,756724	0,190272
4	0,010122	0,200394
5	-0,032134	0,168260
6	-0,047146	0,121114
7	0,023868	0,144982
8	-0,055524	0,089458
9	-0,010449	0,079009
10	0,007618	0,086627
11	-0,053476	0,033151
12	0,005096	0,038246
13	0,036849	0,075096
14	-0,012236	0,062859
15	-0,067070	-0,004211
16	0,078439	0,074228
17	0,046374	0,120602
18	-0,008651	0,111952
19	0,021211	0,133162
20	-0,065884	0,067279

**Şekil 3.3.** 2011 Yılı (-20,20) Olay Aralığı CART Grafiği



Tablolardan ve şekilden de anlaşılacağı üzere 2011 yılı (-20,20) olay aralığında olay anı 0 olarak gösterilmiştir. Finansal sıkıntı ile ilgili duyuru yapılmadan önceki 20 günde negatif yönde artış görülmüştür. Olay anında değerler pozitif yönde ilerlemeye başlamıştır ve sonraki günlerde pozitif yönde sabit ivme ile artmaya devam etmiştir.

#### 3.1.4.5. 2012 Yılı Bulguları

2012 yılında Tablo 3.27.'de yer alan firmalar analize konu olmuştur. Tabloda BİST kodlarıyla birlikte verilen 1 firma üzerinde çalışma yapılmıştır. Bu analiz sonucunda (-20,20) olay aralığında tahmini getiriler için ise Mataş Matbaacılık Ambalaj San. Ve Tic. A.Ş. (MATAS) firmaları anlamlı sonuç vermiştir. Ancak tek başına analiz yapılamayacağından çalışmaya dâhil edilmemiştir.

## SONUÇ

İşletmelerin başarısızlıkları çok çeşitli şekillerde ortaya çıkabilmekte, boyutları ve çıkar grupları üzerine etkileri meydana gelen başarısızlığın şiddetine ve türüne göre farklılık gösterebilmektedir. Finansal sıkıntı kavramı başarısızlıkla ilgili bir kavram olup, genel olarak vadesi geldiği zaman yükümlülükleri karşılayamama durumu olarak ifade edilmektedir.

Finansal sıkıntı maliyetleri ve yeniden yapılandırma sürecinin işletmeler ve işletmelerle ilgili çıkar grupları üzerine etkisi oldukça fazladır. Finansal sıkıntı sürecinin ortaya çıkardığı maliyetlerin türleri ve büyüklükleri sermaye yapısının varlığı ya da yokluğu, iflas yasası ve riskli borçlar için istenecek risk primidir.

İflas ve daha geniş anlamda finansal sıkıntı maliyetlerine ilişkin olarak Ödünleşme Teorisinden söz etmek mümkündür. Bu noktada, finansal sıkıntı maliyetlerinin işletmenin finansal olarak sıkıntılı olup olmadığının bilinmesinden önceki dönemlerde, işletme finansal sıkıntıya düştükten sonra iflas müracaatına kadar geçen zamanda ve iflas için müracaat edildikten sonra ortaya çıkmaktadır.

Çalışmamız BİST’de işlem gören ve finansal sıkıntıya giren şirketler olarak sınırlandırılmıştır. 2008-2012 yılları arasında bu kriterlere uygun 83 işletme tespit edilmiştir.

Çalışmamızda işletmeler açısından; işletmelerin üç yıl üst üste zarar etmeleri, maddi duran varlık alımı, sermaye artırımını, icra takibi ve faaliyetlerin tamamen veya kısmen durmasına ilişkin olarak değerlendirilmiştir.

Borsa İstanbul’da üç yıl üst üste zarar eden 24 şirket, faaliyetlerin tamamen veya kısmen durmasına ilişkin olarak 16 şirket, sermaye artırımını yoluna giden 19 şirket, maddi duran varlık satışı gerçekleştiren 19 şirket ve icra takibi yapılan iki şirket ve negatif özsermayesi olan üç şirket açısından değerlendirmeler yapılmıştır. Bu şirketlere ilişkin olarak beta değerleri t güven aralığına göre belirlenmek suretiyle anlamlı sonuçlar veren şirketler üzerinde çalışma yürütülerek CART grafikleri oluşturulmuştur.

Anlamli sonuçlar veren şirketler ise; 2008 yılı için (-20,20) olay aralığında Karsan Otomotiv Sanayi ve Tic. A.Ş (KARSN) firması, 2009 yılı (-20,20) olay aralığında, Brisa Bridgestone Sabancı Lastik San. Ve Tic. A.Ş (BRISA) ve Mert Gıda Giyim San. Ve Tic. A.Ş(MRTGG) firmaları, 2010 yılı için (-5,5) olay aralığında Kerevitaş Gıda San. Ve Tic. A.Ş (KERVT), (-20,20) olay aralığında, Gersan Elektrik Tic. Ve San. A.Ş (GEREL) firması, 2011 yılı için (-5,5) olay aralığında Yataş Yatak ve Yorgan San. Tic. A.Ş (YATAS) firması, (-20,20) olay aralığında Yataş Yatak ve Yorgan San. Ve Tic. A.Ş (YATAS) ve Gersan Elektrik Tic. Ve A.Ş. (GEREL) firması, 2012 yılı (-5,5) olay aralığında Bilici Yatırım San. Ve Tic. A.Ş ( BLCYT), (-20,20) olay aralığında Mataş Matbaacılık Ambalaj San. Ve Tic. A.Ş (MATAS) firması anlamlı sonuçlar vermiştir.

Bu çalışmada hedef, Borsa İstanbul'da işlem gören Ocak 2008- Aralık 2012 dönemine ilişkin olarak finansal sıkıntı yaşamış şirketlerin hisse senedi fiyatlarının olay etüdü yöntemiyle incelemektir.

Olay etüdü yöntemi, piyasanın etkinliğini ölçmede kullanılan güvenilir bir yöntem olarak kullanılmaktadır. Bu yöntem kullanılırken, finansal sıkıntı sürecinin tarihine bağlı olarak (-5,5) ve (-20,20) olay aralıkları belirlenmiştir. (-5,5) olay aralığında hedef, finansal sıkıntı faaliyetlerinin hisse senedine olan etkisini anlık olarak incelemeye çalışırken, (-20,20) olay aralığında ise hedef, finansal sıkıntı faaliyetlerinin hisse senedine olan etkisini daha uzun bir dönem olarak incelemektedir.

Ayrıca çalışmamızda bu etkileri ölçmek amacıyla olay etüdünde kullanılan bir yöntem olan piyasa modeli yöntemi kullanılmış ve bu doğrultuda şirketlerin hisse senetlerinin tahmini getirileri hesaplanmıştır.

Anlamli sonuçlar veren şirketler hakkında daha detaylı açıklama yapacak olursak; YATAS sermaye artırımını yapmıştır. KARSN üç yıl üst üste zarar etmiştir. BRISA faaliyetlerini tamamen veya kısmen durdurmuştur. GEREL sermaye artırımını yapmıştır. GEREL üç yıl üst üste zarar etmiştir. EGGUB sermaye artırımını yapmıştır. MRTGG üç yıl üst üste zarar etmiştir.

Bu firmalara ait bilgiler, BİST (Borsa İstanbul) resmi sitesinden ve kap.gov.tr'den temin edilmiştir. Bunun yanı sıra Mynet Finanstan getiri hesaplamaları, TCMB'den (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası) BİST- 100 verileri sağlanmıştır.

Hesaplanan bu bulgular sonucunda finansal sıkıntıya konu olan şirketlerin olay aralıklarında 0'dan farklı  $CAR_t$  değerlerine sahip olduğu gözlenmiştir.

(-5,5) ve (-20,20) olay aralığında incelenen finansal sıkıntı öncesinde  $CAR_t$  bir artış olduğu tespit edilmekle,  $CAR_t$  değerleri olay 2008 yılı (-20,20) olay aralığında tek bir firma bulunduğundan çalışmaya dahil edilmemiştir.

2008 yılında  $CAR_t$  hesaplamasına dâhil edilen bir şirket Karsan Otomotiv Sanayi ve Tic. A.Ş (KARSN) firmasıdır. Ancak firmaların tek başlarına analizleri yapılamayacağından  $CAR_t$  hesaplamalarına dâhil edilmemiştir.

2009 yılında (-20,20) olay aralığında olay anı 0 olarak gösterilmiştir. Finansal sıkıntı duyurusu yapılmadan önce negatif ve sabit ivmeli bir artış gözlenmiştir. Olay anında ise aynen seyretmeye devam etmiştir. 2009 yılının (-20,20)  $CAR_t$  değeri olay gününde ve sonrasında pozitif yönde artış gözlenmiş olup finansal sıkıntı duyurularının hisse senedi getirisine etkisinin bir göstergesidir.

2010 yılı (-20,20) olay aralığında olay anı 0 olarak gösterilmiştir. Finansal sıkıntı ile ilgili duyuru yapılmadan önce negatif yönlü sabit bir ilerleme ve negatif yönde bir artış görülmüştür. Sonrasında sabit bir ivmeyle devam etmiştir. Olay anında değerler pozitif yönde ilerlemeye başlamıştır ve sonraki günlerde pozitif yönde artış gözlenmiştir.

2011 yılı (-20,20) olay aralığında olay anı 0 olarak gösterilmiştir. Finansal sıkıntı ile ilgili duyuru yapılmadan önceki 20 günde negatif yönde artış görülmüştür. Olay anında değerler pozitif yönde ilerlemeye başlamıştır ve sonraki günlerde pozitif yönde sabit ivme ile artmaya devam etmiştir.

2012 yılında Tablo 3.27.'de yer alan firmalar analize konu olmuştur. Tabloda BİST kodlarıyla birlikte verilen bir firma üzerinde çalışma yapılmıştır. Bu analiz sonucunda (-20,20) olay aralığında tahmini getiriler için ise Mataş Matbaacılık Ambalaj San. ve Tic. A.Ş. (MATAS) firması anlamlı sonuç vermiştir. Ancak tek başına analiz yapılamayacağından çalışmaya dâhil edilmemiştir.

Elde edilen bu bulgular ve sonuçlar doğrultusunda  $CAR_t$  değerleri 0'dan farklı olduğu için  $H_0$  hipotezi reddedilmiş ve diğer hipotez  $H_1$  kabul edilmiştir. Bu durum BİST'nin yarı-etkin formda olmadığına bir göstergesi şeklinde ifade edilmektedir.

Sonuç olarak, çalışmaya konu olan firmalardan elde edilen veriler doğrultusunda finansal sıkıntının hisse senedi getirisine (firmanın piyasa değerine) bir etkisi olduğu görülmüştür. Bu durum mevcut piyasanın etkinliği konusunda bilgi vermiştir.

Borsa İstanbul'da hisse senetleri borsasında 2008-2012 yılları içerisinde ehalka arz edilen hisse senetlerinin halka arz edildikleri ilk gün içinde BİST'de bulunan ve bedelli ve bedelsiz sermaye artırımında bulunan hisse senetlerinin hesaplamadan çıkartılması ile kalan hisse senetleri dikkate alınarak hipotez yapılmaya çalışılmıştır. piyasanın etkin olmaması olgusuna ulaşılmıştır.

Ayrıca 2008-2012 dönemi itibariyle %99 güven aralığında anlamlı olmak suretiyle BİST'in yarı etkin bir Pazar olduğunu söylemek mümkün değildir.

## KAYNAKÇA

### KİTAPLAR

AKGÜÇ, Ö (1998) “*Finansal Yönetim*”, 7. Baskı, Muhasebe Enstitüsü Yayın No: 65 İstanbul.

AKTAŞ R, (2004), “*Enflasyonsuz Ortamda İşletme Yönetimi*”, TOBB Yayını.

AKTAŞ R, (1997), “ *Mali Başarısızlık (İşletme Riski) Tahmin Modelleri*” , 2.Baskı, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, Yayın No:323, Ankara.

BREALEY, MARCUS, MYERS, (2007), “ *İşletme Finansının Temelleri*” ,(Çev. Doğukanlı , H. Bozkurt, Ü. Arıkan, T.” 5. Baskı, Literatür Yayıncılık; İstanbul.

BRİGHAM, F.E., DAVES R.P. (2004), “ *Intermediate Financial Management*” , 8th Edition International Student Thomson Western South USA

ERCAN M. BAN Ü, (2005), “*Değere Dayalı İşletme Finansı – Finansal Yönetim*”, Gazi Kitapevi 2. Baskı.

HORNE J. (1992) “ *Financial Management and Policy*” , International Education.

J.M. SAMUELS, F.M. WİLKES VE R.E. BRAYSHAW, (1995) “ *Management of Company Finance*” , Chapman& Hall Inc., London.

ROCK M, (1990), “*An overview or Corporate Restructuring Trends and Consequences In Corporate Restructuring*”, McGraw-Hill.



## MAKALELER

AKKAYA G, İÇERLİ M, (2006), “ *Finansal Açıdan Başarılı Olan İşletmelerle Başarısız Olan İşletmeler Arasında Finansal Oranlar Yardımıyla Farklılıkların Tespiti*” , İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, S.1,C (Cilt).20.

AKKAYA G, Tükenmez M, (2007), “*İşletmelerde Finansal Yeniden Yapılandırma Dinamikleri: Örnek Olay Analizi*” , İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi.

AKTAŞ R. DOĞANAY M. (2003), “*Mali Başarısızlığın Öngörülmesi: İstatistiksel Yöntemler ve Yapay Sinir Ağı Karşılaştırması*” SBF Dergisi, Cilt:58 Sayı:4.

AKTAŞ R, (2001), “*Firmaların Mali Başarısızlığının Nedenleri ve Mali Başarısızlığın Erken Uyarı Sinyalleri ile Tahmini*”, Asomedyaya Eylül.

ALTMAN E, Hotchkiss E, (2006), “*Corporate Financial Distress and Bankruptcy, Predict and Avoid Bankruptcy, Analyze and Invest in Distressed Debt Willey Finance*” 3dr Edition.

ALTMAN E, (1984), “A Further Empirical Investigation of The Bankruptcy Cost Questions”, TheJournal of Finance, Vol.39, No.4.

ANDRADE, GREGOR VE STEVEN KAPLAN, (1998), “*How Costly Financial (Not Economic)Distress Evidence From HLT That Become Distress*”, The Journal of Finance, Vol.53, No.5.

AYDIN N, (1986), “*İşletmelerin Dışsal Büyümeleeri: Birleşme, Satınalma ve Konsolidasyon*”, Eskişehir Anadolu Üniversitesi iktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt 4 Sayı 2, Kasım.

BLATZ, KRAUS ve HAGHANI, (2006) , “ *Corporate Restructuring: Finance in Times of Crisis*”, Springer.

CLARK, KENT VE ELİ OFEK, (1994) “*Mergers as a Means of Restructuring Distressed Firms: An Epricial Investigation*”, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 29, No.4,

COŞKUN E, (2009), “*Finansal Sıkıntılı Şirketlerde Yeniden Yapılandırma Süreçleri ve Yeniden Yapılandırma Süreçlerinin Seçimini Etkileyen Faktörler*”, Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi.

ÇAKIR H, (2012), “*Şirket Birleşme ve Devralma Kararlarının Hisse Senedi Getirilerine Etkisi*”, Mali Çözüm Dergisi.

DUVAN B, (2001), “*Finansal Sistemin Yeniden Yapılandırılması: Tayland Uygulaması*”.

ERDÖNMEZ P, (2001), “*Seçilmiş Ülkelerde Borç Yeniden Yapılandırması Uygulamaları*”, Bankacılık ve Araştırma Grubu.

GÜLŞEN A, (2012), “*Sermaye Yapısının Belirlenmesinde Finansal Hiyerarşisi Teorisi ve Ödünleşme Teorisi: BİST Sanayi Endeksinde Yer Alan Firmaları Üzerine Bir Uygulama*”, ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt 8, Sayı 15.

GILSON S, (1990), “*Troubled Debt Restructurings: An Empirical Analysis of Private Reorganization of Firms in Default*”, Journal of Financial Economics.

KADERLİ Y, DEMİR S, (2009), “*Yatırım Kararı Duyurularının Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisinin Ölçülmesi: Olay Etüdü Yöntemi*”, Mali Çözüm Dergisi.

KAYAR İ, (2009), “*İflasın Ertelenmesinde Borca Batıklık ve İyileştirme Projesi İle İlgili Yargıtay Kararlarının Değerlendirilmesi*”.

KOÇ S, (2010), “*Finansal Yeniden Yapılandırma: İstanbul ve Anadolu Yaklaşımları, Sonuçları*”, Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi.

KÜÇÜKBAY F, (2003), “*Avrupa Birliği'ne Uyum Sürecinde Türkiye'de Finansal Yeniden Yapılandırma Uygulamaları: İstanbul Yaklaşımı ve Varlık Yönetim Şirketi*”, Mali Çözüm Dergisi.

MASULİS W, (1983) “*The Impact of Capital Structure Change on Firm Value, Some Estimates*”, Journal of Finance.

MESUTOĞLU B, (2001), “*Sorunlu Aktiflerin Varlık Yönetimi Şirketlerince Tasfiyesi – Ülke Örnekleri-*”, BDDK(Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu) rapor.

TİTİZ İ, (2007), “*Türkiye'de Şirket Birleşmelerinde Birleşme Etkinliklerinin Veri Zarflama Analizi Yoluyla Belirlenmesi*”, Afyonkocatepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi.

## **TEZLER**

COŞKUN, E. (2006) “*Finansal Sıkıntı Maliyetleri ve Yeniden Yapılandırma Sonrası Şirket Performansı*”, Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü: Ankara

ÇEVİKÇELİK, S. (2012) “*Şirket Birleşmelerinin Firmanın Piyasa Değerine Etkisi: BİST'de Bir Uygulama*”, Yüksek Lisans Tezi, Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü: Aydın

GÜVENÇER, Ü. (2008) “*Vekalet Teorisi: Firma Performansına Etkisi*”, Yüksek Lisans Tezi, Uludağ Üniversitesi İşletme Anabilim Dalı: Bursa

ONAT, O. (2006), “ *Devralma Yoluyla Şirket Birleşmelerinde Birleşme Sonrası Mali Performansın Oranlar Yöntemiyle Belirlenmesi*”, Yüksek Lisans Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü: Isparta

ÖZKANLI, S. (2011) “*İşletmelerde Finansal Sıkıntı Durumu ve Finansal Yeniden Yapılandırma: Türkiye’de Bir Vaka Çalışması*”, Doktora Tezi, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü: Adana

TURABOĞLU, T.T. (2002) “*Vekalet Teorisi: Firma Sahiplik Yapısı ve Performans İlişkisi Türkiye Uygulaması*”, Doktora Tezi, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü: Adana

#### **İNTERNET KAYNAKLARI**

[www.turkhukuk sitesi.com/makale\\_240.htm](http://www.turkhukuk sitesi.com/makale_240.htm),15/03/2013

[www.malihizmetler.org.tr](http://www.malihizmetler.org.tr),01/01/2013

[www.finans.com](http://www.finans.com),27/05/2013

<http://finans.mynet.com>,03/06/2013

<http://arsiv.ntvmsnbc.com>,28/05/2013

[http://www.tbb.org.tr/Dosyalar/Arastirma\\_ve\\_Raporlar/Kurumsa](http://www.tbb.org.tr/Dosyalar/Arastirma_ve_Raporlar/Kurumsa),12/04/2013

<http://www.odevler-kaynaklar/iktisat-isletme-ve-ekonomi>,09/04/2013

<http://www.tbb.org.tr/Dosyalar/Dosyalar/2istanbulyaklasimide>,12/05/2013

[www.tbb.org.tr](http://www.tbb.org.tr),21/03/2013

[http://www.kpmg.ru/russian/supl/publications/brochures/ras/6.4\\_e.pdf](http://www.kpmg.ru/russian/supl/publications/brochures/ras/6.4_e.pdf), 30/05/2013

[www.BİST.gov.tr](http://www.BİST.gov.tr),17/01/2013

[www.kap.gov.tr](http://www.kap.gov.tr),24/04/2013

[www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr),21/05/2013

<http://dergiler.ankara.edu.tr/dergiler/42/997/12135.pdf>, 23/04/2013

## **DİĞER KAYNAKLAR**

FYYP Aylık Raporları, 2009

FYYP Raporları, <http://www.tumgazeteler.com/?a=4174251>

Resmi Gazete 21/02/2004 tarihli 25380 sayılı

YTTK M.377

TTK madde 324/2 ve İİK m. 179

Türkçe Sözlük, Türk Dil Kurumu, 1983

## ÖZGEÇMİŞ

### Kişisel Bilgiler

Adı Soyadı : Derya ALAV  
Doğum Yeri ve Tarihi : TURHAL – 02/01/1988

### Eğitim Durumu

Önlisans Öğrenimi : Namık Kemal Üniversitesi Çorlu MYO 2006 - 2008  
Lisans Öğrenimi : Anadolu Üniversitesi İşletme Fakültesi 2008 - 2010  
Yüksek Lisans Öğrenimi : Adnan Menderes Ün. Sos. Bil (Bilimler)  
Ens (Enstitüsü) 2011-  
Bildiği Yabancı Diller : İngilizce

### İş Deneyimi

Stajlar : Mercedes-Benz A.Ş Muhasebe Departmanı  
Çalıştığı Kurumlar : Şişli Cumhuriyet Başsavcılığı 2009 - 2011  
İstanbul Cumhuriyet Başsavcılığı 2011  
Aydın Cumhuriyet Başsavcılığı 2011

### İletişim

e-posta Adresi : derya.alav@msn.com  
Tarih : 19/09/2013