

FİNANSAL SIKINTININ DOLAYLI MALİYETLERİ: İMKB'DE İŞLEM GÖREN ŞİRKETLERDE BİR UYGULAMA

Ender COŞKUN*

Güven SAYILGAN**

Öz:

Finansal sıkıntı süreci doğrudan ve dolaylı maliyetler ortaya çıkarmaktadır. Direkt ödeme gerektiren yasal ve yönetsel giderleri içeren direkt maliyetler görece olarak düşüktür. Pazar payındaki düşüş, faaliyet performansındaki düşüş, etkin olmayan varlıkların satışı gibi maliyetleri içeren dolaylı finansal sıkıntı maliyetlerinin ise daha önemli olduğuna inanılmaktadır. Ancak, bu maliyetleri tam olarak ölçmek oldukça zordur. Bu maliyetlerin sermaye yapısı kararları ve şirket değerini etkileyecek kadar yüksek olup olmadığı da tartışmalı bir konudur. Eğer iflas maliyetleri görece olarak önemli ise bu maliyetlerin beklenen değerinin; kaldırılacak artışı ile ortaya çıkacak vergi avantajını geçtiği noktada şirketin optimal sermaye yapısına ulaşacağı ileri sürülebilir.

Bu çalışmada dolaylı finansal sıkıntı maliyetleri ile ilgili ampirik bulgular ortaya konulmaktadır. Bu maliyetleri ölçmek için sektöre göre düzeltilmiş faaliyet kârlılığındaki yıllık değişim finansal sıkıntıya giristen önceki yıldan başlayarak reorganizasyon sonrası yıla kadar incelenmiştir. Bu yaklaşımla, 1995-2003 yılları arasında finansal sıkıntı yaşamış 50 şirket incelenmiş ve finansal sıkıntı sürecinde faaliyet performanslarında önemli düşüşler saptanmıştır.

Anahtar Kelimeler: Dolaylı Finansal Sıkıntı Maliyetleri, Sermaye Yapısı, Şirket Performansı, Ödünleşme Teorisi

Jel Sınıflandırması: G33, G34

* Dr., Pamukkale Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, encoskun@hotmail.com

** Doç. Dr., Ankara Üniversitesi, Siyasal Bilgiler Fakültesi, İşletme Bölümü, sayilgan@politics.ankara.edu.tr

**INDIRECT COSTS OF FINANCIAL DISTRESS:
EVIDENCE FROM ISE LISTED COMPANIES**

Abstract:

Financial distress has both direct and indirect costs. Direct costs of financial distress, such as litigation fees, are relatively small. Indirect costs, such as loss of market share, inefficient asset sales and declines in operating performance are believed to be more important, but they are also much harder to quantify. Whether such costs are high enough to matter for corporate valuation practice and capital structure decisions is the subject of much debate. If bankruptcy costs are relatively significant then it may be argued that at some point the expected value of these costs outweighs the tax benefit derived from increasing leverage and the firm will have reached its optimum capital structure point.

This paper presents an empirical investigation of the indirect costs of financial distress. In order to measure the cost, this study estimates the annualized changes in industry-adjusted operation profit from a year before the onset of distress to the resolution year. Furthermore, the changes in performance after the reorganization are studied. Using those approaches, we examine a sample of 50 firms during the period 1995–2003 and find that our sample firms experience significant declines in their operating performance during financial distress.

Keywords: Indirect Costs of Financial Distress, Capital Structure, Firm Performance, Trade-off Theory

Jel Classification: G33, G34

GİRİŞ

Finansal sıkıntı, nakit akışının cari yükümlülükleri karşılamak için yetersiz olması durumu olarak tanımlanabilir (Wruck, 1990:421). Bu açıdan bakıldığında şirketler pozitif net değere sahip iken diğer bir ifade ile varlıkların değerinin borçların değerini aştığı zamanlarda da finansal sıkıntı ile karşılaşabilirler (Gaughen, 2002: 430-431).

Finansal sıkıntı süreci, kredi verenleri, ortakları ve işletme ile diğer bir çok kesimi etkilemekte ve bu kesimlere bazı maliyetler yüklemektedir. Finansal sıkıntının işletmeye yüklediği maliyetler doğrudan bir ödeme gerektirip gerektirmemesine göre direkt maliyetler ve dolaylı maliyetler şeklinde ikiye ayrılabilir (Warner, 1977: 338-339; Altman, 1984: 1067; Wruck, 1990: 436-439; Aktaş, 1997: 11). Finansal sıkıntı maliyetleri, şirketin katlanacağı faiz oranının ve şirketin sermaye yapısının potansiyel bir belirleyicisidir (Weiss, 1996: 260). Bu maliyetler, şirket finansal sıkıntıya düştükten sonra iflas için müracaat edene kadar geçen sürede ortaya çıkabileceği gibi iflas müracaatından sonra da ortaya çıkabilir (White, 1996:479-490). Şirketin iflas edip

etmeyeceğini piyasa tam olarak algılayamasa da ödemelerde güçlük çekmekten kaynaklanan dolaylı maliyetler oldukça büyük olabilmektedir. Çünkü iflas olasılığı, şirketin sürekliliği ve hizmet sağlayabilme yeteneği ile ilgili riskler hakkında bilgiler içermektedir. (Altman, 1984: 1072).

Doğrudan finansal sıkıntı maliyetleri iflas süreci ile ilgili olarak dışarıdan sağlanan fayda ve hizmetler için katlanılacak giderleri ve yasal olarak ödenmesi gereken ücretleri içeren maliyetlerdir (Aktaş, 1997: 11). Dolaylı maliyetler ise doğrudan fark edilemeyen, geniş bir alandaki fırsat maliyetlerini içermektedir (Weis, 1996: 260-263). İflas olasılığı arttıkça, işletmenin hem faaliyet maliyetleri hem de gelirleri bu durumdan etkilenecek ve kârlılığı düşecektir (Jensen ve Meckling, 1976: 50). Örneğin Altman (1984), Opler ve Titman (1994), Cuttler ve Summers (1988) potansiyel alıcıların, şirketin borç ödemede güçlüğüyle karşılaşma olasılığının olduğunu fark etmesi durumunda, finansal sıkıntının dolaylı maliyetlerinin ölçülmesinde kullandıkları şirketin satışlarının, kârının ve piyasa değerinin düştüğü yönünde bulgulara ulaşmışlardır.

Finansal sıkıntı sürecinin ortaya çıkardığı maliyetlerinin büyüklüklerinin bilinmesi, bazı konularda karar verilmesi için oldukça önemlidir. Bu karar alanları arasında optimal sermaye yapısının varlığı (veya yokluğu), iflas yasasında tasfiye ve yeniden yapılandırma süreçlerinde yapılacak düzenlemelerin fayda ve maliyetleri ve riskli borçlar için istenecek risk priminin büyüklüğünün belirlenmesi gibi konular öne çıkmaktadır (Branch, 2002:39). Bu konularda doğru kararlar alabilmek için finansal sıkıntı sürecinde katlanılan maliyetlerin büyüklüğünün bilinmesi gerekmektedir. Bu nedenle, araştırmacıların finansal sıkıntı sürecinde katlanılan doğrudan ve dolaylı maliyetlerin büyüklüğü ile ilgili olarak yaptığı çalışmalar gün geçtikçe artmaktadır.

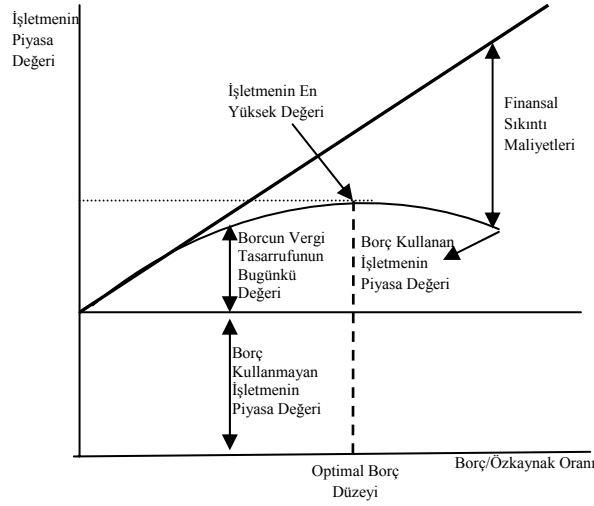
Bu çalışmada, finansal sıkıntı maliyetlerinin sermaye yapısı kararları açısından önemi ile ilgili teorik bir çerçeve çizilmekte ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda işlem gören, finansal sıkıntı yaşamış işletmelerde finansal sıkıntının dolaylı maliyetleri kârlılık ölçütü açısından incelenmektedir.

D) FİNANSAL SIKINTI MALİYETLERİNİN SERMAYE YAPISI KARARLARI AÇISINDAN ÖNEMİ

Şirketlerin sermaye yapısını açıklamaya yönelik teoriler açısından finansal sıkıntı konusu incelendiğinde, finansal sıkıntı maliyetlerinin büyüklüğü hakkında elde edilecek sonuçların oldukça önemli olduğu görülmektedir. Modigliani ve Miller (1963) borcun vergi kalkını etkisini sermaye yapısı kararları açısından değerlendirirken, şirketin kârının vergilendirildiği ve faiz ödemelerinin vergiden düşülebildiği bir ortamda şirketin optimum sermaye yapısının hemen hemen tamamının borç içereceğini ileri sürmektedir. Benzer şekilde Jensen (1986) tarafından ileri sürülen serbest nakit akışı teorisinde de borçlanmanın şirket değerini artıracığı belirtilmektedir. Buna göre

önemli ölçüde ve düzenli nakit girişi olan işletmelerde yüksek kaldıraç, işletme yöneticilerinin daha dikkatli davranmasını sağlayarak serbest nakit akışından dolayı ortaya çıkacak temsil maliyetlerini azaltacaktır (Jensen, 1986: 325-326).

Sermaye yapısı teorilerinden biri olan ödünleşme teorisi (trade-off theory) borçlanma oranı ile birlikte artarak belli bir düzeye gelince borcun vergi kalkını etkisini aşan ve optimal sermaye yapısının oluşmasında etkili olan finansal sıkıntı maliyetlerin varlığını vurgulamaktadır. Buna göre şirketler ilave borçtan sağlanacak vergi avantajları ile bu borcun ortaya çıkaracağı maliyetleri dengeleyecek borç düzeyine kadar borçlanabilirler. Çünkü ilave borçlanma, geri ödeyememe olasılığı ortaya çıkarmaktadır. Bu olasılığın ortaya çıkması şirketlerin finansal sıkıntı maliyetlerine katlanmasına yol açmaktadır (Scherr, 1988:147-148).



Şekil : 1
Finansal Sıkıntı Maliyetleri ve İşletme Değeri¹

Şekil : 1’de bu fayda ve maliyetler ile şirket değeri arasındaki ilişki gösterilmektedir. Borcun sağlayacağı vergi avantajı ile finansal sıkıntı maliyetleri arasındaki denge optimum sermaye yapısını oluşturmaktadır. Vergi tasarrufunun bugünkü değeri, şirket ilave borç kullanıkça; bir noktaya kadar artmaktadır. İlimli bir borç düzeyinde diğer bir ifade ile finansal sıkıntı olasılığı düşük iken borç kullanmaktan kaynaklanan bir vergi avantajı ortaya çıkarmaktadır. Fakat bir noktadan sonra ilave borçlanmalarla finansal sıkıntı olasılığı artmaktadır. Finansal sıkıntının olası maliyetleri, şirket değerini

¹ **Kaynak:** Richard A. Brealey, Stewart C. Myers ve Alan J. Marcus, **İşletme Finansının Temelleri**, Çev: Ünal Bozkurt, Türkan Arıkan ve Hatice Doğukanlı, Literatür Yayıncılık, İstanbul, 1999, s. 418.

önemli ölçüde azaltmaktadır (Brealey ve diğerleri, 1999: 418). Faiz ödemelerinin vergi matrahından indirilebiliyor olmasından dolayı ortaya çıkacak vergi avantajının belli bir noktada finansal sıkıntı maliyetleri ile dengelenip dengelenmeyeceği; finansal sıkıntının ve daha dar anlamda iflas maliyetlerinin görece büyüklüğüne bağlıdır (Scherr, 1988: 148). Dolayısıyla finansal sıkıntı maliyetleri ile ilgili bir tahmin yapabilmek ödünleşme teorisinin geçerliliğini ortaya koyabilmek açısından önemlidir.

Finansal sıkıntının ortaya çıkardığı maliyetlerin büyüklüğü hakkında literatürde bir görüş birliği yoktur. Finansal sıkıntı maliyetleri ile ilgili görüşleri; finansal sıkıntının maliyetsiz olduğu, finansal sıkıntının maliyetli olduğu ancak vergi kalkanından elde edilecek avantaj ile karşılaştırıldığında bu maliyetlerin göz ardı edilebileceği, finansal sıkıntının önemli maliyetler ortaya çıkarabileceği (Altman, 1984: 1067) şeklinde gruplandırmak mümkündür. Ayrıca finansal sıkıntı sürecinin; yöneticileri performans geliştirici önlemler almaya zorladığı ve dolayısıyla performans artışı sağladığı için yararlı sonuçlarının olabileceği yönünde görüşler de son zamanlarda dile getirilmeye başlanmıştır. Örneğin Kaplan (1994) yaptığı bir vaka analizinde finansal yeniden yapılandırma sürecinde tahmin edilen kazançların, katlanılan maliyetleri aştığını, iflas sürecinin mutlaka maliyetli olması gerektiğini belirtmektedir. Haugen ve Senbet (1978) ise iflas maliyetlerinin sermaye yapısı ile ilişkisiz olduğunu ileri sürmektedir.

Branch (2002) tarafından yapılan bir literatür taramasında, iflas maliyetleri ile ilgili bulgular bir araya getirilerek, bu maliyetlerin büyüklüğü ortaya konulmaya çalışılmıştır. Çalışmadan elde edilen sonuçlara göre, genel olarak bakıldığında iflas durumundaki bir şirketten hak talep edenlerin (hissedar ve kredi verenler) elinde, şirketin sıkıntıya düşmeden önceki değerinin yaklaşık %56'sı kalmaktadır. Aynı şekilde finansal sıkıntı ile uğraşmak, şirketin finansal sıkıntı öncesi değerini %12 ile %20 arası bir oranda düşürmektedir. Bu oranlar optimal sermaye yapısına karar vermede ve risk priminin seviyesini açıklamada finansal sıkıntı maliyetlerinin önemini ortaya koymaktadır (Branch, 2002: 54-55).

II) DOLAYLI FİNANSAL SIKINTI MALİYETLERİ İLE İLGİLİ ÇALIŞMALAR

Şirketlerin gelirleri ve faaliyet maliyetleri diğer bir ifade ile kârlılıkları iflas olasılığından ve böylece sermaye yapısından bağımsız değildir (Jensen ve Meckling, 1976: 50). Çünkü finansal sıkıntı, işletmenin olağan bir şekilde faaliyetine devam etme yeteneğini etkileyerek dolaylı maliyetler ortaya çıkarmaktadır (Branch, 2002: 50-52). Bu nedenle finansal sıkıntının dolaylı maliyetleri hakkındaki araştırmalarda, maliyetler genelde kârlılık düşüşü ve piyasa değeri düşüşü ile ilişkilendirilerek ölçülmeye çalışılmaktadır.

Dolaylı maliyetlerin bir yönünü ürün veya hizmetin potansiyel alıcılarının, şirketin ödeme sıkıntısı olasılığına inanması ile meydana gelecek olan satış ve kâr kayıpları oluştururken (Altman, 1984: 1071) bir diğer yönünü tedarikçiler ve çalışanların şirket ile olan ilişkilerinin bozulmasından kaynaklanan ve satış ve kâr kaybına ilave olarak faaliyet maliyetlerinin artmasına neden olan maliyetler oluşturmaktadır (Wruck, 1990: 437). Bu faktörlerin her biri farklı çalışmalarda inceleme konusu yapılmış ve sonuçta önemli dolaylı maliyet bulguları elde edilmiştir (Scherr, 1988: 153-155). Altman (1984), Opler ve Titman (1994), Cuttler ve Summers (1988) tarafından yapılan çalışmalarda şirketin borç ödemede güçlüğü karşılığının satışlarını, kârını ve piyasa değerini düşürdüğü yönünde bulgulara ulaşılmıştır. Örneğin Opler ve Titman (1994) sıkıntılı endüstrilerde faaliyet gösteren yüksek kaldıraçlı diğer bir ifade ile finansal sıkıntı olasılığı yüksek şirketlerin, düşük kaldıraçlı şirketlere göre daha büyük pazar payı kaybına ve kâr kaybına uğradıkları sonucuna ulaşmışlardır.

Altman (1984) başarısız olan işletmeler için dolaylı iflas maliyetlerinin sınırlı olmadığını ve yüksek iflas olasılığına sahip işletmelerin, sonuçta başarısız olsalar da olmasalar da bu maliyetlere katlanabileceğini belirtmektedir. Hatta araştırmalarda finansal sıkıntının etkilerinin önemli bir bölümüne temerrüt gerçekleşmeden önce katlanıldığı, çünkü işletme değerindeki düşüşlerin büyük bölümünün iflas ve temerrüt gerçekleşikten sonra değil bu durum ortaya çıkmadan önce meydana geldiği ileri sürülmektedir (Whitaker, 1999: 124).

Finansal sıkıntı maliyetleri arasında sayılan ve katlanılan maliyetlerin artmasına yol açan dolayısıyla finansal sıkıntı ile ilişkilendirilen diğer bir durum ise yöneticilerin davranışlarından kaynaklanan aşırı/eksik yatırımın problemi ve iflas müracaatını geciktirmenin maliyetleridir. Bu maliyetler, şirket finansal sıkıntı yaşarken ancak iflas için müracaat etmeden önce de oluşabilen maliyetlerdir. Bu maliyetlerin büyüklüğü uygulamadaki iflas yasalarının katılığı veya esnekliği ile yakından ilişkilidir. (White, 1996: 479-490).

Dolaylı maliyetleri belirlemeye yönelik çalışmaları iki gruba ayırmak mümkündür. Jain (1985), Shleifer ve Vishny (1992), Pulvino (1999) gibi çalışmaların örnek olarak gösterilebileceği birinci gruptaki çalışmalarda; finansal sıkıntıdan dolayı varlık satışından doğan zararlar veya aşırı/eksik yatırım nedeni ile ortaya çıkan maliyetler gibi finansal sıkıntı sürecinde karşılaşılabilecek bir durum ele alınmakta ve bu durumun ortaya çıkardığı maliyetler incelenmektedir. Altman (1984), Opler ve Titman (1994), Cutler ve Summers (1988) gibi çalışmaların örnek olarak gösterilebileceği ikinci grup çalışmalarda ise; daha genel bir yaklaşım takip edilmekte ve finansal sıkıntı sürecindeki şirketlerin katlandıkları satış düşüşleri, kârlılık düşüşleri ve bunun sonucunda ortaya çıkan piyasa değerindeki düşüşler dolaylı maliyetlerin göstergesi olarak ele alınıp incelenmektedir.

Hangi yöntem belirlenirse belirlensin finansal sıkıntı maliyetlerini tam olarak ölçmenin zor olduğu görüşü birçok çalışmada dile getirilmektedir. Bu zorluk, finansal sıkıntıda şirketin düşük performansının finansal sıkıntıdan mı, şirketi sıkıntıya sokan diğer faktörlerden mi kaynaklandığını ayırmadaki yetersizlikten ortaya çıkmaktadır.

Finansal sıkıntı maliyetleri ile ilgili ilk ampirik çalışmalardan biri Altman (1984) tarafından yapılmıştır. Altman (1984), sonradan iflas müracaatında bulunan 11 ticaret ve 7 sanayi işletmesinin dahil edildiği bir örneklem ve ayrıca 7 büyük iflas müracaatı için ayrı ayrı finansal sıkıntı maliyetlerini araştırmıştır.

Çalışmada, ticaret işletmeleri için dolaylı iflas maliyetleri üç yıl önceki şirket değerinin %5,5'i, müracaattan hemen önceki değerinin %8,2'si bulunurken, bu oran sanayi işletmeleri için sırasıyla %11,2 ve %13,9'dur. Tüm örneklem için iflastan hemen sonraki şirket değerinin %10,5'i oranında bir dolaylı maliyet hesaplanmıştır. Büyük 7 iflasın ise analistlerin kâr tahminlerinden sapmaya göre incelenmesi sonucunda, dolaylı maliyetler iflas müracaatından bir ay önceki piyasa değerinin %20'si, iki yıl önceki piyasa değerinin ise %30'u olarak bulunmuştur. Çalışmada bu oranların oldukça büyük olduğu ve bu maliyetlerin sermaye yapısı kararları açısından dikkate alınması gereken maliyetler olduğunu belirtilmektedir (Altman, 1984: 1077-1081). Ancak, bazı çalışmalarda bu sonuçlara ihtiyatlı yaklaşılması gerektiği vurgulanmaktadır. Örneğin Wruck (1990) bu çalışmayı nedensellik sorunundan dolayı eleştirmekte ve "kârdaki kayıpların mı finansal sıkıntıya neden olduğunu yoksa finansal sıkıntının mı bu kâr kayıplarına neden olduğunu" anlamının güç olduğunu ifade etmektedir.

Dolaylı maliyetlerin büyüklüğünü inceleyen bir diğer çalışma Chen ve Merville (1999) tarafından yapılmıştır. 1982-1992 yıllarını kapsayan araştırmada 1041 şirketten oluşan bir örneklem incelenmiştir. Altman'ın Z skor modelinin uygulandığı bu çalışmada şirketler üç gruba ayrılmıştır. Birinci gruba, Z skora göre, sağlıklı bir durumdan sıkıntılı duruma doğru giden yani finansal sıkıntı olasılığı artan, üçüncü gruba ise bunun tersi yönde hareket eden şirketler oluşturulmuştur. Satış düşüşlerinin ve yatırımların incelendiği çalışmada birinci gruptaki şirketler, Z skorları sıkıntılı duruma düştüklerini gösterdiği dönemden sonra ikinci gruptaki şirketlere göre %150 daha fazla zararlı karşılaşmışlardır. Sonuçta finansal sıkıntının maliyetli olduğu ve bu maliyetlerin Altman (1984) tarafından hesaplanan maliyetlerden daha fazla olabileceği belirtilmiştir.

Opler ve Titman (1994) tarafından yapılan çalışmada da finansal sıkıntı ve şirket performansı arasındaki ilişki incelenmiş ve dolaylı finansal sıkıntı maliyetleri hakkında bulgular elde edilmiştir. Satışlardaki değişimin, endüstri ortalamasına göre faaliyet kârındaki değişimin ve hisse senedi fiyat değişiminin maliyet ölçütleri olarak kullanıldığı çalışmada Altman (1984)'ın çalışmasındaki nedensellik sorununu çözebilmek amacıyla sıkıntılı şirketler yerine sıkıntılı sektörler incelenmiştir. Sıkıntılı

sektörlerdeki düşük ve yüksek kaldıraçlı şirketlerin seçildiği çalışmada temel hipotez; sıkıntılı sektörlerde, finansal sıkıntı maliyetlerinden dolayı yüksek kaldıraçlı diğer bir ifade ile yüksek finansal sıkıntı riskine sahip şirketlerin daha fazla faaliyet performansı düşüşü yaşayacağı şeklindedir. Elde edilen sonuçlara göre sıkıntılı sektörlerdeki yüksek düzeyde kaldıraçlı şirketlerin sektöre göre düzeltilmiş satış büyümesi, düşük kaldıraca sahip şirketlere göre ekonomik çöküş döneminde %13,6 daha düşüktür. Faaliyet kârına göre yapılan regresyon analizinde de finansal sıkıntının maliyetli olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca yüksek ar-ge harcamasına sahip (özel ürün üreten) şirketlerin daha fazla satış düşüşü ve değer düşüşü yaşadığı tespit edilmiştir .

Cuttler ve Summers (1988) ise Texaco ve Penzoil'in Getty Oil'i satınalma mücadelesi sonrası ortaya çıkan sıkıntılı durumu ve Texaco'nun yeniden yapılandırma sürecinde katlanılan maliyetleri, menkul kıymetlerin değerlerindeki yükseliş ve düşüşlerden yola çıkarak hesaplamışlardır. Bu süreçte hak sahiplerinin toplam değerindeki azalma yaklaşık 2 milyar \$ olarak gerçekleşmiştir. Çalışmada bu değer düşüşünün nedeni olarak dolaylı finansal sıkıntı maliyetleri gösterilmiştir. Nitekim Texaco'nun uzun dönem finansal kabiliyeti ile ilgili belirsizliğin artması, kredi bulmanın zorlaşması ve Texaco'nun yöneticilerinin dikkatlerinin faaliyetlere değil anlaşmazlıkların çözümüne kayması şirkete dolaylı maliyetler yüklemiştir. Cuttler ve Summers (1988) yaşanan değer düşüşünün bir başka ifade ile finansal sıkıntı maliyetlerinin oldukça büyük olduğunu ve finansal sıkıntının, şirketin üretim etkinliğini azaltabileceğini belirtmişlerdir.

Finansal sıkıntıya giriş ve şirket performansı arasındaki ilişkiyi inceleyen bir diğer çalışmada Whitaker (1999) örneklemedeki şirketleri ekonomik sıkıntı yaşayan ve finansal sıkıntı yaşayan şirketler olarak iki gruba ayırmıştır. Şirketlerin finansal sıkıntıya girdikleri ilk yıl çok büyük bir performans düşüşü yaşadıkları tespit etmiştir. Sıkıntılı olarak geçen ikinci yıl ise performansta bir iyileşme gözlenmekle beraber yine de bu iyileşme, sıkıntıya giriş öncesi performans seviyesinin altında kalmaktadır. Ekonomik sıkıntıdaki şirketlerde bu düşüş, ekonomik sıkıntı yaşamayıp kötü yönetildiği için finansal sıkıntıya düşen şirketlere göre hemen hemen 2 kat daha fazladır. Her iki grupta da finansal sıkıntıdan çıkışı takip eden yılda performansta önemli iyileşmeler yaşanmıştır. Bu sonuç Jensen (1986)'in; finansal sıkıntının şirketi, performansını geliştirecek iyileştirici faaliyetlere girişmesini tetiklediği görüşünü doğrulamaktadır. Ayrıca Whitaker (1999) finansal sıkıntının ilk iki yılındaki şirket değerini de incelediği çalışmasında finansal sıkıntıya giriş yılında %20,9 gibi çok önemli bir değer düşüşü olduğunu, takip eden yılda ise şirket değerinin %5,2 arttığını bulmuştur. Fakat toplam değişim, sıkıntı öncesi seviyesinin altında kalmıştır. Sektöre göre uyarlanmış düşüş ise daha çarpıcıdır. Sıkıntıya girişten önceki ve sonraki yılı kapsayan 2 yıllık piyasa değerindeki değişim sektör değerindeki değişimin %46 altında kalmıştır. Diğer bir ifade ile şirketler faaliyet performanslarını geliştirmesine rağmen piyasa değerlerindeki değişim, sektörün oldukça altında kalmıştır. Bu durumu

Whitaker; piyasanın daha uzun dönemli bir bakışının olduğu ve finansal sıkıntıya yönetimin verdiği karşılığı bekleyip görmek istediği şeklinde yorumlamaktadır (Whitaker, 1999: 127-128).

Andrade ve Kaplan (1998) da kaldıraçlı satınalma işlemi yaşayan ve finansal sıkıntıya düşen 31 işletmenin performansını muhasebe ölçülerine dayanarak incelemiştir. Finansal sıkıntı maliyetleri ilk olarak hem mutlak hem de sektöre göre düzeltilen faaliyet performansındaki değişim ile ikinci olarak da sıkıntıya giriş ve sıkıntıdan kurtulma arasında şirket değerindeki değişim ile ölçülmüştür. Elde edilen sonuçlara göre sıkıntılı şirketlerin faaliyet kârı ve net nakit akışı oranları sıkıntıya girişte ve sıkıntı sürecinde düşmekte, fakat sıkıntıdan çıkış ile birlikte tekrar yükselmektedir. Sıkıntı başlangıcından çözüm sonrasına kadar düşüş yaklaşık %10-15 arasındadır. Şirketin değeri kullanılarak hesaplanan finansal sıkıntının net maliyeti ise şirket değerinin %10- %20’si arasında bulunmuştur. Bu hesaplamalar, finansal sıkıntının maliyetlerine ilave olarak negatif ekonomik şokların da etkisini içerebileceği için, şirketler ekonomik şoka maruz kalanlar ve kalmayanlar olarak gruplandırılarak tekrar analiz edilmiştir. Ekonomik şoka maruz kalmayan şirketler için finansal sıkıntı maliyetlerinin kayda değer büyüklükte olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Elde edilen bu sonuçlar çalışmada “finansal sıkıntı maliyetleri, borç ve verginin sağlayacağı yararlar ile karşılaştırıldığında düşük görünmektedir” şeklinde yorumlanmakta ve finansal sıkıntının aslında düşünüldüğü kadar büyük maliyetlerinin olmadığı ifade edilmektedir (Andrade ve Kaplan, 1998: 1445-1446).

II) ARAŞTIRMA YÖNTEMİ VE UYGULAMA SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ

A) Araştırmanın Amacı

Bu çalışmanın amacı finansal sıkıntı yaşayan şirketlerin, finansal sıkıntı sürecinde dolaylı maliyetlere katlanıp katlanmadıklarını ve eğer bu süreçte dolaylı maliyetlere katlanıyorsa bu maliyetlerin ne kadar büyük olduğunu incelemektir. Bu amaçla İMKB’de işlem gören şirketler içerisinde seçilen finansal sıkıntılı şirketler, dolaylı maliyetlerin göstergesi olarak kabul edilen kârlılık ölçütleri açısından değerlendirilmiştir.

B) Örneklem Seçimi

Araştırmamız 1995-2003 yılları arasında finansal sıkıntı yaşamış İMKB şirketlerini kapsamaktadır. Finansal sıkıntı üzerine yapılan çalışmalarda; incelenecek şirketlerin finansal sıkıntıda olup olmadığının belirlenmesi, finansal sıkıntının başlangıç ve bitiş tarihlerinin tespit edilmesi karşılaşılan önemli sorunlar arasındadır. Örneğin eğer şirket yasal süreç içerisinde yeniden yapılandırma yoluna gitmemiş ve özel olarak borçlarını yapılandırmış ise sıkıntılı şirketleri belirlemede kullanılan “borç

yeniden yapılandırmasına gitme” ölçütü sıkıntının başlangıcının ve bitiş tarihinin belirlenmesini güçleştirmektedir (Gilson ve diğerleri, 1990: 325). Aynı şekilde finansal sıkıntı için önemli bir gösterge olan borç ödemede temerrüde düşme durumunu, üçüncü kişilerin belirleyebilmeleri oldukça zordur. Temerrüt durumu tespit edilse dahi, bu durumun ne zaman başladığının ve ne zaman sona erdiğinin bilinmesi çoğu zaman mümkün olmamaktadır. Bu nedenle, hem finansal başarısızlığın tahmini ile ilgili çalışmalarda hem de finansal sıkıntı maliyetleri ve yeniden yapılandırma ile ilgili çalışmalarda araştırmacılar, yaptıkları finansal sıkıntı tanımına uygun düşecek sıkıntılı işletmeleri seçmede kendilerine yardımcı olacak çok sayıda ölçütten faydalanmakta ve bu ölçütlere sahip işletmeleri finansal sıkıntılı olarak kabul etmektedirler (Aktaş, 1997: 6-8). Bu ölçütlerden bazıları örneğin üç yıl üst üste zarar ve iflas ölçütü ülkemizdeki finansal başarısızlık tahmin çalışmalarında da oldukça yoğun bir şekilde kullanılmaktadır (Aktaş, 1997: 98; Yıldız, 2001: 59; Benli, 2006: 54; Coşkun ve Sayılğan, 2007: 120).

Çalışmamızda finansal sıkıntılı şirketlerin belirlenmesinde iki aşamadan oluşan bir seçim yöntemi kullanılmıştır. Mali sektör dışındaki sektörlerin inceleme kapsamına alındığı çalışmada şirket sayısı dördün altında olan sektörler, sektör ortalaması hesaplamak için yeterli olmayacağı düşüncesi ile araştırma kapsamından çıkarılmıştır (Opler ve Titman, 1994). Şirket sayısı sektör ortalaması elde etmeye yetecek büyüklükte olan 10 sektördeki toplam 227 şirketin finansal tabloları çeşitli finansal sıkıntı ölçütleri açısından incelenmiştir.

İlk aşamada, İstanbul Yaklaşımı çerçevesinde finansal sıkıntıya düştüğünü belirterek finansal yeniden yapılandırma (FYY) anlaşması imzalayan 18 şirket, FYY için müracaatı kabul edilmeyen ve sonrasında iflas eden 1 şirket ve finansal sıkıntı yaşadığını özel durum açıklamalarında belirterek FYY kapsamı dışında borçlarını yapılandıran 5 şirket İMKB bültenlerinde yer alan açıklamalardan tespit edilmiş ve bu 24 şirket finansal sıkıntılı şirket örneğine alınmıştır.

İkinci aşamada yukarıdaki ölçüt dışında ülkemizdeki finansal başarısızlık çalışmalarında da sıklıkla kullanılan üç yıl üst üste zarar, iflas özkaynakların negatif olması, işlem sırasının sürekli olarak kapatılması, gözaltı pazarına alınma gibi ölçütlerin (Aktaş, 1997: 98; Yıldız, 2001: 59; Benli, 2006:54) en az birine uyan 54 işletme daha tespit edilmiştir.

Ancak şirketlerin bu ölçütlerden herhangi birini yerine getirmesi finansal sıkıntıya düştüğünün tam bir göstergesi değildir (Aktaş, 1997: 6). Bu nedenle, bu 54 şirketin finansal sıkıntıya düşüp düşmediği özel durum açıklamalarından, finansal tablo dipnotlarından ve denetçi görüşlerinden yararlanılarak tespiti çalışılmıştır. Finansal sıkıntının mutlaka bir temerrüt ile ortaya çıkması gerekmez ancak eğer borç ödemelerinde temerrüt oluyorsa bu durumda finansal sıkıntıdan söz etmek daha kolaydır. Bu saptamadan hareketle bu şirketlerin açıklamalarında icra, haciz, dava, borç yapılandırma gibi kavramlar aranmıştır. Bu kavramların hiç biri tek başına bir finansal

sıkıntı göstergesi olmamakla birlikte örneğin bankalarla borç ödemelerinde anlaşma sağladığını belirten bir şirket için bu durumdan önce yaşanan bir icra veya haciz ödeme aczinin göstergesi olarak kabul edilmiştir. Nitekim sayılan ölçütlerden en az birini yerine getirdiği halde kredilerinde yeniden yapılandırmaya gittiğini belirtmeyen, herhangi bir icra veya hacze maruz kalmamış bir başka ifade ile borç ödeme güçlüğü beyan etmemiş olan şirketler örneklemden çıkarılmıştır.

Buna göre 54 şirketten 28 tanesinin örneğin özsermayesi negatif olduğu halde borç ödeme zorluğu yaşamadığı veya bu konuda hiçbir bildirimde bulunmadığı tespit edilmiştir. Finansal sıkıntının ve yeniden yapılandırmanın şirketler üzerindeki etkilerinin araştırılmasında finansal sıkıntının yaklaşık başlangıç ve bitiş tarihi oldukça önemli olduğu için bu şirketler örneklemden çıkarılmıştır. Benzer şekilde üç yıl üstüste zarar eden şirketlerde sıkıntı yılının başlangıcı olarak icra, haciz gibi duyuruların olduğu yıl esas alınmıştır. Tablo : 1'de ölçütler açısından örneklemin dağılımı verilmektedir.

Tablo : 1
Araştırma Örneklemindeki İşletmelerin Sağladığı Ölçütler

Birinci Aşama	Finansal yeniden yapılandırma	18
	İflas	1
	Özel borç yapılandırma	5
İkinci Aşama	Üç yıllık zarar ve negatif özkaynak gibi ölçütlerden birine sahip olup iflasın ertelenmesi, icra, haciz, borç yapılandırma gibi durumlardan biri ile karşılaşan	26

Bu örnekleme seçim sürecinden sonra çalışmanın yapılacağı nihai örneklemdeki işletme sayısı 50 olarak belirlenmiştir. Bu işletmelerin tamamı; bankalarla vadesi gelen borçlarının yapılandırılması konusunda anlaşmaya varıp faaliyetlerine devam eden, anlaşmak istediği halde bunu başaramayarak iflas eden, borç yapılandırmasından bir müddet sonra iflas eden, iflas ertelenmesi müracaatında bulunan veya üç yıllık zarar ve negatif özkaynak ölçütlerinden birine sahip olup icra, haciz gibi işlemlere maruz kalan şirketlerden oluşmaktadır.

C) Değişkenlerin Seçimi ve Analize Hazır Hale Getirilmesi

Finansal sıkıntının dolaylı maliyetlerini ölçmeye çalışan araştırmaların temel hareket noktası; finansal sıkıntının, işletmenin faaliyetlerine olağan bir şekilde devam etmesini engellediği ve faaliyet performansını düşürdüğü görüşüdür. Buna göre şirketin iflas olasılığı arttıkça yükümlülüklerini yerine getiremeyeceği düşüncesi ürün ve hizmetin alıcılarını etkileyecek ve satış ve kâr kaybı ortaya çıkaracak, benzer şekilde bu olasılık tedarikçilerin ve çalışanların da şirketle olan ilişkilerinin bozulmasına ve

faaliyet maliyetlerinde artışa neden olacaktır. Yöneticilerin dikkatlerini finansal sıkıntının çözümüne odaklamaları faaliyet performansını düşürücü yönde ilave bir etken olacaktır. Bunun sonucu olarak şirketlerin gelirleri azalacak ve faaliyet maliyetlerini artacak, performansta diğer bir ifade ile kârlılıkta ve şirket değerinde bir düşüş yaşanacaktır. Dolayısıyla araştırmalarda, sıkıntı sürecinde önceki dönemlere göre eğer bir kârlılık düşüşü veya değer kaybı ortaya çıkarsa bu durumun dolaylı maliyetlerin göstergesi olacağı düşüncesinden hareket edilmektedir. Bu amaçla maliyetler genelde önceki dönemlere göre kârlılık düşüşü ve piyasa değeri düşüşü ile ilişkilendirilerek ölçülmeye çalışılmaktadır. Bu çalışmalar arasında Altman (1984), Opler ve Titman (1994), Cutler ve Summers (1988) sayılabilir.

Çalışmamızda da, finansal sıkıntıya düşen işletmelerin katlandıkları dolaylı maliyetlerin ölçülmesinde kârlılık ile ilgili oranlar kullanılmış ve seçilen dört kârlılık ölçütündeki değişim analiz edilmiştir. Ancak örneklemeindeki finansal sıkıntılı işletmeler özellikle 1999-2002 yılları arasında yoğunlaşmış ve bu yıllarda yaşanan krizler bir bütün olarak şirketlerin düşük performans göstermesine neden olmuştur. Herhangi bir yılda sıkıntıya düşen işletmenin performansındaki düşüşün o yılda sektörde meydana gelen bir düşüşten mi, finansal sıkıntıdan mı kaynaklandığını belirleyebilmek önemlidir. Benzer şekilde şirketin performansı sıkıntı sürecinde artmış olabilir. Ancak bu dönemde sektörde daha yüksek bir artış kaydedilmiş ise aradaki fark finansal sıkıntının etkisi olarak değerlendirilebilir. Bu durumu gözleyebilmek için mali oranlar sektöre göre düzeltilmiş değerleri ile analize tabi tutulmuş ve finansal sıkıntı yılları, sıkıntı öncesi yılla ve yeniden yapılandırma sonrası yılla karşılaştırılmıştır.

Çalışmada kullanılan ve sektör medyanına göre düzeltilmiş üç aktif kârlılığı ile bir satış kârlılığı oranı aşağıda verilmiştir²;

$$FVÖK/TV_{ij} = (FVÖK/TV) \text{ Şirket}_i - (FVÖK/TV) \text{ Sektör}_j$$

$$\text{Olağan Kâr}/TV_{ij} = (\text{Olağan Kâr} /TV) \text{ Şirket}_i - (\text{Olağan Kâr} /TV) \text{ Sektör}_j$$

$$EFK/TV_{ij} = (EFK/TV) \text{ Şirket}_i - (EFK/TV) \text{ Sektör}_j$$

$$BSK/\text{Satışlar}_{ij} = (BSK/\text{Satışlar}) \text{ Şirket}_i - (BSK/\text{Satışlar}) \text{ Sektör}_j$$

Kullanılan dört kârlılık oranından ilki olan FVÖK/TV oranı şirketin yaptığı faiz ödemeleri devre dışı bırakıldıktan sonra kârlılıktaki değişimi ölçmek için kullanılmıştır. Böylece net kâr yalnızca faiz ödemelerindeki artışının etkisi ile azalmış ise bu etki ortadan kaldırılarak daha doğru bir performans ölçüsü oluşturulmaya çalışılmıştır. Özellikle finansal sıkıntılı işletmelerde borç anapara ve faiz ödemelerinin yüksek

² **FVÖK**: Faiz ve Vergi Öncesi Kâr, **TV**: Toplam Varlıklar, **BSK**: Brüt Satış Kârı, **EFK**: Esas Faaliyet Kârı

olduğu düşünüldüğünde şirketin faiz ödemelerindeki değişimden arındırılmış performans değişimini görmek için bu uygulama önemlidir. Bu ölçüte ek olarak yukarıda belirtilen sakıncayı da özellikle görebilmek açısından faiz ödemelerinin etkisini içeren Olağan Kâr/TV oranı da yardımcı bir değişken olarak kullanılmıştır.

EFK/TV oranı ise şirketin finansal faaliyetleri de devre dışı bırakıldığında katlandığı dönem giderleri ve satışların maliyetindeki değişimi göstermesi açısından kullanılan diğer bir ölçüttür. Sıkıntı sürecinde bu orandaki azalış şirketin üretim maliyetlerinin ve katlandığı dönem giderlerinin arttığı anlamına gelecektir.

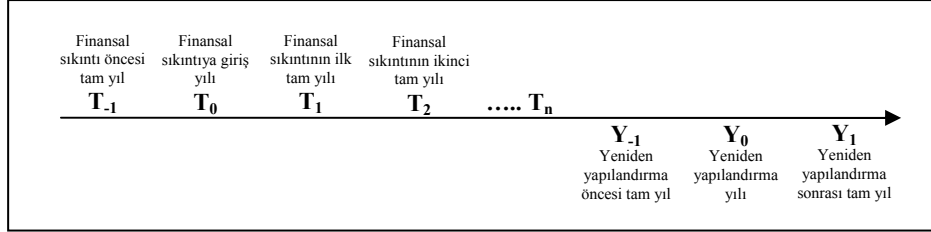
Çalışmada ayrıca satışlardaki düşüş ve üretim maliyetlerindeki artışın göstergesi olarak brüt satış kârlılığı oranı da incelenmiştir.

D) Araştırmanın Yöntemi ve Hipotezleri

Sektör oranlarını elde edebilmek için 1995-2005 yıllarında mali sektör hariç tüm sektörlerdeki şirketlerin yukarıda belirtilen oranları hesaplanmış ve daha sonra bu oranların medyanı alınarak sektör oranı hesaplanmıştır. Bir sektörün medyanını elde edebilmek için Opler ve Titman (1994)'ın sektör büyüklüğü ölçütü kullanılmış ve o sektörde en az dört şirketin faaliyette bulunması koşulu aranmıştır. Sektör oranlarının ortalaması yerine medyanının kullanılma nedeni aşırı değerlerin etkisini ortadan kaldıracaktır.

Sektör medyanına göre düzeltilerek elde edilen kârlılık oranları aracılığı ile finansal sıkıntılı işletmeler örnekleme sıkıntı öncesi, sıkıntıya giriş ve yeniden yapılandırma sonrası kârlılık açısından karşılaştırılmıştır.

Çalışmada, (T_{-1}) finansal sıkıntıya giriş ile ilgili göstergelerin ortaya çıkmadığı son tam yılı, (T_0) finansal sıkıntıya giriş yılını göstermektedir. (T_1) şirketlerin sıkıntı ile geçirdikleri ilk tam yılı, (T_2) ikinci tam yılı göstermektedir. Bazı şirketler, bir tam yıl sonunda yeniden yapılandırmaya giderken; bazılarında sıkıntı sürecinin fazla zaman alması nedeni ile (T_2)'de yer alan şirket sayısı azalmaktadır. (T_n) finansal sıkıntı içerisinde geçirilen son yılı ifade etmektedir. Bu, bazı şirketler için sıkıntıya giriş yılından sonraki ilk yıl olabilirken bazı şirketlerde dört yıla kadar çıkabilmektedir. Dolayısıyla yeniden yapılandırma öncesi sıkıntı tam yılı olarak ifade edilen Y_{-1} bazı şirketler için aynı zamanda (T_1) iken bazılarında (T_4)'e kadar çıkabilmektedir. (Y_0) finansal sıkıntının çözümü için yapılan yeniden yapılandırma girişimlerinin olduğu yıldır. (Y_1) ise yeniden yapılandırmadan sonra sıkıntısız olarak geçirilen tam yılı ifade etmektedir. Sıkıntıya düştüğü net olmakla birlikte yeniden yapılandırma zamanına karar verilemeyen şirketler (Y_0) ve (Y_1) örnekleme alınmamıştır.



Şekil : 2
Araştırmanın Zaman Boyutu ve Sürecinin Gösterimi

Finansal sıkıntı süreci maliyetli ise (T_0), (T_1) ve (T_2)’deki şirket kârlılık oranlarının (T_{-1}) dönemine göre önemli ölçüde düşmesi beklenecektir. Benzer şekilde yeniden yapılandırma sürecinde ve sonrasında kârlılık oranlarının sıkıntılı döneme göre artması gerekecektir. Bu düşünceden hareketle çalışmada test edilen araştırma hipotezlerinden ilki şirketlerin kârlılık oranlarının finansal sıkıntıya giriş yılında ve finansal sıkıntı ile geçen ilk ve ikinci tam yıllarda finansal sıkıntıya girmeden önceki seviyesinden daha düşük olacağı hipotezidir.

Whitaker (1998), Wruck (1990) finansal sıkıntıya girişin, şirketleri performans artırıcı yönde karar almaları doğrultusunda zorladığını ve performansın artabileceğini dolayısıyla finansal sıkıntının yararlı olabileceğini ileri sürmektedir. Bu açıdan bakıldığında eğer ilk yılda performans düşse bile bunun sıkıntının ikinci ve üçüncü yılında tekrar yükseleceği beklenebilir. Araştırmamızda oluşturulan ikinci hipotez bu durumun test edilmesine yöneliktir. Dolayısı ile ikinci araştırma hipotezi; finansal sıkıntının ilk yılında ortaya çıkan kârlılık ikinci ve üçüncü yıllarındaki kârlılıktan daha düşüktür yönündeki hipotezdir. Sıkıntıya giriş yılı ve sıkıntı ile geçirilen iki tam yılın karşılaştırılmasında bu hipotezin geçerliliği test edilmiştir.

Çalışmamızda test edilen diğer bir hipotez ise sıkıntı sürecinde gerçekleşen performansın sıkıntıdan çıkışta tekrar yükselip yükselmediğidir. Buna göre eğer finansal sıkıntı maliyetli ise ve şirket performansını düşürücü bir etki yapıyorsa sıkıntıdan çıkış ile birlikte bu performansın artması ve sıkıntı öncesi seviyesini yakalaması beklenebilir. Dolayısıyla oluşturulan üçüncü hipotez finansal sıkıntı öncesi ve finansal sıkıntı sonrası kârlılık ölçütlerinde istatistiksel açıdan anlamlı bir fark bulunduğu şeklindeki hipotezdir.

Özellikle finansal sıkıntı ve performans ilişkisi ile ilgili çalışmalarda aşırı değerlerin fazlalığı ve örneklemdaki verilerin normalden uzaklaşması nedeni ile finansal oranlar parametrik olmayan testler yardımı ile test edilmektedir. Bu çalışmalar arasında Opler ve Titman (1994), Whitaker (1999) ve Gilson ve diğerleri (1990) sayılabilir. Çalışmamızda da ilişkili örneklemlerde grup medyanları arasında farklılık olup olmadığını test eden Wilcoxon işaret sıra testi yapılmıştır. Böylece örneklemdaki

şirketlerin yıllar itibari ile kârlılık oranlarındaki değişimin istatistiksel açıdan anlamlı bir farklılık gösterip göstermediği diğer bir ifade ile grup medyanları arasında fark olup olmadığı incelenmiştir.

E) Araştırma Sonuçlarının Değerlendirilmesi

Araştırmada test edilen ilk hipotez finansal sıkıntıdan önceki tam yıl (T_{-1}) kârlılık oranlarının finansal sıkıntıya giriş (T_0), sıkıntıya girişten sonra sıkıntılı geçen tam yıl (T_1) ve sıkıntının 2. tam yılı (T_2) kârlılık oranları ile farklılık gösterip göstermediğidir. Buna göre belirtilen dönemler için oluşturulan örneklemedeki kârlılık oranlarının medyan değerleri ve (T_{-1}) dönemi ile diğer dönemler arasında istatistiksel açıdan anlamlı fark olup olmadığının test edildiği Wilcoxon sign rank testi sonuçları Tablo : 2’de verilmiştir.

Tablo : 2
Sıkıntı Öncesindeki Yıl ve Sıkıntı Sürecinde Kârlılık Ölçütlerinin Karşılaştırılması

	N*	BSK / Net Satışlar	EFK/TV	Olağan Kâr/TV	FVÖK/TV	Ölçek**
Medyan (T_{-1})	50	0,021	-0,007	-0,064	-0,014	0,011
Medyan (T_0)		-0,033	-0,069	-0,172	-0,068	-0,088
Z (T_{-1}); (T_0)***(P Değeri)		-2,98 (0,003)	-3,81 (0,000)	-5,11 (0,000)	-2,96 (0,003)	-2,50 (0,012)
Medyan (T_{-1})	46	0,006	-0,01	-0,068	-0,018	0,041
Medyan (T_1)		-0,038	-0,076	-0,243	-0,068	-0,253
Z (T_{-1}); (T_1) (P değeri)		-2,34 (0,019)	-3,29 (0,001)	-3,89 (0,000)	-2,78 (0,005)	-3,87 (0,000)
Medyan (T_{-1})	36	0,021	-0,011	-0,063	-0,007	-0,061
Medyan (T_2)		-0,055	-0,073	-0,285	-0,069	-0,722
Z (T_{-1}); (T_1) (P Değeri)		-2,56 (0,01)	-3,60 (0,000)	-3,91 (0,000)	-2,40 (0,016)	-4,11 (0,000)

* : İşletme sayısı

** : $MED[(\text{Log } TV_{\text{şirket } ij} - \text{Med}(\text{log } TV_{\text{sektör}})) / \text{Log } TV_{\text{şirket } ij}]$

*** : Wilcoxon İşaret Sıra Testi Z İstatistiği (Parantez içindeki değerler iki grup arasındaki farkın anlamlılık düzeyleridir.)

Tablo : 2’den de görüleceği gibi (T_{-1}) dönemi ile sıkıntılı yıllar karşılaştırılmış ve tüm kârlılık oranlarında 0,05 ve 0,01 anlamlılık düzeylerinde farklılıklar tespit edilmiştir. Dolayısı ile “dönemler arasında fark yoktur” şeklindeki sıfır hipotezi reddedilerek araştırma hipotezi kabul edilmiştir. Buna göre sektör medyanına göre düzeltilmiş kârlılık oranları sıkıntıya girmeden önceki yıla göre sıkıntı yıllarında önemli ölçüde düşüş göstermektedir. Örneğin sıkıntı yılı ve bir önceki yıl incelendiğinde, şirketlerin tüm kârlılık göstergelerinde, sıkıntı yılında bir önceki yıla

göre önemli ölçüde daha düşük performans gösterdikleri gözlenmektedir. Sektöre göre düzeltilmiş “BSK/Net Satışlar” oranında, örneklemdaki 50 şirket için sıkıntı yılı ve bir önceki yıl karşılaştırıldığında 0,01 anlamlılık düzeyinde farklılık ortaya çıkmaktadır. Sıkıntılı şirketler sıkıntıdan 1 yıl önce ortalama olarak sektör medyanından %2 daha iyi bir kârlılığa sahipken (0,02), sıkıntı yılında örneklemdaki şirketlerde sektöre göre düzeltilmiş medyan değeri -0,033’tür. Bu durum, sektörden yaklaşık %3 daha düşük kârlılık anlamını taşımaktadır ve finansal sıkıntının bu durumda etkili olduğu söylenebilir. Benzer durum “EFK/TV” oranında da gözlenmektedir. Sıkıntı tam yılı ve sıkıntı öncesi yıl anlamlı bir şekilde farklılık gösteren bu oranda da sıkıntı yılında önemli düşüşler ortaya çıkmaktadır. Sıkıntı öncesi tam yılda bu oranın medyanı -0,007’dir. Diğer bir ifade ile sıkıntılı şirketler sıkıntı öncesi yılda sektördeki rakiplerine eşit bir kârlılık düzeyine sahiptir. Sıkıntı yılında ise bu oran -0,069’dur. Bu durum faaliyet giderlerinin de sıkıntıya giriş yılında sektöre göre önemli ölçüde arttığını göstermektedir.

Aktif kârlılığını görmek için ele alınan “FVÖK/TV” oranları ile faiz ödemelerini içeren “Olağan Kâr/ TV” oranları incelendiğinde de sıkıntı öncesinde sektöre göre daha düşük bir kârlılık varken, sıkıntı yılında bu oranlarda çok önemli düşüşler gözlenmiştir. Ancak “Olağan Kâr/TV” oranının sıkıntı öncesi yılda -0,06 iken “FVÖK/TV” oranının -0,01 olması sıkıntı öncesi yılda kârlılıktaki farklılığın faizlerdeki yükseklikten kaynaklandığını göstermektedir. Bu durum sıkıntıya düşen işletmelerde tedarikçilerle, alıcılarla olan ilişkilerdeki bozulmanın ve faaliyet giderlerindeki artışın kârlılığı düşürdüğüne işaret eden önemli bir bulgudur.

Sıkıntı öncesi tam yıl (T_{-1}) ile sıkıntıya giriş yılından sonra sıkıntılı geçen ilk tam yıl (T_1) ve ikinci tam yıl (T_2) karşılaştırmalarında da benzer sonuçlara ulaşılmıştır. Sıkıntı sürecinde işletmelerin düşük performans göstergeleri devam etmektedir. (T_1) yılı için oluşturulan örneklemden 46 şirket, (T_2) için oluşturulan örneklemden ise 36 işletme yer almıştır.

Buna göre kârlılık ölçütlerindeki düşüş sıkıntı tam yılında da devam etmiştir. Sektöre göre düzeltilmiş “BSK/Net Satışlar” oranında örneklemden 46 şirket için (T_1) ve (T_{-1}) karşılaştırıldığında istatistiksel açıdan anlamlı düzeyde farklılık ortaya çıkmaktadır ($P; 0,019$). Sıkıntılı şirketler (T_{-1}) döneminde ortalama olarak sektör medyanından daha iyi bir kârlılığa sahipken, (T_1) döneminde bu oran -0,038’dir. Benzer durum “EFK/TV” oranında da gözlenmektedir. (T_{-1}) döneminde bu oranın medyanı -0,01 iken, (T_1) döneminde -0,076’dır. Bu ölçütler içerisinde faiz ödemelerinin bulunmaması şirketlerin salt faaliyet performanslarında düşüş yaşadığını göstermektedir.

Aynı değerlendirme sıkıntı sürecinde en az 2 tam yıl geçiren 36 şirket için tekrarlanmıştır. Buna göre sıkıntı öncesi tam yıla göre sıkıntının yaşandığı ikinci tam yılda da kârlılık ölçütleri istatistiksel açıdan anlamlı şekilde düşük çıkmıştır ve kârlılık ölçütlerinin tamamı negatif değerli yani sektör medyanının altında gerçekleşmiştir.

Whitaker (1999)'in çalışmasında elde ettiği ve Wruck (1990) tarafından da ileri sürülen finansal sıkıntının yararlı sonuçlarının olabileceği yönündeki görüşü test etmek amacı ile oluşturulan ikinci hipotezle ilgili bulgular ise Tablo : 3'te verilmiştir. Buna göre araştırma hipotezi; finansal sıkıntının ilk yılında gerçekleşen kârlılık oranlarının (T_0), finansal sıkıntı tam yılı (T_1) ve finansal sıkıntının ikinci tam yılı (T_2) kârlılık oranlarından daha düşük olacağı hipotezidir. Gruplar arası karşılaştırma hem en az bir yıl sıkıntı yaşamış olan 46 şirket için hem de en az iki yıl sıkıntı yaşamış olan 36 şirket için ayrı ayrı yapılmıştır.

Tablo : 3
Sıkıntı Sürecinde Geçirilen İlk Yıl ve Diğer Yılların Karşılaştırılması

	N	BSK / Net Satışlar	EFK/TV	Olağan Kâr/TV	FVÖK/TV	Büyüklik
Medyan (T_0)	46	-0,04	-0,068	-0,171	-0,079	-0,023
Medyan (T_1)		-0,037	-0,07	-0,243	-0,068	-0,253
Z (T_0); T_1) (P Değeri)		-0,64 (0,52)	-1,25 (0,212)	-0,10 (0,914)	-0,54 (0,591)	-3,21 (0,001)
Medyan (T_0)	36	-0,04	-0,08	-0,165	-0,079	-0,023
Medyan (T_1)		-0,007	-0,076	-0,246	-0,075	-0,305
Z (T_0); (T_1) (P Değeri)		-1,58 (0,113)	-1,51 (0,13)	-0,29 (0,764)	-0,74 (0,457)	-3,10 (0,001)
Medyan (T_2)	36	-0,056	-0,073	-0,285	-0,069	-0,723
Z (T_0); (T_2) (P Değeri)		-0,29 (0,765)	-1,06 (0,285)	-2,26 (0,02)	-0,11 (0,912)	-0,23 (0,00)

Test sonuçları incelendiğinde (T_0) dönemi ile karşılaştırılan diğer dönemlerin hiçbirinde performansta istatistiksel açıdan anlamlı bir iyileşme yaşanmamıştır. (T_0) ve (T_2) dönemlerinde karşılaştırılan Olağan Kâr/TV oranı hariç hiçbir kârlılık oranında t değerleri 0,05 anlamlılık düzeyinde farklı çıkmamıştır. Dolayısıyla sıfır hipotezi kabul edilerek araştırma hipotezi reddedilmiştir. Diğer bir ifade ile Wruck (1990) ve Whitaker (1999) tarafından ifade edilen sıkıntının performansı artırabileceği şeklindeki görüşü destekleyici sonuçlar elde edilememiştir. Sıkıntının ileriki yıllarında da finansal sıkıntı şirket için maliyet oluşturmaya devam etmiştir. Ayrıca sıkıntıya giriş yılı (T_0) ve bu yıldan sonra sıkıntılı geçen (T_1) ve (T_2) karşılaştırıldığında, aktif büyüklüğünde oldukça önemli düşüşlerin ortaya çıktığı görülmektedir. Kârlılık oranlarında anlamlı bir farklılık yaşanmamasına rağmen paydada yer alan TV değerindeki önemli düşüşler, aslında kârlılığın mutlak değer olarak düşmeye devam ettiğini ancak oransal olarak önemli düşüşler oluşmadığını göstermektedir.

Örneğin en az iki yıl sıkıntı yaşamış olan 36 şirket için sıkıntıya giriş yılı (T_0) ile sıkıntı tam yılı (T_1) ve (T_2) karşılaştırmasında kârlılık açısından istatistiksel olarak anlamlı hiçbir gelişme yaşanmamıştır. Tüm test değerlerinin anlamlılık düzeyleri 0,05’den büyük çıkmıştır. Sektöre göre düzeltilmiş kârlılık oranları incelendiğinde; tamamının sektör medyanından daha düşük diğer bir ifade ile negatif değerler olduğu görülmektedir. İstatistiksel açıdan anlamlı farklılıklar aktif büyüklüğünde ortaya çıkmaktadır. Sıkıntıya giriş yılında -0,02 olan aktif büyüklüğü değeri; sıkıntı tam yılında -0,30 olarak gerçekleşmiş ve örneklemdaki şirketlerin sektöre göre aktif büyüklükleri %30 daha düşük hale gelmiştir.

Çalışmamızda test edilen üçüncü hipotez ise sıkıntı sürecinde düşen performansın sıkıntidan çıkışta tekrar yükselip yükselmediğidir. Bu amaçla sıkıntıya giriş öncesi sıkıntısız tam yıl ile (T_{-1}) hem yeniden yapılandırma yılı (Y_0) kârlılık oranları ile hem de yeniden yapılandırma sonrası tam yıl ile (Y_1) karşılaştırılmış ve “acaba sıkıntı öncesi performans yakalanabilmiş mi?” sorusunun yanıtı aranmıştır. Elde edilen sonuçlar Tablo : 4’te verilmiştir.

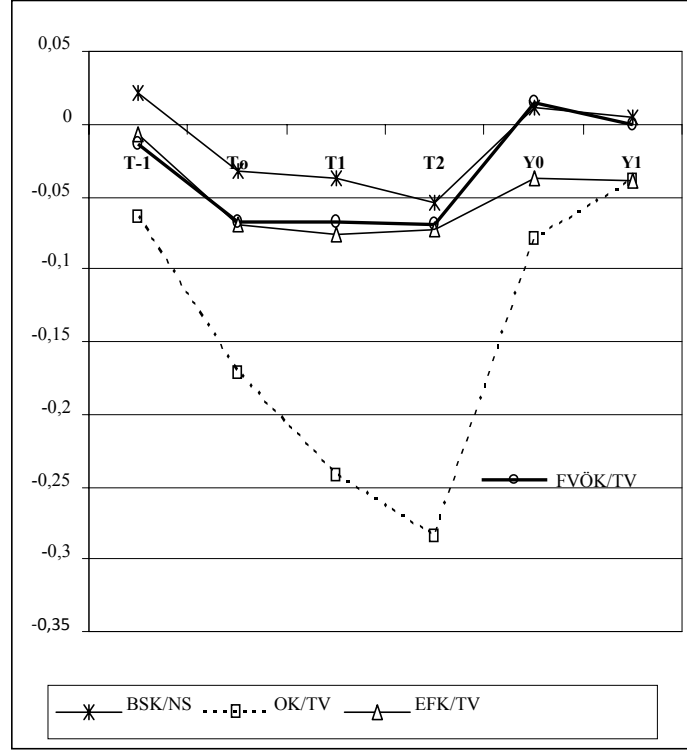
Tablo : 4
Finansal Sıkıntı Öncesi Performansın Yeniden Yapılandırma Yılı ve Sonraki Yıla Karşılaştırılması

	BSK / Net Satışlar	EFK/TV	Olağan Kâr / TV	FVÖK / TV	Büyüklik
Medyan (T_{-1})	0,028	-0,008	-0,08	-0,006	-0,034
Medyan (Y_0)	0,011	-0,038	-0,08	0,015	-0,523
Z (T_{-1}); (Y_0) (P Değeri)	-1,33 (0,182)	-2,09 (0,036)	-0,93 (0,35)	-0,83 (0,404)	-4,21 (0,000)
Medyan (Y_1)	0,005	-0,039	-0,039	0,000	-0,534
Z (T_{-1}); (Y_1) (P Değeri)	-0,77 (0,441)	-1,99 (0,046)	-1,08 (0,28)	-0,35 (0,722)	-4,09 (0,000)

“EFK/TV” oranı hariç diğer performans ölçütlerinde (T_{-1}) ve (Y_1) arasında anlamlı farklılık görülmemektedir. Bu durum “EFK/TV” oranı hariç diğer kârlılık ölçütlerinde sıkıntı öncesi performansın yakalandığını diğer bir ifade ile finansal sıkıntı öncesi ve finansal sıkıntı sonrası kârlılık ölçütlerinde istatistiksel açıdan anlamlı bir farkın olmadığı şeklindeki sıfır hipotezinin kabul edildiğini göstermektedir. Ancak satış ve aktiflerdeki küçülmenin bu sonuçlar yorumlanırken sürekli gözönünde bulundurulması gerekmektedir. Medyanların önemli bir kısmının negatif olması sektör ortalamasına göre de düşük performansın sıkıntı yılları kadar olmasa da devam ettiğini göstermektedir.

Bu dört performans ölçütüne ait yıllara göre değişim grafikleri Şekil 3’te verilmiştir. Grafikten de görüleceği gibi “EFK/TV” ve “FVÖK/TV” oranları (T_0) sürecinde önemli bir düşüş göstermekte ve bu düşüş yeniden yapılandırma yılına kadar

devam etmektedir. (Y_0) ve (Y_1) de ise sektöre göre düzeltilmiş “FVÖK/TV” oranı 0’ın biraz üzerine çıkmakta, sektördeki diğer şirketlerin performansı yakalanmaktadır. “EFK/TV” oranı ise belli bir iyileşme göstermesine rağmen sektörden daha düşük olmaya devam etmektedir.



Şekil : 3
Kârlılık Oranlarının Finansal Sıkıntı Sürecinde Değişimi

Sektöre göre en çarpıcı farklılık faiz ödemelerini içeren “Olağan Kâr /TV” oranında karşımıza çıkmaktadır. Sıkıntı öncesinde de borçtan dolayı sektör ortalamasının altında olan bu oran sıkıntı sürecinde çok önemli düşüşler sergilemiş ve (T_2) döneminde sektörden %25 daha düşük bir oran ortaya çıkmıştır. Yeniden yapılandırma ile birlikte faiz yükünün azalması bu oranı sektör ortalamasına yaklaştırmakla birlikte faiz ödemelerinin yükü yeniden yapılandırma sonrasında da kendini hissettirmektedir. Bu oran (Y_1)’de sektör medyanından yaklaşık %3,9 daha düşük gerçekleşmiştir.

SONUÇ

Finansal sıkıntının şirketler açısından maliyetli olup olmadığı, eğer maliyetli ise bu maliyetin borcun vergi tasarrufu etkisini ortadan kaldıracak büyüklükte olup olmadığı finans literatüründe tartışılan konulardan biridir. Finansal sıkıntının maliyetli olduğu yönünde bulgulara ulaşılan ve sayıları son zamanlarda oldukça artan çalışmalarda finansal sıkıntı ile ilgili dolaylı maliyetler doğrudan katlanılan maliyetlere göre daha yüksek bulunmuştur.

Finansal sıkıntının dolaylı maliyetleri hakkındaki araştırmalarda maliyetler genelde kârlılık ve piyasa değeri düşüşü ile ifade edilmektedir. Dolaylı maliyetlerin bir yönünü ürün veya hizmetin alıcılarının, şirketin ödeme sıkıntısı olasılığına inanması ile meydana gelecek olan satış ve kâr kayıpları oluştururken (Altman, 1984: 1071) bir diğer yönünü tedarikçiler ve çalışanların şirket ile olan ilişkilerinin bozulmasından kaynaklanan ve satış ve kâr kaybına ilave olarak artan faaliyet maliyetleri oluşturmaktadır (Wruck, 1990: 437). Altman (1984), Opler ve Titman (1994), Cuttler ve Summers (1988) ve Chen ve Merville (1999) tarafından yapılan çalışmalarda finansal sıkıntıya giren şirketlerin satış ve kârlılık düşüşleri ile ifade edilen önemli maliyetlere katlandığı yönünde bulgular elde edilmiştir.

Finansal sıkıntının etkileri ile ilgili ortaya çıkan diğer bir görüş ise finansal sıkıntı sürecinin şirketi etkinlik artırıcı önlemler almaya zorladığı vebu nedenle yararlı sonuçlar doğurabileceği yönündedir (Wruck, 1990; Whitaker, 1999; Andrade ve Kaplan, 1998). Örneğin Whitaker (1999) finansal sıkıntı sürecinin başında çok önemli düşüşler kaydeden şirket performansının daha sonra toparlanma eğilimi sergilediğini belirtmektedir.

Çalışmamızda, İMKB’de işlem gören ve finansal sıkıntı yaşamış şirketlerde finansal sıkıntı süreci kârlılık açısından incelenmiş ve finansal sıkıntının dolaylı maliyetleri hakkında bulgular elde edilmiştir. Sektöre göre düzeltilmiş kârlılık oranları kullanılarak, yaşanacak performans düşüşünde sektördeki genel düşüş ve yükselişlerin etkisi giderilmeye çalışılmıştır. Elde edilen sonuçlara göre finansal sıkıntıya giriş yılında sektöre göre önemli ölçüde düşen kârlılık, sıkıntı sürecinde de devam etmektedir. Örneğin faiz giderlerini içermeyen “FVÖK/TV” oranı sıkıntı öncesinde sektörden 0,01 daha düşükken bu oran sıkıntıya giriş yılında, sıkıntı tam yılında ve sıkıntının ikinci yılında yaklaşık 0,07 oranında sektörden daha aşağıda gerçekleşmiştir. Yeniden yapılandırma süreci ve sonrasında ise “Olağan Kâr/TV” oranı hariç genel olarak tekrar sektör ortalaması yakalanmıştır.

Elde edilen bulgular finansal sıkıntının şirket performansını düşürücü yönde etkisinin olduğu, dolayısıyla finansal sıkıntı sürecindeki işletmelerin, kârlılıklarını düşürecek dolaylı maliyetlerle karşı karşıya kaldığı yönündeki görüşleri doğrulamaktadır.

KAYNAKÇA

- AKTAŞ, Ramazan, *Mali Başarısızlık (İşletme Riski) Tahmin Modelleri*, 2. B., Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, Yayın No:323, Ankara, 1997.
- ALTMAN, Edward I., "A Further Empirical Investigation of The Bankruptcy Cost Questions", *The Journal of Finance*, Vol:39, No:4, 1984, pp.1067-1085.
- ANDRADE, Gregor ve Steven KAPLAN, "How Costly Financial (Not Economic) Distress? Evidence From HLT That Become Distress", *The Journal of Finance*, Vol:53, No:5, 1998, pp.1143-1495.
- ASQUITH, Paul, Robert GERTNER ve David SCHARFSTEIN, "Anatomy of Financial Distress An Examination of Junk-Bond Issuers", *Quarterly Journal of Economics*, Vol:109, No:3; 1994, pp.625-658.
- BENLİ, Yasemin Keskin, "Mali Açıdan Başarılı ve Başarısız İşletmelerin Mali Oranları Arasındaki İlişkilerin Faktör Analizi İle İncelenmesi", *Muhasebe ve Denetime Bakış*, Yıl:5, Sayı:17, 2006, ss.53-71.
- BRANCH, Ben, "The Costs of Bankruptcy: A Review", *International Review of Financial Analysis*, Vol:11, 2002, pp.39-57.
- BREALEY, Richard A., Stewart C. MYERS ve Alan J. MARCUS, *İşletme Finansının Temelleri*, Çev: Ünal Bozkurt, Türkan Arıkan ve Hatice Doğukanlı, Literatür Yayıncılık, İstanbul, 1999.
- CHEN, G. M. ve L. J. MERVILLE, "An Analysis of the Underreported Magnitude of the Total Indirect Costs of Financial Distress", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, No:13, 1999, pp. 277-293.
- COŞKUN, Ender ve Güven SAYILGAN, "Finansal Başarısızlığın Tahmininde Sektöre Göre Düzeltilmiş Oranların Kullanılması" 11. *Ulusal Finans Sempozyumu Bildiriler Kitabı*, 17-20 Ekim 2007, Zonguldak, ss. 111-129.
- CUTLER, David M. ve Lawrence H. SUMMERS, "The Costs of Conflict Resolution and Financial Distress: Evidence on the Texaco- Pennzoil Litigation", *RAND Journal of Economics*, Vol:19, No:2, 1988, pp.157-171.
- GAUGHAN, Patrick A., *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring*, 3.B., John Wiley and Sons Inc., USA, 2002.
- GILSON, Stuart C., "Transactions Costs and Capital Structure Choice: Evidence From Financially Distressed Firms", *The Journal of Finance*, Vol: 52, No:1, 1997, pp. 161-196.
- GILSON, Stuart C., Kose JOHN ve Larry H.P. LANG, " Troubled Debt Restructurings- an Empirical Study of Private Reorganization of Firms in Default", *Journal of Financial Economics*, No: 27, 1990, pp.315-353.
- HAUGEN, Robert A. ve Lemma W. SENBET, "The Insignificance of Bankruptcy Costs to the Theory of Optimal Capital Structure" *The Journal of Finance*, Vol:33, No:2, pp.383-393.

- JAIN, Prem C., “The Effect of Voluntary Sell-off Announcements on Shareholder Wealth”, *The Journal of Finance*, Vol: 40, No:1, 1985, pp. 209-224.
- JENSEN, Michael C. ve William H. MECKLING, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure” *Journal of Financial Economics*, Vol: 3, No: 4, 1976, 305-360 : <http://papers.ssrn.com/abstract=94043>.
- JENSEN, Michael C., “Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers”, *American Economic Review*, Vol: 76, No: 2, 1986, pp. 323-329.
- KAPLAN, Steven N., “Campeau’s Acquisition of Federated – Post Bankruptcy Results”, *Journal of Financial Economics*, No:35, 1994, pp.123-136.
- MODIGLIANI, Franco ve Merton MILLER, “Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction” *American Economic Review*, Vol:53, No:3, 1963, pp.433-443.
- OPLER, Tim C. ve Sheridan TITMAN, “Financial Distress and Corporate Performance”, *The Journal of Finance*, Vol:49, No:3, 1994, pp.1015-1041.
- PULVINO, Todd C., “Effects of Bankruptcy Court Protection on Asset Sales”, *Journal of Financial Economics*, Vol:52, 1999, pp.151-186.
- ROSS, Stephen A., Randolph W. WESTERFIELD ve Jeffrey JAFFE, *Corporate Finance*, 6.B., International Edition, McGraw Hill Irwin, 2002.
- SCHERR, Frederick C., “The Bankruptcy Cost Puzzle”, *Quarterly Journal of Business and Economics*, Vol: 27, No: 3, 1988, pp.147-179.
- SHLEIFER, Andrei ve Robert W. VISHNY, “Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach”, *The Journal of Finance*, Vol: 47, No: 4, 1992, pp. 1343- 1365.
- WARNER, Jerold B., “Bankruptcy Costs: Some Evidence”, *The Journal of Finance*, Vol:32, No:2, 1977, pp.337-347.
- WEIS, Lawrence A., “Bankruptcy Resolution: Direct Cost and Violation of Priority of Claims”, *Corporate Bankruptcy*, Ed: Jagdeep S. Bhandari ve Lawrence A. Weiss, Cambridge University Pres, 1996.
- WHITAKER, Richard B., “The Early Stages of Financial Distress”, *Journal of Economics and Finance*, Vol: 23, No:2, 1999, pp.123-133.
- WHITE, Michelle J., “The Cost of Corporate Bankruptcy: A U.S.- European Comparison”, *Corporate Bankruptcy*, Ed: Jagdeep S. Bhandari ve Lawrence A. Weiss, Cambridge University Pres, 1996.
- WRUCK, Karen Hopper, “Financial Distress, Reorganization and Organizational Efficiency”, *Journal of Financial Economics*, Vol:27, 1990, pp. 419-444.
- YILDIZ, Birol, “Finansal Başarısızlığın Öngörülmesinde Yapay Sinir Ağı Kullanımı ve Halka Açık Şirketlerde Amprik Bir Uygulama”, *İMKB Dergisi*, Cilt:5, Sayı: 17, 2001, ss.51-68.