

FINANSAL SIKINTILI ŞİRKETLERDE YENİDEN YAPILANDIRMA SÜREÇLERİ VE YENİDEN YAPILANDIRMA SÜREÇLERİNİN SEÇİMİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER

Doç. Dr. Güven Sayılğan
Ankara Üniversitesi
Siyasal Bilgiler Fakültesi

Dr. Ender Coşkun
Pamukkale Üniversitesi
İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi



Özet

Finansal sıkıntıdan kurtulmak isteyen şirketler iki yeniden yapılandırma sürecinden birini seçebilir: “Mahkeme dışı özel yeniden yapılandırma” veya “iflas yasaları çerçevesinde mahkeme gözetiminde yeniden yapılandırma”. Mahkeme dışı özel yeniden yapılandırmaların maliyeti genel olarak daha az olmakla birlikte direnme problemi olasılığı yüksektir. İflas sürecinde yeniden yapılandırmanın ise dava ve takiplerin durması, yeniden yapılandırma planının belli bir çoğunluğun kabul etmesi ile uygulamaya konulabilmesi gibi avantajları yanı sıra; maliyetinin daha yüksek olması ve uzun zaman alması gibi nedenlerle şirketler tarafından “son çare” olarak da görülmektedir. Borç yeniden yapılandırma sürecinin seçiminde; şirketteki çıkar çatışmasının yaygınlığı, koordinasyon problemi, likidite sıkışıklığının şiddeti gibi şirket özellikleri de etkili olmaktadır. Bu çalışmanın amacı, yeniden yapılandırma süreçlerinin seçiminde etkili olan faktörleri incelemek ve ilgili ampirik çalışmaların sonuçlarının özetlendiği bir literatür taraması yapmaktır.

Anahtar Kelimeler: Finansal sıkıntı, yeniden yapılandırma, özel yeniden yapılandırma, iflas sürecinde yeniden yapılandırma.

Jel Sınıflandırması: G33, G34.

Reorganization Procedures in Financially Distressed Firms and Determinants of the Choice of Reorganization Procedure

Abstract

Firms have two alternative ways of restructuring to resolve financial distress: out-of-court reorganization (workouts or exchange offers mechanisms) and bankruptcy reorganization under bankruptcy codes (court supervised mechanisms). Out-of-court restructuring incurs relatively low costs but has high potential holdout problems. Bankruptcy reorganization under bankruptcy codes provides several benefits for distressed firms, such as: “automatic stay”, “cram down” in bankruptcy reorganization. However, the disadvantages of a formal bankruptcy reorganization are its lengthy process and relatively high costs. Because of the disadvantages of legal bankruptcy reorganization, many firms generally turn to this procedure only as the last resort. Firm’s decision on the choice of debt restructuring method is also influenced by firm characteristics determinants such as interest conflict, severity of a firm’s liquidity crisis; extent of creditor’s coordination problems. The aim of this study is to investigate determinants of the choice of reorganization procedures and to present the results of related empirical studies.

Keywords: Financial distress, reorganization, out-of-court restructuring, formal bankruptcy reorganization.

Finansal Sıkıntılı Şirketlerde Yeniden Yapılandırma Süreçleri ve Yeniden Yapılandırma Süreçlerinin Seçimini Etkileyen Faktörler

1- GİRİŞ

Şirketlerin yeniden yapılandırılmasında çeşitli amaçlar güdülmektedir. Bu amaçlar arasında; artan rekabete cevap verebilmek, yöneticiler ve ortaklar arasındaki temsil problemini azaltabilmek, varlıkları daha etkin bir şekilde kullanabilecek alanlara doğru yönlendirmek gibi amaçlar sayılabilir (Weston vd., 2001:346). Finansal sıkıntı yaşayan şirketlerin yeniden yapılandırılmasında da nakit akışını düzeltecek ve etkinliği artıracak yöntemlerle sıkıntının ortadan kaldırılmasına çalışılır (Chen vd., 1995: 67). Böylece hem öncelikli sorun haline gelen borç ödeme baskısından kurtulmak hem de varlıkların daha verimli kullanılmasını ve performansın artırılmasını sağlamak amaçlanmaktadır.

Finansal sıkıntı taraflar arasında asimetrik bilginin ve çıkar çatışmasının olduğu bir ortamda çözülmektedir. Bilgi problemi; sıkıntıya düşen şirketin hak sahiplerinin, şirketin gerçek durumu hakkında karar vermek için güvenilir bilgi elde etmede yaşayacağı güçlüğü ifade eder. Şirketin gerçek durumunun diğer bir ifade ile şirketin geçici bir finansal sıkıntı mı yoksa ekonomik sıkıntı mı diğer bir ifade ile düşük performans sonucu ortaya çıkan bir sıkıntı mı yaşadığının belirlenmesi, kullanılacak yeniden yapılandırma süreç ve yöntemlerinin seçimi açısından önemlidir. Kaldı ki, tüm taraflar tam bir şekilde işletmenin gerçek durumunu tahmin etse bile sıkıntının çözümü için en iyi yol üzerinde uyuşmazlıklar olacaktır. Çünkü farklı yeniden yapılandırma yöntemleri; varlıkların; yöneticiler, kredi verenler ve ortaklar arasında değişik şekilde dağıtımına yol açmaktadır (Wruck,1990: 422-424).

Bu çıkar çatışması ve asimetrik bilgi koşulları altında şirketler finansal sıkıntının çözülmesi için yasal iflas süreci içerisinde veya bu süreç dışında özel olarak yeniden yapılandırmaya gitmektedirler. Finansal sıkıntının çözümü için yeniden yapılandırmaya gidilirken hangi sürecin seçileceği oldukça önemlidir. Çünkü örneğin özel bir yeniden yapılandırma çabası ile sıkıntıdan kurtulması güç olan bir şirketin bu süreci denemesi finansal sıkıntı maliyetleri için “gecikme etkisi”ni ortaya çıkartacak, diğer bir ifade ile yanlış süreç seçiminden dolayı çözümün gecikmesi şirketin çok daha fazla finansal sıkıntı maliyetine katlanmasına yol açacaktır. Sıkıntı içerisine düşen şirketlerden bazılarının özel yapılandırma sürecini bazılarının ise iflas yasaları çerçevesinde yeniden yapılandırmayı seçmelerine yol açan etkenlerinin belirlenmesi son zamanlarda finans literatüründe üzerinde önemle durulan konulardan biri haline gelmiştir. Sıkıntılı şirketlerin yeniden yapılandırılması alanında son yıllarda Türkiye’de önemli gelişmeler olmuştur. Özellikle 2001 krizinden sonra İstanbul Yaklaşımı ile başlayan ve daha sonra Türk İflas Hukukuna giren “iflasın ertelenmesi” ve “uzlaşma yoluyla yeniden yapılandırma” yöntemleri konunun Türkiye açısından önemini artırmıştır.

Bu çalışmada, yasal iflas sürecinde yeniden yapılandırma ve özel yeniden yapılandırma süreçleri kısaca açıklanarak avantaj ve dezavantajları incelenecek ve iki süreçten birinin seçiminde etkili olan faktörlerle ilgili literatürde ortaya çıkan görüşler ele alınacaktır.

2. FİNANSAL SIKINTIDAKİ ŞİRKETLERDE YENİDEN YAPILANDIRMA SÜREÇLERİ

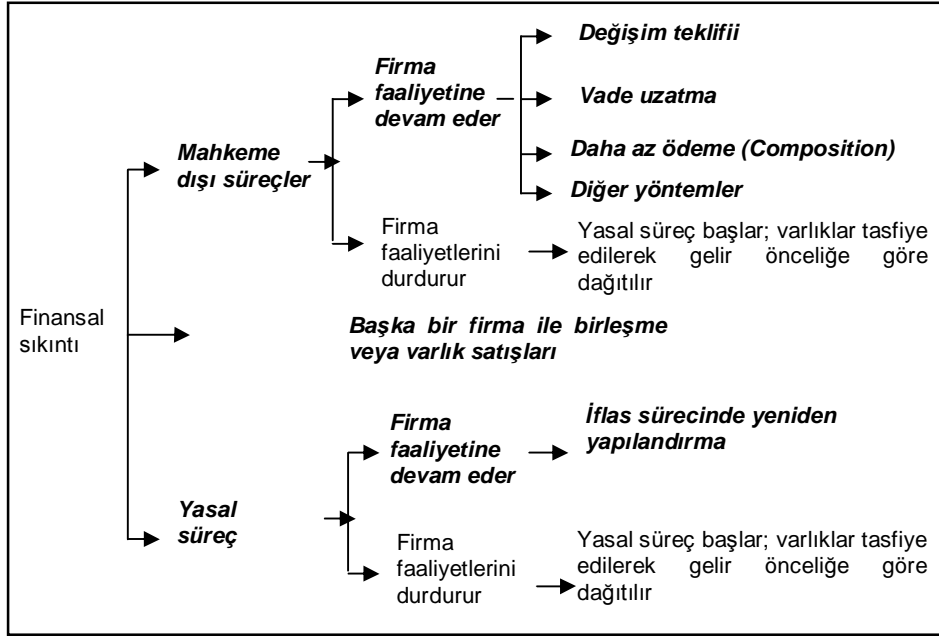
Finansal sıkıntıda şirketler iflas yasalarına göre finansal hakları veya faaliyetleri yeniden yapılandırmak için mahkemelere müracaat etmeden, gönüllü olarak faaliyetlerini ve finansal durumlarını ilgili çıkar grupları ile üzerinde anlaşacakları bir plan çerçevesinde yeniden yapılandırabilirler (Clark / Ofek, 1994: 540) Şüphesiz iflas kanunları çerçevesinde veya özel olarak yeniden yapılandırmaya girişen şirketler bunda başarılı olamazlarsa nihai olarak tasfiye gündeme gelecektir.

Finansal sıkıntının çözümlenmesinde uygulanabilecek süreçler ve bu süreçlerde kullanılacak bazı yöntemler ana hatları ile Şekil 1’de gösterilmektedir.

İster yasal süreçte, isterse yasal süreç dışında yeniden yapılandırmaya gidilsin kullanılacak yeniden yapılandırma yöntemleri birbirine benzemektedir ve genel hatları ile varlıkların yeniden yapılandırılması, yeni ortaklık ilişkilerinin oluşturulması, finansal hakların yeniden yapılandırılması şeklinde

ortaya çıkmaktadır (Weston vd., 2001: 345). Bunlar arasında varlıkların bir bölümünün satılması, başka bir şirketle birleşme, sermaye yatırımlarını ve araştırma geliştirme giderlerini azaltma, yeni menkul kıymetler çıkartma, banka ve diğer kredi verenlerle yeniden anlaşma, borç- özkaynak değişimi, borçlanarak yeniden sermaye sağlama (leveraged recapitalization) sayılabilir.

Şekil 1. Finansal Sıkıntıda Uygulanabilecek Çözüm Süreçleri



Kaynak; Weston, Fred J./Mitchell, Mark L./Mulherim, Harild J. (2003), *Takeovers, Restructuring and Corporate Governance*, 3.B. (Prentice Hall): 340.

Bu alternatiflerden bazıları işletmenin varlık yapısını düzenlemeye yönelik iken, bazı alternatifler kaynak yapısını düzenlemeye yönelik yeniden yapılandırma çabalarına örnek olarak gösterilebilir. Finansal sıkıntı yaşayan şirketlerin yeniden yapılandırılmasında hem finansal yapının hem de varlık yapısının yeniden yapılandırılması söz konusudur (Ross vd., 2002: 857).

Finansal yeniden yapılandırma sürecinde kullanılacak yöntemleri artırmak mümkündür. Örneğin İstanbul Yaklaşımı olarak bilinen 4743 sayılı Mali Sektöre Olan Borçların Yeniden Yapılandırılması Hakkındaki Kanuna dayalı olarak BDDK (Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu) tarafından yayımlanan Finansal Yeniden Yapılandırma Çerçeve Anlaşması'nda

işletmelerin yeniden yapılandırılması ile ilgili olarak, alacaklı bankalar konsorsiyumunun onay vermesi halinde uygulanabilecek yeniden yapılandırma yöntemleri arasında: mevcut riskin yeniden ve şirket bazında belirlenecek koşullarla vadeye bağlanması, ilave finansman sağlanması, firmanın ana faaliyeti ile doğrudan ilgili olmayan faaliyetlerinin tasfiyesi, sermaye artırımı, yönetim değişikliği, halka açılma, iştirak ve gayrimenkul satışı, ortaklık yapısının değiştirilmesi, şirket hisse senetleri üzerinde alacaklı bankalar konsorsiyumu lehine intifa hakkı tesis edilmesi v.b. sayılmıştır (TBB, 2002: 6-7). Görüldüğü gibi hem finansal hakların ve ortaklık yapısının hem de varlıkların yeniden yapılandırılmasına ilişkin düzenlemeler çerçevede anlaşmasında yer almaktadır.

Finansal hakların yeniden yapılandırılmasında sıkça karşılaşılan yöntemler arasında değişim teklifi, vade uzatma, ödeme miktarını azaltma gibi yöntemler sayılabilir. Özellikle son yıllarda sıkıntılı borçların yeniden yapılandırılmasında geniş ölçüde kullanılan bir diğer yöntem de yüksek riskli tahvil (tapon tahvil=junk bond) ihracıdır (Chen vd., 1995: 67). Türkiye’de dışlama (crowding-out) etkisi nedeniyle gelişmiş bir özel kesim tahvil piyasası olmadığından mevcut koşullar altında, ayrıca “yüksek risk” içeren özel kesim tahvil ihracı ile borç yeniden yapılandırılmasına gidilmesi alternatifinin uygulanması olanağı yok denecek kadar azdır.

Finansal hakların yeniden yapılandırılması ile birlikte varlıkların yeniden yapılandırılması da yeniden yapılandırma sürecinde sıklıkla başvurulmuş bir yoldur. Varlıkların yeniden yapılandırılması ya birleşme ve satınalma yoluyla veya şirketin varlıklarının bir bölümünün satılması yoluyla yapılır (Clark/Ofek, 1994: 540; Kam vd., 2008: 2-5). Finansal sıkıntılı şirketlerde koordinasyon probleminin fazlalığı, borç verenlerin vade uzatma konusundaki isteksizlikleri v.b. gibi nedenlerle borçların yeniden yapılandırılmasının zorlaşması durumunda varlık satışı, nakit girişi sağlayacak cazip bir alternatif olabilmektedir (Shleifer/Vishny 1992: 1356-1358.)

Yeniden yapılandırmada yeni ortaklık ilişkileri yaratma ile ilgili yöntemler de kullanılmaktadır. Aslında bu yöntemler, varlık satışına benzer etkiler doğuran yöntemlerdir. Örneğin; iştirak hisselerinin satışında (equity carve-out) bir iştirakteki ortaklık haklarının dışarıdan yatırımcılara satışı yapılmaktadır (Gaughen, 2002: 395). Bu yöntem bir varlık satış yöntemi olmasına rağmen varlığın tek bir veya birkaç alıcıya satışı değil sermaye piyasasında halka arz yoluyla satılmasıdır. Bu şekilde temin edilen fonlar yatırımların veya kredi verenlere yapılacak ödemelerin finansmanında kullanılır (Allen/McConnel, 1998: 163-164). Finansal sıkıntidaki şirketler yeni hisse senedi ihracı yoluyla veya geleneksel borçlanma araçları yoluyla fon elde etmede güçlüklerle karşılaştıklarında ortaklık haklarının satışı, finansman

alternatifi olarak görülmektedir. Örneğin Allen ve McConnell (1998) sektöre göre düşük performansa ve yüksek borç oranına sahip şirketlerde bu yönteme başvurulduğu sonucuna varmışlardır.

2.1. İflas Süreci Dışında Finansal Yeniden Yapılandırma

Borçlarını ödeyemeyen şirketler çoğu kez bir taraftan alacaklılarıyla bir ödeme planı çerçevesinde yasal yolları kullanmadan bir anlaşma yapmaya çalışırken diğer taraftan faaliyet etkinliğini artırıcı önlemleri uygulamaya koymaktadırlar (Brealey vd., 1999:590). Resmi süreç dışındaki finansal yeniden yapılandırmada borcun vadesini uzatma, borç miktarında indirim sağlama, borç karşılığı hisse senedi verme gibi çeşitli alternatifler üzerinde görüşmeler yapılabilir. Ayrıca bu finansal yeniden yapılandırmayla, varlıkların satılması gibi nakit girişi sağlayarak veya firmanın performansının artmasını sağlayarak destek olacak her türlü tedbir de alınabilir. Dolayısıyla iflas sürecinin dışında yeniden yapılandırma girişimlerini, finansal hakların yeniden yapılandırılması yöntemleri, varlıkların yeniden yapılandırılması yöntemleri ve yeni ortaklık ilişkileri yaratma suretiyle yeniden yapılandırma şeklinde gruplandırmak mümkündür (Weston vd., 2001: 345).

Gönüllü yeniden yapılandırmalarda firmanın faaliyetlerine devam etmesi karşılığında alacaklılar tarafından çeşitli ve oldukça önemli operasyonel değişikliklerin şirkete kabul ettirildiği görülmektedir. Bu değişikliklere örnek olarak, sıkıntı öncesi döneme göre önemli varlık satışları, işçi çıkarmaları ve yeniden yapılandırma sonrasında genel müdürün değiştirilmesi gösterilebilir (Padilla/Requejo, 2000: 74). Örneğin ABD’de 1976-1989 yılları arasında, tapon tahvil (junk bond) ihraç etmiş ve faiz karşılama oranına göre finansal sıkıntılı olarak değerlendirilen 102 şirketin yeniden yapılandırma sürecini inceleyen Asquith ve diğerleri (1994) bu süreçte varlık satışının önemli rol oynadığı ve bu şirketlerin varlıklarının ortalama %12’sinin satıldığı sonucuna ulaşmışlardır. 1981-1987 yılları arasında finansal sıkıntıya düşerek özel olarak veya iflas yasaları çerçevesinde yeniden yapılandırmaya giden 77 halka açık şirketi inceleyen Gilson ve Vetsuypens (1993) ise yeniden yapılandırma sonrası birçok CEO’nun değiştirildiği belirtmiştir. Benzer şekilde 1980-1987 yılları arasında performans düşüşü yaşayan 46 şirketin uygulamaya koydukları gönüllü yeniden yapılandırma sürecini inceleyen John ve diğerleri (1992) şirketlerin %63’ünün varlık satışı, bölerek satma gibi alternatifleri uyguladıklarını, %43’ünün çalışan sayısını azalttığını, %39’unun borç azalttığını, %26’sının fabrika kapattığını %9’unun sermaye harcamalarını azalttığını ve %9’unun yeni borçlanmalara gittiğini ortaya koymuşlardır.

Özel yeniden yapılandırma ile çözüme ulaşmanın avantajı; katlanılacak maliyetlerin resmi iflas sürecindeki göre çok daha düşük olması ve daha az zaman harcanmasıdır (Brealey vd., 1999: 590). Ayrıca böyle bir anlaşmada, taraflar resmi iflas sürecindeki kural ve düzenlemelere takılmayacaklar ve üzerinde anlaşabildikleri kadarıyla kendi kurallarını oluşturacaklardır. Dolayısıyla özel çözüm anlaşmaları daha esnek bir yapıya sahiptir. Özel yeniden yapılandırmalar ayrıca borçluya faaliyetlerinde herhangi bir kesintiye düşmeme ve iflas sürecindeki psikolojik baskıyı hissetmeme konusunda yararlar sağlamaktadır (Gaughen, 2002: 448). Ancak firmanın sermaye yapısı ne kadar karmaşık ve ne kadar büyük olursa böyle bir anlaşmaya varma şansı o kadar azalacaktır (Brealey vd., 1999: 590). Çünkü böyle bir durumda direnme (holdout) problemi ortaya çıkmaktadır. Eğer bu problemin ortaya çıkma riskinden kaçınılmıyorsa, yasal iflas süreci içerisinde yeniden yapılandırma daha iyi bir alternatif haline gelmektedir (Gaughen, 2002: 448).

2.2. Yasal İflas Sürecinde Yeniden Yapılandırma

Resmi süreç dışındaki yeniden finansal yapılandırmada alternatiflerinin sonuç vermeyeceği durumlarda daha formal bir yasal sürece ihtiyaç duyulmaktadır. Bu ihtiyaçtan doğan “iflas sürecinde yeniden yapılandırma*” da

* ABD iflas hukukunun 11. Bölümünde düzenlenen yeniden yapılandırma ve bu düzenlemenin özel bir şekli olan müracaat öncesi tarafların bir reorganizasyon planı çerçevesinde anlaşarak iflas mahkenesine yeniden yapılandırma için başvurmaları (Prepackaged Chapter 11) başka ülkelerin yeniden yapılandırma hukukuna da temel teşkil etmiştir. ABD’de ortaya çıkan yeniden yapılandırma yaklaşımı 1980’li yıllarda Avrupa’da da benimsenmeye başlamış ve yeniden yapılandırma anlayışı örneğin İsviçre Hukuku’na “iflasın ertelenmesi” olarak yansımıştır.

Türkiye’de ise yeniden yapılandırmaya yönelik düzenlemeler arasında; geçici bir düzenleme olarak karşımıza çıkan ve İstanbul Yaklaşımı olarak da adlandırılan 4743 Sayılı Kanun, iflasın ertelenmesine yönelik düzenlemeler ve özellikle 5092 sayılı Sermaye Şirketleri ve Kooperatiflerin Uzlaşma Yoluyla Yeniden Yapılandırılması Kanunu sayılabilir.

Bu düzenlemeler arasında uzlaşma yoluyla yeniden yapılandırma hukukumuzda yeniden yapılandırma ile ilgili olarak atılmış önemli bir adımdır ve borca batıklık, ödeme güçlüğü ve ödeme güçlüğü olasılığı olan sermaye şirketlerinin alacaklı taraflarla bir yeniden yapılandırma planı çerçevesinde anlaşmasına dayanmaktadır. Bu düzenleme çeşitli yönlerden hukukumuzda yer alan konkordato ve iflasın ertelenmesi düzenlemelerinden farklılık göstermektedir.

Örneğin konkordato alacaklılara alacaklarından bir kısmından vazgeçme veya borçluya süre tanıma şeklinde bir modeli baz alırken, yeniden yapılandırma sadece

ülkeden ülkeye değişmekle birlikte ya yöneticiler – ortaklar veya duruma göre şirketten hak talep edenler bir yeniden yapılandırma planı oluşturarak bunun kabulünü ve mahkemece onaylanmasını istemektedirler. Bu yeniden yapılandırma planında; alacaklı gruplar, plan kabul edilirse etkilenecek olan taraflar, hakların korunması ile ilgili önlemler, ödeme kolaylaştırıcı ve verimlilik artırıcı önlemler gibi önlemler yer almaktadır. Şirket açısından önemli olan alacaklıları tatmin edecek bir ödeme planı oluşturmak ve şirketi sıkıntıya sokan problemleri çözmeye yönelik yeni önlemleri alabilmektir. Yeniden yapılandırma planı alacaklılar tarafından kabul edilip mahkemece onaylanınca yürürlüğe girer (Brealey vd., 1999: 590-591).

Hemen hemen her ülkede iflas sistemi süreçler ve sorumluluklar açısından bazı farklılıklar gösterse de “tasfiye” ve “yeniden yapılandırma” olmak üzere iki temel alanda düzenlemeler içermektedir. Örneğin ABD’de iflas sürecini düzenleyen yasalar içerisinde Bölüm 7 tasfiyeyi düzenlerken Bölüm 11 yeniden yapılandırmayı düzenlemektedir. Benzer şekilde Almanya’da, Fransa’da, İsviçre’de sıkıntılı şirketlerin yeniden yapılandırılmasını sağlayacak yasal düzenlemeler bulunmaktadır (Taşpınar Ayvaz, 2005). ABD’de özellikle son yıllarda çok büyük varlık değerine sahip bazı şirketlerin iflas süreci içinde yeniden yapılandırma için müracaat etmiş olmaları dikkat çekicidir. Bunlara; 2002 yılında yaklaşık 103 milyar \$ varlık değeri ile müracaatta bulunan WorldCom Inc., 2001 yılında 63 milyar \$ varlık değeri ile müracaatta bulunan Enron Corp., sigortacılık alanında 2002 yılında 61 milyar dolar varlık değeri ile müracaatta bulunan Conseco Inc. örnek olarak gösterilebilir (Weston vd., 2003:

borçların değil şirketin yapısal ve finansal yeniden yapılandırmasını kapsayan geniş bir iyileştirme planına konu olmaktadır.

İflasın ertelenmesi kurumu da yeniden yapılandırma ile ilişkili diğer bir düzenlemedir. İflasın ertelenmesinde şirketin varlığını koruyarak belirli bir süre içerisinde iyileştirme ve nihai olarak iflasın engellenmesi sözkonusudur. Bu haliyle bir yeniden yapılandırma kurumu olarak ele alınmaktadır. Ancak bu düzenlemenin direkt bir yeniden yapılandırma (iyileştirme) aracı olmayıp yeniden yapılandırmaya kolaylık sağlaması açısından önemli olduğu da belirtilmektedir. Örneğin finansal durumun iyileştirilmesi ümidi iflasın ertelenmesinin zorunlu koşuludur. Bu durumda bir iyileştirme projesinin oluşturulması gerekmektedir. Diğer bir ifade ile örneğin şirketin mahkemeyi alacaklılarla konkordato yapılabileceği konusunda inandırması veya uzlaşma yoluyla yeniden yapılandırma için talepte bulunmak için bir proje hazırlanarak bu projenin alacaklılarca müzakere edilmesi iyileşme ümidinin bir göstergesi olarak mahkemeye sunulabilir ve buna dayanarak mahkeme iflasın ertelenmesine karar verebilir.

Bu konuda ayrıntılı bilgi için bakınız: Taşpınar Ayvaz (2005); Balcı (2006); Pekcantez vd., (2005).

343). Güncel bir örnek olarak da 16 Eylül 2008’de Bölüm 11’e göre müracaatta bulunan ve Mayıs 2008 itibarıyla 63,9 milyar dolar varlık değeri ile dünyanın en büyük on yatırım bankasından biri olan 158 yıllık bir geçmişe sahip olan Lehman Brothers gösterilebilir.

Ülkemizde de 2001 krizi sonrasında İstanbul Yaklaşımı ile bu konuda önemli bir adım atılmış ve daha sonra iflasın ertelenmesi ve uzlaşma yoluyla sermaye şirketlerinin yeniden yapılandırılması kurumları iflas yasası içerisindeki yerini almıştır (Balcı, 2006: 19-21). Nitekim bazı şirketler, iflasın ertelenmesi sürecinden yararlanmak için müracaatta bulunmuşlardır. Bunlara örnek olarak Tümteks Tekstil Sanayi ve Ticaret AŞ, Boyasan Tekstil Sanayii ve Ticaret AŞ ile iflas erteleme talebi kabul edilen ve bir müddet bu süreçte faaliyetlerini sürdüren Raks Elektronik Sanayii ve Ticaret AŞ, Raks Elektrikli Ev Aletleri Sanayii ve Ticaret AŞ gösterilebilir.

Tasfiye sürecinin alternatifi olarak ortaya çıkan resmi iflas yeniden yapılandırma sürecinin temel amacı; işletme değerinin korunması ve faaliyetine devam etmesinin sağlanmasıdır. Dolayısıyla iflas kanunlarının öncelikli amaçlarından biri finansal olarak sıkıntılı şirketlerin yeniden yapılandırılmasına yardımcı olmaktır. Yeniden yapılandırma sürecinde; şirketin içine düştüğü sıkıntının giderilebilme olasılığının, tasfiye durumunda hak sahiplerinin daha yüksek bir değer elde edip edemeyeceğinin, şirketle ilgili çıkar gruplarının çıkarları arasında nasıl bir dengenin sağlanacağını, yeniden yapılandırmanın menkul kıymet fiyatlarını ve ortakların, kredi verenlerin ve diğer çıkar gruplarının haklarını nasıl etkileyeceğinin değerlendirilmesi gerekmektedir (Chen vd., 1995: 57).

İflas müracaatı ile yeniden yapılandırma sürecinde anlaşmayı kolaylaştırıcı ve yeniden yapılandırmayı etkili hale getirici çeşitli hükümlerin yasalarda yer alması bu sürece talebin artmasında önemli rol oynamaktadır. Bunlar arasında, ülkeden ülkeye değişmekle birlikte; takiplerin durması, süreçte borç verenlerin önceliğinin artması, mutlak öncelik kuralında bazı esneklikler oluşturulması sayılabilir. Örneğin iflas sürecinde yeniden yapılandırmayı düzenleyen yasalarda, yeniden yapılandırma sürecinde takiplerin durması ve önceden alınan kredilerle ilgili anapara ve faiz ödemelerini durdurulması gibi hükümlerin yer alması şirketin daha kolay finansman sağlamasına fırsat vermektedir (Weston vd., 2003: 341).

İflas yasaları çerçevesinde yeniden yapılandırmanın özel bir şekli ise iflas müracaatı öncesinde bir yeniden yapılandırma planı oluşturulup taraflar arasında görüşüldükten sonra yeniden yapılandırma müracaatında bulunulan “tasarlanmış yeniden yapılandırma süreci” (Prepackaged Chapter 11)’ dir. ABD’de sıklıkla uygulanan bu yeniden yapılandırma şekli, geleneksel yeniden

yapılandırmaya göre zaman ve maliyet tasarrufu sağladığı için daha avantajlıdır. Böyle bir süreç, yasal iflas sürecinde olabildiğince az zaman harcamak isteyen borçlulara cazip gelmektedir (Gaughen, 2002: 446-447).

Tasarlanmış yeniden yapılandırma süreci, bölüm 11 kapsamında ancak mahkeme öncesi uzlaşma sağlamayı gerektiren bir süreç olduğundan; öncelikle alacaklıların ve ortakların, bazı durumlarda çalışanların, tedarikçilerin ve ilgili menfaat gruplarının da tartışarak oyladıkları bir plan (prepackaged bankruptcy plan) üzerinde uzlaşmalarını gerektirmektedir.*

3. FİNANSAL SIKINTININ ÇÖZÜM SÜRECİNİN SEÇİMİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER

Finansal sıkıntıdan kurtulmak için girişilecek süreçlerden birinin seçimi büyük ölçüde işletme ile ilgili çıkar gruplarının göreceli avantaj ve dezavantajları ile birbirlerine karşı göreceli güçlerine bağlıdır. Literatürde; kredi verenler, ortaklar ve yöneticilerin finansal sıkıntı çözüm sürecinin seçimine etkileri geniş ölçüde incelenmektedir (Claessens vd., 2003: 201).

Genel olarak özel borç yeniden yapılandırma ve yasal iflas süreci içerisinde borç yeniden yapılandırma seçimini etkileyen faktörler arasında iki süreç arasında katlanılacak maliyet farkı, harcanacak süre, direnme problemi, karmaşık sermaye yapısı ve bilgi problemi, varlık yapısı, iflas sisteminin “borçlu dostu” olup olmaması, iflas sürecinde sağlanacak fonların önceliğinin olup olmaması dolayısı ile finansman ihtiyacını karşılamayı kolaylaştırıp kolaylaştırmaması sayılabilir.

İşletmenin borç ilişkisi içinde olduğu taraflarla resmi iflas sürecinde yeniden yapılandırma içerisine girmeden, özel olarak yeniden anlaşma yolunu aramasının en önemli nedenleri bu sürecin yasal iflas sürecine göre maliyetinin düşük olması ve sürecin kısa olmasıdır. Resmi iflas sürecinde yapılması gereken uzun işlemler burada gerekmemektedir (Franks/Torous, 1996: 453-458). Ancak işletme sermaye yapısı ne kadar karmaşıksa özel borç yeniden yapılandırma anlaşması yapma olasılığı o kadar azalacaktır (Brealey vd., 1999: 590). Aşağıda bu faktörler ele alınmaktadır.

* Aralık 2008 itibariyle, ABD Senatosu’nda; kriz yaşayan otomobil sektörünün üç büyüğü olarak bilinen General Motors Corp., Ford Motor Co. ve Chrysler için tasarlanmış yeniden yapılandırma sürecinin uygun olup olmadığı ve bu sektöre sağlanacak kamu desteği eş zamanlı olarak tartışılmaktadır.

3.1. Maliyet ve Süreçte Harcanan Zaman

İşletmenin borçlarını özel olarak yeniden yapılandırma veya iflas sürecinde yeniden yapılandırma seçeneklerinden birini seçmesinde, bu alternatiflerin seçiminde katlanılacak borç yeniden yapılandırma maliyetleri önemli bir belirleyicidir. Yeniden yapılandırma sürecinin seçiminde etkili olan “maliyet” kriteri, sürecin hem işletmeye doğrudan ve dolaylı maliyetlerini hem de örneğin yöneticilere maliyetini ifade etmektedir. Ancak bir özel yeniden yapılandırmada işletmeler katlandığı toplam maliyetleri açıklamak zorunda olmadığından, bu maliyetlerin büyüklüğünü tam olarak ölçmek mümkün değildir (Gilson vd., 1990: 336). Yine de özel yeniden yapılandırma çalışmalarında daha az maliyete katlandığını söylemek mümkündür. Bir şirket yasal iflas sürecinde borç yeniden yapılandırmasına gidecekse, yasal ödemeler ve uzmanlara yapılacak ödemeler için katlanacağı giderler daha yüksek olacaktır. Örneğin ABD’de iflas sürecinde yeniden yapılandırma (Bölüm 11) ve özel yeniden yapılandırma işlemlerine girişen finansal sıkıntılı şirketleri karşılaştıran bir çalışmada Bölüm 11’e göre yeniden yapılandırmanın daha maliyetli olduğu yönünde bulgular elde edilmiştir (Gilson, 1997: 184-185).

Yasal yeniden yapılandırma yöneticiler açısından da bazı maliyetler ortaya çıkarmaktadır. ABD’de yasal iflas sürecinin yöneticilere fayda ve zararlarının incelendiği bir çalışmada iflas müracaatı sonrası yöneticilerin önemli ölçüde kişisel maliyetlere katlandığı ve yarısından fazlasının işinden olduğu sonucuna ulaşılmıştır (Gilson, 1989: 241-242). Diğer bir çalışmada ise, iflas sürecinde yeniden yapılandırma sonucunda yöneticilerin önemli bir bölümünün daha az ücret ve ikramiye aldıkları, yeni atanan yöneticilerin de eskilere oranla yaklaşık %35 daha az ücret aldıkları sonucuna ulaşılmıştır (Gilson/Vetsuypens, 1993: 456). Bu durum, özel borç yeniden yapılandırma sürecini yöneticiler için daha cazip hale getirmektedir.

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

3.2. Şirketin Ölçeği ve Varlık Yapısı

Özel yeniden yapılandırma ve iflas sürecinde yeniden yapılandırma seçimini etkileyen bir diğer faktör ise varlık yapısıdır. Şirkette maddi olmayan varlıklar ağırlıkta ise ve bu varlıkların resmi iflas sürecinde borç yeniden yapılandırma durumunda satılma olasılığı varsa, bu şirketlerde resmi iflas sürecinde yeniden yapılandırma daha maliyetli olacaktır. Gilson ve diğerleri (1990) daha yüksek Tobin Q değerine sahip şirketlerin borçlarını özel olarak

yeniden yapılandırma olasılıklarının daha fazla olduğunu, çünkü bu şirketlerde resmi iflas yoluyla yeniden yapılandırmanın daha maliyetli olduğunu belirtmektedirler. Resmi iflas süreci içerisinde borç yeniden yapılandırma durumunda varlık satış olasılığı özel yeniden yapılandırma durumuna göre daha yüksektir. Bunun birkaç nedeni vardır:

İlk olarak; süreç başladığında tüm dava ve takiplerin durdurulması, kredi verenlerin iflas durumunda haklarını talep etmesini ertelemesi sonucunu doğurmakta, böylece borçlulara işletme varlıkları üzerinde daha fazla tasarruf yetkisi verilmektedir. İşletme yönetiminin iflas mahkemesini, faaliyetlerin devam edebilmesi için bu tür satışların gerekli olduğuna ikna etmesi durumunda, normalde işletmenin borç sözleşmesinin ihlali anlamına gelecek varlık satışına, izin verilecektir.

İkinci olarak; borçlu, mevcut alacaklıların teminat ve garantilerini zayıflatacak daha büyük önceliklere sahip yeni alacaklılar oluşur. Alacaklıları tamamen öncelikli olan bu alacaklılar, genelde tasfiyeyi reorganizasyona tercih ederler. Bu durum, resmi iflas sürecinde varlık satışı için ilave baskı unsuru oluşturur. Resmi iflas süreci içinde yeniden yapılandırmada kredi verenler mahkemeden, varlık satışı için bir öneri vererek varlık satışını başlatabilirler.

Son olarak; finansal sıkıntılı firmalar için varlık satışı iflas sürecinde yeniden yapılandırma durumunda daha az risklidir. Çünkü, varlık satışı bir mahkeme kararıyla ve herhangi bir yasal mücadele yapılmadan yürütülmektedir. İlave olarak, sonradan iflas sürecinde yeniden yapılandırmaya girişen sıkıntılı bir şirketten alınan varlıklar hileli varlık transferi olarak algılanabilmektedir. Dolayısıyla herhangi bir varlık satışına daha sonra dava açılır ve iptal edilirse katlanılabilecek maliyetlerden dolayı varlıkların potansiyel alıcıları şirketin iflas sürecinde yeniden yapılandırma durumunda olmasını tercih etmektedirler (Gilson vd., 1990: 320-321). Tüm bu etkenler, resmi iflas sürecinde varlık satışı olasılığını artırmakta, varlıklarının önemli bir oranı maddi olmayan varlıklardan oluşan işletmelerde önemli maliyetlere yol açmaktadır.

Şirketin büyüklüğü de sürecin seçiminde etkilidir. Asya krizi sonrası Asya ülkelerinde yapılan bir araştırmada, görece olarak küçük ve sermaye yapıları karmaşık olmayan şirketlerin, yasal iflas sürecinde yeniden yapılandırma olasılıklarının daha fazla olduğu ortaya konulmuştur. Bu durum, büyük şirketlerin görece pazarlık güçleri daha fazla olduğu için yasal iflas süreci dışında yeniden yapılandırmayı tercih ettiklerini göstermektedir (Claessens vd., 2003: 210-215). Benzer sonuçlar elde edildiği, özel yeniden yapılandırma ve yasal yeniden yapılandırmanın karşılaştırıldığı bir diğer çalışmada da; küçük

şirketlerin, yasal süreci seçme eğiliminde oldukları sonucuna varılmıştır (Kim/Kwok, 2008).

3.3. Sıkıntının Türü ve Şiddeti

İşletmenin düşük performanstan dolayı diğer bir ifade ile ekonomik sıkıntıdan dolayı finansal sıkıntıya düşüp düşmediği ve bu sıkıntının şiddeti sürecin seçiminde rol oynayan diğer bir faktördür. Şirket ekonomik sıkıntı yaşayan bir şirket ise alacaklılar ile özel anlaşma yoluna giderek başarılı sonuçlar elde etme olasılığı azalacaktır. Bir işletmenin yaşadığı nakit akış yetersizliğinin geçici veya kalıcı bir durum olduğunu tespit etmek özellikle bilgi asimetrisinin varlığı durumunda güçleşmektedir. Nakit yetersizliği sürekli bir durum ise kredi verenler yasal bir yeniden yapılandırmayı veya tasfiyeyi tercih edecek ve bu yönde çaba göstereceklerdir. Bununla birlikte nakit akış yetersizliği geçici ise yasal yeniden yapılandırma veya tasfiye gerekli olmayabilir. Hissedarlar şirketin geçici bir ödeme güçlüğü içerisinde olduğunu ileri sürerek bu ikinci görüş doğrultusunda baskı yapacak ve çözümü kolay olmayan bir çatışmaya neden olacaklardır.

İşletmenin kaldırma derecesi, finansal sıkıntının yakınlığı ve şiddeti, ekonomik sıkıntının büyüklüğü ve kredi verenler arasındaki koordinasyon problemleri gibi dört konunun; yeniden yapılandırma (Chapter 11), tasarlanmış yeniden yapılandırma (Prepackaged Chapter 11) ve özel yeniden yapılandırma arasındaki seçimde etkili olduğu sonucuna varılan bir çalışmada tasarlanmış Bölüm 11'e göre borç yeniden yapılandırmaya giden şirketlerin, geleneksel iflas sürecinde yeniden yapılandırmayı veya özel yeniden yapılandırmayı seçen şirketlere göre borçlarının önemli bir kısmı kısa vadeli olan, daha acil likidite sıkıntısı yaşayan şirketler olduğu sonucuna da ulaşılmıştır (Chatterjee vd., 1996: 6).

Ayrıca Tasarlanmış bölüm 11 sürecinin en önemli özelliğinin kısa sürede sonuç alınabilmesi olduğu düşünülürse acil finansal kaynak ihtiyacı olan şirketlerin bu yönde seçimde bulunması beklenen bir durumdur. Bu durum, yeniden yapılandırma yöntemlerinin seçiminde zaman faktörünün etkisini göstermesi bakımından önemlidir.

Diğer bir çalışmanın sonuçlarına göre, yüksek kaldıraca sahip şirketler ile kriz öncesi performansı (kârlılık) düşük veya ekonomik sıkıntıda işlemelerin yasal sürece başvurma olasılığı artmaktadır (Claessens vd., 2003: 210-215). Bu bulgularla uyumlu sonuçlara sahip “VFAÖK/ varlıklar” ile “sektöre göre düzeltilmiş VFAÖK/ varlıklar” oranını ekonomik sıkıntının göstergesi olarak kabul eden bir başka çalışmada da yasal yeniden yapılandırmaya giden

şirketlerin diğerlerine göre daha düşük kârlılığa sahip oldukları sonucuna ulaşmıştır (Kim/Kwok, 2008: 10).

3.4. Ortaklık Yapısı

Finansal sıkıntının çözüm sürecinin seçiminde etkili olan bir diğer etken de ortaklık yapısı ve bu yapının kredi bulmayı kolaylaştırıp kolaylaştırmadığıdır. Kredi veren kurumlarla ortaklık bağı, mahkeme dışı yeniden yapılandırma gitme olasılığını artırmaktadır. Bu tür ortaklık ilişkileri, işletmenin kredi bulmasını kolaylaştırmakta veya iflas dışı yeniden yapılandırmaya giderek resmi iflas sürecinin fırsat maliyetlerini ortadan kaldırma fırsatı vermektedir. (Claessens vd., 2003: 210-215). Örneğin Japon işletmelerinde bankanın hem ortak hem de kredi veren konumunda olmasının sermayeye ulaşmalarını kolaylaştırdığı ve bu şirketlerin kredilerini iflas süreci dışında daha kolay yeniden yapılandırabildiği sonucuna ulaşılmıştır. Banka ile ortaklık ilişkisine sahip şirketler daha kolay finansal sıkıntıdan kurtulmakta ve yasal iflas sürecine gitmeye gerek kalmamaktadır (Hoshi vd., 1990: 67-88). Benzer bir sonuca Asya krizi sonrası Asya ülkelerinde yapılan bir araştırmada da ulaşılmıştır. Buna göre banka kontrolündeki şirketlerin ve grup üyesi şirketlerin yasal yeniden yapılandırmaya gitme olasılığı daha az bulunmuştur (Claessens vd., 2003: 210-215).

Şirketin ortaklık yapısında yöneticilerin payının büyüklüğü de yasal sürece müracaatı etkilemektedir. Ortaklar ve alacaklılar arasında düşük bir çıkar çatışması olan işletme yöneticilerinin; şirketteki ortaklık payı arttıkça, şirketin yasal yeniden yapılandırmaya gitme olasılığının arttığı, ortaklar ve alacaklılar arasında yüksek düzeyde bir çatışma söz konusu ise ortaklık payı içerisinde yöneticilerin payı arttıkça yasal iflas sürecine müracaat olasılığının azaldığı sonucu elde edilmiştir (Kim/Kwok, 2008: 15).

3.5. Sermaye Yapısının Karmaşıklığı ve Taraflar Arasındaki Çıkar Çatışması

Yeniden yapılandırma sürecinin seçiminde etkili olan diğer bir faktör de taraflar arasındaki bilgi asimetrisinin büyüklüğü ve bu bilgi asimetrisini daha derinleştirecek olan işletmenin sermaye yapısının karmaşıklığıdır. Sermaye yapısının karmaşıklığı ve eksik bilgi durumunda finansal sıkıntının maliyeti artacak ve özel yeniden yapılandırma daha düşük bir olasılık haline gelecektir (Ross vd., 2002: 864-865). Örneğin alacaklı grubu sayısının fazla olduğu şirketler, daha maliyetli olsa da iflas sürecinde reorganizasyona gitmektedirler.

Bu durum çok sayıda alacak talep eden grup arasında çıkar çatışması ve anlaşmazlıkların çözümlenmesinin güçlüğünden kaynaklanmaktadır.

Ticari kredi, banka kredisi veya tahvil gibi farklı özellikteki alacak taleplerinin sermaye yapısı içindeki payı sermaye yapısının karmaşıklaşmasına ve dolayısı ile alacaklılar arasındaki koordinasyon probleminin artmasına yol açmaktadır.

Kredi verenler arasındaki koordinasyon derecesinin (sermaye yapısının karmaşıklığının) yeniden yapılandırma seçimine etkisi ile ilgili önemli bulgular elde etmiştir. Buna göre daha fazla ticari kredi ve banka kredisi olan şirketlerin Bölüm 11'i kullanma oranları özel yeniden yapılandırmaya göre daha yüksektir. Bu sonuçlar, şirket kredi verenlerle koordinasyon problemini ve direnme problemini çözebileceğini düşünüyorsa özel yeniden yapılandırma veya tasarlanmış Bölüm 11 sürecini seçeceğini göstermektedir. Ancak borç yapısının karmaşıklığı ve fazla banka kredisi kullanımı yasal yeniden yapılandırmayı daha olası hale getirmektedir (Chatterje vd., 1996: 17). Diğer bir araştırmada da borç yapısı ile finansal sıkıntılı şirketlerin yeniden yapılandırılmasında kullanılan yöntemler arasında önemli bir ilişki saptanmıştır. Buna göre, teminatlı borçların ve halka açık ikincil derecede öncelikli borçların varlığı (subordinated public debt) mahkeme dışı yeniden yapılandırmalara girişmede çok önemli bir engeldir (Asquith vd., 1994: 656).

3.6. İflas Yasalarında Yer Alan Düzenlemelerin Sağladığı Avantaj ve Dezavantajlar

İflas sürecinde yeniden yapılandırma konusunda ülkelerde geçerli olan kurallar da yeniden yapılandırmanın resmi iflas sürecinde yapılıp yapılmamasını etkileyen önemli bir faktördür. Bu durum Asya krizinden sonra çok net gözlenmiştir. Krizden sonra, krizden etkilenen ülkelerin iflas yasalarında yapılan düzenlemeler, bu ülkelerdeki iflas reorganizasyonu için müracaatları önemli ölçüde artırmıştır. Örneğin Endonezya, Filipinler ve Tayvan'da sırasıyla Ağustos, Ocak ve Nisan 1998 yılında yapılan iflas yasası değişiklikleri ile ABD'deki Bölüm 11 türü bir yeniden yapılandırmayı kolaylaştıran kurallar iflas yasalarına girmiştir. Bunun sonucunda, Endonezya'da 1978-1998 arasında yalnızca 18 iflas müracaatı varken 1998'in son üç ayında 24 iflas müracaatı gerçekleşmiştir. Benzer şekilde 1982-1996 yıllarında Filipinler'de toplam 35 iflas müracaatı yapılmışken bu rakam 1997-1998 yıllarında 52'ye çıkmıştır (Claessens vd., 2003: 209).

İflas yasalarının, yeniden yapılandırma sürecinde işletmenin yeni borçlanmalara gitmesine izin vermesi, seçimi etkileyen faktörlerden biridir.

Daha önceki tüm borçlara göre daha öncelikli bir yapıya sahip olan bu borç (debtor in possession-DIP) şirketlerin işletme sermayesi ihtiyaçlarını karşılanması açısından, iflas reorganizasyonunu özel yeniden yapılandırmaya göre oldukça çekici hale getirebilmektedir. Benzer şekilde örneğin, iflas öncesinde alınan teminatsız borçların faizlerinin durdurulması hissedarlar açısından bir avantaj sağlamakta, özkaynak sahipleri, genellikle iflas yeniden yapılandırma sürecinde daha iyi direnme gücü sergileyebilmektedir. Kredi verenleri özkaynak sahipleri karşısında avantajlı hale getiren mutlak öncelik kuralı yasal iflas sürecinde çığnenebilmektedir (Ross vd., 2002: 864). Nitekim bir çalışmada teminatsız kredi verenlerin hem daha düşük düzeyde önceliğe sahip teminatsız kredi verenlere göre hem de özkaynak sahiplerine göre olan önceliklerinin genelde ihlal edildiği sonucuna varılmıştır (Weis, 1996: 275). Ayrıca yasal süreci avantajlı hale getiren önemli bir düzenleme de resmi iflas sürecinde yeniden yapılandırmanın “direnme” problemini azaltmasıdır. Çünkü yasal yeniden yapılandırma sürecinde oylamaya katılmayan veya yeniden yapılandırma planına karşı oy kullanan alacaklı, çoğunluğun onayladığı planı kabul etmeye zorlanmaktadır (Gilson, 1997: 185). Direnme problemi, avantajlı bir durum elde edinceye kadar işlemleri sabit tutma güdüsünde olan daha küçük haklara sahip alacaklıların sayısı arttıkça daha da büyümektedir. Bu durum, resmi süreç dışında yeniden yapılandırmalarda bir sorun olarak karşımıza çıkmaktadır (Gaughen, 2002: 449). Ayrıca mahkeme sürecinin etkinliği ve alacaklıların iflas süreci için borçluyu zorlayabilme gücünün de iflas müracaatı için önemli etken olduğu da saptanmıştır (Claessens vd., 2003: 210-215).

Yukarıda açıklanan faktörlerin yanında iflas sürecinin yapısından kaynaklanan yasal takiplerin durması, plan kabul edilir edilmez, işletmenin kredi verenlerinin ve hissedarlarının tamamının bu koşullara uymak zorunda kalması iflas sürecinin avantajları arasında sayılabilir.

Yasal iflas sürecinde yeniden yapılandırmaya gitmenin sakıncaları arasında ise; özellikle müracaat öncesi satıcı, tedarikçi ve alıcıların çoğunun iflas sürecindeki işletmeyle olan faaliyetlerini askıya alması, iflas mahkemesinin esas faaliyet alanı dışındaki tüm işlemleri onaylaması, hukuki ve mali danışmanların gerekliliğinin mahkeme dışı yeniden yapılandırmalara göre yasal yeniden yapılandırmaları daha maliyetli hale getirmesi, borçlu işletmenin yönetimine kayyım atanması durumunda yöneticilerin işletme yönetimindeki kontrolünü kaybedebilmesi sayılabilir (Emery/Finnerty, 1997: 896).

4. SONUÇ

Finasal sıkıntı süreci, işletme ile ilgili çıkar gruplarına önemli maliyetler yükleyen bir süreçtir. Bu süreçten en az zararla çıkmak isteyen şirketler, çeşitli

yeniden yapılandırma süreç ve yöntemlerini uygulamaktadır. Bu süreçler, genel hatları ile resmi iflas müracaatı dışında yeniden yapılandırma ve iflas süreci çerçevesinde yeniden yapılandırma olarak ikiye ayrılabilir. Özellikle Türkiye’de İflas Kanunu’nda yapılan düzenlemelerin yasal iflas sürecinde yeniden yapılandırmayı daha olanaklı hale getirmesi konunun önemini artırmaktadır.

Mahkeme dışı yeniden yapılandırmalarda genel olarak daha az maliyete katlanılmaktadır. Bu sürecin dezavantajı ise kredi verenlerin bir kısmının anlaşmaya yanaşmaması dolayısı ile direnme probleminin ortaya çıkmasıdır. İflas sürecinde reorganizasyonun sağladığı bazı avantajlar da vardır. Bu avantajlar; dava ve takiplerin durması, reorganizasyon planının belli bir çoğunluğun kabul etmesi ile uygulamaya konulabilmesi gibi avantajlardır. Bununla birlikte, bu sürecin uzun zaman alması, maliyetli olması ve mahkeme kontrolünde faaliyetlere devam etme gibi nedenlerle şirketler bu süreci “son çare” olarak değerlendirme eğilimindedirler.

Literatür incelemesinden, uygulanacak sürecin seçiminde; şirketin özelliklerinin de önemli olduğu sonucu çıkarılabilir. Şirkette çıkar çatışması ve koordinasyon problemi fazla ise, büyük bir finansal sıkıntı yaşanıyor ve bu sıkıntının temelinde ekonomik sıkıntı var ise, şirket karmaşık bir sermaye yapısına sahip ve alacaklı grup sayısı fazla ise resmi iflas sürecinde reorganizasyon olasılığı artmaktadır.

Kaynakça

- ALLEN, Jeffrey W./ MCCONNEL, John J. (1998), “Equity Carve-Outs and Managerial Discretion,” *The Journal of Finance*, 53/1, 1998: 163-186.
- ASQUITH, Paul/GERTNER, Robert/ SCHARFSTEIN, David (1994), “Anatomy of Financial Distress An Examination of Junk-Bond Issuers,” *Quarterly Journal of Economics*: 625-658.
- BALCI, Şakir (2006), *Uzlaşma Yoluyla Yeniden Yapılandırma* (İzmir: Güncel Yayınevi).
- BREALEY, Richard A./MYERS, Stewart C./MARCUS, Alan J. (1999), *İşletme Finansının Temelleri* (İstanbul: Literatür Yayıncılık) (Çev. Ünal Bozkurt - Türkan Arıkan - Hatice Doğanlı).
- CHATTERJEE, Sris/DHILLON, Upinder S./RAMIREZ, Gabriel G. (1996), “Resolution of Financial Distress: Debt Restructurings via Chapter 11, Prepackaged Bankruptcies, and Workouts,” *Financial Management*, 25/1: 5-18.
- CHEN, Yehning./WESTON, Fred J./ALTMAN, Edward I. (1995), “Financial Distress and Restructuring Models,” *Financial Management*, 24/2: 57-75.
- CLAESSENS, Stijn/DJANKOV, Simeon/KLAPPER, Leora (2003), “Resolution of Corporate Distress in East Asia,” *Journal of Empirical Finance*, 10: 199-216
- CLARK, Kent/OFEK, Eli (1994), “Mergers as a Means of Restructuring Distressed Firms: An Empirical Investigation,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 29/4: 541-565.
- EMERY Douglas R./FINNERTY, John D. (1997), *Corporate Financial Management* (USA: Prentice-Hall Inc.).

- FRANKS, Julian R./TOROUS, Walter N. (1996), "Lesson from a Comparison of US and UK Insolvency Codes," (BHANDARI, Jagdeep S./WEISS, Lawrence A. (eds.), *Corporate Bankruptcy*, (Cambridge. Cambridge University Press).
- GAUGHAN, Patrick A. (2002), *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring* (John Wiley and Sons Inc. 3. ed.).
- GILSON, Stuart C. (1997), "Transactions Costs and Capital Structure Choice: Evidence From Financially Distressed Firms," *The Journal of Finance*, 52/1: 161-196.
- GILSON, Stuart C./VETSUYPENS, Michael R. (1993), "CEO Compensation in Financial Distressed Firms: An Empirical Analysis," *The Journal of Finance*, 48/2: 425-458.
- GILSON, Stuart C./JOHN Kose/LANG, Larry H.P. (1990), "Troubled Debt Restructurings- An Empirical Study of Private Reorganization of Firms in Default," *Journal of Financial Economics*, 27: 315-353.
- GILSON, Stuart (1989), "Manager Turnover and Financial Distress," *Journal of Financial Economics*, 25: 241-262.
- HOSHI, Takeo/KASHYAP Anil / SCHARFSTEIN, David (1990), "The Role of Banks in Reducing The Costs of Financial Distress in Japan," NBER Working Papers Series, No: 3435.
- JOHN, Kose/LANG, Larry H.P./NETTER, Jeffrey (1992), "Voluntary Restructuring of Large Firms in Response to Performance Decline," *Journal of Finance*, 47/3: 891-917.
- KAM, Amy/CITRON, David/MURADOĞLU, Gülnur (2008), "Distress and Restructuring in China: Does Ownership Matter?," *China Economic Review*, 2008 İnternet adresi: linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S1043951X0800062X (erişim tarihi 17.10.2008).
- KIM, Dong-Kyoon/KWOK, Chuck C.Y. (2008), "The Influence of Managerial Incentives on The Resolution of Financial Distress," *Review of Quantitative Finance and Accounting* İnternet adresi: <http://www.springerlink.com/content/v7t6m14t13265060> (erişim tarihi: 27.10.2008).
- PADILLA, A. Jorge/REQUEJO, Alejandro (2000), "Financial Distress, Bank Debt Restructurings, and Layoffs," *Spanish Economic Review*, 2: 73-103.
- PEKCANITEZ, Hakan/ATALAY, Oğuz/ÖZKAN Meral Sungurtekin/ÖZEKES, Muhammet (2005), *İcra ve İflas Hukuku* (Ankara: Yetkin Yayınları, 3. Baskı).
- ROSS, Stephen A./WESTERFIELD, Randolph W./JAFFE, Jeffrey (2002), *Corporate Finance* (International Edition, McGraw Hill Irwin, 6. Baskı).
- SEN, Sudeshna (2008), "Lehman Brothers' Bankruptcy to Change The Face of Banking," *Reuters* (15 September 2008).
- SHLEIFER, Andrei/VISHNY, Robert W. (1992), "Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach," *The Journal of Finance*, 47/4: 1343- 1365.
- TAŞPINAR AYVAZ, Sema (2005), *İcra İflas Hukukunda Yeniden Yapılandırma* (Ankara: Yetkin Yayınları).
- Türkiye Bankalar Birliği, Finansal Yeniden Yapılandırma Çerçeve Anlaşması, İnternet adresi: www.tbb.org.tr/turkce/FYYCA_ek.doc
- WEIS, Lawrence A. (1996), "Bankruptcy Resolution: Direct Cost And Violation of Priority of Claims," BHANDARI, Jagdeep S. / WEISS, Lawrence (eds.), *Corporate Bankruptcy* (Cambridge. Cambridge University Press).
- WESTON, J. Fred/MITCHELL, Mark L./MULHERIM, Harild J. (2003), *Takeovers, Restructuring and Corporate Governance* (Prentice Hall, 3. Baskı).
- WESTON, J. Fred/SIU, Juan A./JOHNSON, Brian A. (2001), *Takeovers, Restructuring and Corporate Governance* (Prentice Hall, 3. Baskı).
- WRUCK, Karen Hopper (1990), "Financial Distress, Reorganization and Organizational Efficiency," *Journal of Financial Economics*, 27: 419-444.