

## **Finansal Sıkıntının Tanımı ve Piyasa Odaklı Çözümleri: Borç Yapılandırma, Varlık Satışı ve Yeni Sermaye Enjeksiyonu**

Hakan BİLİR  
hbilir@rekabet.gov.tr

### **Definition and Market Oriented Solution of Financial Distress: Debt Structuring, Asset Sales and New Capital Injection**

#### **Abstract**

Although it is not necessary every distress firm goes bankruptcy, recent global financial crisis caused to occur many bankruptcy and liquidation process. As a result, prediction of financial distress process become very popular nowadays. However, there is no agreement about definition of financial distress. Many confuse this concept related but different ones such as default, insolvency, bankruptcy, liquidation and etc. Moreover, different approaches to the definition of financial distress show how the concept is so complex and versatile. This conflict complicates to build prediction models of financial distress as well. In practice typically bankruptcy prediction models are used instead. When the process is identified correctly, it is easier to decide which private market based solution will be used.

**Keywords** : Financial Distress, Bankruptcy, Liquidation, Restructuring.

**JEL Classification Codes** : G32.

#### **Özet**

Finansal sıkıntı her zaman iflasla sonuçlanmamakla birlikte, yaşanan küresel finans krizi çok sayıda iflas ve tasfiye sürecinin yaşanmasına neden olmuştur. Bu durum günümüzde finansal sıkıntı tahmin konusunu oldukça popüler hale getirmiştir. Bununla birlikte finansal sıkıntının tahmini hakkında genel bir uzlaşma bulunmamaktadır. Çok sayıda kişi finansal sıkıntıyı ilgili fakat daha farklı anlamlara gelen temerrüt, iflas, tasfiye, acze düşme gibi kavramlar ile karıştırmaktadır. Buna ek olarak finansal sıkıntının farklı şekillerde tanımlanması da kavramın ne kadar zor ve karmaşık olduğunu ortaya koymaktadır. Bu karışıklık aynı zamanda finansal sıkıntı tahmin modellerinin kurgulanmasını da zorlaştırmaktadır. Uygulamada ise sıklıkla finansal sıkıntı yerine, iflas tahmin modellerinin kullanıldığı görülmektedir. Finansal sıkıntı sürecinin doğru bir şekilde tanımlanması, piyasa odaklı çözüm stratejilerinin hangisinin kullanılacağına karar verilmesini de kolaylaştırmaktadır.

**Anahtar Sözcükler** : Finansal Sıkıntı, İflas, Tasfiye, Yeniden Yapılandırma.



## 1. Giriş

Yaşanan küresel finansal kriz büyük ölçüde işletme ve hane halklarının finansal sıkıntılarının artması ve kötü finansal kararlardan kaynaklanmıştır. Kriz, yönetilemeyecek ölçüde büyük borçlanmaya dayanan kötü finansal tercihte bulunduğu ortaya koymuştur. ABD ikincil emlak (*sub-prime mortgage*) piyasasındaki kötü kredi geçmişine sahip kişilerin gelirlerinin çok üzerindeki harcamalarına olanak sağlanması bu durumun en çarpıcı örneğini ortaya koymaktadır. Büyük bir finansal maliyete neden olan finansal kriz, görece az sayıda kişinin yaşadığı finansal sıkıntı ve sergilediği kötü finansal davranışların, ekonominin geri kalanı üzerinde ne denli bir negatif dışsallığı yol açtığını hatırlatmıştır (McCarthy, 2011: 6).

Global kriz sürecinde çok sayıda firmanın karşı karşıya kaldığı “finansal sıkıntı (*financial distress*)” kavramının kısaca firmanın faaliyet nakit akımlarının yükümlülüklerini karşılayamaması ve firmanın düzeltici bir takım önlemler almaya zorlanması durumu olarak tanımlanması mümkündür<sup>2</sup>. Süreç firmanın sözleşme yükümlülüklerini yerine getirememesi nedeniyle, firma, kreditor ve hisse yatırımcıları arasında gerçekleşen finansal bir yeniden yapılandırmayı ifade etmektedir. Yükümlülüklerin yerine getirilememesi (temerrüt), faiz ödemelerinde yaşanan problemi ya da borç sözleşmesinin ihlali anlamına gelirken, iflas (*bankruptcy*), temerrüdün çözümünün yasal prosedürünü ifade etmektedir. Finansal sıkıntı bir yandan temerrüt ve iflası içinde barındırırken diğer yandan temerrüt veya iflas tehdidi ve bu tehdidin firma üzerindeki etkilerini de kapsamaktadır.

Çok sayıda yazında, iflas kanunlarına yönelik devam eden tartışmalar ekseninde finansal sıkıntıya yönelik uygulamaların önemi kavranmış durumdadır (Suarez & Sussman, 2004: 1). Borç sözleşmelerinin gereğinin yerine getirilememesi konularını düzenleyen iflas kanunları ve ilgili diğer düzenlemeler serbest piyasa ekonomisinin en önemli yapıtaşlarından bir tanesini oluşturmaktadır. Söz konusu düzenlemeler, borç ödemelerinden kaynaklanan problemlerin çözümü konusunda ortaya çıkan anlaşmazlıklar bakımından alacaklılara (talep sahiplerine) yardımcı olduğu gibi finansal sıkıntı altındaki firmanın kontrolünün çeşitli talep sahipleri arasında dağılımını ve finansal sıkıntı probleminin çözümü için hangi piyasa mekanizmasının kullanılacağı konularını da belirlemektedir. En nihayetinde bu durum yatırımcıların öncül (*ex-ante*) sermaye temin isteklerini ve firmanın sermaye yapısı ve sermaye maliyeti seçimlerini etkilemektedir. Firma borç (kaldıraç) kullanımının artışı yükümlülüklerin yerine getirilememesi ve iflas riskini artırmaktadır. Bu yapı finansal

---

<sup>1</sup> ABD’de, düşük gelir gruplarına/kredi sicili iyi olmayanlara, daha düşük hacimde ve daha yüksek faizler ile verilen krediler *sub-prime* olarak sınıflandırılmaktadır.

<sup>2</sup> “*Financial distress*” karşılığı olarak ifade edilebilecek finansal sıkıntı kavramı çalışmada finansal başarısızlık, finansal baskı gibi benzer anlamlara gelebilecek tüm kavramlara karşılık gelmek üzere kullanılmıştır.

ekonomistlerin, yöneticilerin ve hukukçuların firmanın finansal sıkıntı ile nasıl baş etmesi gerektiğinin önemini artırmaktadır (Hotchkiss, 2008: 3).

Finansal sıkıntının tahminine yönelik modellerin geliştirilmesi firmaların zamanında önlem alabilmesine olanak sağlayacaktır. Bununla birlikte söz konusu çalışmaların geliştirilebilmesi aynı zamanda kavramın net bir şekilde tanımlanmasına bağlıdır. Bu çerçevede çalışmada öncelikli olarak finansal sıkıntı kavramından ne anlaşılması gerektiği üzerinde durulacaktır. Çalışmanın ikinci bölümünde, finansal sıkıntı kavramının “ekonomik sıkıntı, tasfiye, iflas” gibi ilişkili ama daha farklı süreçlerden farklıları ele alınacaktır. Bu durum finansal sıkıntının tahminine yönelik modellerde hangi tarz firmaların verilerinin kullanılması gerektiği konusunda temel bir rol üstlenmektedir. Finansal sıkıntı yaşayan firmaların önünde mahkeme ya da piyasa çözümü şeklinde iki temel yol bulunmaktadır. Hangi koşulların varlığı altında hangi çözüm mekanizmasının işletilmesi gerektiği çeşitli kriterlerin değerlendirilmesini zorunlu kılmaktadır. Çalışmanın üçüncü bölümünde finansal sıkıntının piyasa çözüm mekanizmaları değerlendirilecektir.

## 2. Finansal Sıkıntı, Tasfiye ve İflas

Finansal tabloların hazırlanmasında kullanılan temel varsayımlardan bir tanesi işletmenin sürekliliği<sup>3</sup> (*going concern*) ilkesidir. Bu ilkeye göre işletmenin takip eden muhasebe döneminde veya gelecek on iki aylık süreçte faaliyetlerine devam edeceği öngörülmektedir. İşletmenin sürekli olması, öngörülebilir gelecekte tasfiye riskinin düşük olduğu anlamına gelmektedir. Gelecek mali yılda işletmenin faaliyetlerinin devam etmeyeceğine yönelik emarelerin denetçiler tarafından raporlanması gerekmektedir<sup>4</sup> (Sormunen & Laitinen, 2012: 42).

---

<sup>3</sup> *Süreklilik kavramı, işletmenin bilanço tarihinden itibaren genellikle on iki ay içinde varlıklarını paraya dönüştürmeyeceği ve borçlarının tamamını ödemeyeceği varsayımdır. Başka bir ifadeyle işletmenin, faaliyetini durdurmayacağını ve tasfiyeye gitmeyeceği öngörlür. Süreklilik varsayımı kabul edilmezse, işletmenin varlıklarını ve borçlarını hep rayiç bedelle (gerçeğe uygun değerle) değerlemesi gerekir. Böyle bir muhasebe anlayışı, varlıkların ve borçların sürekli değerlendirme işleminden öteye gidemeyecektir. Bu nedenle dönem sonlarında varlıkların ve borçların değerlendirilmesinde uygun değerlendirme ölçüleri kabul edilmiştir. Bkz. Celal Kepekçi, Muhasebede ve Bağımsız Denetimde Süreklilik Varsayımı, <[http://mizanturk.com.tr/Muhasebede\\_ve\\_Bagimsiz\\_Denetimde\\_Sureklilik\\_Varsayimi\\_27\\_29\\_Makale.html](http://mizanturk.com.tr/Muhasebede_ve_Bagimsiz_Denetimde_Sureklilik_Varsayimi_27_29_Makale.html)>.*

<sup>4</sup> *Denetim sürecinde elde edilen denetim kanıtlarına göre denetçi, işletmenin sürekliliğini devam ettirebilmesi konusunda önemli bir şüpheye işaret eden, belirsizlik olup olmadığı ile ilgili olayları ve/veya koşulları belirlemek için görüşünü belirtmek zorundadır. Denetçinin raporlama sorumlulukları ana hatlarıyla; işletmenin sürekliliği varsayımının geçerli olduğu ancak önemli belirsizlikler bulunduğu ve işletmenin sürekliliği varsayımının geçerli olmadığı durumlardır. İşletmenin sürekliliği varsayımının geçerli olduğu ancak önemli belirsizlikler bulunduğu durumlarda, denetçi; finansal tablolarda yer alan olay ya da işlemlere ilişkin açıklamaların önemli bir şüphe içerip içermediğini, önemli şüphelere ilişkin yönetim planlarını, finansal tablolarda yapılan açıklamalarda “işletmenin sürekliliğini devam ettirebilme yeteneği hakkında şüphe*

Hukuk ve finans literatüründe iflas düzenlemelerinin, yeniden yapılandırılan finansal sıkıntıda bulunan firmaların işleyen teşebbüs değerini (*going concern value*) düşürerek tasfiye (*liquidation*) halindeki firmalara yönelik amaçların elde edilmediğine yönelik süregelen tartışmalar mevcuttur<sup>5</sup>. İyi tasarlanmış iflas kanunlarından beklenen, işleyen teşebbüs değerinin, tasfiye değerinin üzerinde olduğu durumlarda, süreklilik anlayışı gereği firma varlıklarının fonksiyonlarını sürdürebilmelerinin sağlanmasıdır. “Finansal sıkıntı” altındakiler, borçların geri ödenmesinde zorluklar yaşamakla birlikte, sürekliliğin geçerli olduğu firmalar iken, “ekonomik sıkıntı” yaşayanlar ise düşük veya negatif faaliyet kârlılığı ve borçlu olmasalar dahi tartışılabilir işleyen teşebbüs değerine sahip firmalardır (Lemmon vd., 2009: 1).

İflas kanunları hakkındaki temel etkinlik sorusu, düzenlemelerin ekonomik olarak etkin fakat finansal açıdan sıkıntılı firmaları efektif bir biçimde rehabilite ve ekonomik olarak etkin olmayan firmaları ise tasfiye edip etmediğine yöneliktir (Senbet & Wang, 2012: 3). İflas ve sermaye yapısı arasındaki ilişkiye yönelik literatürün başlangıcı Modigliani ve Miller’ın (MM) 1958 tarihli çalışmalarına dayanmaktadır. Yazarlar çalışmalarında mükemmel sermaye piyasalarının mevcudiyeti varsayımı altında firma değerinin finansal politikalardan etkilenmeyeceğini ileri sürmektedir. Bu anlamda firmaların yatırım ve finansman kararları tamamen birbirinden ayrılabilir. MM varsayımları altında, firmaların borç durumunun firma değeri ve firma varlıklarından kaynaklanacak nakit akışları üzerinde bir etkisi olmamaktadır. Firmanın sermaye yapısı yalnızca toplam nakit akışının hissedarlar ve kreditorler arasında nasıl pay edileceğini göstermektedir. Bu durumda iflas, varlıkların değerinin borçların değerini altına düşmesi halinde ortaklığın hissedarlardan kreditorlere transferini ifade etmektedir. Finansman kararlarının yatırım kararlarından tamamen ayrılması iflas ve firmanın faaliyet performansı arasında gerekli bir ilişkinin olmadığını ima etmektedir. İflas, ekonomik sıkıntıya veya kötü ekonomik performansa yol açmamaktadır. Bu önemli yaklaşım, iflasın ekonomik sonuçlarına ilişkin tartışmalarda sıklıkla göz ardı edilmektedir. Bu çerçevede birbirleri ile ilgili ancak farklı olan “finansal sıkıntı” ve “ekonomik sıkıntı” kavramları karıştırılmaktadır (Senbet & Wang, 2012: 6-7).

Ekonomik sıkıntı (*economic distress*), finansal sıkıntıdan farklı olup, ekonomik anlamda sıkıntı yaşayan bir firma finansal olarak sıkıntı da olmayabilecekken bu durumun tam tersi de geçerlidir. Örneğin ekonomik sıkıntıda bulunan firma sıfır borca sahip olabilirken, yüksek derecede kârlı bir firma finansal sıkıntı yaşayabilmektedir (Jiang & Wang, 2009: 6).

---

olabileceğine ilişkin önemli belirsizliklerin mevcut” olup olmadığını değerlendirmelidir (Uzay & Tanç, 2009: 7-8).

<sup>5</sup> “Tasfiye değeri” (*liquidation value*), şirket varlıklarının satışından sağlanabilecek tutardan tüm borçlar çıkarıldıktan sonra kalan tutarı ifade ederken, “işleyen teşebbüs değeri” (*going concern value*) ise, işletmenin bir bütün şeklinde çalışır olarak devredilmesi durumunda değerinin ne olacağını ifade etmektedir (Sayılıgan, 2008: 63).

Firmanın kreditorlere olan taahhütlerinin yerine getirilememesi ya da çeşitli zorluklarla karşılaşması olan finansal sıkıntı doğrudan firmanın kaldıraç (*leverage*) kararları ile ilgilidir. Bununla birlikte ekonomik sıkıntı ise firmanın faaliyet etkisizliklerinden kaynaklanan zorlukları ifade etmektedir. Bu anlamda doğrudan firmanın kaldıraç kararları ile ilgili bulunmamaktadır. Diğer taraftan faaliyetlerine devam edebilen finansal sıkıntı yaşayan firmanın ekonomik olarak sıkıntıda olmadığı söylenebilecektir. Bu açıdan sermaye yapısı tamamen özkaynaklardan oluşan firmalar ekonomik açıdan sıkıntı yaşayabilecekken, kreditorlerin bulunmaması nedeniyle finansal açıdan sıkıntıya girmeleri mümkün değildir. Söz konusu firmaların iflas etmeksizin pazarın dışına çıkmaları ve tasfiye süreci yaşamaları mümkündür (Senbet & Wang, 2012: 7). Dolayısıyla ekonomik sıkıntı firmanın kazançlarındaki çok büyük orandaki düşüşü ifade ederken, finansal sıkıntı firmanın borç yükümlülüklerini yerine getirememesi ile ilişkilidir (Jiang & Wang, 2009: 2).

Finansal sıkıntının tanımı, tasfiye ya da iflastan daha az belirlilik arz etmektedir. Bununla birlikte finansal sıkıntı olasılığının ölçülebilmesi için kavramın tanımlanması büyük önem taşımaktadır. Çeşitli belirsizliklere rağmen, finansal sıkıntının kurumsal normalikten sapma olduğu çok açık olduğu gibi süreç doğal afetler, değişen kamu düzenlemeleri veya mahkeme kararları gibi ani ve beklenmeyen durumlar dışında, iflas öncesinde başlamaktadır (Platt & Platt, 2006: 142).

Tasfiye, firma varlıklarının satış yoluyla elden çıkarılması ve firmanın fiziksel varlığının sona ermesidir. Tasfiyenin genel özellikleri; “tasfiye kararının, firma varlıklarının tasfiye değerinin, faaliyete devam halindeki piyasa değerini geçtiğinde alınması, firmanın tasfiye edilmesi durumunda varlıkların ayrı ayrı ya da firmanın bir bütün halinde satılması ve elde edilen satış gelirinin alacaklılar ve hissedarlar arasında mutlak öncelikle sırasına göre dağıtılması, genellikle, bütünüyle ya da tek tek firma varlıklarının elden çıkarılmasıyla hedeflenen düzeyde gelir elde edilememesi” olarak sıralanabilir (Çakır, 2005: 12). Bir işletmenin gelir ve giderleri arasındaki olumsuz fark (zarar) iflas anlamına gelmemekte, bu durumun dönemler boyunca ve büyük miktarlarda gerçekleşmesi ise iflas riskini artırmaktadır (Sayılğan, 2008: 399). Bu anlamda iflas; “işletmenin varlıklarının borcunu karşılayamaması durumu olup (borca batıklık), bu durumda, işletmenin net varlığı reel olarak negatif bir yapı arz etmektedir<sup>6</sup>”. Bu durumda işletmenin iflasının gerçekleşmesinin yanı sıra, bazı koşulların varlığı halinde iflasın ertelenmesi de mümkündür<sup>7</sup>.

---

<sup>6</sup> 2004 sayılı İcra ve İflas Kanunu 179. maddesinde; “Sermaye şirketleri ile kooperatiflerin borçlarının aktifinden fazla olduğu idare ve temsil ile vazifelenirilmiş kimseler veya şirket ya da kooperatif tasfiye halinde ise tasfiye memurları veya bir alacaklı tarafından beyan ve mahkemeye tespit edilirse, önceden takibe hacet kalmaksızın bunların iflasına karar verilir.” ifadelerine yer verilmiştir.

<sup>7</sup> 179. maddenin devamında ise; “Şu kadar ki, idare ve temsil ile vazifelenirilmiş kimseler ya da alacaklılardan biri, şirket veya kooperatifin mali durumunun iyileştirilmesinin mümkün olduğuna dair bir iyileştirme projesini mahkemeye sunarak iflasın ertelenmesini isteyebilir. Mahkeme projeyi ciddi ve inandırıcı bulursa, iflasın

Birbirleri ile ilgili olan tasfiye ve iflas kavramları da literatürde sıklıkla tartışılmaktadır. Tasfiye firma varlıklarının parça parça veya bir bütün olarak başka bir firmaya satılmasını ifade etmektedir. Tasfiye kararı, firma varlıklarının alternatif kullanımlarının daha yüksek olduğu zamanlarda optimal olmaktadır. Tasfiye, firmanın nasıl finanse edildiğinden bağımsız olarak, bir sermaye bütçelemesi (yatırım) kararı olarak görülmelidir. Tasfiye ve iflas ayrı ve bağımsız olaylardır. Kârlı fakat yüksek borçlanma oranına sahip firma faaliyetlerine devam edebilirken, borcu olmayan ancak kar etmeyen bir firmanın tasfiye edilmesi mümkündür (Senbet ve Wang, 2012: 8).

Finansal sıkıntı, iflas düzenlemeleri çerçevesinde ele alınırsa çok az sayıda firmanın bu durumda olduğu kabul edilebilir. Kavramın daha geniş bir biçimde faiz ödemeleri ve diğer sözleşmesel yükümlülüklerin yerine getirilememesi şeklinde ele alınması durumunda çok sayıda firmanın sıkıntı yaşadığı görülecektir (Damodaran, 2009: 27). Bu çerçevede finansal sıkıntının genel olarak herkes tarafından kabul gören bir tanımla bulunmamaktadır. İflas başvurusunda bulunan bir firmanın genel olarak finansal sıkıntı içerisinde bulunduğu kabul edilmekle birlikte, iflas finansal sıkıntının en uç noktasını oluşturmaktadır. İflas başvurusunda bulunan firmanın finansal sıkıntıları başvuru öncesine uzanmakla birlikte sürecin ne zaman başladığını tanımlamak oldukça zordur (Janes, 2003: 10). Pindado ve Rodriguez'e (2005) göre, finansal sıkıntının tanımı, sürecin ilk gelişim periyodunu ifade etmekte olup, her ne kadar dolaylı maliyetlerin<sup>8</sup> çoğunun etkisi görülmüş olmakla birlikte firma için reaksiyon ve geri dönüşüm mümkündür (Pindado & Rodriguez, 2005: 345).

Finansal sıkıntı içerisindeki firma; kötü performans nedeniyle pazar değerini kaybeden, etkin üretici olamayan, yüksek borç oranına sahip ve nakit akış problemi olan firmalar olarak tanımlanmaktadır. Söz konusu firmaların hisse fiyatları ekonomideki değişimlere daha duyarlıyken, firmaların kötü ekonomik koşullarda yaşam şansı zora girmektedir. Bu anlamda finansal sıkıntı içerisindeki firmaların zarar eden, yüksek borçlu,

---

*ertelenmesine karar verir. İyileştirme projesinin ciddi ve inandırıcı olduğunu gösteren bilgi ve belgelerin de mahkemeye sunulması zorunludur." ifadelerine yer verilerek iflasın mahkemece ertelenmesinin mümkün olabileceği ifade edilmiştir.*

<sup>8</sup> *Finans literatürü finansal sıkıntı maliyetlerini doğrudan ve dolaylı olmak üzere ikiye ayırmaktadır. Literatürde doğrudan maliyetlerin değerinin büyüklüğü konusunda genel bir uzlaşıdan bahsetmek olanaklıdır. Buna göre söz konusu maliyetlerin firmaların iflas öncesi piyasa değerinin düşük bir oranına tekabül ettiği kabul edilmektedir. Diğer taraftan dolaylı maliyetler, özü itibarıyla, firmanın finansal yükümlülüklerini karşılayamamasının bir sonucudur. Bu anlamda, dolaylı maliyetler, doğrudan maliyetlerin aksine doğası gereği gözlemlenememektedir ve fırsat maliyeti (opportunity cost) olarak kabul edilmektedir. Yazarlara göre, finansal sıkıntı maliyetlerinin finansal sıkıntı olasılığı ile pozitif, borçlanma (leverage) ve likit varlıkların tutulması ile negatif ilişkisi bulunmaktadır. Yazarlar, Altman'ın (1968) çalışmasında, dolaylı finansal sıkıntı maliyetlerinin satışların fırsat kaybı şeklinde gerçekleştiğini ve bununla söz konusu vazgeçilen/yapılamayan satışların endüstri performansına oranlanması ile elde edilebileceğini belirttiğini ifade etmektedir (Pindado & Rodriguez, 2005: 344 - 345).*

hisse getirisi düşük ve nakit durumu iyi olmayan firmalar olması beklenmektedir (Campell vd., 2011: 1-2).

Finansal sıkıntı ve iflas basit anlamda aynı sürecin birbirini takip eden iki adımı değildir. Finansal sıkıntı yaşayan firmalar kötü faaliyet sonuçlarını takip ederken, iflas, firmaların varlıklarını korumak için aldıkları bir pozisyonu anlatmaktadır. Finansal sıkıntının iflaslardan daha az çalışılması büyük ölçüde, iflasın mahkeme nezdinde tanımsal bir başlangıç tarihine sahip olmasına rağmen, finansal sıkıntının özel bir tanımdan yoksun olmasından kaynaklanmaktadır. Finansal sıkıntının ne zaman başladığı ve sona erdiği belirsizdir. Buna ek olarak finansal sıkıntının dereceleri de firmalara göre değişmektedir. Araştırmacılar kavrama yönelik çeşitli tanımlar geliştirmiştir (Platt & Platt, 2008: 132). Kavrama yönelik en bilenen akademik çalışmalarda finansal sıkıntı;

- Kar payı ödememelerinin yapılamaması, işten çıkarma veya yeniden yapılandırma (Lau, 1987): Bu yaklaşım, firmanın kritik varlıklarının korunmasında finansal olmayan ve hissedar temelli davranışların dikkate alınmasına odaklanmıştır.
- Düşük faiz karşılama oranı (Asquit & Gertner & Scharfstein, 1994): Bu tanım, borcun anapara taksit ve faizlerini ödeyemeyen firmaların teknik olarak acze düşeceğini ileri sürmektedir.
- Nakit akışının uzun dönem borç yükümlülüklerini karşılayamaması (Whitaker, 1999): Bu yöntem, mevcut borçların nasıl ödenebileceği sorusunu gündeme getirmektedir.
- Hisse senedi fiyat değişimi veya negatif EBIT (John & Lang & Netter, 1992): Çalışma'da hisse fiyatlarındaki değişimin finansal koşulları ne kadar tahmin edilebilir kıldığı ve negatif faaliyet karının uzun dönem sürdürülebilir olup olmadığı sorularını gündeme getirdiği ifade edilmektedir.
- Negatif net gelir (Hofer, 1980): Çalışma'da, faiz yükümlülüklerini yerine getirebilecek yeterli fonların kazanılmasındaki başarısızlığın uzun dönem ödeme kabiliyeti üzerindeki sorular gündeme getirilmektedir.

olarak tanımlanmıştır. Platt ve Platt'a (2006) göre ise finansal sıkıntı; "Negatif EBITDA<sup>9</sup>, negatif EBIT<sup>10</sup> ve negatif net gelir" şeklindeki üç kriterin birlikteliği halinde mevcuttur. Bu anlamda birbirini takip eden iki yıl içinde söz konusu üç kriteri birlikte sağlayan firmaların finansal sıkıntıda olduğunu söylemek mümkündür (Platt & Platt, 2008: 133).

---

<sup>9</sup> *Earnings before interest, tax, depreciation and amortization (Faiz, amortisman (tifa) ve vergi öncesi kar).*

<sup>10</sup> *Earnings before interest and tax (Faiz ve vergi öncesi kar).*



Firma sözleşmelerinin ve varlıklarının sınıflandırılması da finansal sıkıntı kavramının tanımlanmasına yardımcı olmaktadır. Firmanın finansal sözleşmelerinin geniş anlamda; “sert (*hard*)” ve “yumuşak (*soft*)” olarak sınıflandırılabilmesi mümkündür. Kupon ödemelerini içeren tahvil ve bonolar ile tedarikçiler ve çalışanlar ile ilgili sözleşmeler “sert” olanlara, tam tersi biçimdeki hissedarlık sözleşmeleri ise “yumuşak” olanlara yönelik örnekler olarak sayılabilmektedir. Sert sözleşme yükümlülüklerinden kaynaklanan ödemelerin zamanında yerine getirilmemesi halinde yasal işlemlerin gündeme gelmesi söz konusu iken, yumuşak sözleşmelerden kaynaklanan gecikmeler için iptal ya da ertelemeler söz konusu olabilmektedir. Bu anlamda sınırlı likit kaynakların öncelikle sert sözleşme yükümlülükleri için ayrıldığı söylemek mümkündür. Firma varlıkları aynı zamanda likit olma özelliklerine göre de doğal bir sınıflandırmaya tabidir. Hızlı bir şekilde nakde dönüştürülebilir para ve menkul kıymetler likit ve yumuşak varlıklar iken, uzun dönem yatırım araçları olan makine ve ekipmanlar gibi varlıklar ise likit olmayan veya sert varlıklar olarak adlandırılmaktadır. Bu anlamda; “bir firmanın herhangi bir zamanda likit varlıklarının sert sözleşme yükümlülüklerinin gereklerini karşılamaya yeterli olmaması hali, o firmanın finansal sıkıntı içerisinde olduğunu göstermektedir”. Finansal sıkıntının çözüm mekanizması ise varlıkların veya finansal sözleşmelerin yeniden yapılandırılması arasındaki uyumsuzluğun düzeltilmesi veya her ikisinin de yapılması yoluyla gerçekleştirilebilecektir (Hotchkiss, 2008: 4).

Literatürde yer verilen ve çeşitli ampirik çalışmalarda kullanılan söz konusu farklı tanımların; finansal sıkıntının “olay bazlı (*event-oriented*)”, “süreç-bazlı (*process-oriented*)” ve “tekniksel (*technical*)” olarak ele alınması sonucu üç ana kategoride gruplandırılmasına neden olduğu görülmektedir. İlk gruplandırma olan olay bazlı tanımlamada finansal sıkıntının genellikle; “iflas, temerrüt ve başarısızlık” hallerine karşılık gelmek üzere kullanıldığı görülmektedir. Bu tanımlamada örneğin borçların ödenmesinde temerrüde düşülmesi şeklindeki tek bir olay finansal sıkıntı olarak nitelendirilmektedir. Firmanın sağlıklı hali ve iflas arasındaki süreçteki yaşananları dikkate alan süreç bazlı tanımlama ise karmaşık olayların anlaşılmasına yönelik katkıda bulunmuştur. Bu tanımlamayı kullananlar finansal sıkıntıyı temerrüt ya da iflastan tamamen farklı olarak göyerek, firmanın sağlıklı hali ve aczi arasındaki süreci bütünsel olarak değerlendirmeye almışlardır. Bu durumda finansal sıkıntı çeşitli elverişsiz finansal olayların birbirini takip ettiği süreçlerin bir yansımasıdır. Son grup tanımlamada ise finansal sıkıntının temel göstergelerinin açıklanmasına yöneliktir. Söz konusu göstergeler genellikle ampirik çalışmalarda finansal sıkıntının tahminine yönelik kullanılmaktadır. Finansal sıkıntının en önemli göstergeleri firmanın finansal oranlarıdır. Muhasebe temelli söz konusu göstergelerin oldukça popüler olduğu ve yaygın bir şekilde kullanıldığı görülmektedir. Özetlemek gerekirse finansal sıkıntı hakkındaki farklı yaklaşımlar konunun çok taraflı, karmaşık ve zorlu olduğunu göstermektedir. Bu anlamda kavramın tanımı duruma göre finansal, operasyonel veya hukuki bakış açısı ile yapılan ampirik çalışmanın amacına göre şekillenmektedir. Bu anlamda finansal sıkıntı teorisinin benzer ekonomik kriterlerin formal tutarlılığı yansıtacak şekilde konsolide edilmesine

ihtiyaç bulunmaktadır. Modern yaklaşımlar kavramın; “çeşitli ekonomik sinyalleri uyandıran değişik karakterli” heterojen ve dinamik bir süreç olduğunu ifade etmektedir (Outecheva, 2007: 14-19).

Kavramsal olarak, finansal sıkıntı ile karşı karşıya olan firmalar, her ne kadar yüksek borç ve geri ödeme problemi yaşasalar dahi, temel problemi olmayan ve süreklilik açısından yaşayabilir firmalardır. Ekonomik sıkıntı ile karşı karşıya olan firmalar da borçlarını ödemekte zorlanmakla birlikte düşük ve negatif faaliyet performansına sahip olmaları nedeniyle temelde problemlili iş modelleridir. Bu durumda finansal sıkıntındaki firmalar için iflas erteleme hükümleri, ekonomik sıkıntındaki firmalar için ise tasfiye seçeneği öne çıkmaktadır (Lemmon vd., 2009: 9-10). Bu anlamda çalışmanın devamında, iflas erteleme ya da tasfiye gibi mahkeme sistemi dışındaki piyasa çözüm arayışlarına yer verilecektir. Tüm bu süreçler, finansal sıkıntının tahmini ve çözümünün ön şartlarını oluşturmaktadır.

### 3. Finansal Sıkıntının Piyasa Odaklı Çözümleri

Finansman kuramına göre, baskı maliyetleri firmanın piyasa değerini de etkilemektedir. Bu önerme, finansal baskının yüksek borçlanma ya da kaldıraç oranlarından kaynaklandığını öne sürmektedir. Yüksek kaldıraç oranından, firmaların iki tür yarar sağladığı söylenebilir. Bunlar, yatırımın getirisi ve vergi avantajıdır. Finansal baskı maliyetli bir süreçtir. Yatırımcıların risk algılaması, kaldıraç oranı yüksek firmalarda finansal baskı olasılığına bağlı olarak olumsuz yönde değişecek ve risk primi olarak borçlu firmaların cari piyasa fiyatlarına yansıtılacaktır (Çakır, 2005: 34). Finansal sıkıntı ve nihayetindeki iflas hissedarlar, yatırımcılar, kredi verenler, yöneticiler, çalışanlar, tedarikçiler ve müşteriler üzerinde büyük zararlara neden olmaktadır. Finansal sıkıntı ve iflasın doğal sonuçlarından bir tanesi mevcut kontrolün farklı alacaklılara (*claimants*) kaybedilmesidir. Bu durumda firmanın hissedarlarının yönetim üzerindeki söz hakları kaybolmaktadır (Mahdi & Abedini, 2009: 399).

Finansal sıkıntı sonrasında firmanın pazardan çıkması söz konusu olabilmektedir. Pazardan çıkış için firmaların; “gönülsüz çıkış, gönüllü tasfiye ve yeniden yapılanma” gibi çeşitli alternatifleri bulunmaktadır. Gönülsüz çıkış, yer verilen seçenekler arasından en az tercih edilir. Gönülsüz çıkış “iflas ya da zorunlu tasfiyeyi (*compulsory liquidation*)” ifade etmektedir. Dünya genelinde iflas işlemleri genellikle, kreditor ya da yönetici gibi uygun kişilerin iflas için dava açmasına olanak sağlayan finansal sıkıntı içindeki firmalar için geçerli acze düşme ile ilgili düzenlemelerin bir parçasıdır. İflas işlemleri için atanan görevliler, alacaklıların taleplerinin karşılanması için firma varlıklarının dağılımı ve tasfiyesi konuları ile ilgilenmektedir. Çoğu olayda, paydaşlara ancak sınırlı ödeme yapılabilen ve firmanın faaliyetleri sürekli bir biçimde sona ermektedir. Zorunlu

tasfiyede ise, mahkeme uygun kişilerin başvurusu üzerine firmanın tasfiyesine karar vermektedir. Bu durum iflas kadar sıklıkla görülmemektedir (Balcaen vd., 2009: 4).

Pazardan çıkış açısından geçerli ikinci olasılık gönüllü tasfiyedir. Kreditörler, varlıkların tasfiye değerinin yükümlülükleri karşılamadığı durumlarda yasal olarak tasfiye veya iflas sürecinin başlatılmasını talep ederken, hissedarlar, firma varlıklarının tasfiye değerinin firma yükümlülüklerinin tasfiye değerinin üzerinde olduğu durumlarda, gönüllü tasfiye kararı almaktadır. Bu durumda firma tüm yükümlülüklerini karşılamaktadır. Kalan değerler hissedarlar arasında pay edilmektedir. Gönüllü tasfiye, firmanın işleyen teşebbüs değerinin firma varlıklarının değerinin altına düştüğü zamanlarda hissedarlar tarafından tercih edilmektedir (Balcaen vd., 2009: 4).

Acze düşen (*insolvent*) firmalar<sup>11</sup>, her ne kadar iflas sürecine girmeseler dahi, kuvvetli bir biçimde sektör içerisindeki pozisyonlarını kaybetme eğilimi göstermektedir. Bu anlamda firmanın katlandığı finansal sıkıntı maliyetleri, diğer firmalarca katlanılan sektörel bir davranış olmayıp, acze düşen firmanın sektördeki diğer firmaların gerisine düşmesini ifade etmektedir (Pindado & Rodriguez, 2005: 345). Finansal sıkıntının firmaya maliyeti iflas ve tasfiyenin geleneksel maliyetlerinin çok ötesindedir. Sıkıntı algısı, firmanın faaliyetleri, müşterileri, sağlayıcıları ve borç verenler üzerinde ciddi hasar yaratmaktadır. Finansal sıkıntı yaşayan firmalar, müşteri kaybı, satışların azalması, işten çıkarmalar ve sağlayıcı kısıtlamaları gibi olaylarla karşılaşmaktadır. Söz konusu dolaylı maliyetler, sıkıntı algısının gerçeğe dönüşmesine neden olmaktadır. Yapılan çeşitli çalışmalarda bu maliyetlerin firma değerinin %10-25'ine tekabül ettiği sonucuna ulaşılmıştır (Damodaran, 2009: 28).

Pazardan çıkış açısından geçerli üçüncü olasılık yeniden yapılanmadır (*restructuring exit*). Bu durum firmanın büyük bir dönüşüm yaşadığı gönüllü bir süreci ifade etmektedir. Dönüşüm firmanın yasal görünümünde değişikliğe yol açarken tasfiye olmaksızın firmanın varlığı sona ermektedir. Yeniden yapılanma; (1) devralma (2) birleşme (3) bölünme şeklinde gerçekleşebilmektedir. Gönülsüz veya gönüllü tasfiyeden farklı olarak bu çıkış stratejisinde firmanın üretim kapasitesi ekonomik hayatta yeniden kullanılmaktadır. Bu durumda varlıkların veya borçların dağıtımına gerek olmayıp, firmanın borçları yeni hissedarlar tarafından üstlenilmektedir (Balcaen vd., 2009: 5).

---

<sup>11</sup> Mali başarısızlığa uğrayan işletmeler, genellikle nakit akışını idare etmekte ve kısa vadeli borçlarını ödemekte zorluklarla karşılaşmaktadır. Bu durum işletmenin acze düşmesine neden olmaktadır. Acze düşme, finansal baskı sürecinin aşamalarından biridir ve literatürde; "firmanın dönen ve duran varlıkları toplamının vadesi gelen borçların toplamının altına düşmesi ve borçların vadesi geldiğinde ödenememesi" olarak tanımlanmaktadır (Çakır, 2005: 11).

Finansal sıkıntı, yukarı da yer verilen örneklerde olduğu gibi her zaman firmanın faaliyetlerine son vermesi ile sonuçlanmamaktadır. Finansal sıkıntının iflas-mahkeme sistemi ve sahipliğin değişmesi şeklindeki pazardan çıkış stratejileri dışında da özel piyasa çözümleri bulunmaktadır. Bu konudaki seçenekleri; “borç yapılandırma, varlık satışı ve dış kaynaklardan yeni sermaye enjekte edilmesi” olarak sıralamak mümkündür (Senbet & Wang, 2012: 10).

Borç yapılandırma, finansal sıkıntıdaki borçlu firmanın kreditorler ile, firmanın borç yükümlülüklerini azaltılması ve finansal koşullarının iyileştirilmesi için, borç sözleşmesinin değiştirilmesi için yeniden bir pazarlık yapılmasını ifade etmektedir. Borç sözleşmesinin diğer tarafının kamu veya özel olması durumuna göre tabi olduğu düzenlemelerde farklılık göstermektedir (Senbet & Wang, 2012: 11). Bu tarz bir yeniden yapılandırmanın bir mekanizması kreditorlerle yapılan pazarlık sonucunda sert sözleşme koşullarının ertelenmesi ya da yükümlülüklerin azaltılması gibi yeniden formüle edilmesidir. Bir diğer teknik ise sert sözleşmelerin yumuşak menkuller ile yer değiştirilerek sabit ödemelerin elimine edilmesidir. Genel olarak borç yapılandırılması mevcut borçların yenileri ile değiştirilmesi yoluyla faiz ya da anapara ödemelerine yönelik azaltma, vade uzatma gibi çeşitli yöntemlerle finansal sıkıntının rahatlatılmasına olanak sağlamaktadır. Bir diğer finansal yapılandırma mekanizması ise cari varlıklar ve sert sözleşmeler arasındaki dengesizliğin düzeltilerek gelecek nakit akışlarının teminine yönelik likiditenin artırılmasıdır. Her ne kadar sert sözleşmeler değiştirilemese dahi yeni finansman garantileri ile firmanın alacaklı yapısının değiştirilmesi mümkündür. Yeni yapının yumuşak sözleşmelerden oluşması ya da daha uzun vadeye yayılması toplamda finansmanın daha az külfetli olmasına olanak sağlayacaktır. Girişim sermayesi (*private equity*) yatırımlarını bu stratejinin bir örneği olarak adlandırmak mümkündür<sup>12</sup> (Hotchkiss, 2008: 5).

Borç yapılandırmasının alternatiflerinden bir tanesi firma varlıklarının satışa çıkartılmasıdır. Firma varlıklarının bir kısmının satılması yoluyla firmaya yeni nakit giriş imkanı sağlandığı gibi yeni yatırım fırsatlarında değerlendirebilmektedir. Bununla birlikte likidite sıkıntısı ve kötü finansal pozisyon varlıkların satış fiyatının düşmesine neden olmaktadır (Senbet & Wang, 2012: 11). Firmanın cari yükümlülüklerin karşılanması için bilançonun aktif tarafında yer alan varlıkların tamamı veya bir kısmının satılabilmesi

---

<sup>12</sup> *Risk sermayesi (venture capital) yatırımında var olan risk; yeni bir ürün yaratılması ve piyasada tutulması riskidir. Ancak yüksek riskin yüksek getiriyi getireceğinden yola çıkan bu finansman modelinde; alınan riskin başarıya dönüşmesi durumunda sağlanacak yüksek kar marjı ve büyük satış hacminden kaynaklanan verimlilik artışı bu şirketlere ortak olmak suretiyle finansman sağlayan yatırımcıların faydasını oluşturur. Private equity olarak adlandırılan “girişim sermayesi” kavramı ise “risk sermayesi” kavramını da kapsayacak şekilde, fikirlere ve henüz başlangıç aşamasındaki yeni kurulmuş şirketlere yapılan yatırımların yanında, satın almaları, yeniden yapılandırmaları ve büyüme stratejisi güden genellikle 3-10 yıllık şirketlere yapılan büyüme ve genişleme yatırımlarını da kapsayacak şekilde kullanılmaktadır. Bu çerçevede, girişim sermayesi, fon fazlasına sahip yatırımcıların, gelişme potansiyeli yüksek olan küçük ve orta ölçekli işletmelerin oluşumu ve faaliyete geçmesi için yaptıkları uzun vadeli bir yatırım olarak da ifade edilebilir (SPK, 2010: 4).*

mümkündür. Bununla birlikte likit olmayan varlıkların zamanından önce elden çıkarılması ise işleyen teşebbüs değeri üzerinde yıkıcı bir etkiye yol açabilmekte ve tasfiyenin maliyetini artırmaktadır. Söz konusu maliyet, varlıklardan kaynaklanacak gelecek nakit akışlarının şimdiki değeri olan işleyen teşebbüs değeri ile varlıkların zamanından önce elden çıkartılması nedeniyle elde edilen en yüksek değer arasındaki farktan kaynaklanmaktadır. Varlık yeniden yapılandırma ve tasfiyenin maliyeti, ihtiyaç duyulan varlıkların ne kadarlık bir bölümünün elden çıkartıldığı gibi çeşitli faktörlere bağlıdır. Varlıkların parçalar yerine bir bütün olarak işleyen teşebbüs paketi şeklinde elden çıkartılması halinde tasfiye maliyetinin düşmesi mümkündür. Benzer şekilde varlıkların onları en etkin şekilde kullanacaklar tarafından rekabetçi bir ihale ardından devralınması halinde de tasfiye maliyetinin düşebilmesi söz konusudur. Bu anlamda, varlık yeniden yapılandırma stratejisinin etkinliği gerekli varlıkların satışından kaynaklanan tasfiye maliyetine bağlıdır (Hotchkiss, 2008: 4).

Finansal sıkıntıda ki firma sıklıkla likidite sorunu yaşamaması nedeniyle çözüm sürecinde köprü finansmana ihtiyaç duymaktadır. Firmanın çalışanlar, tedarikçiler ve diğer paydaşlara yetecek nakite ihtiyacı bulunmaktadır. Buna ek olarak bazı yatırımlar için de bu durum geçerlidir. Bu açılardan firmanın yeni sermaye girişi sağlama çekiciliği önem kazanmaktadır. Bununla birlikte finansal sıkıntı nedeniyle aynı zamanda yeni sermaye bulunması da güçleşmektedir. Firmanın mevcut borçlarının varlığı nedeniyle yeni para girişinin veya yeni sermayeden kaynaklanacak gelirlerin öncelikle eski borçlulara gidecek olması bu durumu güçleştirmektedir. Bu problemin giderilmesine yönelik en kolay çözüm yeni kreditorlerin en öncelikli alacaklı yapılmasıdır. Borçlunun sahiplik finansmanı (*debtor-in-possession*) olarak da adlandırılan bu durumda yeni borç verenler diğer tüm borç verenlerden daha öncelikli olarak belirlenmektedir. Bu çözümün uygulanamayacağı borç kıdemi (sıralaması) bakımından geçerli anlaşmaların ya da düzenlemelerin olduğu durumlarda ise varlık satışı ya da borç yapılandırması seçenekleri öne çıkmaktadır (Senbet & Wang, 2012: 12-13).

Finansal sıkıntı, borç yapılandırması sonrasında dahi ortaya çıksa bile, sermaye yapısı, yatırım politikası ve firma performansı üzerinde etkisi olan uzun dönemli bir süreçtir (Kahl, 2002: 135). Finansal sıkıntıda ki firmanın likidite durumu iyi ve borçları az ise, iflas yerine devralınma olasılığı daha fazladır. Benzer şekilde düşük kaldıraçlı firmalar için birleşme seçeneği iflas seçeneğinden daha fazla olasılığa sahiptir. Yüksek kaldıraca sahip firmalar açısından ise devralınma seçeneği iflas seçeneğinden daha yüksek olasılığa sahiptir (Balcaen vd., 2009: 6). Görüldüğü üzere finansal sıkıntıda ki firmalar için gönülsüz çıkış en az tercih edilen seçenektir. Gevşek (*slack*) olarak da adlandırılan likit kaynakların varlığı bu seçimde belirleyici olmaktadır. Likit varlıklar, nakit ve pazarlanabilir hisse senetleri gibi, kolaylıkla yeniden organize edilebilen kaynakları ifade etmektedir. Firmanın yüksek oranda likit kaynaklara sahip olduğu durumlarda gönülsüz çıkıştan daha ziyade gönüllü tasfiye ya da birleşme seçenekleri gündeme gelmektedir (Balcaen vd., 2009: 9).

Hem varlık yapılandırma hem borç yapılandırma mahkeme nezdinde ya da gönüllü olarak taraflar arasındaki işbirliği çerçevesinde yerine getirilebilmektedir. Finansal sıkıntının çözümüne yönelik yöntemlerin seçimi her bir yöntemin göreceli fayda ve maliyetine bağlıdır. Örneğin ikincil piyasaların likit olmadığı durumlarda varlık yapılandırmanın maliyetinin yüksek olması nedeniyle finansal yapılandırma hakim yöntem olarak öne çıkmaktadır. Bununla birlikte örneğin varlık satışının rekabetçi ihale yöntemi ile gerçekleştirilebileceği piyasalarda ise finansal sıkıntıya yönelik çözümlerin maliyetinin düşeceğinden bahsetmek olanaklıdır (Hotchkiss, 2008: 5).

Finansal sıkıntının mahkeme dışı çözümleri bakımından geliştirilen yöntemlerin gerçekleştirilmesi bakımından ortaya çıkan problemleri; “anlaşmanın reddedilmesi problemi (*hold out problem*), asimetrik bilgi ve çıkar çatışması” olarak sıralamak mümkündür. Anlaşmanın reddedilmesi problemi, temerrüde düşen borçlu firmanın vadesi gelen bonolarını yenileri ile değiştirerek yapacağı borç yapılandırmasını ifade etmektedir. Ancak bu tarz bir işlemin gerçekleşebilmesi için ellerinde bono bulunan alacaklarının büyük bir çoğunluğunun bu anlaşmaya onay vermesine bağlıdır. Finansal sıkıntının varlığı ışığında asimetrik bilgi, firma ve kreditorlerin firma değeri konusunda farklı düşünmesine neden olmaktadır. Firma tarafı alacaklıları vadesi gelen borçların değiştirilmesi konusunda ikna etmeye çalışırken, karşı taraf farklı argümanları dile getirmektedir. Benzer şekilde tüm bu süreçte uygulanacak politikalar konusunda firma sahipleri, kıdemli alacaklılar ve yeni alacaklılar arasında çıkar çatışmalarının yaşanması muhtemeldir (Senbet & Wang, 2012: 12-14).

#### 4. Sonuç

Global finansal kriz ekonomilerde büyük zararlara yol açmıştır. Krizin finansal piyasalardan kaynaklanması ve bulaşma etkisiyle tüm dünyaya yayılması nedeniyle reel piyasalarda bu durumdan önemli derecede etkilenmiştir. Tüm bu süreçte öne çıkan konu başlıkları hiç kuşkusuz krizden çıkış stratejilerine odaklanmak olmuştur. Bu anlamda özellikle mali piyasalara yönelik tedbirler ile ciddi önlemler alınma yoluna gidilmiştir. Krizle birlikte tekrar gündeme gelen konular ise finansal sıkıntı ve iflaslardır. Bu anlamda finansal sıkıntının ve iflasların tahmin edilebilmesi sorunların çok daha önceden öngörülebilmesine olanak sağlaması nedeniyle yeniden tartışma gündeminin başına oturmuştur. İflas düzenlemeleri, pazardan çıkış stratejisi olarak etkin firmaların ekonomik düzen içinde kalmalarına olanak sağlanması üzerine kurgulanırken, finansal sıkıntıya yönelik çalışmalar ise sürecin son aşama olan iflası sürüklenmemeye odaklanmıştır.

Finansal sıkıntı yaşayan firmalar; çeşitli varlıkların satışı, bir diğer firma ile birleşme, sermaye ve ar-ge harcamalarının kısılması, yeni hisse satışı, bankalar ve diğer kreditorler ile pazarlık, borçların hisse ile değiştirilmesi ve iflas için dava açılması gibi konular ile ilgilenmektedir. Söz konusu işlemler firma bilançosunun her iki tarafına ait olup,

çeşitli varlıkların satışı, bir diğer firma ile birleşme, sermaye ve ar-ge harcamalarının kısılması işlemleri “varlık yeniden yapılandırma” ve yeni hisse satışı, bankalar ve diğer kreditorler ile pazarlık, borçların hisse ile değiştirilmesi ve iflas için dava açılması gibi işlemler ise “finansal yeniden yapılandırma” kapsamına girmektedir.

Finansal sıkıntı kavramı; “aceze düşme, temerrüt, borca batıklık, tasfiye, iflas vb.” birbirleri ile ilgili birçok kavramı içerisinde barındıran bir süreci ifade etmektedir. Söz konusu kavramlar hukuki süreçleri ifade etmeleri nedeniyle belirli bir tanıma sahipken, finansal sıkıntının herkesin üzerinde uzlaştığı net bir tanımı bulunmamaktadır. Bu durum finansal sıkıntının tahminine yönelik çalışmalarda da kendini göstermektedir. Bu anlamda uzun dönemler salt finansal sıkıntıya yönelik modeller yerine daha sonuç odaklı olan iflasa ilişkin çalışmalar yapılmıştır. Söz konusu çalışmalarda iflas eden şirketler ile faaliyetine devam eden şirketlerin mali oranları karşılaştırılarak aradaki farklardan temel göstergeler tespit edilmesine odaklanılmıştır. Söz konusu göstergeler ise büyük ölçüde borçlanma kavramı ile açıklanmıştır. Bu anlamda finansal sıkıntının tahminine yönelik modellerin geliştirilmesi bakımından kavramın net bir şekilde tanımlanması büyük önem taşımaktadır. Bu durum aynı zamanda sıkıntıdan çıkış için uygulanacak stratejilerin belirlenmesinde anahtar bir rol oynamaktadır.

### **Kaynakça**

- Balcaen, Sofie & Jozenfien Buyze & Hubert Oogheş (2009), “Financial distress and firm exit: determinants of involuntary exits, voluntary liquidations and restructuring exits”, *Working Paper*, 2009/598, June, Universiteit Gent.
- Çakır, Murat (2005), “Firma Başarısızlığının Dinamiklerinin Belirlenmesinde Makine Öğrenme Teknikleri: Ampirik Uygulamalar ve Karşılaştırmalı Analiz”, *Uzmanlık Yeterlik Tezi*, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Ankara.
- Campbell, John Y. & Jens Dietrich Hilscher & Jan Szilagyi (2011), “Predicting financial distress and the performance of distressed stocks”, *Journal of Investment Management*, 9(2): 14-34, <<http://nrs.harvard.edu/urn-3:HUL.InstRepos:dash.current.terms-ofuse#OAP>>, 21.06.2014.
- Damodaran, A. (2009), *Valuing Distressed and Declining Companies*, Stern School of Business, June, <<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/NewDistress.pdf>>, 12.04.2014.
- Hotchkiss, E.S. & John Kose & Robert M. Mooradian & Karin S. Thorburn (2008), “Bankruptcy and the Resolution of Financial Distress”, Chapter 14, *Handbook of Empirical Corporate Finance*, Volume 2.
- Janes, Troy D. (2003), “Accruals, Financial Distress, and Debt Covenants”, University of Michigan Business School, <[http://www1.american.edu/academic.depts/ksb/finance\\_realestate/mrobe/Seminar/Janes.pdf](http://www1.american.edu/academic.depts/ksb/finance_realestate/mrobe/Seminar/Janes.pdf)>, 06.05.2014.

- Jiang, Kun & Susheng Wang (2009), *Firms in Economic Distress: Survival Strategies and Economic Factors*, <<http://home.ust.hk/~sswang/PDF/Firms%20in%20Distress.pdf>>, 21.11.2013.
- Kahl, Matthias (2002), "Economic Distress, Financial Distress and Dynamic Equation", *The Journal of Finance*, Vol. LVII, No.1, February.
- Lemmon, Michael & Yung Yu Ma & Elizabeth Tashjian (2009), *Survival of the Fittest? Financial and economic distress and restructuring outcomes in Chapter 11*, University of Utah, Department of Finance.
- Mahdi, Salehi & Bizhan Abedini (2009), "Financial Distress Prediction in Emerging Market: Empirical Evidences from Iran", *Business Intelligence Journal*, August, 2009 Vol. 2, No. 2.
- McCarthy, Yvonne (2011), "Behavioural Characteristics and A Financial Distress", *Conference on Household Finance and Consumption*, Working Paper Series, No. 1303, February, European Central Bank.
- Outecheva, Natalia (2007), "Corporate Financial Distress: An Empirical Analysis of Distress Risk", *Dissertation no. 3430*, the University of St.Gallen Graduate School of Business Administration, Economics, Law and Social Sciences (HSG).
- Platt, Harlan D. & Marjorie B. Platt (2008), "Financial Distress Comparison Across Three Global Regions.", *Journal of Risk and Financial Management*, No:1, 129-162, <<http://www.mdpi.com/1911-8074/1/1/129>>, 2.03.2014.
- Platt, Harlan D. & Marjorie B. Platt (2006), "Understanding Differences Between Financial Distress and Bankruptcy", *Review of Applied Economics*, Vol. 2, No. 2: pp. 141-157.
- Pindado, Julio & Luis Rodrigues (2005), "Determinants of Financial Distress Costs", Swiss Society for Financial Market Research (pp. 343-359), *Financial Markets and Portfolio Management*, V. 19, N. 4.
- Sayılğan, Güven (2008), *İşletme Finansmanı*, Turhan Kitabevi, Ankara.
- Senbet, Lemma W. & Tracy Yue Wang (2012), "Corporate Financial Distress and Bankruptcy: A Survey", *Foundations and Trends in Finance*, July.
- Sormunen, Nina & Teija Laitinen (2012), "Late financial distress process stages and financial ratios: Evidence for auditors' going concern evaluation", *Liiketaloudellinen Aikakauskirja*, No. 1, 2012, pp. 41-69.
- SPK (2010), "Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları", *SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-6*, Ankara.
- Suarez, Javier & Oren Sussman (2004), "Financial distress, bankruptcy law and the business cycle", *OFRC Working Papers Series 2004fe07*, Oxford Financial Research Centre.
- Uzay, Şaban & Şükran Güngör Tanç (2009), "İMKB'de İşlem Gören Şirketlerin Bağımsız Denetim Raporlarında İşletmenin Sürekliliği Kavramının Analizi", *MODAV 6th Annual International Accounting Conference*, The Role of Management Accounting During the Crisis Period, 3-5 December 2009, İstanbul.