

Bankalara Olan Borçlarını Yeniden Yapılandıran Firmaların Başarısında, Banka Kredilerine Erişim Yeteneğinin ve Finansal Başarısızlık Derecesinin Etkisi

The Effect of the Ability to Access to Bank Credit and the Complexity of the Financial Distress in the Process of Successfully Debt Restructuring Firms

Selçuk KAPLAN

Dr.TC Ziraat Bankası Şube Yöneticisi, (skaplan@ziraatbank.com.tr)

ÖZET

Anahtar kelimeler:

Finansal Sıkıntı

Finansal

Yapılandırma

Borç Yapılandırması

Çalışmada, özel görüşme yoluyla banka borçlarını yapılandıran 109 firmanın başarılı borç yapılanmasında, bankanın katkısı ve sorun karmaşasının etkisi irdelenmiştir. Banka katkısı TCMB verilerinden sağlanan limit doluluk oranı ile sorun karmaşası ise faiz ödeme performansı ile ölçülmüştür. Başarısız firmalarda dış fonlara erişim yeteneği kısıtlanırken, sorun karmaşası artmaktadır. Geliştirilen lojistik modelde, yapılanma öncesi dönemde ve yapılanma döneminde dış fonlara erişim yeteneğinin, başarılı borç yapılanmasında önemli olduğu ortaya çıkmıştır.

ABSTRACT

Keywords:

Financial Distress

Financial

Restructuring

Debt Restructuring

In this study, the bank contribution and the effect of the complexity of the financial distress were investigated in the proses of sucsefully dept restructurig of totally 109 firms that restructure their bankdebt by the means of out of court resolution. Bank contribution to the proses is represented by ratio of credit line fulness, the data extracted from TCMB resource, and the complexity of the problem are measured by interest payment performans of the firms. While the failure firms' abilty to use credit line was limited,the complexity of the trouble was increased.In the logit model, It is important to use creditline for the seccessful firms in terms of competing deptrestructuring.

1. GİRİŞ

Firmaların aşırı kaldıraç kullanmaları (özellikle ABD'de 1980'lerden sonra high-yield bond veya junk bonds borçlanmalarının yaygın olarak kullanılması) borçlarını ödeyememe potansiyelini artırmıştır. Bu türden finansal yapıya sahip firmaların, finansal başarısızlık sorunu ile nasıl başa çıkacaklarının anlaşılması konusu ekonomistlerin, yöneticilerin ve akademisyenlerin ilgisini çekmiştir. (Hotchkiss, 2008: 3)

Problemin tanımlanmasına yönelik olarak, Tablo-1 de Gartner and Scharfstein (1991) in özel görüşme yoluyla borç yapılanmasına kuramsal yaklaşımının özet bir sunumu bulunmaktadır.

Finansal başarısızlık sorunsalı, ödemenin aksatıldığı noktada başlayan (zaman1), firmanın sorunu çözümlendiği noktada (zaman2) sona eren bir zaman aralığında irdelenmektedir. Finansal yönden başarısız firma bu süre aralığında, yeniden yapılanma yapmakta ve yeni yatırım olanaklarını değerlendirmektedir. Kuramsal analizde kısa vadeli borçlar ve Banka

borçlarının zaman 1 noktasında ödeneceği, zaman 2 noktasında ise yatırımın nakit akışının oluşacağı ve Uzun Süreli Borçların ödeneceği varsayılmaktadır. Genel olarak firma üzerinde hak talep eden üç grup düşünülmektedir: Firma sahibi ve adına hareket eden yönetici, davranışlarını koordine edemeyen dağınık yapıdaki alacaklı grubu ve borçluyu izleme araçlarına sahip ve borçlu ile sorunu müzakere edebilen banka gibi kurumsal alacaklı. Taraflar, firmanın finansal yükümlülüklerini yerine getiremediği zaman 1 noktasında, mevcut ve gelecekteki firma değeri ile finansal haklarının mevcut durumu üzerinden, firmanın yeniden yapılanmasına kararını etkinlik açısından değerlendirmekte ve karar kriterini bu merkezde oluşturmaktadır.

Tablo-1: Finansal Sıkıntı Tanımlanması ve Banka Borçlarının Yapılandırılmasına Kuramsal Yaklaşım

TANIMLAR-VARSAYIMLAR	FİRMANIN NAKİT AKIŞ	FİRMA AKSİYONU
<p>*Firmanın sabit kıymetleri yok varsayılmıştır. Tüm varlıklar likit olup "Y" tutarındadır.</p> <p>*İki tip alacaklı varsayılmıştır.</p> <p>B=Banka, D=Tahvil Alacaklısı</p> <p>*Zaman 1: Finansal sıkıntının başladığı tarih</p> <p>*Zaman 2:Yatırım-Yapılanma bitiş tarihi</p>	<p>1.DURUM(YETERLİ NAKİT AKIŞ VARDIR)</p> $Y > I + B + qD$ <p>(zaman 1 de, banka ve kısa vadeli tahvillerin ödenebileceği ve yeni yatırım olanaklarının değerlendirileceği yeterli nakit akışı vardır)</p>	<p>NPV < 0 da olsa yatırım yapılacaktır.</p> <p>Yatırım yapılmaması durumunda hissedarlar hiç bir ödeme alamayacaklardır. Çünkü ödeme önceliği kuralı gereği firma likidasyon değeri olan "Y" Banka ve Tahvil alacaklıları tarafından paylaşılacaktır. (Y < B+D)</p>
<p>X = Yatırımın zaman 2 deki ortalama nakit akışı</p> <p>I=Zaman 1 de yeni yatırım fırsatı ve mevcut durum için yatırım tutarı</p> <p>*Banka ve qD (Kısa vadeli tahvil)zaman 1 de ödenir</p> <p>*(1-q)D (Uzun vadeli tahvil) Zaman 2 de ödenir.</p> <p>Zaman 1 de Y < B+D dir ve ödememe sorunsalını betimler. VD=Borcun Market Değeri</p> <p>LD=Borcun Likidasyon Dağeri</p>	<p>2.DURUM (YETERLİ NAKİT AKIŞI YOKTUR)</p> $2- Y < I + B + qD$ <p>(zaman 1 de kısa süreli Tahvil alacaklıları, Banka ve yeni yatırım tutarı (I) için gerekli nakit akışı yoktur. Bu durumda (I+B+qD-Y) kadar fona ihtiyaç vardır.</p>	<p>2.1.Yeni borç ve sermaye çıkarımı</p>

<p>BANKA BORÇLARININ YAPILANDIRILMASI KRİTERİ:</p>	<p>$VD-D > 0$, yatırımın yapılması durumunda borç değerindeki artışı ifade eder. Bu tahvil alacaklılarına transfer anlamındadır.</p> <p>$X-I(NPV) \Rightarrow VD-VL$ olması durumunda yatırım yapılacaktır. Çünkü alacaklılara yapılan transfer den büyük nakit akışı, hissedarları yatırım için özendircektir.</p>	<p>2.2.Banka ve Tahvil Borçlarının yapılandırılması</p>
--	--	---

Kaynak: Robert Gartner and David Scharfstein(1991) “A Theory of Workouts and the Effects of Reorganization Law, The journal of Finance, Vol,46,S:1189-1196

Borç yapılanması, firmanın finansal yükümlülüklerini yerine getiremediği bir noktada, default durumundan kaçınmak için, var olan borç sözleşmelerinin yenileri ile değiştirildiği bir “işlemler” bütünü olarak tanımlamakta ve bu işlemler üç başlık altında toplanmaktadır. (Gilson vd, 1990: 325)

i) Anapara faiz ödemelerinde indirim

ii) Vade zatımı

iii) Kreditoörlere belirli bir ödeme yapmak yerine hisse senedi verilmesi

Benzer şekilde, Hotchkiss vd (2008) de, firmanın kaynak yapısının, uyulmaması halinde firmayı yasal yaptırımlarla karşılaştıracak sözleşmeler (hard contract) ve kar payı ödemesi gibi yaptırımı oransal olarak daha hafif (soft contract) oluşturduğunu belirterek, borç yapılanmasını, eski borç sözleşmelerinin, vade, anapara, faiz gibi unsurlarının firmanın nakit akışına uygun bir şekilde yenileri ile değiştirmek olarak tanımlamıştır.(Hotchkiss vd, 2008:15)

Finansal başarısızlığın çözümü, firmanın kısa dönem nakit akışının iyileştirilmesi, diğer bir anlatımla borç baskısının hafifletilmesiyle olanaklı bulunmaktadır. Bu bağlamda finansal açıdan sıkıntılı firma, bilançosunu dışsal bir etki ile (kreditoörün baskısı) düzenlemek zorundadır.

Çalışmamız finansal sıkıntıyı aşma amacıyla var olan banka borçlarını yapılandırmak isteyen firmaların, başarılı borç yapılanmasında, bankanın katkısının ve firmanın içinde bulunduğu sıkıntı derecesinin önemli olup olmadığını araştırmaya yöneliktir.

2. BORÇ YAPILANMASINA ETKİ DEĞİŞKENLERİN BELİRLENMESİNE YÖNELİK DAHA ÖNCE YAPILMIŞ ÇALIŞMALAR

Araştırmamız, finansal açıdan başarısız firmalarda, yapılanma öncesi dönemde ve yapılanma döneminde, bankanın sürece katkısının ve finansal sıkıntının şiddetinin etkisini araştırmaktadır.

Her bir değişkenin başarılı borç yapılanması ile ilişkisini ortaya koymaya yönelik daha önce yapılan araştırmalar aşağıda iki ayrı başlık altında sunulmuştur.

2.1. Başarılı Borç Yapılanmasında Bankanın Rolü İli İlgili Daha Önce Yapılmış Çalışmalar

Yazında, borç yapılanmasında, bankanın etkisini irdeleyen çalışmaların özet sonuçları Tablo -2 de verilmiştir.

Genel hatları ile bakıldığında, literatürde, bankaların gerek yasal yönden baskı altında olmalarının etkisiyle taviz vermez tutumları, gerekse alacaklarının teminatlı olması nedeniyle, ((Asquit vd (1991), Gilson (1997)) borç yapılanmalarına katkılarının sınırlı olduğu yönünde görüşler bulunmaktadır.

Diğer yandan yazında, yukarıdaki görüşün aksine, bankaların, direnme (hold out) ve asimetrik bilgi sorununu azaltması nedeniyle, sürece pozitif katkısının olduğu belirten araştırmalar da bulunmaktadır. ((Brown vd (1993), James(1996), Gilson,John ve Lang (1990), Ofek (1993), Gilson (1997))

Çalışmamızda, bankanın katılımının apriori olarak başarılı borç yapılanmasında olumlu katkı sunacağı kabul edilmiştir.

Tablo-2: Borç Yapılanmasında Bankanın Rolüne İlişkin Bazı çalışmaların Özet Sonuçları

YAZAR	ÇALIŞMA ÖRNEKLEMİ	ÇALIŞMA SONUCU
Asquit vd (1991)	1970-1980 yıllarında, yüksek kaldıraç kullanan 102 firma. (Firmaların tümünün borç yapısında yüksek getirili tahvil bulunmaktadır.)	<ul style="list-style-type: none"> -Finansal sıkıntının yüksek bir maliyet içermemesi halinde bankalar borç yapılanmasına yatkındırlar. -Borç yapılanması genellikle, sözleşme koşullarının yenilenmesi şeklinde (vade uzatımı gibi) olmaktadır. Anaparadan vazgeçme nadirdir. -Mevcut ve gelecekteki performansı iyi olan firmalara daha toleranslı davranılmaktadır. -Bankanın katkısı alacağın tahsili bakımından düşük öncelikli tahvil alacaklısına yarar sağlayacağından banka anaparadan vazgeçme, yeni finansman sağlama gibi araçları kullanmaya isteksizdir. -Alacakları teminatlı olan banka yasal süreç altında yapılanmaya eğilimlidir.
Brown vd (1993)	1980-1990 yıllarında, banka ve tahvil yapılanması yapan 70 firma	Bankanın düşük ödeme önceliği olan öneri (borç yerine sermaye) önerilmesi durumunda, bunun firmanın gelecekteki durumu hakkında olumlu bir bilgi içermesi nedeniyle, firma hisselerinde % 9,13 artış olduğu görülmüştür. Bankanın, firma hakkında iyi düzeyde bilgi sahibi olduğu göz önüne alındığında, başarılı borç yapılanmasında, bankanın katılımının ve rolünün önemli olduğu ortaya konmuştur.

James(1996)	1980-1990 yılları arasında tahvil alacaklıları (Exchange offer) ve bankalar ile yapılanma yapan 68 halka açık şirket	<p>-Operasyonel performansı ve borç düzeyi ex ante kötü olan firmalarda borç indirimi daha fazladır.</p> <p>-Toplam borç yapısında banka payı artıktır, (başarısız yapılanmada bankanın zararı artacağından) bankanın yapılanmaya bir taviz ile katılma isteği artacaktır.</p> <p>-Bankanın katılımı direnme (hold out) ve asimetrik bilgi sorununu azaltır.</p> <p>-Yasal süreç dışında borç yapılanmasında bankanın önemli bir rolü bulunmaktadır.</p>
Gilson, John ve Lang (1990)	1978-1987 yılları arasında ödeme sorunu yaşayan 169 halka açık şirket	<p>Sıkıntılı firmaların yasal süreç(bölüm 11) ya da özel görüşme yoluyla yapılanmasının belirleyicilerini araştıran yazarlar, özel görüşme yoluyla borç yapılanmasında borç yapısının etkisi üzerinde durmuşlardır. Banka ağırlıklı ya da az sayıda alacaklının olduğu firmalarda, özel görüşme yoluyla başarılı borç yapılanma şansının daha yüksek olduğu bulgulamışlardır.</p> <p>Özet olarak, yasal süreç dışında borç yapılanmasında, borç bileşiminde daha çok banka borcu olan firmalarda direnme (hold out) azalmakta, bu ise yapılanmanın başarı şansının artırmaktadır.</p>
Ofek (1993)	1983-1987 yılları arasında şok performans düşüşü yaşayan 358 firma	<p>Araştırmada, kısa süreli finansal sıkıntı sürecinde, firma tepkisi ile sermaye yapısı arasındaki ilişki irdelenmiştir. Yapısında banka gibi kurumsal alacaklıların yoğun olduğu firmaların, özel görüşme ile borç yapılanma yapma ihtimali artırmaktadır.</p>
Gilson (1997)	1979-1989 yılları arasında, 51'i yasal süreç altında (bölüm 11), 57'si yasal süreç dışında borç yapılanması yapan 108 halka açık şirket	<p>Yapılan çalışmada, yasal süreç dışında borç yapılanması yapan firmalarda, daha az banka borcu ve daha az kurumsal alacaklı sayısına sahip firmalarda, borç düzeyinin daha çok azaldığı gözlenmiştir. Yani, bankalar yapılanma döneminde borç düzeyini azaltacak yapılanma anlaşmalarına pek yanaşmamaktadırlar.</p> <p>Yasal süreç yapılanmasında, borç yapısının (banka ağırlıklı-değil) borç azalmasında (bankaların taviz verip vermediği konusu irdelenmiştir) önemli olmadığı ortaya çıkmıştır. Araştırmacı, bunu; yasal sürecin zorlayıcı yapısına ve direnmenin giderilmesine bağlamıştır.</p>

2.2. Başarılı Borç Yapılanmasında Finansal başarısızlık Derecesinin Etkisi İle İlgili Daha Önce Yapılmış Çalışmalar

Finansal başarısızlık, geçici likidite sıkıntısından, iflas sürecine kadar uzanan şiddette ortaya çıkabilmektedir. Finansal sıkıntının şiddeti artıkça, uzlaşma zemini kayıp olmakta ve taraflar, firmanın yaşamasına devam edecek reorganizasyonun yasal bir çatı altında yapılması yolunu seçmektedir. Tablo -3 de, firmada sıkıntı boyutunu belirleyen direnme ve asimetrik bilgi akışının, yapılanma türü (yasal süreç-mahkeme gözetiminde yapılanma- ya da özel görüşme yoluyla -mahkeme dışı-) seçimi arasındaki ilişkileri irdeleyen çalışmalar verilmektedir. Genel olarak bakıldığında bu çalışmalardan aşağıdaki sonuçları çıkarmak olasıdır.

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

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

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

Çalışmamızda bu kurumsal beklentiye uygun olarak, finansal açıdan başarısız firmaların sorun karmaşası (hangi değişkenlerle proxy edildiği” Araştırma Yöntem ve Bulguları” bölümünde verilmiştir) artıkça, başarılı bir borç yapılanma ihtimalinin azalacağı varsayılmıştır.

Tablo 3 : Yapılanma Türü ile Finansal Başarısızlık Sorunu Arasındaki İlişkileri İrdeleyen Bazı Çalışmaların Özet sonuçları

ÇALIŞMANIN KONUSU	ÇALIŞMAYI YAPAN	AÇIKLAMA
SÜRE VE MALİYET	Gilson, John ve Lang (1990)	-Yasal süreç altında borç yapılanması daha uzun zaman ve maliyet içermektedir
	Franks ve Torous (1994)	-Yasal süreç yapılanmasında geçen süre daha uzundur
SORUNUN KARMAŞIKLIĞI VE DİRENME	Gilson, John ve Lang (1990)	-Tahvil ağırlıklı borç yapısı (kurumsal alacaklıların az olduğu) direnmeyi artırır. -Direnmenin artması, firmaları uzlaşma için yasal süreçte yapılanmaya zorlar.
	Franks ve Torous (1994)	-Karmaşıklık düzeyi ile yapılanma türü arasında ilişki bulunamamıştır. (Kurumsal beklentinin tersine gelişen bu durumun örneklem seçiminden olabileceği belirtilmiştir)

	Ofek (1993)	-Yapısında banka gibi kurumsal alacaklının yoğun olduğu firmaların, özel görüşme ile yapılanma yapma ihtimalini artırmaktadır.
ASİMETRİK BİLGİ	Gilso, John ve Lang (1990)	-Asimetrik bilgi firmaları yasal süreç altında yapılanmaya itmektedir.
	Mooradian (1994) (Teorik çalışma)	Yasal süreçte yapılanma (Bölüm 11) bilgi asimetrisi sorununu azaltır.
	Asquit vd (1991)	Banka ağırlıklı borç yapısına sahip firmalarda, uzlaşarak çözüm güçleşir, Çünkü banka gibi kurumsal alacaklılar, teminat yapısı da gözetilerek taviz vermeye yanaşmazlar.

3. ARAŞTIRMANIN YÖNTEM VE BULGULARI

3.1.Örneklem Seçimi

Örneklem, bir Kamu Bankasında vadesi geçmiş veya vadesi gelmediği halde bu tarihten önce, banka ile özel görüşme yapmak suretiyle, borçlarının vadelerini uzatmış veya yapılandırmış(bir ödeme planına bağlı olarak tasfiyeyi amaçlayan), likidite yetersizliği hafif şiddette olan, etkinliğine devam eden ve alacaklıların yasal süreç başlatmadığı firmalardan oluşmaktadır. Örnekleme, bu kriterleri taşıyan, 44' ü başarılı, 65'i başarısız borç yapılanması yapmış toplam 109 firma dahil edilmiştir.

İlgili Banka Genel Müdürlüğünden, firma isimlerinin veya firmaların kullandığı logo ve kısaltmaların kullanılmaması koşulu ile firma verilerinin kullanılabilmesi için izin alınmıştır. Belirtilen, yasal zorunluluk nedeniyle, araştırmada firma isimleri kullanılmamış, bunun yerine Firma 1, Firma 2 gibi isimlendirmeler yapılmıştır. Veriler, TCMB'nin bankaların erişimine izin verdiği, limit ve risk bilgilerinden edinilmiştir.

3.2. Araştırma Modeli ve Değişkenler

Çalışmamızda başarılı borç yapılanmasında alacaklı bankaların sürece katkısı ve finansal sıkıntı şiddetinin etkisini ölçmek için lojistik regresyon modeli uygulanmış ve aşağıdaki gibi kurgulanmıştır.

$$L = b_0 + b_1A11 + b_2A12 + b_3A31 + b_4A32 + b_5A41 + b_6A42 + e \text{ dir.}$$

3.2.1. Bağımlı Değişken

Modelde, bağımlı değişken olarak firmaların başarı durumları alınmıştır:

(başarılı firma =1, başarısız firma =0)

Borçlarını yeni sözleşme koşullarına bağlayan firmalardan, borcunu belirlenen yeni vadede ödeyen, ödeme planına uyarak bankanın kabul ettiği ölçüde kısmen ödeyen firmalar BAŞARILI, ödeme planına uymayarak borçlarını ikinci kez yapılandıran veya yasal sürecin başlatılması yönünde aksiyon alınan firmalar BAŞARISIZ olarak kabul edilmiştir.

3.2.2.Bağımsız Değişkenler

Tablo-4: Modeldeki Bağımsız Değişkenler

DEĞİŞKENİN ÖLÇTÜĞÜ	KODU	ADI	HESAPLAMASI	AÇIKLAMA
DIŞ FONLARA ERİŞİM YETENEĞİ	A11	YAPILANMA ÖNCESİ LİMİT DOLULUK ORANI	ORTALAMA RİSK/LİMİT	Bankalardaki kullanılabilir limit boşluğunu gösterir. Yüksek oran dış fonlara erişimin kısıtlandığını gösterir.
DIŞ FONLARA ERİŞİM YETENEĞİ	A12	YAPILANMA DÖNEMİ LİMİT DOLULUK ORANI	ORTALAMA RİSK/LİMİT	Bankalardaki kullanılabilir limit boşluğunu gösterir. Yüksek oran dış fonlara erişimin kısıtlandığını gösterir.
SORUN KARMAŞASI-SIKINTI ŞİDDETİ	A31	YAPILANMA ÖNCESİ FAİZ ÖDEME PERFORMANSI	ORTALAMA ÖDENMEMİŞ FAİZ/ORTALAMA BANKA BORCU	Ödenmeyen faiz boyutunu gösterir. Oran büyüdükçe sorun karmaşası artar
SORUN KARMAŞASI-SIKINTI ŞİDDETİ	A32	YAPILANMA DÖNEMİ FAİZ ÖDEME PERFORMANSI	ORTALAMA ÖDENMEMİŞ FAİZ/ORTALAMA BANKA BORCU	Ödenmeyen faiz boyutunu gösterir. Oran büyüdükçe sorun karmaşası artar.
SORUN KARMAŞASI-SIKINTI ŞİDDETİ	A41	YAPILANMA ÖNCESİ FAİZ ÖDEME PERFORMANSI	ÖDENMEMİŞ DÖNEM SAYISI/ TOPLAM DÖNEM SAYISI(12)	Ödenmeyen faiz boyutunu gösterir. Oran büyüdükçe sorun karmaşası artar
SORUN KARMAŞASI-SIKINTI ŞİDDETİ	A42	YAPILANMA DÖNEMİ FAİZ ÖDEME PERFORMANSI	ÖDENMEMİŞ BORÇ/ ORTALAMA SATIŞ	Ödenmeyen faiz boyutunu gösterir. Oran büyüdükçe sorun karmaşası artar

Modelde, değişkenler hem yapılanma öncesinde hem de yapılanma döneminde ayrı ayrı ölçülmüştür. Burada, “Yapılanma Öncesi Dönem “ firmanın yapılanma yaptığı tarihten önceki 12 aylık dönemi ifade etmektedir.

“Yapılanma Dönemi “ ise, vade uzatımı yapılmış veya ödeme planına bağlanmış alacaklarda, yapılanmanın yapıldığı tarih ile ödemenin yapıldığı tarih arasındaki süredir. Yapılanma süreci devam eden, ancak yeterli düzeyde ödeme yaptığı için başarılı ödeme yaptığı kabul edilen firmalar için yapılanma dönemi, yapılanmanın yapıldığı tarih ile inceleme dönemi arasındaki

süre olarak tanımlanmıştır. Başarısız yapılanmalarda ise, yapılanmanın yapıldığı tarih ile yasal sürecin başladığı (risklerin “Tahsil Olunacak Alacaklar” hesabına aktarıldığı) tarih, ikinci kez yapılanmaya giden firmalarda ise ikinci kez yapılanmaya gidildiği tarih arasındaki dönem “Yapılanma Dönemi” olarak kabul edilmiştir

Tablo-4 de modeldeki bağımsız değişkenlerin özet bilgileri yer almaktadır. Alacaklı bankaların katkısının ölçüldüğü değişkenler “Dış fonlara erişim yeteneği “ başlığında ele alınmış ve “2” değişken ile temsil edilmiştir. Finansal sıkıntının şiddeti (sorun karmaşası) ise hem yapılanma öncesi hem de yapılanma dönemi ayrı ayrı ölçülmüş ve “4” değişken ile temsil edilmiştir.

Bağımsız değişkenlerin ölçümü aşağıda verilen formüle göre yapılmıştır.

$A11 = \text{YAPILANMA ÖNCESİ LİMİT DOLULUK ORANI} = \text{ORTALAMA RİSK/LİMİT}$

$A12 = \text{YAPILANMADÖNEMİ LİMİT DOLULUK ORANI} = \text{ORTALAMA RİSK/LİMİT}$

Firmaların toplam limit ve risk bilgileri TCMB da yayınlanmaktadır. Bu oranın hesaplanmasında, anlık verilerin yanıltıcı olabileceği düşünülerek, yapılanma öncesi ve yapılanma döneminde ortalama veriler alınmıştır.

Bu değişkenler firmanın krediye erişim olanaklarının bir ölçüsü olarak değerlendirilmektedir. A11-12 değişkenlerinin 1 e yaklaşması firmanın fon sağlama imkanın azaldığını, 0” a yaklaşması ise banka sisteminden fon sağlama imkanının arttığını göstermektedir. Örneklemimizde, yapılanma öncesi yasal takip kaydı olan firmalar bulunmaktadır. Bu firmaların diğer bankalardaki limitlerinin dondurulmuş olabileceği değerlendirilerek, yapılanma öncesi ve sonrası limit risklerine bakılmıştır. Limit artışı yaşamayan, aynı zamanda risklerinde de azalma olan firmaların fon sağlama konusunda tam kısıtlı oldukları değerlendirilmiş ve bu firmalara orijinal oran yerine “1” oranı verilmiştir. .

$A31 = \text{YAPILANMA ÖNCESİ ORTALAMA ÖDENMEMİŞ FAİZ/ORTALAMA BANKA BORCU}$

$A32 = \text{YAPILANMA DÖNEMİ ORTALAMA ÖDENMEMİŞ FAİZ/ORTALAMA BANKA BORCU}$

Firmanın ödeme performansının ölçümünde kullanan bu oranlar özellikle banka ilişkilerindeki sorun düzeyini betimleyen önemli değişkenlerdir. Bankacılık sisteminde her üç ayda bir (mart-haziran-eylül-aralık ay sonunda) faiz tahakkuku yapılmakta ve kredili firmalarca ödenmektedir. Bu veriler her ay sonu düzenli olarak yayımlanmaktadır. Oranlar, firmanın ödemediği faiz tutarının aynı dönemdeki ortalama banka borcuna bölünmesi ile elde edilmiştir. Bu oranın artmasının sorun şiddetinin artması anlamına geleceği varsayılmıştır.

$A41 = \text{YAPILANMA ÖNCESİ ÖDENMEMİŞ FAİZ DÖNEM SAYISI/TOPLAM DÖNEM SAYISI}(12)$

$A42 = \text{YAPILANMA DÖNEMİ ÖDENMEMİŞ FAİZ DÖNEM SAYISI/TOPLAM DÖNEM SAYISI}(12)$

A41, A42 değişkenleri, firmanın faiz ödememe listesinde yer alma sıklığını ölçmektedir. Örneğin, bir firma 12 aylık periyotta faiz ödememe listesinde 4 kez yer almışsa, bu oran $4/12=0,25$ olarak ölçülmüştür. Varsayım “Oran ne kadar yüksekse, finansal sıkıntı da o derece yüksektir” şeklinde yapılmıştır.

4. ARAŞTIRMA BULGULARI

Tablo: 5 de değişkenlerin başarılı ve başarısız gruplardaki ortalamaları yer almaktadır.

Tablo-5: Seçilmiş Bazı Değişkenlerin Başarılı-Başarısız Grup Ortalamaları

N=109*		Ortalama	İstatistik
A11:YAPILANMA ÖNCESİ BANKA RİSKİ/BANKA LİMİTİ	65-Başarısız	0,8900	0,000*
	44-Başarılı	0,6409	

A12 YAPILANMA ÖNCESİ BANKA	65-Başarısız	0,9735	0,000*
	44-Başarılı	0,6103	
A32 YAPILANMA DÖNEMİ ORTALAMA ÖDENMEMİŞFAİZ/ORTALAMA BANKA BORCU	65-Başarısız	0,0050	0,064**
	44-Başarılı	0,0032	

(*) 0,00 düzeyinde anlamlı (**) 0,10 düzeyinde anlamlı

44 Başarılı ve 65 Başarısız firma ile oluşturulan örnekleme A11-A12 değişkenlerinin ortalamaları istatistiksel açıdan başarılı ve başarısız firmalarda önemli ölçüde farklı çıkmıştır. Örneğin Yapılanma öncesi dönemde başarısız firmalarda limit doluluk oranı ortalaması (A11) 0,89 iken, başarılı firmalarda 0,64 dür. Daha açık bir anlatımla, başarılı borç yapılanması yapan firmaların bankalardaki kredi limitlerini kullanma bakımından, başarımız firmalara oranla daha iyi imkana sahip oldukları söylenebilir.

A32 değişkeninin başarılı ve başarısız firma ortalamaları da farklılık göstermektedir. Yani yapılanma döneminde başarısız firmalarda sorun karmaşası, başarılı firmalara oranla daha yüksek olmasına karşın, bu fark 0,064 güven düzeyinde anlamlıdır.

4.1. Başarılı –Başarısız Firmalarda Yapılanma Dönemi Değişimi

Başarılı ve başarısız firmaların dış fonlara erişim yeteneği ve sorun karmaşasının yapılanma döneminde nasıl bir gelişim gösterdiklerini anlamak için 6 değişkenin önce ve sonra ortalamalarına bakılmıştır. Örneğin başarısız firmaların dış fonlara erişim yeteneğini ölçen Limit doluluk oranı yapılanma öncesi 0,89 iken yapılanma döneminde 0,9735 e yükselmiştir. Diğer bir anlatımla, başarısız firmaların dış fonlara erişim yeteneği yapılanma döneminde bir hayli azaldığı, neredeyse kredi kullanma imkanlarının olmadığı görülmektedir. Bu bozulma istatistiksel açıdan önemlidir.

Aynı şekilde, sorun karmaşasını ölçen Faiz Ödeme Performansı yapılanma öncesi dönemde 0,034 iken, yapılanma döneminde 0,051 seviyesine yükselmiştir. (0,12 güven seviyesinde anlamlı bir fark vardır)

Tablo 6: Başarısız Firmalarda Yapılanma Öncesi ve Yapılanma Dönemi Değişken Değerlerinin Değişimi

DEĞİŞKEN ADI	ORTALAMA	STAND.SAPM	STAN.HATA ORT
A11-Y Öncesi Limit Doluluk Oranı	0,8900	0,1435	0,0178
A12-Y Dönemi Limit Doluluk Oranı	0,9735	0,0708	0,0087
A31-Y Öncesi Faiz Ödeme	0,0034	0,0045	0,0005
A32-Y Dönemi Faiz Ödeme	0,0051	0,0088	0,0011
A41-Y Öncesi Faiz Öd. Sayısı	0,4897	0,3298	0,0409

A42-Y Dönemi Faiz Öd.Sayısı	0,5674	0,4010	0,0497
EŞLER ARASI T STATİSTİK SONUÇLARI	ORTALAMA	STND. SAPMA	İSTATİSTİK Sig.(2.tailed)
A11-A12	-0,0835	0,1522	0,000 *
A31-A32	-0,0016	0,0082	0,121
A41-A42	-0,0776	0,4798	0,196

Tablo 7: Başarılı Firmalarda Yapılanma Öncesi ve Yapılanma Dönemi Değişken Değerlerinin Değişimi

N=44 Başarılı Firma

DEĞİŞKEN ADI	ORTALAMA	STAND. SAPMA	STAN. HATA ORT
A11-Y Öncesi Limit Doluluk Oranı	0,6409	0,2490	0,0375
A12-Y Dönemi Limit Doluluk Oranı	0,6103	0,2812	0,0423
A31-Y Öncesi Faiz Ödeme	0,0032	0,0041	0,0006
A32-Y Dönemi Faiz Ödeme	0,0032	0,0045	0,0006
A41-Y Öncesi Faiz Öd.Sayısı	0,3935	0,3411	0,0514
A42-Y Dönemi Faiz Öd.Sayısı	0,4498	0,3675	0,0554
EŞLER ARASI T STATİSTİK SONUÇLARI	ORTALAMA	STAND. SAP MA	İSTATİSTİK Sig.(2.tailed)
A11-A12	0,0305	0,2957	0,497
A31-A32	0,0000	0,0041	0,978
A41-A42	0,0562	0,3160	0,244

(*)0,000 güven düzeyinde anlamlıdır.

Genel olarak değerlendirildiğinde, başarısız 65 firmanın yapılanma döneminde dış fonlara erişim bakımından durumunun kısıtlandığı (Yapılanma öncesi oranı 0,89, yapılanma dönemi oranı 0,97), finansal sıkıntı şiddetinin de nispeten arttığı (yapılanma öncesi oranı 0,0050, yapılanma dönemi oranı 0,0032'dür.0,064 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır) anlaşılmaktadır.

Başarılı 44 firmada, yapılanma öncesi ve yapılanma döneminde, dış fonlara erişim ve sıkıntı şiddeti bakımından istatistiksel olarak fark bulunamamıştır.

4.2. Lojistik Regresyon Modeli

Önceki bölümlerde ölçümleri ve ilişkilerin yönleri verilen değişkenlere göre Lojistik regresyon modeli;

$L = b_0 + b_1A_{11} + b_2A_{12} + b_3A_{31} + b_4A_{32} + b_5A_{41} + b_6A_{42} + e$ dir.

A11 ve A12 değişkenleri sorunlu firmaların Bankalardaki limit doluluk oranlarını göstermektedir. Bu oranın düşük olması firmaların kredi erişiminin daha kolay olduğuna işaret etmektedir. Kolay kredi erişimi olan firmaların, daha likit oldukları ve dolayısıyla başarılı borç yapılanması yapma ihtimallerinin daha yüksek olduğu varsayılmıştır. İlişki ters yönlüdür.

A31,A32,A41,A42 değişkenleri finansal sıkıntının şiddetini ölçmektedir. Bu değişkenlerin değerleri artıkça başarılı borç yapılanması ihtimalinin azalacağı varsayılmıştır. Bu değişken grubunda da ilişki ters yönlüdür.

Tablo-8 de Modelin özet sonuçları verilmektedir.

Tablo-8: Lojistik Regresyon Modeli Özet Sonuçlar

Değişken Adı	Değişken katsayısı	İstatistik
A11-Yapılanma Öncesi Banka	-6,889	0,002
A12-Yapılanma Dönemi Banka	-14,993	0,000
Sabit	17,064	0,000
		Öngörü Yüzdesi(%)
Öngörü	Başarılı	96,9
	Başarısız	81,8
	Toplam	90,8
	Oran	
Cut Value	0,50	

6 değişkenli lojistik regresyon modeline A11 ve A12 değişkenleri girmiştir. A11 değişkeni yapılanma öncesi Limit Doluluk Oranı, A12 değişkeni ise yapılanma dönemi limit doluluk oranını ifade etmektedir. Finansal açıdan sıkıntılı firmaların Bankacılık sisteminden fon sağlama imkanlarının artmasının başarılı borç yapılanmasında önemli olduğu bu sonuçlara bakılarak söylenebilir. Değişken katsayılarına bakıldığında, yapılanma döneminde bu katkının daha da önemli olduğu görülmektedir.

Modelin doğru sınıflama yüzdesi ise başarılı firmalarda % 96,9, başarısız firmalarda % 81,8 ve ortalamada % 90,8 olarak oldukça yüksektir. Diğer bir anlatımla, modelin gerçekte başarılı borç yapılandırması yapmış bir firmayı doğru tahmin etme ihtimali % 96,7, başarısız bir firmayı doğru tahmin etme ihtimali de %81,8 dir.

4. SONUÇ

Finansal başarısızlık çok genel anlamı ile finansal yükümlülüklerin yerine getirilememesi ile ilgili bir kavramdır. Finansal başarısızlık ile baş etme yolunda önemli bir aksiyon olarak, borçların yeniden yapılandırılması, firmanın nakit akışındaki uyumsuzluğun, firmayı yaptırımlardan korumak amacıyla yeni sözleşme koşullarına bağlanarak giderilmesi anlamına

gelmektedir. Aslında borç yapılanmasıyla, hayatta kalma şansı olan firmaların yaşamına devam etmesine olanak tanınmaktadır. Hangi firmaların hangi koşullarda bu başarıya ulaşacağı sorunu makro açıdan da çok önemlidir.

Çalışmamızda, başarılı borç yapılanmasında dış fonlara erişim yeteneği ile finansal sıkıntı şiddetinin etkisi irdelenmiştir.

Yazında konu ile ilgili yapılan çalışmalarda bankaların yapılanma sürecine olumlu katkısının başarılı borç yapılanmasında önemli olduğu yönünde tespitler bulunmaktadır. Benzer şekilde finansal sıkıntının şiddeti arttıkça özel görüşme yoluyla yoluyla borç yapılanmasının güçleşeceği konusunda da araştırmalar da bulunmaktadır.

Bu kuramsal çerçevede, başarılı borç yapılanması, firmaların maruz kaldıkları finansal sıkıntı şiddeti ile negatif, banka fonlarına erişim yeteneği ile pozitif yönlü bir ilişkiye sahiptir.

Bu varsayımları test etmek amacıyla, bir kamu bankasında 44' ü başarılı, 65'1 başarısız borç yapılanması yapmış 109 firmalı bir örneklem oluşturulmuştur. Geliştirdiğimiz Lojistik Regresyon modelinde hem yapılanma öncesinde, hem de yapılanma döneminde Bankacılık sisteminden sağlanan fonlara erişim yeteneği önemli bir değişken olarak karşımıza çıkmıştır. Finansal sıkıntı şiddeti, başarısız firmalarda artmasına rağmen modele açıklayıcı bir değişken olarak girememiştir. Bu açıdan, kuramsal beklentiye uygun olarak, bankanın önemli bir işlev gördüğü söylenebilir.

Sonuç olarak, başarısız yapılanma yapan firmalarda, Bankanın olumsuz etkisi daha belirgin bir biçimde gözlenmektedir. Diğer bir anlatıyla, bankanın kaynak sağlamaya yardımcı olmadığı durumlarda, başarılı borç yapılanması oldukça zor gözükmektedir. Örneğimiz daha çok küçük ve orta ölçekli işletmelerden oluşmaktadır. Bu türden firmaların sermaye yapısını kolayca değiştirebilecek araçlardan yoksun olduğu göz önüne alındığında, borçlanmasını sürdürebilecek dış kaynak erişimine açık olduğu ölçüde, başarılı bir borç yapılanma şansının olduğu söylenebilir.

Alacaklı bankalar açısından, böyle bir profili olan ve bu profili sürdürebilecek firmaların başarılı borç yapılanma şansının yüksek olduğu bilgisi pratik bakımdan anlamlı olabilir. Diğer yandan, makro düzeyde düşük likidite dönemlerinde, bankaların bu tür firmalara destek verememesinin, daha kitlesel sorunlara yol açabileceği göz önünde bulundurulmalıdır.

KAYNAKÇA

- ASQUIT, P., GERTNER, R., SCHARFSTEIN, D. (1991). Anatomy of Financial Distress: An Examination of Junk Issuers, NBER Working Paper 3942, papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract=227358
- BROWN, D., JAMES, C., MOORADIAN, R. (1993). The Information content of Restructuring Involving Public and Private dept Claims. *Journal of Financial*. 33: 39-118
- FRANKS, J., TOROUS, W. (1994). A Comparison of Financial Restructuring in Distressed Exchanges And Chapter 11 reorganization, *Journal of Financial Economics*: 35, S.349-370
- GERTNER, R., SCHARFSTEIN, D. (1991). A Theory of Workouts and the effects of Reorganization Law. *The Journal of Finance*. 46 (4) : 1189-1222
- GILSON, C., KOSE, J., LANG, L. (1990). Troubled Dept Restructuring An Empirical Study of Private Reorganization Of firms in default. *Journal of Financial Economics*. (27) : 315-353
- GILSON, C. (1997). Transaction Costs and Capital Structure Choice: Evidence from Financially Distressed Firms . *The Journal of Finance*. 52(1) : 161-196
- HOTCHKISS, E., KOSE, J., MOORADIAN, R., THORNBORN, K. (2008). Bankruptcy and The Resolution of Financial Distress, *Handbook of Empirical Corporate*, Volume 2, Edited by B. Espen Eckbo, [Papers. ssrn. com/ sol3/ papers. cfm? Abstract _ id=1086942](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?Abstract_id=1086942)
- JAMES, C. (1996). Bank Dept Restructuring and the Composition of Exchange Offers in Financial Distress" *The Journal of Finance*. 51 (2): 711-727
- MOORADIAN, R. (1994). The Effect of bankruptcy Protection on Investment: Chapter 11 as a Screening Device. *The Journal of Finance*. 49(3) : 1403-1430

OFEK, E. (1993). Capital Structure and Firm Response to poor Performance An Emprical Analysis "Journal of Financial Economics.34:
3-30