

## FİNANSAL AÇIDAN SIKINTILI FİRMALARIN BANKALARA OLAN BORÇLARININ YENİDEN YAPILANDIRILMASI ÜZERİNE BİR ANALİZ

### AN ANALYSIS ON THE RECONSTRUCTION OF BANK DEBTS OF FINANCIALLY DISTRESSED FIRMS

Selçuk KAPLAN\* , Ebru NURCAN\*\* , Can Deniz KÖKSAL\*\*\*

\* Dr., Dokuz Eylül Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü,  
skaplan@ziraatbank.com.tr, <https://orcid.org/0000-0001-7900-1070>

\*\* Arş. Gör., Akdeniz Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü,  
ebrunurcan@akdeniz.edu.tr, <https://orcid.org/0000-0002-2174-7598>

\*\*\* Prof. Dr., Akdeniz Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü,  
candeniz@akdeniz.edu.tr, <https://orcid.org/0000-0002-5505-1791>

#### ÖZ

Çalışmamız, bankalardaki sıkıntılı kredi borçlarını başarılı bir şekilde yapılandıran firmaların profilini belirlemeye yöneliktir. 13 adedi başarılı, 15 adedi başarısız borç yapılanması yapmış toplam 28 firmanın, yapılanma öncesi finansal profiliyle, finansal sıkıntının karmaşıklığı ve bankanın yapılanmaya katkısı irdelenmiştir. Oluşturulan diskriminant (ayrıştırma) modelde bankacılık sisteminden fon sağlama yeteneği ve nispeten borç düzeyi yüksek firmaların başarılı borç yapılanması yapma ihtimalinin yüksek olduğu bulunmuştur. Çalışmamız, sıkıntılı borç yapılanmasında bankanın katkısının önemli olduğuna işaret eden bulgulara ulaşmıştır.

**Anahtar Kelimeler:** Finansal Sıkıntı, Finansal Yapılandırma, Borç Yapılandırması, Finansal Başarısızlık

**Jel Kodları:** G30, G33

#### ABSTRACT

Our study is aimed to determine the profile of the firms that successfully restructured their debts in banks. The complexity of the financial distress and the contribution of the bank to the structuring were examined with the financial profile of the 28 firms, 13 of which were successful and 15 of which had failed debt restructuring. It was found that the firms which have ability to provide funding from the banking system and having with relatively high debt level had a high chance of successful debt restructuring in our discrimination model. Our study has reached the findings that the bank's contribution is important in the problematic debt restructuring.

**Keywords:** Financial Distress, Financial Restructuring, Debt Restructuring, Financial Failure

**Jel Codes:** G30, G33

## 1. GİRİŞ

Firmalar, gerek dışsal nedenler (sektörel gelişmeler, kur artışı vb) gerekse firmaya özgü nedenlerle (yönetimsel hatalar vb.) sıklıkla başarısızlık olgusuyla karşılaşabilmektedirler. Başarısızlık, firmanın hedeflerine ulaşmada ve finansal yükümlülüklerini yerine getirmede yetersiz kaldığı bir durumu betimlemek için kullanılmaktadır. Yazında ilişkili kavram olarak kullanılan “ekonomik başarısızlık“; firmanın süregelen bir biçimde maliyetleri karşılama bakımından yetersizliğine vurgu yaparken, finansal başarısızlık yalın anlamıyla ödememe sorunu ile ilgili problematik bir duruma işaret etmektedir.

Ödememe sorunu (insolvency) teknik ödeme güçlüğü (technical insolvency) ve yasal süreçte ödeme güçlüğü (insolvency in bankruptcy) olmak üzere iki şekilde ortaya çıkmaktadır. Teknik ödeme güçlüğü, firmanın cari (anlık) yükümlülüklerini yerine getirememesidir. İşletmeler, geçici likidite yetersizliği olarak da bilinen bu durumla genellikle baş edebilmektedirler (Brigham ve Gapenski, 1994:1014).

İflas sürecinde ödeme güçlüğü (insolvency in bankruptcy) daha ciddi bir durumu betimlemekte (Brigham ve Gapenski, 1994:1014) ve firmanın varlıklarının, yükümlülüklerini karşılayamadığı bir durumda ortaya çıkmaktadır (Copeland ve Weston, 1986:952). Doğal olarak, firmanın içinde bulunduğu ödeme güçlüğü'nün, geçici mi (teknik), yoksa kronik bir duruma mı işaret ettiğini belirlemek zor bir çalışmadır. Özellikle borç verenler bakımından, kronik bir ödeme yetersizliğinde firmanın faaliyetine devam etmesi, varlıkların ve/veya teminatların aşınmasına yol açmaktadır.

Bu açıdan çalışmamız, geçici likidite sıkıntısına sahip başarılı borç yapılanması yapan firmaların baskın niteliklerinin ne olduğunu anlamaya odaklanmıştır.

## 2. BORÇ YAPILANMASININ BAŞARISINA ETKİ EDEN DEĞİŞKENLERE YÖNELİK ÖNCEKİ ÇALIŞMALAR

Finansal başarısızlığa bağlı ödeme sorunun çözümünün birden çok tarafın uzlaşması ile olanaklı olması, finansal hak sahiplerinin çıkarlarını ençoklamak arzusuyla tüm tarafların çıkarlarını uygun büyüklükte yapacak bir denge için taviz vermemeleri (direnme), sorunu karmaşık hale getirmektedir. Tarafların, firma değeri hakkında tam bilgiye sahip olmamaları, diğer bir deyişle asimetrik bilgi sorunu da ayrıca sıkıntının çözülme sürecine olumsuz katkı sunmaktadır.

### 2.1. Mali Profil Değişkenlerine Yönelik Araştırmalar

Tablo 1: Başarılı Borç Yapılanması Yapan Firmaların Mali Profili İle Bazı Araştırma Sonuçları

Konu	Yazar	Araştırma Bulgusu
Borç Düzeyi	Altman vd (2009)	Yasal süreçte borç yapılanması yapmış firmaların borç düzeyleri, ikinci kez yapılanmaya giden firmalara göre 3 kat daha düşüktür. Yüksek borçluluk başarısız firmaların mali profilinde önemli bir ayıredici değişkendir.
	Coşgun (2006)	Araştırma Türkiye de 2001 krizinin ardından, başarılı firmaların mali profiline yönelik olarak yapılmıştır. Kontrol grubu olarak, sektörün başarılı firmaları alınmıştır. Yüksek borçluluk, başarısız firmaların profilinde önemli bir değişken olarak belirlenmiştir.
	Ofek(1993)	Yüksek borçluğa sahip firmaların, kısa süreli finansal sıkıntıya, borç yapılanması ile daha hızlı tepki vermeleri, düşük kaldıraçlı firmalara göre daha olasıdır.
	Gilson vd(1990)	80 başarılı, 89 başarısız firma örnekleme olan çalışmada, finansal başarı durumu (başarılı yapılanma-başarısız yapılanma) ile borç düzeyi arasında ilişki bulunamamıştır. Başarılı ve başarısız firmalarda borç düzeyleri benzer bulunmuştur.
Faaliyet Performansı-Karlılık	Alderson ve Betker (1999)	Yapılanma sürecinden ikinci kez yapılanmaya gitmeden çıkan firmaların faaliyet performansı, endüstri ortalamalarından yüksek bulunmuştur.
	Andrade ve Kaplan (1998)	Yapılanma sürecinden başarı ile çıkmış firmaların faaliyet performansı sektör ortalamalarının üzerinde bulunmuştur.
	Altman vd (2009)	Başarısız firma profilinde düşük karlılık önemli bir değişkendir.
	Coşgun (2006)	Başarısız firma profilinde düşük karlılık önemli bir değişkendir.
Likidite	Franks ve Torous (1994)	Özel görüşme yoluyla borç yapılanması firmalarda likidite daha yüksektir.

Başarısız firmaların borç düzeylerinin yüksek olduğu yönünde araştırmalar daha baskındır (Altman vd, 2009; Coşgun, 2006). Bunun yanında, (Gilson vd, 1990) araştırmasında, başarılı ve başarısız firmaların borç düzeyleri arasında anlamlı bir fark bulunamamıştır. (Ofek, 1993), çalışmasında ise kısa süreli finansal sıkıntı ile baş etme bakımından yüksek borç düzeyine sahip firmaların daha hızlı tepki verdikleri, dolayısıyla yüksek kaldıraçlı firmaların başarılı borç yapılanma olasılığının daha yüksek olduğuna ilişkin çalışması bulunmaktadır. Bir anlamda yüksek borcun disipline edici rolünden bahsetmek olanaklıdır.

Başarılı borç yapılanması yapan firmaların,

faaliyet performanslarının, ikinci kez yapılanma yapan firmalardan ya da sektör ortalamasından daha iyi olduğu yönündeki araştırmalara daha sıklıkla rastlanılmaktadır. Diğer bir anlatımla, başarılı borç yapılanması yapan firmaların karlılık oranlarının profillerinde önemli bir yer tuttuğu söylenebilir.

Araştırmalarda, likidite ile ilgili olarak, mahkeme gözetimi dışında borç yapılanması yapan firmaların daha likit olduklarına ilişkin (Franks ve Torous, 1994) araştırması bulunmaktadır.

## 2.2.Yapılanma Sürecine Bankanın Katkısı ve Finansal Sıkıntının Şiddetine İlişkin Araştırmalar

Tablo 2: Borç Yapılanmasında Bankanın Rolüne İlişkin Bazı Çalışmaların Özet Sonuçları

Yazar Adı	Çalışma Örnekleme	Çalışma Sonucu
Asquit vd (1991)	1970-1980 yıllarında, yüksek kaldıraç kullanan 102 firma. (Firmaların tümünün borç yapısında yüksek getirili tahvil bulunmaktadır.)	Finansal sıkıntının yüksek bir maliyet içermemesi halinde bankalar borç yapılanmasına yatkındırlar. Borç yapılanması genellikle, sözleşme koşullarının yenilenmesi şeklinde (vade uzatımı gibi) olmaktadır. Anaparadan vazgeçme nadirdir. Mevcut ve gelecekteki performansı iyi olan firmalara daha esnek bir tutum takılmaktadır. Bankanın katkısı alacağın tahsil bakımından düşük öncelikli tahvil alacaklısına yarar sağlayacağından banka anaparadan vazgeçme, yeni finansman sağlama gibi araçları kullanmaya isteksizdir. Alacakları teminatlı olan banka yasal süreç altında yapılanmaya eğilimlidir.
Brown vd. (1993)	1980-1990 yıllarında, banka ve tahvil yapılanması yapan 70 firma	Bankaya düşük ödeme önceliği olan bir teklif (borç yerine sermaye) önerilmesi durumunda, bunun firmanın gelecekteki durumu hakkında olumlu bir bilgi içermesi nedeniyle, firma hisselerinde %9,13 artış olduğu görülmüştür. Bankanın, firma hakkında iyi düzeyde bilgi sahibi olduğu göz önüne alındığında, başarılı borç yapılanmasında, bankanın katılımının ve rolünün önemli olduğu ortaya konmuştur.
James (1996)	1980-1990 yılları arasında tahvil alacaklıları (Exchange offer) ve bankalar ile yapılanma yapan 68 halka açık şirket	Operasyonel performansı ve borç düzeyi tahmini kötü olan firmalarda borç indirimi daha fazladır. Toplam borç yapısında banka payı artıkça, (başarısız yapılanmada bankanın zararı artacağından) bankanın yapılanmaya bir taviz ile katılma isteği artmaktadır. Bankanın katılımı direnme (hold out) ve asimetrik bilgi sorununu azaltır. Yasal süreç dışında borç yapılanmasında bankanın önemli bir rolü bulunmaktadır.
Gilson, John ve Lang (1990)	1978-1987 yılları arasında ödeme sorunu yaşayan 169 halka açık şirket	Sıkıntılı firmaların yasal süreç ya da özel görüşme yoluyla yapılanmasının belirleyicilerini araştıran yazarlar, özel görüşme yoluyla borç yapılanmasında, borç yapısının etkisi üzerinde durmuşlardır. Yapısında, bankaların ağırlıklı olduğu firmalarda, özel görüşme yoluyla başarılı borç yapılanma şansının daha yüksek olduğu bulgularıdır. Özet olarak, yasal süreç dışında borç yapılanmasında, borç bileşiminde daha çok banka borcu olan firmalarda direnme (hold out) azalmakta, bu ise yapılanmanın başarı şansının artırmaktadır.
Ofek (1993)	1983-1987 yılları arasında ani performans düşüşü yaşayan 358 firma	Araştırmada, kısa süreli finansal sıkıntı sürecinde, firma tepkisi ile sermaye yapısı arasındaki ilişki irdelenmiştir. Yapısında banka gibi kurumsal alacaklıların yoğun olduğu firmaların, özel görüşme ile borç yapılanma yapma ihtimali artırmaktadır.
Gilson (1997)	1979-1989 yılları arasında, 51'i yasal süreç altında, 57'si yasal süreç dışında borç yapılanması yapan 108 halka açık şirket	Yapılan çalışmada, yasal süreç dışında borç yapılanması yapan, daha az banka borcu ve daha az kurumsal alacaklı sayısına sahip firmalarda, borç düzeyinin daha çok azaldığı gözlenmiştir. Yani, bankalar yapılanma döneminde borç düzeyini azaltacak yapılanma anlaşmalarına pek yanaşmamaktadırlar. Yasal süreç yapılanmasında, borç yapısının (banka ağırlıklı-değil) borç azalmasında (bankaların taviz verip vermediği konusu irdelenmiştir) önemli olmadığı ortaya çıkmıştır. Araştırmacı bunu, yasal sürecin zorlayıcı yapısına ve direnmenin giderilmesine bağlamıştır.

Genel hatları ile bakıldığında, bankanın taviz vermez tutumu nedeniyle başarılı borç yapılanmasına katkısının sınırlı olduğu (Asquit vd., 1991; Gilson, 1997) yönünde görüşler bulunmaktadır. Bu çalışmalarda, gerek bankaların taviz vermeleri (borç indirimi gibi) durumunda yasal yönden baskı altında olmaları, gerekse alacaklarının daha çok teminatlı olması nedeniyle, başarılı borç yapılanmasına katkılarının sınırlı olduğunu iddia edilmektedir.

Diğer yandan, yapılanma süreçlerinde bankanın direnme (hold out) ve asimetrik

bilgi sorununu azaltması nedeniyle, başarılı borç yapılanmasında bankanın pozitif katkısının olduğu belirtilmektedir (Brown vd., 1993), (James,1996), (Gilson vd,1990), (Ofek ;1993), (Gilson ,1997).

Çalışmamızda, bankalardaki limit boşlukları bankanın yapılanma sürecindeki firmaya katkı sunmasının bir ölçüsü olarak alınmıştır. Bankalardaki, limit doluluk oranının (A11 değişkeni) düşük olması, banka katkısının yüksek olduğu anlamına gelmektedir. Bir anlamda, bankanın sürece katılımının apriori olarak başarılı borç yapılanmasına olumlu katkı sunacağı kabul edilmiştir.

Tablo 3: Finansal Başarısızlık Sorununun Karmaşa Boyutu İle İlgili Araştırmalar

Çalışmanın Konusu	Çalışmayı Yapanlar	Açıklama
Sorunun Karmaşıklığı ve Direnme	Gilson ve Diğerleri (1990)	Tahvil ağırlıklı borç yapısı (kurumsal alacaklıların az olduğu) direnmeyi artırır. Direnmenin artması, firmaları uzlaşma için yasal süreçte yapılanmaya zorlar
	Franks ve Torous (1994)	Karmaşıklık düzeyi ile yapılanma türü arasında ilişki bulunamamıştır. Kuramsal beklentinin tersine gelişen bu durumun örneklem seçiminden olabileceği belirtilmiştir.
	Betker (1997)	Yapının karmaşıklığı, koordinasyon sorununu artırarak firmaları yasal süreç altında yapılanmaya yönlendirir.
	Ofek (1993)	Yapısında banka gibi kurumsal alacaklıların yoğun olduğu firmaların, özel görüşme ile yapılanma yapma ihtimalini artırmaktadır.
Asimetrik Bilgi	Gilson ve Diğerleri (1990)	Asimetrik bilgi firmaları yasal süreç altında yapılanmaya itmektir.
	Mooradian (1994) (Teorik çalışma )	Yasal süreçte yapılanma bilgi asimetrisi sorununu azaltır.
	Asquit vd(1991)	Banka ağırlıklı borç yapısına sahip firmalarda, uzlaşarak çözüm güçleşir, çünkü banka gibi kurumsal alacaklılar, teminat yapısı da gözetilerek taviz vermeye yanaşmazlar.

Genel olarak bakıldığında çalışmalardan aşağıdaki sonuçları çıkarmak olasıdır.

i) Banka gibi kurumsal alacaklıların ağırlıklı olduğu firmalarda, direnme ve asimetrik bilgi akışı azalmakta ve yasal süreç dışı yapılanma

tercih edilmektedir.

ii) Asimetrik bilgi akışı firmaları yasal süreç altında yapılanmaya yöneltmektedir.

iii) Yasal süreç maliyetlidir ve firmanın iyileştirilmesi uzun zaman alır.

### 3. ÖZEL GÖRÜŞME YOLUYLA BORÇLARINI YAPILANDIRAN FİRMALAR ÜZERİNE BİR ANALİZ

Örnekleme, bir Kamu Bankasında vadesi geçmiş veya vadesi gelmediği halde bu tarihten önce, banka ile özel görüşme yoluyla, borçlarının vadelerini uzatmış veya yapılandırmış (bir ödeme planına bağlı olarak tasfiyeyi amaçlayan) firmalar arasından seçilmiştir.

Bankanın borç yapılanmasını kabul etme kısıtları paralelinde, likidite yetersizliği hafif şiddette devam eden, etkinliğine devam eden ve alacaklıların yasal süreç başlatmadığı firmalar örnekleme alınmıştır.

Bankalar yasasına göre, firma mali verileri ve firmanın banka ile ilişkisi müşteri sırrı kapsamında olduğundan, kamuya açıklanamamaktadır. Bu konuda, ilgili Banka Genel Müdürlüğünden, firma isimlerinin veya firmaların kullandığı logo ve kısaltmaların kullanılmaması koşulu ile firma verilerinin kullanılabilmesi için izin alınmıştır. Belirtilen yasal zorunluluk nedeniyle firma isimleri kullanılmamış, bunun yerine "Firma-1", "Firma-2" gibi isimlendirmeler yapılmıştır.

Bu şekilde 13'ü başarılı ve 15'i başarısız olmak üzere toplam 28 firmanın verileri analize uygun hale getirilmiştir. Firmalar, üretim ve pazar koşullarındaki benzerlikler göz önüne alınarak 4 sektöre ayrılmıştır.

#### 3.1. Başarılı Firma Tanımlaması

Çalışmamız, yasal süreç dışında alacaklı ve borçlunun bir görüşme sürecinden sonra, sözleşme koşullarının yeniden belirlenmesi durumuna odaklanmıştır. Bu nedenle, başarı, banka bakış açısından, yeni sözleşme koşullarına uyulup uyulmadığı olgusu ile ilgilidir. Bu çerçevede vade uzatımı yapan veya borçlarını ödeme planına bağlayan iki türlü firma ortaya çıkmaktadır.

Vade uzatımı yapan firmalar: Vade sonunda borçlarını ödeyen firmalar **başarılı** firma olarak değerlendirilmiştir.

Yapılandırma yapan firmalar: Ödeme planına uyan firmalar **başarılı** firmalar olarak değerlendirilmiştir. Ödeme planı devam etmesine karşın bankanın ilave kredi verilmesine olanak sağlayacak şekilde ödeme planına uygun ödeme yapan firmalar da **başarılı** sayılmıştır.

#### 3.2. Başarısız Firma Tanımlaması

Banka iç uygulamasına göre ikinci kez yapılandırma yapan ya da riskleri yasal sürecin başlatılması için Tasfiye Olunacak hesaplar kategorisine alınan firmalar **başarısız** olarak değerlendirilmiştir. Bu iki seçeneğin dışında, ödemelerini kronik olarak gecikmeli yapan firmalar da portföy yöneticisinin görüşüyle **başarısız** firma olarak tanımlanmıştır.

#### 3.3. Değişken Seti

**Bağımlı Değişken:** Firmanın başarı durumu (1= Başarılı, 0= Başarısız) olarak alınmıştır.

**Bağımsız Değişkenler:** Çalışmada likidite, sermaye yapısı ve karlılık değişkenlerini ölçen ve mali profil değişkenleri olarak adlandırdığımız ve finansal başarısızlık ile ilgili çalışmalarında sıklıkla kullanılan bir grup değişken ile başarısız firmanın dış fonlara erişim yeteneğini ve finansal başarısızlığa bağlı sıkıntı boyutunu ölçen ve TCMB kayıtlarından sağlanan verilere dayanan ayrı bir değişken seti bağımsız değişken olarak kullanılmıştır.

##### 3.3.1. Mali Profil Değişkenleri:

Finansal başarısızlığın öngörülenmesinde sıklıkla kullanan oranlardan oluşan bu gruptaki değişkenler Tablo 4 de sıralanmıştır.

Tablo 4: Araştırma da Kullanılan Mali Profil Değişkenleri

Grubu	Kodu	Değişken Adı
Likidite Oranları	L1	Döner Değerler / KV Borçlar
	L2	(Döner Değerler - Stoklar) / KV Borçlar
	L3	(Döner Değerler - Stoklar) / Aktif Toplamı
Borçlanma Oranları	B1	Toplam Borçlar / Aktif Toplamı
	B2	Toplam Borçlar / Satışlar
	B3	Toplam Banka Borçları / Aktif Toplamı
Karlılık Oranları	K1	Faaliyet Karı / Aktif Toplamı
	K2	Faaliyet Karı / Satışlar
	K3	Net Kar / Satışlar
	K4	Dağıtılmamış Karlar / Aktif Toplamı

### 3.3.2. Dış Fonlara Erişim Yeteneği ve Finansal Sıkıntının Şiddetini Ölçen Değişkenler:

Tablo 5 de, bu gruba ait değişkenlerin adları, kodları, ölçümü ve ilişkisinin yönü özet olarak verilmiştir.

Tablo 5: Model Kapsamındaki Diğer Değişkenler\*

Değişkenin Ölçtüğü	Kod	Adı	Hesaplanması	Açıklama
Dış Fonlara Erişim Yeteneği	A11	Yapılanma Öncesi Limit Doluluk Oranı	Ortalama Risk / Limit	Bankalardaki kullanılabilir limit boşluğunu gösterir. Yüksek oran dış fonlara erişimin kısıtlandığını gösterir.
Sorun Karmaşası - Sıkıntı Şiddeti	A31	Yapılanma Öncesi Faiz Ödeme Performansı	Ortalama Ödenmemiş Faiz / Ortalama Banka Borcu	Ödenmeyen faiz boyutunu gösterir. Oran büyüdükçe sorun karmaşası artar
Sorun Karmaşası - Sıkıntı Şiddeti	A41	Yapılanma Öncesi Faiz Ödeme Performansı	Ödenmemiş Dönem Sayısı / Toplam Dönem Sayısı (12)	Ödenmeyen faiz boyutunu gösterir. Oran büyüdükçe sorun karmaşası artar.
Sorun Karmaşası - Sıkıntı Şiddeti	A05	Borç Ödeme Performansı	Ödenmemiş Borç / Ortalama Satış	Ödenmeyen kambyo senedine bağlı alacak tutarının boyutunu gösterir. Oran büyüdükçe sorun karmaşası artar.

\*A11-A31-A41-A05 değişkenlerine ilişkin veriler TCMB'dan sağlanmıştır. Veriler araştırmacıda hazır bulunmaktadır.

A11 değişkeni, firmanın krediye erişme olanaklarının bir ölçüsü olarak değerlendirilmektedir. A11 in (1) değerine yaklaşması firmanın fon sağlama imkanının azaldığını, (0) değerine yaklaşması ise banka sisteminden fon sağlama konusunda bolluk olduğu anlamına gelmektedir. Örneklemimizde, yapılanma öncesi yasal takip kaydı (Başka Bankaların yasal süreç

başlatması durumu) firmalar bulunmaktadır. Bu firmaların aslında diğer bankalardaki limitlerinin dondurulmuş olabileceği değerlendirilerek firmaların yapılanma öncesi ve sonrası limit risklerine bakılmıştır. Limit artışı yaşamayan, aynı zamanda risklerinde de azalma olan firmaların fon sağlama konusunda tam kısıtlı oldukları değerlendirilmiş ve bu firmalara orijinal oran

yerine (1) oransal değeri verilmiştir.

Tablo 6, Yokluk hipotezimiz Ho: Başarılı ve Başarısız firmaların yapılanma sonrası limit artırım durumları benzerdir ve alternatif hipotezimiz olan H1: Başarılı ve Başarısız firmaların yapılanma sonrası limit artırım durumları farklıdır ifadelerinin analiz sonucunu göstermektedir.

Tablo 6'nın ilk bölümünde Başarılı ve başarısız firmaların 3 farklı durumu söz konusu iken, daha güçlü bir istatistiksel sonuç elde etmek için (işleme giren hücre sayısını

azaltmak yoluyla) Limit Azaltan Firmalar ile Durağan Firmalar aynı başlık altında toplanarak (**Limit İyileştiremeyen**) 2x2 düzeninde bir Ki-Kare tablosu oluşması sağlanmıştır. Başarılı ve başarısız firmalarda limit artırım durumlarının önemli ölçüde farklı olduğu, başarısız firmaların limitlerini artıramadığı, bu sonuçlara bakılarak söylenebilir. Bu nedenle, bankacılık sisteminden fon sağlama yeteneğinin başarılı firma lehine bir gelişme gösterdiği söylenebilir.

Tablo 6: Başarılı ve Başarısız Firmaların Yapılanma Dönemlerindeki Bankalardaki Limit Değişimleri

Firma Durumu	Limit İyileştiren Firmalar	Limit Azaltan Firmalar	Durağan Firmalar*
Başarılı	(S2,S3,S5,S10,S12, S13,S14,S16)	(S4, S8, S11, S15)	(S1)
Başarısız	(F11)	(F1,F2,F6,F7,F8,F9,F10,F12,F13,F14,F15,F16)	(F3, F4)
Firma Durumu	Limit İyileştiren Firmalar	Limit İyileştiremeyen (Azaltan ve Durağan)	Toplam
	(S2,S3,S5,S10,S12, S13,S14,S16)	(S4, S1, S8, S11, S15)	
<b>Başarılı</b>	8	5	<b>13</b>
<b>Başarısız</b>	1	14	<b>15</b>
<b>Toplam</b>	<b>9</b>	<b>19</b>	<b>28</b>

(\*) TCMB verilerinden derlenmiştir.  
(\*\*) Bankalardaki Limitlerini +/- %5 in altında artıran-azaltan firmalar.

Ki-Kare tablosunda beklenen frekansların en az bir tanesi 5 ten küçük çıktığı için Pearson Ki-Kare analizi yerine Fisher Kesin olasılık hesabı yapılması gerekmiştir. Bu hesaplama sonucunda satır ve sütundaki toplam değerlerin faktöriyel çarpımlarının tablo içi değerlerinin ve genel toplam değerinin faktöriyelerinin çarpımına oranlanmasıyla 0-1 arasındaki bir olasılık olan Fisher Kesin Olasılık değeri=0,002795 bulunmuştur. Bu olasılık değeri araştırmada kullandığımız yanılma düzeyi  $\alpha=0,01$  olasılığından küçük olduğundan ( $P=0,002795 < \alpha=0,01$ )  $H_0$  hipotezimiz ret edilmiş ve alternatif hipotezimiz  $H_1$  kabul edilerek öngördüğümüz farklılığa işaret edilmiştir.

Özet olarak, yapılanma döneminde başarılı

firmalarda kredi limitlerinin artırılmasına daha sık rastlanmakta, aksine başarılı firmalarda limit daralması yaşanmaktadır.

#### 4. ARAŞTIRMA YÖNTEM VE BULGULARI

Çalışmamızda başarılı ve başarısız grupları ayırmada istatistiksel yöntem olarak diskriminant (ayırma) analizi kullanmıştır. Bağımsız değişken setimizde bulunan likidite, yapı, karlılık ile dış fonlara erişim ve finansal başarısızlığa bağlı sıkıntının şiddeti (sorunun karmaşıklığı) ölçen toplam 13 değişken analize alınmıştır.

Değişkenler arasındaki çoklu bağlantı problemi, her bir grupta en iyi temsil gücü



olduğu düşünölen değişkenin seçilmesi ve modelin açıklama gücü (çeşitli denemeler - farklı değişkenlerin modele alınması çıkarılması) dikkate alınarak toplam 5 değişken modele alınmıştır. Bu değişkenler (L1, B1, K3, A11 ve A31) olup bu değişkenler üzerinden diskriminant analizi yapılmıştır. Toplam 28 olan gözlem sayısı uç değer içeren 2 başarılı (S11, S16) ve 2

başarısız (F11, F14) olmak üzere toplam 4 firmanın elimine edilmesi ile 24 olarak sonlanmıştır. Ayrıca sektördeki firma sayısı dikkate alınarak medyan değerine göre düzeltilmiş (düzeltilmiş oran = sektör medyanı-gözlem değeri) değerler kullanılarak aynı değişkenler üzerinden analiz yapılmış olup sonuçlar normal oranlarla aynı bulunmuştur.

Tablo 7: Diskriminant Analizi Özet Sonuçları

Değişken(ler) / Katsayılar		Oranlar
Model Sabiti		0,452
Ayrırma (Diskriminant) Analizi Özet Sonuçları (Yapılanma Öncesi)	Limit Doluluk Oranı (A11)	4,961
	Katsayısı (B1) Katsayısı	-
Box M		7,661
Anlamlılık (P)		0,075
Özdeğer (Eigenvalue)		0,817
Kanonik Korelasyon		0,670
Wilks' Lambda		0,550
Anlamlılık (P)		0,020
(Genel) Doğru Sınıflandırma Yüzdesi		79,20
(Başarısız) Doğru Sınıflandırma Yüzdesi		92,30
(Başarılı) Doğru Sınıflandırma Yüzdesi		63,60

Analizin optimal sonuç verebilmesi için eşit kovaryans varsayımını test etmek gerekmektedir olup, bu Box M testi ile yapılmaktadır.  $H_0$  hipotezimiz "grupların kovaryans matrisleri eşittir" şeklinde kurulmuştur.  $P \geq 0,05$  olması, yani  $H_0$  hipotezinin reddedilememesi durumunu gerektirmektedir (Kalaycı, 2005, s: 341). Analiz sonucunda  $P \geq 0,075$  bulunmuştur. Yani, kovaryans (ortak değişim) matrislerinin eşit olduğu varsayımı doğrulanmıştır.

Ayrırma fonksiyonunun öneminin değerlendirilmesi için, Özdeğer (Eigenvalue), Kanonik Korelasyon, Wilks' Lambda değerlerine bakmak gerekmektedir. Özdeğer, ayrırma analizinin ayırıcılık değerini gösteren bir değer olup 0-1 arasında değer alır ve genellikle bu değerin 0,4'ün üzerinde olması kabul edilmektedir. Kanonik korelasyon da 0-1 arasında değer alır ve ayrırma fonksiyonunun gruplar arasındaki ayırım gücünü gösterir. Wilks' Lambda ise modelin ayrırma gücünü göstermekte olup küçük değer

modelin açıklama gücünün yüksek olduğunun göstermektedir (Akgöl, 2006, s: 415).

Çalışmada özdeğer 0,817 olup, eşik değer olan 0,4 değerinin üzerindedir. Kanonik korelasyon değeri ise 0,67 olarak bulunmuştur. Bu değerin karesi ise  $(0,67^2)$  0,45 değeridir. Bu değer çalışmada elde ettiğimiz modelin varyansın 0,45'ini açıklayabildiğini göstermektedir. Wilks' Lambda değeri ise 0,55  $(1,0-0,45=0,55)$  olup, varyansın açıklanmayan kısmına işaret etmektedir.

Bu değerlere bakıldığında A11 (Yapılanma Öncesi Limit Doluluk Oranı) ve B1 (Borçlanma Oranı) değişkeninin ayrırıcı değişken olarak modele girdiği ve istatistiksel açıdan bu sonucun anlamlı olduğu değerlendirilmektedir. Modelin doğru sınıflama yüzdesi ise 79,2 olarak bulunmuştur. Bu oranın da yüksek bir sınıflama oranına karşılık geldiği söylenebilir.

A11 değişkeni (Yapılanma Öncesi Limit Doluluk Oranı) yani firmaların bankalardan fon sağlayabilme gücü yapılanmanın başarı şansını açıklayan baskın bir değişkendir.

Modele giren diğer değişken ise B1 değişkenidir. Bir anlamda, nispeten borçlu firmaların başarılı borç yapılmasında daha başarılı oldukları yönünde bir yorum yapılabilir. Bunun, (Ofek, 1993) in kısa süreli finansal sıkıntıya, yüksek kaldıraçlı firmaların hem operasyonel (varlık satışı gibi) hem finansal (borç yapılanması gibi) yapılanmaya daha hızlı bir biçimde tepki verdikleri ve yüksek kaldıraçlı firmaların reorganizasyona gitmelerinin, düşük kaldıraçlı firmalardan daha olası oldukları yönündeki bulguları ile uyumlu olduğu söylenebilir. Bu bağlamda, yüksek kaldıraçlı firmaların, ödeyememe durumunda, düşük kaldıraçlı firmalara oranla, daha büyük kayıplar yaşama ihtimalinin de bunda etkili olacağı ifade edilebilir.

Firma kayıtları esas alındığında likidite ve karlılık değişkenlerinin, başarılı ve başarısız firmaları ayırt etme bakımından tanımlayıcı olmadığı bulgulanmıştır.

Sorunun çözümünde özel görüşme yollarının tüketilerek, konunun yasal zemine taşınması, kredi yöneticisi açısından büyük bir prestij kaybıdır. Hatta performans kaybının parasal ödül kaybına dönüşmesi anlamına gelmektedir. Banka adına karar veren yönetici, kredi ilişkisinin sonlandırılması gereken bir firmada ilişkinin devam etmesine karar vermesi bir anlamda vekâlet maliyeti oluşturmaktadır. Burada kayıp, firmanın teminat ve/veya likiditasyon değerindeki aşımadır.

Daha önce, diskriminant analizine dayalı olarak çalışma yapan (Altman vd., 2009) banka korumasında bulunan ikinci kez yapılanma yapan firmalarla, başarılı borç yapılanması yapan firmaları karşılaştırdığı çalışmada, başarısız firmaların yüksek kaldıraçlı ve düşük karlılığa sahip olduğunu bulmuştur. (Altman vd., 2009) çalışması

yasal süreç altında başarı olgusunu irdelediğinden çalışmamız ile tam olarak örtüşmemektedir.

Benzer bir çalışmada, (Coşkun, 2006) kaldıraç baskın değişken olarak bulmuştur. Karlılık da, kaldıraç kadar olmasa da tanımlayıcı bir özelliğe sahiptir. Ancak (Coşkun, 2006) çalışması 2001 krizinin hemen sonrasında ve dışsal etkinin (kur artışı kaynaklı şok mali yapı bozulması) olduğu bir iklim içinde yapılmıştır. Diğer yandan, kontrol grubu olarak sektördeki başarılı firmaların alınması modelin daha güçlü ve değişkenlerin baskın olmasında etken olmuştur. Oysaki, çalışmamızda örneklem (başarılı-başarısız) sorunlu firmalardan oluşmaktadır. Bu bağlamda sonuçları tam olarak karşılaştırmak yanıltıcı olabilir.

Özet olarak söylemek gerekirse, hafif şiddette finansal sıkıntı yaşayan firmaların borç yapılanmasında dış fonlara erişim yeteneği önemli bir rol oynamakta, dışsal fonlara (bankacılık sistemindeki) erişme kolaylığı olan, nispeten yüksek kaldıraçlı firmaların (borçlanmasını sürdürebilmek önemli olabilir) başarılı borç yapılanma yapma olasılığı daha yüksek gözükmektedir.

## 5. SONUÇ

Finansal başarısızlık, finansal yükümlülüklerini yerine getirme bakımından firmanın yetersizliğine vurgu yapmaktadır. İşçi ödemelerinden, anapara, faiz ödemesine kadar her türlü yükümlülük ihlali ve tehdidi finansal başarısızlık kavramı ile açıklanmaktadır. Firmadaki ödeme sıkıntısından kurtulmanın bir yolu da, borçların firmayı yaptırımlardan korumak amacıyla yeni sözleşme koşullarına bağlanmasıdır.

Başarılı borç yapılanması yapan firma profilini belirlemeye yönelik bu çalışmada, firmaların karlılık, finansal yapı ve likidite durumunun etkisi irdelenmiştir. Göreceli

olarak daha likit, borç baskısı az ve karlı şirketlerin başarılı borç yapılanması yapma şansının daha yüksek olduğu öngörülmüştür.

Firmanın yapılanma öncesi dışarıdan fon sağlama ve sorunun şiddetinin de profildeki etkisi de aynı modele alınmıştır. (Asquit vd., 1994) ve (James, 1994; Gilson, 1997) gibi araştırmacılar, banka borçlarının nispeten teminatlı olması, taviz gerektiren durumlarda yasal prosedürün buna izin vermemesi gibi nedenlerle bankaların başarılı borç yapılanmasına olumsuz katkı sunduğunu belirtmektedir. Diğer yandan ilgili alan yazında, bankaların izleme yeteneğinin bilgi asimetrisini ve dolayısıyla direnme problemini azalttığını, dolayısıyla da kaynak yapısında banka borçları ağırlıkta olan firmaların, başarılı borç yapılanmasında daha şanslı olduğu yönünde de görüşler bulunmaktadır.

Firmanın finansal açıdan tekrar sağlıklı bir yapıya kavuşmasında bankanın katkısının irdelenmesi çalışmamızın ulaşmak istediği ana hedeflerden biridir. Kuramsal beklentiye uygun olarak bankacılık sisteminden fon sağlama imkanı yüksek, sıkıntı şiddeti düşük firmaların başarılı borç yapma ihtimalinin artacağı öngörülmüştür.

Diskriminant analizinde, likidite ve karlılık değişkenleri modele girememiş, dış fonlara erişme kapasitesini ölçen “limit doluluk

oranı” ve “borçlanma oranı” önemli bir değişken olarak modele girmiştir. Diğer bir anlatımla, borç düzeyi nispeten yüksek ve dış fonlara erişim yeteneği olan firmaların başarılı borç yapabilme ihtimalleri yüksektir. Bu iki değişken birlikte değerlendirildiğinde borçluluğun sürdürülebilmesi yeteneğinin önemli bir açıklama gücü olduğu ve konunun daha çok araştırılması gerektiği söylenebilir.

Finansal yönden başarısız firmaların bankalarla özel görüşme yoluyla borçlarını yapılandırılmaları son yıllarda daha sıklıkla gözlenmektedir. Özellikle, bankacılık sektöründeki risk algısının nispeten değiştiği, alacaklarını yasal yollardan tahsil etmek yerine, firmanın nakit akışına uygun bir ödeme planı sunarak sorunu çözmeye istekli olduğu bir dönemde, başarılı borç yapılanması yapabilecek firma profilinin belirlenmesinin pratik olarak da önemli olduğu söylenebilir.

Örneğimiz finansal başarısızlık düzeyi çok şiddetli olmayan küçük ölçekli firmalardan oluşmaktadır. Çalışmamızda, finansal başarısızlığa bağlı sıkıntının, kısa süreli nakit akışının uyumsuzluğundan kaynaklandığı, yapılanma sonrası finansal yapının kısa sürede değiştirilebilecek araçlarından yoksun olan firmaların bankalardaki kredi ilişkilerini koruyabildikleri ölçüde başarılı borç yapılanması yapabildikleri gözlenmiştir.

## KAYNAKÇA

1. ALDERSON, M. and BETKER,B. (1999). “Assessing Post-Bankruptcy Performance: An Analysis of Reorganized Firms’ Cash Flow”, Financial Management, 28(2): 68-82.
2. ALTMAN,E., KANT,T., RATTANARUGENYOT (2009). “Post-Chapter Bankruptcy:Avoiding Chapter22”, Journal of Finance, 21(3): 53-64.
3. ANDRADE, G. and KAPLAN, S. (1998). “How costly is Financial (Not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions that Became Distressed”, The Journal of Finance, 53(5):1443-1493.
4. ASQUIT, P., GERTNER, R., SCHARFSTEIN, D. (1991). “Anatomy of Financial Distress: An Examination of Junk Issuers”, NBER, Working Paper, 3942.

5. BETKER, B.L. (1997). “The Administrative Costs of Dept Restructurings: Some Recet Evidence”, *Financial Management*, 26(4): 56-68.
6. BRIGHAM, E.F. and GAPENSKI, L.C. (1994), “Financial Management Theory and Practice”, Orlanda: The Dryden Press, 24(2): 57-75.
7. BROWN, D., JAMES C., and MOORADIAN, R. (1993). “The Information Content of Restructuring Involving Public and Private dept Claims”, *Journal of Financial*, 33: 39-118
8. COPELAND, T. and WESTON, J.F. (1986). “Managerial Finance”, Orlando, Florida: The Dryden Press.
9. FRANKS, J. and TOROUS, W. (1994). “A Comparison of Financial Recontracting in Distressed Exchanges and Chapter 11 Reorganization”, *Journal of Financial Economicis*, 35: 349-370.
10. GILSON, C., KOSE, J., LANG, L. (1990). “Troubled Dept Restructuring: An Emprical Study of Private Reorganazation of Firms in Default”, *Journal of Financial Economics*, 27: 315-353.
11. GILSON, C. (1997). “Transaction Costs and Capital Structure Choice: Evidence from Financially Distressed Firms”, *The Journal of Finance*. 52(1): 161-196.
12. JAMES, C. (1996). “Bank Dept Restructuring and the Composition of Exchange Offers in Financial Distress”, *The Journal of Finance*, 51(2): 711-727.
13. MOORADIAN, R. (1994). “The Effect of Bankruptcy Protection on Investment: Chapter 11 as a Screening Device”, *The Journal of Finance*, 49(3): 1403-1430.
14. OFEK, E. (1993). “Capital Structure and Firm Response to Poor Performance: An Emprical Analysis”, *Journal of Financial Economics*. 34: 3-30.