

DİREKT İFLAS MALİYETLERİ VE BU MALİYETLERİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER ÜZERİNE LİTERATÜR İNCELEMESİ

Ender COŞKUN¹

ÖZET

Finansal sıkıntı ve iflas sürecindeki şirketler, çeşitli direkt ve dolaylı maliyetlere katlanmaktadırlar. Bu maliyetlerin karar almada etkili olacak kadar büyük olup olmadığı finans literatüründe tartışılan konulardan biridir. Daha çok resmi iflas süreci içerisinde reorganizasyona giden veya tasfiye edilen şirketlerde ortaya çıkan direkt iflas maliyetlerinin büyüklüğü, maliyetleri etkileyen faktörler ve ölçek ekonomisi etkisi çeşitli çalışmalarda incelenmiştir. Çalışmamızda direkt iflas maliyetleri ile ilgili bulgular incelenmekte olup, bu maliyetleri etkileyen faktörlerle ilgili ampirik çalışmalardan oluşan yazın taramasından elde edilen sonuçlar özetlenmektedir.

Anahtar Kelimeler: Direkt İflas Maliyetleri, İflas, Reorganizasyon, Ölçek Ekonomisi Etkisi

Jel Sınıflandırması: G32, G33, G34, K22

A LITERATURE SURVEY ON DIRECT BANKRUPTCY COSTS AND FACTORS AFFECTING THESE COSTS

ABSTRACT

Companies that are get into bankruptcy or financial distress are exposed to some direct and indirect costs. Deciding about the extent of such costs on decision making process is an important topic of discussion in finance literature. The extent of direct costs that arises in firms that are under bankruptcy reorganization or those under liquidation and factors that affect such costs, as well as scale effects, have been investigated in the literature. In this study, findings concerning direct costs of bankruptcy are investigated and the results of amprical studies related to such costs and factors that impact on bankruptcy costs are summarized.

Keywords: Direct Bankruptcy Costs, Bankruptcy, Reorganization, Scale Effect

Jel Classification: G32, G33, G34,K22

¹ Dr. Pamukkale Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü,
encoskun@hotmail.com

1.Giriş

İşletme başarısızlığı çok çeşitli şekillerde ortaya çıkabilmekte, boyutları ve işletmelerle ilgili çıkar grupları üzerine etkileri yaşanan başarısızlığın şiddetine ve türüne göre farklılıklar gösterebilmektedir. İşletmeleri genel anlamda başarısızlığa sürükleyen nedenler, işletmeye bağlı (içsel) nedenler ve işletme dışından kaynaklanan (dışsal) nedenler şeklinde ikiye ayrılabilir. İşletmeye bağlı nedenler arasında yetersiz özkaynak ve kaldıraçtan aşırı yararlanma, müşteri beklentilerini karşılayamama, aşırı duran varlık yatırımı vb. sayılabilir (Sayılğan,2003:285-286). İçsel faktörlerin yanında, şirketin kontrolü dışında gelişen ve işletmeyi genel anlamda başarısızlığa götüren dışsal nedenler de vardır. Bunlar arasında şirketin içinde bulunduğu piyasadaki ekonomik çöküş-durgunluk, rekabetteki artış, devlet düzenlemeleri veya iş yasalarında yapılan düzenlemeler sayılabilir (Baldwin ve diğerleri, 1997:23). Bu faktörlerden biri veya birkaçının etkisi ile işletme, ekonomik başarısızlığa ve arkasından vadesi gelen borçları ödeme güçlüğü olarak tanımlanan finansal sıkıntıya girebileceği gibi, ekonomik sıkıntı yaşamadan finansal sıkıntıya da girebilir.

Yapılan çalışmalarda herhangi bir yılda finansal sıkıntıya düşen işletmelerin oranı ile faiz oranındaki değişimler, ekonomik faaliyetlerin seviyesindeki değişimler gibi makro ekonomik faktörler arasında yüksek bir ilişki olduğu yönünde sonuçlara ulaşılmıştır. 1997-1998 yıllarında yaşanan Asya Krizi'nde krizin başlamasından sonra finansal sıkıntıya düşen ve iflas eden şirketlerin sayısının önemli ölçüde arttığı gözlenmiştir. 5 Güneydoğu Asya ülkesindeki borsalara kayıtlı 1472 şirketi inceleyen Claessens ve diğerleri (2003) bu firmaların 644 tanesinin kriz döneminde finansal sıkıntıya düştüğünü ve sıkıntılı firmaların %12,8'inin iflas için başvurduğunu tespit etmiştir. Bu oran Tayland ve Kore'de daha da artmaktadır. Örneğin Tayland'da 362 şirketin 146 tanesi finansal sıkıntıya düşerken bunların 33 tanesi (%22,6) iflas müracaatında bulunmuştur (Classens ve diğerleri, 2003:209).

Finansal sıkıntı ile yakından ilişkili bir kavram olan iflas kavramı ise daha çok yasal bir süreci ifade etmektedir. Bu süreçte şirket, varlıkların tasfiyesi ya da bir iyileştirme programına girişme talebi ile mahkemeye müracaat etmektedir.

Hukukumuzda sıkıntılı şirketleri ifade etmekte kullanılan iki kavram “ödeme aczi” ve “borca batıklık” kavramlarıdır. Borçlunun borçlarının (pasifinin), varlıklarından (aktifinden) fazla olması diğer bir ifade ile borca batıklı durumu genel bir iflas nedeni değildir, önemli olan ödeyememe yani acz halidir (Kuru ve diğerleri, 2002:492) Ödeme güçlüğüne düşme kavramı şirketin malvarlığı ile ilgili değil, şirketin vadesi gelen borçlarını ödeyecek likiditeye sahip olmaması anlamına gelmektedir (Pekcanitez ve diğerleri, 2005:355). Ancak İcra İflas Hukuku'nda borca batıklık olarak ifade edilen durum sermaye şirketleri ve kooperatifler için özel bir iflas nedeni sayılmaktadır.

2003 yılında iflas hukukumuzda giren iflasın ertelenmesi ve 2004 yılında 5092 sayılı kanun ile iflas hukukumuzda giren uzlaşma yoluyla borçların tasfiyesi ile ilgili düzenlemeler açısından da bu iki kavram son derece önemlidir. İflasın ertelenmesi,

sermaye şirketlerinde yalnızca borca batıklık halinde kabul edilmiş bir müessesedir (Atalay, 2003:95-96). Uzlaşma yoluyla borçların yeniden yapılandırılmasında ise hem vadesi gelen borçları ödeyememe hem borca batıklık hem de bu iki duruma düşme olasılığının yüksek olması, müracaat nedenleri arasında yer almaktadır.

Şirketler, finansal sıkıntıyı genelde özel yeniden yapılandırmalarla veya iflas yasası çerçevesinde yeniden yapılandırma yoluna giderek çözmeye çalışmaktadır. Bunların dışında finansal sıkıntıya düşen şirketlerin karşılaşılabilecekleri bir diğer durum, yine iflas yasası çerçevesinde tasfiye edilmeleridir.

Bu süreçler işletmeye bazı maliyetler yüklemektedir. Bu maliyetlerden ilki doğrudan katlanılan, diğer bir ifade ile direkt harcama gerektiren maliyetler iken diğeri dolaylı maliyetlerdir. Direkt iflas maliyetleri tasfiye ve reorganizasyon olarak karşımıza çıkan iflas sürecindeki yasal ve diğer yönetsel ödemeleri içermektedir. Dolaylı maliyetler ise satışlardaki düşüş, verimlilik düşüşü gibi fırsat maliyetlerini, kaynakların optimal kullanılmamasından kaynaklanan maliyetleri, asimetrik bilgi ve çıkar çatışmasından kaynaklanan maliyetleri içerir (Coşkun,2006:73-131).

Ortaya çıkan bu maliyetlerin türleri ve büyüklüklerinin bilinmesi bazı tartışma alanlarında karar vermek için oldukça önemlidir. Bu tartışma alanları arasında optimal sermaye yapısının varlığı (veya yokluğu), İflas Yasası'nda tasfiye ve yeniden yapılandırma süreçlerinde yapılacak düzenlemelerin fayda ve maliyetleri ve riskli borçlar için istenecek risk priminin büyüklüğünün belirlenmesi, gibi konular öne çıkmaktadır. Bu konularda doğru kararlar alabilmek için, finansal sıkıntı sürecinde maliyetlerin nasıl ortaya çıkabileceğinin ve ortaya çıkacak maliyetlerin önemli olup olmadığının bilinmesi gerekmektedir. Bu nedenle araştırmacıların finansal sıkıntı sürecinde katlanılan doğrudan ve dolaylı maliyetlerin büyüklüğü ile ilgili olarak yapılan çalışmalar gün geçtikçe artmaktadır. Bu çalışmalarda finansal sıkıntı sürecinin ortaya çıkardığı maliyet türleri, bu maliyetlerin büyüklüğü ve bu maliyetlerin büyüklüğünü etkileyen faktörler incelenmektedir. Ülkemizde sermaye şirketlerinin borçlarının yeniden yapılandırılması 2001'de yaşanan ekonomik kriz sürecinde gündeme gelmiş, bu çerçevede İstanbul Yaklaşımı olarak da adlandırılan bir düzenleme ile mali sektöre olan borçlar yeniden yapılandırılmıştır. İstanbul yaklaşımı ile öngörülen üç yıllık sürecin sonunda iflas hukukumuzda 2003 ve 2004 değişiklikleri kapsamında İflasın Ertelenmesi, Aktifin Terki Suretiyle Konkordato ve Uzlaşma Yolu İle Borçların Tasfiyesi kurumları dahil olmuştur. Dolayısı ile şirketlerin tasfiye ve reorganizasyon sürecinde katlandıkları maliyetlerin belirlenebilmesi tasfiye ve reorganizasyon süreçlerini karşılaştırabilmek açısından önemli hale gelmiştir.

Çalışmamızda finansal sıkıntı sürecinde katlanılan maliyetlerin bir bölümünü oluşturan direkt iflas maliyetleri ele alınarak ilgili literatür bulguları incelenmiştir. Bu bağlamda direkt iflas maliyetlerinin ne kadar büyük olduğu, iflas dışı yeniden yapılandırma, iflas sürecinde yeniden yapılandırma ve tasfiye durumlarında katlanılan maliyetler arasında fark olup olmadığı ve direkt iflas maliyetlerinin büyüklüğü

üzerinde hangi faktörlerin etkili olduğu ile ilgili yapılan çalışmalarda ortaya çıkan görüşler incelenmiştir.

2. Direkt İflas Maliyetleri ve Önemi

Özel olarak veya iflas yasaları çerçevesinde yeniden yapılandırmaya giden, tasfiye sürecine giren finansal sıkıntı sürecindeki işletmeler bu süreçlerde çoğu zaman işletme dışından profesyonel yardım alırlar. Sıkıntıya düşen işletmeler özellikle hukuk ve muhasebe alanında uzmanlaşmış profesyonellerin yardımına ihtiyaç duymaktadır. Finansal sıkıntı sürecinde avukatlar, mali müşavirler, yatırım bankacıları, değer tespit uzmanları ve sıkıntılı varlıkların satışında uzmanlaşmış kişilerle (actuaries) çalışmak gerekmektedir. Bu uzmanlarla çalışmak için önemli bir maliyete katlanılmaktadır. Bu kişilerle normal zamanlarda da çalışılmakla birlikte, şirket finansal sıkıntıya düştüğü zaman bu kişilerin kullanılmasında bir artış gözlenmektedir (Branch, 2002:42). Bu profesyonellere şirket tarafından ödenen danışmanlık ücretleri, mahkeme süreci ile ilgili ücretler ve yönetsel ücretler direkt iflas maliyetlerini oluşturmaktadır. Bu maliyetlerin büyüklüğünün belirlenmesi, iyi bir kayıt sisteminin olduğu ortamlarda dolaylı maliyetlerin belirlenmesine göre daha kolaydır. Bu maliyetler parasal harcama gerektiren maliyetler (out of pocket costs) olarak da tanımlanabilir (Wruck, 1990:436). İşletmeler sık sık iflas yasaları dışında bir özel yeniden yapılandırmaya girişme suretiyle iflas müracaatından kaçınmaya veya en azından iflas müracaatını geciktirmeye çalışırlar. Bu nedenle, direkt maliyetlere resmi iflas sürecinde tasfiye veya yeniden yapılandırma çalışmaları sırasında katlanabilecekleri gibi iflas için müracaattan önce de katlanabilirler (Branch,2002:43).

Şirketlerin sermaye yapısı kararlarını açıklayabilme açısından iflas maliyetlerinin büyüklüğü önemli bir etkidir. Bu nedenle iflas maliyetlerinin şirketin sermaye yapısının belirlenmesini etkileyecek kadar büyük olup olmadığı finans literatüründe tartışılan konulardan biridir. Modigliani ve Miller, borcun vergi kalkanı etkisini sermaye yapısı kararları açısından değerlendirirken, şirketin karının vergilendirildiği ve faiz ödemelerinin vergiden düşülebildiği bir ortamda şirketin optimum sermaye yapısının hemen hemen tamamının borç içereceğini ileri sürmektedir. Buna karşın ödünleşme teorisi (trade-off) borçlanma oranı ile birlikte artarak belli bir düzeye gelince borcun vergi kalkanı etkisini aşan ve optimal sermaye yapısının oluşmasında etkili olan finansal sıkıntı maliyetlerin varlığını vurgulamaktadır. Bu teoriye göre şirketler ilave borçtan sağlanacak vergi avantajları ile bu borcun ortaya çıkaracağı maliyetleri dengeleyecek borç düzeyine kadar borçlanabilirler. Çünkü ilave borç ilave geri ödeyememe olasılığını ortaya çıkarmaktadır. Bu olasılığın ortaya çıkması ise şirketlerin finansal sıkıntı maliyetlerine katlanmasına yol açmaktadır. Bu şekilde bir dengelemenin olup olmayacağı diğer bir ifade ile faiz ödemelerinden dolayı ortaya çıkacak vergi avantajının belli bir noktada dengelenip dengelenmeyeceği finansal sıkıntı ve daha dar anlamda iflas maliyetlerinin görece büyüklüğüne bağlıdır. Literatürde finansal sıkıntının ortaya çıkardığı maliyetlerin büyüklüğü hakkında ise herhangi bir görüş birliği bulunmaması, sermaye yapısı kararlarındaki iflas maliyetlerinin etkisinin ortaya konulmasında sorun oluşturmaktadır. Finansal sıkın-

tının etkileri ile ilgili görüşleri; bu sürecin yöneticileri performans geliştirici önlemler almaya zorladığı ve dolayısıyla performans artışı yaşandığı için yararlı olabileceği, finansal sıkıntının maliyetsiz olduğu, finansal sıkıntının maliyetli olduğu ancak vergi kalkanından elde edilecek avantaj ile karşılaştırıldığında bu maliyetlerin göz ardı edilebileceği ve finansal sıkıntının önemli maliyetler ortaya çıkardığı şeklinde gruplandırmak mümkündür (Coşkun,2006: 73-131).

İflas maliyetlerini önemli hale getiren diğer bir faktör ise iflas maliyetlerinin reorganizasyon veya tasfiye kararını etkilemek sureti ile işletmelerin sermaye bütçelemesi kararını etkilemesidir. İflas maliyetleri firmanın tasfiye ve reorganizasyon arasında seçim yapmasında, borçlarını özel olarak yeniden yapılandırma veya iflas sürecinde yeniden yapılandırma seçeneklerinden birini seçmesinde potansiyel bir faktördür. Diğer faktörler sabit iken şirketin tasfiye ve reorganizasyon arasında seçim yapması iki sürecin göreceli maliyetine bağlıdır. Reorganizasyonda katlanılacak iflas maliyetleri, tasfiyede katlanılacak iflas maliyetlerine göre arttıkça reorganizasyonu seçme olasılığı azalacaktır (Fisher ve Martel, 2005:152-156). Ancak bir özel yeniden yapılandırmada, işletmenin katlandığı toplam maliyetleri açıklamasını zorlayıcı bir şart olmadığından, bu süreçte katlanılan maliyetlerin büyüklüğünü tam olarak ölçmek mümkün değildir (Gilson ve diğerleri, 1990:336).

3. Direkt İflas Maliyetlerine İlişkin Literatür Taraması

Finansal sıkıntı sürecindeki işletmelerin yeniden yapılandırılması ve iflas sürecindeki uygulamaların ülkeden ülkeye değişmesi direkt iflas maliyetlerinin ülkeler arasında farklılık göstermesine yol açmaktadır. Örneğin; Almanya, Fransa ve İngiltere’de iflas sürecinde daima dışarıdan bir kayyum atanmaktadır ve şirket bu görevlinin ücretini ödemek zorundadır. Bu durum, iflas maliyetlerinin bu ülkelerde yüksek bir sabit bileşene sahip olduğu anlamına gelmektedir. Bunun aksine Amerika’da, yalnızca tasfiye durumlarında dışarıdan bir görevli atanmaktadır ve bu görevlilerin ücretleri sattıkları varlıkların değerinin bir yüzdesi şeklindedir. Bu yüzden iflas maliyetlerinin sabit bileşeni düşüktür. Bu durum küçük işletmeler için doğrudan iflas maliyetlerinin Avrupa’da, Amerika’dan daha yüksek olduğuna işaret etmektedir (White, 1996:490-491). Öte yandan yapılan araştırmalarda genel kabul gören görüş, resmi iflas süreci içinde borçları yeniden yapılandırmaya gitmenin direkt maliyetlerinin, özel borç yeniden yapılandırmalarında katlanılacak direkt maliyetlere oranla önemli ölçüde yüksek olduğu yönündedir (Gilson ve diğerleri, 1990:319).

Finansal sıkıntıya düşen ve sıkıntıdan kurtulmak için kredi verenlerle iflas süreci dışında borçlarını yeniden yapılandıran, resmi iflas başvurusu yaparak yeniden yapılandırmaya giden veya tasfiye edilen şirketlerin bu süreçte katlandığı direkt maliyetler çeşitli çalışmalarda incelenmiştir. Çalışmalarda ya tek bir süreç ele alınarak katlanılan maliyetler incelenmiş veya süreçler karşılaştırılarak sonuç elde edilmeye çalışılmıştır. Aşağıda reorganizasyon ve tasfiye süreçleri üzerine yapılan çalışmalar ayrıntılı bir şekilde ele alınmaktadır.

3.1.Reorganizasyon Sürecinde Katlanılan Direkt İflas Maliyetleri

İflas müracaatında bulunarak reorganizasyona giden şirketlerde katlanılan direkt iflas maliyetleri ile ilgili bulgular Tablo 1’de topluca verilmiştir. Bu konuyu inceleyen ilk çalışmalardan biri Warner (1977) tarafından yapılmıştır. 11 demiryolu iflasının incelendiği çalışmada ortalama maliyetler iflastan hemen önceki piyasa değerinin %5.3’ü olarak bulunurken maksimum direkt iflas maliyeti %9.1, minimum direkt iflas maliyeti ise %1.7 olarak tespit edilmiştir (Warner, 1977:343).

İflas sürecinde reorganize edilen şirketlerin katlandığı direkt iflas maliyetlerinin incelendiği bir diğer araştırma ise Altman (1984) tarafından yapılmıştır. Çalışmada 7 sanayi ve 11 ticaret işletmesinden oluşan bir örnekleme direkt iflas maliyetleri ve dolaylı iflas maliyetleri araştırılmıştır (Altman, 1984:1067). Altman (1984)’ın yaptığı çalışmada mutlak rakam olarak direkt iflas maliyetleri (DİM), iflastan önceki 5 yıllık periyot için firma değeri ile karşılaştırılmıştır. 11 ticaret işletmesi için Ortalama DİM/ Şirket değeri Warner’in (1977) açıkladığı oranlara benzer büyüklükte bulunmuştur. Altman’ın çalışmasında iflastan hemen öncesi için %4 olarak bulunan oran, Warner’in çalışmasında %5.32’dir. Altman (1984) bu farklılığı kendi çalışmasında firma değerinin biraz daha yüksek ölçülmüş olmasıyla açıklamakta ve ortalamalar yerine medyan ölçülerinin kullanılması durumunda, bu oranın biraz daha düşük çıkacağını belirtmektedir. Sanayi işletmelerinden oluşan örnek ile ilgili hesaplamalar ise ortalama DİM/ Şirket değeri oranı biraz daha yüksek çıkmıştır. Sanayi işletmelerine genel olarak bakıldığında DİM/ Şirket değeri iflastan hemen öncesi için ortalama %9.8, iki yıl önce için %7.3’tür. Bazı firmaların katlandığı direkt iflas maliyetleri iflastan hemen önce ölçülen şirket değerinin %23.4’ü gibi oldukça yüksek bir oranı oluşturmaktadır. Tüm firmalar için hesaplanan ortalama maliyetler ise %6’dır. Bu sonuçlar Warner tarafından bulunan sonuçlardan daha yüksektir ve dolaylı iflas maliyetleri göz önüne alınmasa bile önemli maliyetler olarak karşımıza çıkmaktadır (Altman, 1984:1077).

İflasın direkt maliyetleri ile ilgili bir diğer çalışma Weiss (1990) tarafından gerçekleştirilmiştir. Bu araştırma, 1979-1986 yıllarında iflas yasaları çerçevesinde reorganizasyona giden 31 NYSE ve AMEX firmasında direkt iflas maliyetleri ve alacak taleplerinin önceliğinin bozulması ile ilgili yeni bulgular sağlanmıştır. Çalışmada iflasın direkt maliyetlerinin özkaynakların piyasa değerine oranı ortalama %20.6 bulunmuştur. Bu oran şirketten şirkete %2 ile % 63.6 arasında değişmektedir. Direkt iflas maliyetlerinin iflas davasından önceki mali yıl sonu özkaynakların piyasa değeri ile borcun defter değeri toplamına oranı ise ortalama %3.1 olarak hesaplanmıştır. Bu oran da %1 ile % 6 arasında değişmektedir. Aynı şekilde DİM/ Varlıkların Defter Değeri oranı ise ortalama %2.8’i olarak gerçekleşmiştir. Bu değer de şirketten şirkete %0,9 ile %7 arasında değişmektedir. Bu çalışmada direkt iflas maliyetleri önceki çalışmalara göre daha düşük bulunmuştur. Bu durum örnekleme şirketlerinin büyük ölçekli şirketler olması, işletme ölçeği hesaplamada kullanılan yöntemde farklılık olması ve iflas yasalarındaki değişikliklerle açıklanmıştır (Weiss, 1996, 260-275).

Campbell (1997) tarafından yapılan araştırmada ise halka açık olmayan küçük ölçekli 36 şirket incelenmiştir. İflas yasaları çerçevesinde yeniden yapılandırılan şirketlerin incelendiği çalışmada direkt iflas maliyetlerinin küçük ölçekli şirketler için önemli boyutlarda olduğu ortaya konulmuştur. Çalışmada direkt iflas maliyetlerinin varlıkların defter değerine oranı ortalama %8,5 bulunmuştur (Campbell, 1997:21). Weis tarafından bulunan sonuçlara göre oldukça büyük direkt iflas maliyeti bulunduğunu belirten Campbell (1997) bu durumu incelediği şirketlerin halka açık olmayan küçük ölçekli şirketler olmasından kaynaklandığını belirtmektedir. Direkt iflas maliyetlerinin küçük şirketleri, büyük şirketlere oranla daha fazla etkilediği sonucuna ulaşılan çalışmada, yasal düzenlemeler yapılırken bu durumun dikkate alınması gerektiği belirtmektedir (Campbell, 1997: 26-28).

Tablo1: Farklı Reorganizasyon Süreçlerinde Katılanın Direkt Maliyetler İle İlgili Çeşitli Çalışmalarda Ulaşılan Sonuçlar

Çalışma	Yöntem	Ölçüt	Ort	Med	Max	Min	FS	Örneklem Özelliği ve Kapsadığı Yıl
Altman (1984)	Reorg.	DM/PD	4.0	1.7	-	-	12	Reorganizasyon (12 Ticaret Ve 7 Sanayi İşletmesi)
			9.8	6.4	-	-	7	
Warner 1977	<i>İflas</i>	DM /P.D	5.3		9.1	1.7	11	Reorganizasyon - Demiryolu şirketleri
Weis (1990)	Reorg.	DM/V DD	2.82	2.5	7.0	0.9	31	Bölüm 11 Reorganizasyon 1979-86
		DM/BDD+ÖP D	3,1	2,6	6,6	1,0		
Campbell (1997)	Reorg.	DM/ V DD	8.5	5.3	33.0	0.8	36	Bölüm 11 Reorganizasyon (Halka Kapalı Küçük Şirketler) 1987-1992
Lawless ve Ferris (1998)	Reorg.	DM/TV	17,6	3,5			118	Bölüm 11 Reorganizasyon 1986-1993
Betker (1995)	Uzlaşma Yoluyula Reorg.	DM/ MÖ TV	2.9	2.6	12.5	0.7	44	Uzlaşma Yoluyula Reorganizasyon 1986-93
		DM/M.S. TV	3.4	2.7	10.6	0.9		
		DM/M.S PD	22	14.7	214.1	2.9		
Betker (1997)	Reorg.	DM/TV	3.93	3.37	14.11	0.47	75	Bölüm 11 Reorganizasyon 1986-93
	Uzlaşma Yoluyula Reorg.		2.85	2.38	12.51	0.72	48	Uzlaşma Yoluyula Reorganizasyon 1986-93
	Değişim teklif		2.51	1.98	12.05	0.14	29	Değişim Teklifi 1986-93
Tashjian ve diğerleri (1998)	<i>Prep.(Tüm)</i>	DM / V DD	1.85	1.45	12.74	0.33	39	Uzlaşma Yoluyula Reorganizasyon 1986-93
	<i>M.Ö. oylanana</i>		1.65	1.52	3.65	0.33	27	
	<i>M.S oylanana</i>		2.31	1.4	12.74	0.01	12	
Lubben (2000)	Reorg.	Ücret/V	2.5	1.27	12.26	0.09	15	15 Bölüm 11 ve 7 Uzlaşma Yoluyula Reorganizasyon 1994-98
		Ücret/ Var+B	1.2	0.54	6.25	0.06		
	Uzlaşma Yoluyula Reorg. + Reorg.	Ücret/var.	1.8	0.86	12.2	0.02	22	
		Ücret/ Var+B	0.86	0.35	6.2	0.01		
Gilson vd (1990)	Değişim teklifleri	DM/ TV	0.65	0.32	3.4	0.01	18	Değişim Teklifi 1981- 1988
		DM /Borçlar	2.16	2.29	6.84	0.27		

M.S: Müracaat sonrası, M.Ö: Müracaat öncesi, PD: Piyasa değeri, TV: Toplam Varlıklar, B: Borç, V:Varlık

İflas sürecinde reorganizasyonun direkt maliyetlerinin ve bu maliyetleri etkileyen unsurların incelendiği diğer bir çalışma ise Lawless ve Ferris (1998) tarafından yapılmıştır. 1986-1993 yılları arasında yapılan 118 reorganizasyon müracaatının incelendiği çalışmada direkt maliyetlerin toplam varlıklara oranının ortalaması %17.6, medyanı ise %3,5 bulunmuştur. Çalışmada özellikle direkt maliyetlerin varlıklara oranının medyanının daha önce yapılan çalışmalar ile uyumlu olduğu belirtilmektedir (Lawless ve Ferris, 1998:31-34).

İflas sürecinde reorganizasyonun özel bir türü ise şirketin reorganizasyon için yasal müracaat yapmadan önce alacaklılara bir reorganizasyon planı sunup, planın kabulünü talep etmesi bunun ardından iflas müracaatında bulunmasıdır.¹ Özellikle ABD’de sıkça başvuru olan bu sürecinin direkt maliyetlerinin incelendiği çalışmalarda ise bu yöntemin geleneksel reorganizasyona göre daha az direkt iflas maliyeti içerdiği yönünde bulgular elde edilmiştir (Betker, 1995:3). Yapılan literatür incelemesinde bu şekilde bir reorganizasyonun incelendiği üç çalışma ile karşılaşılmıştır.

Bu çalışmalardan ilki Betker (1995) tarafından 44 şirket kullanılarak yapılmıştır. 1986-1993 yıllarının incelendiği çalışmada iflas öncesi toplam varlıkların %2.9’u oranında direkt maliyetlere katlanıldığı ortaya konulmuştur (Betker, 1995:5-8). Betker (1997) tarafından yapılan bir ikinci çalışmada ise çeşitli yeniden yapılandırma süreçlerinin direkt maliyetleri karşılaştırmalı olarak incelemiştir. Çalışmada iflas müracaatı sonrasında reorganizasyon planının hazırlanması şeklindeki bir yeniden yapılandırma sürecini seçen işletmelerin² daha fazla maliyete katlandığı sonucuna ulaşmıştır. Böyle bir süreçte katlanılan direkt maliyetlerinin müracaat öncesi toplam varlıklara oranı % 3,93 olarak bulunurken, uzlaşma yoluyla reorganizasyona giden işletmelerde bu oran %2,58 olarak hesaplanmıştır. İflas süreci dışında değişim teklifi yoluyla yeniden yapılandırılan şirketlerde ise bu oran %2,51’dir (Betker, 1995:5-8).

Tashjian ve diğerleri (1996) ise 1986- 1993 yılları arasında uzlaşma yoluyla reorganizasyona giden 39 şirketi incelemiş ve direkt maliyetlerle ilgili bulgular elde etmiştir. Reorganizasyon planı müracaat öncesi onaylanan şirketlerde direkt maliyetler varlıkların defter değerinin %1.65’i olarak gerçekleşirken, plan müracaattan sonra onaylanan şirketler için bu oran %2.3 olarak hesaplanmıştır. Bütün örneklem için ortalama maliyet %1,85 olarak bulunmuştur. Müracaat öncesi ve sonrası onaylanma durumunda ortaya çıkan maliyet farklılığı istatistiksel açıdan anlamlı bulunmamıştır. Böylece Weiss (1990)’in geleneksel Bölüm 11 reorganizasyon örnekleminde elde ettiği maliyetlerden (ortalama %2,8) daha düşük bir maliyetle karşılaşılmıştır. Bu sonuçlar uzlaşma yoluyla yeniden yapılandırma sürecinin, geleneksel reorganizas-

¹ Çalışmamızda bu süreci ifade etmek için uzlaşma yoluyla reorganizasyon terimi kullanılacaktır (prepackaged chapter 11)

² Bu süreç çalışmalarda Bölüm 11 reorganizasyon veya geleneksel reorganizasyon olarak adlandırılmaktadır

yonuna göre daha az maliyetli olduğu görüşü ile uyumludur (Tashjian ve diğerleri, 1996:143-144).

Lubben (2000) tarafından 7 tanesi uzlaşma yoluyla iflas reorganizasyonu olmak üzere görece olarak büyük toplam 22 reorganizasyon müracaatının incelendiği çalışmada ise 15 işletmeden oluşan geleneksel reorganizasyon örneğinde ödenen ücretlerin varlıklara oranı %2.5 olarak bulunmuştur. Toplam 22 işletme için hesaplanan maliyet %1.8'e düşmüştür. Çalışmada uzlaşma yoluyla reorganizasyonun daha az maliyetli olmasının bu düşüşte etkili olduğu belirtilmektedir (Lubben, 2000: 528-534).

Şirketler yasal iflas sürecinde direkt iflas maliyetleri ile karşılaşabilecekleri gibi iflasa müracaat etmeden özel olarak borçlarını yeniden yapılandırırken de bu maliyetlerle karşılaşabilmektedirler. Gilson ve diğerleri (1990) ve Betker (1997) iflas süreci dışında borçlarını yapılandıran şirketlerin katlandığı direkt maliyetlerin büyüklüğünü incelemişlerdir. Gilson ve diğerleri (1990) tarafından yapılan çalışmada halka açık işlem gören borçlar için yapılan değişim teklifleri incelenerek iflas dışı özel çözüm yollarının direkt maliyetleri ile ilgili bulgular elde edilmiştir. Bu maliyetler değişim için kullanılan araçlar ve yapılan duyurular için ödenen ücretleri, yasal ücretleri ve yatırım bankalarına yapılan ödemeleri kapsamaktadır. İncelenen 32 değişim teklifi işleminin 18 tanesinde direkt ödeme gerektiren maliyetler ile ilgili bilgiler elde edilmiştir. Çalışmada değişim teklifi şeklinde halka açık borçların yeniden yapılandırılmasının direkt maliyetlerinin varlıkların defter değerine oranının medyanı %0,32 modu ise %0,65 olarak bulunmuştur (Gilson ve diğerleri, 1990:336-338).

Betker (1997) tarafından geleneksel Bölüm 11 reorganizasyon, uzlaşma yoluyla reorganizasyon ve özel yeniden yapılandırma durumlarının incelendiği başka bir çalışmada da değişim teklifi yoluyla yeniden yapılandırılan şirketlerde katlanılan direkt maliyetlerin toplam varlıklara oranının ortalaması %2.51 olarak bulunmuştur. Geleneksel Bölüm 11 yeniden yapılandırmalarında katlanılan maliyetler, özel yeniden yapılandırma süreçlerinde katlanılan maliyetten istatistiksel açıdan anlamlı ölçüde farklı ve yüksek çıkmıştır (Betker, 1997:57-58).

3.2. Tasfiye Sürecinde Katlanılan Direkt Maliyetler

İflas için müracaat ederek tasfiye edilen şirketlerin karşılaştıkları direkt maliyetleri inceleyen çalışmalardan elde edilen bulgular Tablo 2'de verilmiştir. Bu alandaki ilk çalışmalardan biri Ang ve diğerleri (1982) tarafından yapılmıştır. ABD'de tasfiye edilen 55 şirketin incelendiği çalışmada ortalama maliyetler tasfiye değerinin %7.5'i olarak bulunmuştur. Bu maliyetlerin medyanı ise %1.7'dir.

Yalnızca tasfiye edilmiş şirketler üzerinde yapılan bir diğer çalışma ise Lawless ve Ferris (1997) tarafından yine ABD'de gerçekleştirilmiştir. İflas sürecinde reorganizasyonun direkt maliyetlerinin tasfiyeye göre daha az olacağı varsayımından hareket edilen ve 98 şirket üzerinde yapılan çalışmada toplam maliyetlerin

toplam varlıklara oranının ortalaması %6.1 ve medyanı %1.1 bulunmuştur (Lawless ve Ferris, 1997).

İflas maliyetlerinin farklı ülkelerde farklı olabileceği çünkü ülkelerdeki iflas yasalarının farklı uygulamalar içerebileceği görüşünden hareketle Bradbury ve Lloyd (1994) Yeni Zelanda'da 1980-1987 dönemini kapsayan 27 sanayi şirketi üzerinde direkt iflas maliyetlerinin büyüklüğünü incelemiştir. İncelenen şirketler, yönetimi kayyuma devredilen ve sonuçta tasfiye edilen şirketlerdir. Ölçek olarak varlıkların defter değeri, tasfiye sonunda elde edilen gelirler ve borçlar kullanılmıştır. Direkt iflas maliyetlerinin varlıkların defter değerine oranı ortalama %4.4 iken tasfiye sonu elde edilen gelire oranı ise ortalama %14.6 olarak bulunmuştur (Bradbury ve Lloyd, 1994:105-109).

Yapılan literatür taramasında bazı çalışmaların tasfiye ve reorganizasyon maliyetlerini karşılaştırmak amacı ile ayrı ayrı örneklem oluşturdukları görülmektedir (Brish ve diğerleri, 2006; Ravid ve Sundgren, 1998). Yine bazı çalışmalar tasfiye ve reorganizasyon ayrımına gitmeden iflas maliyetlerinin ortalama bir ölçüsü bulmaya çalışmıştır (Guffey ve Moore, 1991).

Alderson ve Betker (1996) tarafından ABD'de yapılan, tasfiye maliyetlerinin büyüklüğü ve bu maliyetleri etkileyen etkenlerin incelendiği çalışmada reorganizasyona giden 71 şirketin açıklamalarından tasfiye edilmeleri halinde katlanacakları maliyetler elde edilmiştir. Araştırmada direkt tasfiye maliyetlerinin işleyen teşebbüs değerine oranının ortalaması %5.5, medyanı ise 4.5 bulunmuştur. İncelenen 71 şirketin 55 tanesinde reorganizasyon maliyetleri ile ilgili veriler de elde edilmiş ve bu 55 şirket için reorganizasyonun direkt maliyetleri ortalama %6 olarak bulunmuştur (Alderson ve Betker, 1996).

Direkt iflas maliyetleri ile ilgili bir diğer çalışma ise Guffey ve Moore (1991) tarafından taşımacılık sektöründe faaliyette bulunan şirketler için yapılmıştır. İflas müracaatında bulunmuş 16 şirketin (8 tanesi kapanmış) direkt iflas maliyetleri varlıkların defter değerine oranlanarak hesaplanmıştır. Buna göre iflastan 1 yıl öncesi için bu oran %9.1 olarak gerçekleşmiştir (Guffey ve Moore, 1991:226-233).

Tablo 2: Tasfiye Sürecinde Katılanın Direkt İflas Maliyetleri İle İlgili Literatür Bulguları

Çalışma	Yöntem	Ölçü	Ort	Med	Max	Min	FS	Örneklem Özelliği	Yıl
Ang vd (1982)	Tasfiye	DM/TD	7,5	1.7	100	0.12	55	Tasfiye	1963-1978
Lawless ve Ferris (1997)	Tasfiye	DM/ VDD	6.1	1.1	96.1	0.0	98	Tasfiye	1991-1995
		DM/TDV	13.5	2.1	100	0.2			
Bradbury ve Lloyd (1994)	Tasfiye	DM / VDD	4.4	8.9	49.4	0.08	27	Yenizellanda – Tasfiye	1980-1987
		DM /TG	14.6	8.1	97.9	0.7			
Alderson ve Betker 1996	Tasfiye	DM /İTD	5.5	4.5	26.1	0.01	71	Bölüm 11 reorganizasyon (71 tane)	1982-1993
	Reorg.		6.0	4.2	25.8	0.70	55		
Guffey ve Moore (1991)	Reorg. ve Tasfiye	DM/ VDD	9.12				16	Bölüm 11 Reorganizasyon ve Tasfiye Nakliye firmaları	1970-1985
Brish ve diğerleri(2006)	Reorg.	DM/ VDD	16,9	1,9	885	0	225	Bölüm 11 Reorganizasyon	1995-2001
	Tasfiye	DM/ VDD	8.1	2.5	47,8	0	61	Tasfiye	
Ravid ve Sundgren (1998)	Tasfiye	DM/ V DD	8.93	7.4			51	Finlandiya-Tasfiye	1982-1992
	Reorg.	DM/ KVD	16.8	15.0			21	Finlandiya-Reorganizasyon	
		DM/V DD	7.03	6.15					
		DM/KVD**	14.1	14.7					
Fisher ve Martel(2005)	Reorg.	DM /VDD	18,4	7,3	100	0	298	Kanada-reorganizasyon	1977-1988
		DMTB	5,1	3,0	34,3	0,1			
	Tasfiye	DM/TV	54,9	47,2	100	0,2	324	Kanada-Tasfiye	1977-1988
Thorburn (2000)	MS satış	DM / VDD	6.4	4.5			210	İsveç sisteminde MS bütün olarak satış veya tasfiye	1988-1991
	M.Ö. Satış		2.5	1.5			53		
Couwenberg ve Jong (2008)	Tasfiye ve Reorg.	DM /Satış d.	16	11.2			137	Holanda; Tasfiye edilen 38, çalışır halde satılan 99 şirket	1983-2000
		DM/ V DD	10						

* mod.,**Kullanılabilir varlıkların değeri (KVD) kredi verenlere yapılan ödemeler ve diğer giderleri içerir.

DM: Direkt maliyetler, TG: Tasfiye gelirleri, TD: Tasfiye değer TDV; Toplam Dağıtılan Varlıklar, VDD: Varlıkların defter değeri, İTD: İşleyen Teşebbüs Değeri

ABD’de tasfiye ve reorganizasyon sürecinin maliyetlerini karşılaştıran bir diğer çalışma ise Brish ve diğerleri (2006) tarafından yapılmıştır. Çalışmada reorganizasyona giden 225 şirketin ve tasfiye edilen 61 şirketin direkt ve dolaylı maliyetler ile bu maliyetleri etkileyen faktörler incelenmiştir. Tasfiye edilen şirketler için müracaat öncesi varlıkların değerinin ortalama %8.1’i oranında bir direkt maliyetle karşılanmıştır. Bu oran reorganizasyon için müracaat eden şirketlerde %16.9 olarak gerçekleşmiştir. Bu oranın medyanları ise tasfiye için %2,5 ve reorganizasyon için %1,9’dur. Çalışmada reorganizasyon ve tasfiye için katlanılan maliyetler arasında istatistiksel açıdan anlamlı bir farklılık bulunamamıştır (Brish ve diğerleri, 2006:1278-1287).

Yapılan literatür incelemesinde, hem uygulanan süreçlerin etkinliğini ortaya koymak hem de sermaye yapısı açısından önemli olup olmadığını belirlemek açısından iflas sürecinin maliyetlerinin ABD dışındaki diğer ülkelerde de incelendiği ancak bu çalışmaların sayısının oldukça az olduğunu görülmektedir. Bu konuda yapılan en kapsamlı çalışmalardan biri Fisher ve Martel(2005) tarafından Kanada’da 324’ü tasfiye edilmiş ve 298’i reorganizasyona gitmiş toplam 622 şirket üzerinde yapılan çalışmadır. Elde edilen bulgulara göre reorganizasyona giden şirketlerde direkt maliyetlerin varlıkların defter değerine oranı ortalama %18.4 iken bu oranın medyanı %7.3’dür. Tasfiye örneklemini için bu oran sırasıyla %54.9 ve %47.2’dir. Ancak çalışmada reorganizasyona giden 11 şirket ve tasfiye edilen 36 şirket için varlık değerinin sıfır alındığı, dolayısı ile direk maliyet oranı %100 olarak hesaplamalara katıldığı için elde edilen ortalamaların yüksek olduğu belirtilmektedir. Direkt maliyetlerin borçlara oranının ortalama ve medyanı ise reorganizasyon örneklemini için sırası ile %5.1 ve %3; tasfiye örneklemini için ise %5 ve %3.4 olarak bulunmuştur (Fisher ve Martel, 2005:160-166).

Tasfiye ve reorganizasyonu karşılaştıran çalışmalardan biri de Ravid ve Sundgren (1998) tarafından Finlandiya’da yapılmıştır. Küçük işletmeler üzerinde yapılan araştırmada direk maliyetlerin varlıkların defter değerine oranı tasfiye edilen şirketler için %8.93, reorganizasyona giden şirketler için %7 olarak bulunmuştur. Ancak çalışmada varlıklar olarak tanımlanan kredi verenlere ödenen tutarların ve diğer harcamaların toplamının direkt maliyetlere oranı tasfiye edilen şirketler için %16.8 olarak hesaplanmıştır. Reorganizasyona giden 21 şirket için ise bu oran %14.1 olarak bulunmuştur. Finlandiya ve ABD iflas süreçlerinin farklı olduğunu belirttiği çalışmada ABD’deki reorganizasyon sürecinin yerine Finlandiya’da işleyen teşebbüs halinde bir bütün olarak satışın sözkonusu olduğu belirtilmektedir. Bu süreç farklılığına rağmen yine de maliyetlerin, ABD’deki şirketlerin katlandığı maliyetlerden çok daha fazla olduğu görülmektedir. Çalışmada maliyetlerin yüksek çıkmasında incelenen şirketlerin halka açık olmayan küçük işletmeler olmasının da etkili olabileceği ifade edilmiştir (Ravid ve Sundgren, 1998:35-38).

Finlandiya’daki iflas sürecine benzer bir sürecin uygulandığı İsveç’te de Thorburn (2000) tarafından tasfiye ve reorganizasyon maliyetleri incelenmiştir. İsveç iflas sisteminde de direkt bir reorganizasyon süreci bulunmamakta şirket ya bir

bütün olarak satılmakta ve faaliyetine devam etmekte veya parça parça tasfiye edilmektedir. Yapılan çalışmada, 1988-1991 döneminde incelenen 263 işletmenin %74'ü (195firma) çalışır halde bir bütün olarak satılmıştır. Satış işlemi ya mahkemeye müracaat yapıldıktan sonra gerçekleşmekte veya alıcı ile bir satış sözleşmesi üzerinde iflas müracaatı öncesi anlaşılarak iflas müracaatında bulunulmakta ve satış gerçekleşmektedir. Müracaat sonrası satış sürecine başlanılan 210 şirketten oluşan örnekleme ortalama olarak direkt maliyetler müracaat öncesi varlıkların defter değerinin %6.4'ü iken, bu rakam örneklemedeki büyük şirketler için %3.7'dir. Müracaat öncesi anlaşmaya varılan satışlarda ise bu oranın %2.5'e düştüğü görülmektedir. Bu sonuçlar ABD'deki yeniden yapılandırma sürecinde katlanılan maliyetlere göre daha düşüktür (Thorburn,2000: 339).

Hollanda da ise küçük ve orta ölçekli şirketlerden oluşan bir örneklem Couwenberg ve Jong (2008) tarafından incelenmiştir. Çalışmada 1983- 2000 yılları arasında iflas müracaatında bulunan toplam 137 şirket incelemeye alınmıştır. Bu şirketlerden 38 tanesi parça parça tasfiye edilmiş, diğerleri ise bir bütün olarak işleyen teşebbüs halinde satılmışlardır. Direkt maliyetler satış değerinin yüzdesi olarak hesaplanmış ve ortalama %16 olarak bulunmuştur. Direkt maliyetlerin varlıkların defter değerine oranı ise ortalama %10 olarak bulunmuştur (Couwenberg ve Jong , 2008:113-117).

4. Direkt İflas Maliyetlerinin Ölçek Ekonomisi Özelliği

Direk iflas maliyetlerinde ölçek ekonomisinin varlığı; direkt maliyetler içerisinde sabit maliyetlerin olduğuna ve bundan dolayı büyük işletmelerde bu maliyetlerin oran olarak düşeceğine ve amorti edilebileceğine, küçük işletmelerde ise bu maliyetlerin önemli hale geleceğine işaret etmesi bakımından önemlidir. Ölçek ekonomisinin varlığı durumunda direkt iflas maliyetleri ölçek ile birlikte artacak ama bu artış azalan oranda olacaktır. Eğer iflas maliyetlerinin büyüklüğünü, önemli ölçüde iflasın kompleksliği belirlemekte ise bu durumda da iflas maliyetleri ile ölçek arasında önemli bir pozitif ilişki ortaya çıkacaktır ve büyük işletmeler için de direkt iflas maliyetleri önemli hale gelecektir. Direkt iflas maliyetleri ve işletme ölçeği arasındaki ilişkinin incelendiği çalışmaların önemli bir bölümünde, direkt iflas maliyetlerinin ölçek ekonomisi özelliği arzettiği görülmektedir. Örneğin Warner (1977) ve Ang ve diğerleri (1982) direkt iflas maliyetlerinin önemli ölçüde sabit maliyetler içerdiği, dolayısıyla direkt maliyetlerin ölçekle ters ilişkili olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Ancak reorganize edilen şirketlerin incelendiği çalışmada Weiss (1990) böyle bir etkiye ulaşamamıştır. Çalışmada direkt maliyetleri ile toplam varlık büyüklüğü arasında yüksek bir korelasyon saptanmış, ancak toplam varlıkların bir yüzdesi olarak maliyetlerin, firmanın ölçeği arttıkça düşmediğini belirtilmektedir. Weiss, Warner'in çalışması ile arasındaki bu farkı, Warner'in incelediği şirketlerin kendi incelediği şirketlere göre daha fazla borç grubuna sahip demiryolu şirketleri olması ile açıklamakta ayrıca bu farkın oluşmasında iflas kanunlarındaki değişikliklerin ve yeni finansman tekniklerinin de kısmen bir etkiye sahip olabileceğini belirtmektedir (Weiss, 1990:264-265).

Betker (1997) reorganizasyona giden şirketlerde ve Alderson ve Betker (1996) tasfiye edilen şirketlerde ölçek ile direkt iflas maliyetleri arasında ölçek arttıkça azalarak artan bir ilişki elde etmişlerdir. Diğer bir ifade ile bu iki çalışmada da direkt maliyetlerin ölçek ekonomisi özelliği gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır. Benzer şekilde Guffey ve Moore (1991) reorganize edilen ve tasfiye edilen şirketleri inceledikleri çalışmada, Thorburn (2000) İsveç iflas sistemi içinde tasfiye edilen veya satılan şirketleri incelediği çalışmada, Campbell (1997) küçük işletmeleri incelediği çalışmada direkt iflas maliyetlerinin ölçek ekonomisi ölçek ekonomisi özelliği sergilediği ile ilgili bulgular elde etmişlerdir. Buna göre direkt maliyetler önemli bir sabit bileşene sahiptir ve daha büyük şirketler görece olarak daha az direkt iflas maliyetine katlanmaktadır.

Ölçek etkisinin incelendiği bir diğer çalışmada da tasfiye maliyetlerinin önemli ölçüde sabit bileşenin olduğu ve ölçek ekonomisi özelliği taşıdığı ortaya konulmuş, özellikle büyük şirketler için direkt maliyetlerin karar alma açısından önemli olmayacağı ancak iflas maliyetlerinin tek bileşenin direkt maliyetler olmadığı vurgulanmıştır (Bradbury ve Lloyd, 1994:105-109). Benzer şekilde hem tasfiye hem de reorganizasyon sürecinin incelendiği başka bir çalışmada her iki sürecin de önemli sabit direkt iflas maliyeti içerdiği ve tasfiye için bu maliyetlerin görece olarak fazla olduğu sonucuna varılmıştır (Fisher ve Martel, 2005:160-166). Güçlü bir şekilde ölçek etkisinin tespit edildiği çalışmalar arasında Lopucki ve Doherty (2004) ve Couwenberg ve Jong (2008) sayılabilir. Gilson ve diğerleri (1990) de değişim tekliflerinin direkt maliyetlerinin ölçek ekonomisi özelliği taşıdığı sonucuna ulaşmışlardır (Gilson ve diğerleri, 1990:336-338).

Bu sonuçlara göre küçük ölçekli şirketler için direkt iflas maliyetleri dikkate alınması gereken önemli bir husustur. Özellikle reorganizasyon maliyetlerinin, küçük işletmelerde görece olarak daha fazla hissedilmesi, yapılacak düzenlemelerde bu konunun dikkate alınması gereğini ortaya çıkarmaktadır.

Ancak Weis (1990) dışında ölçek ekonomisi etkisine ulaşamayan bazı çalışmalar da vardır. Örneğin Altman (1984), Deis ve diğerleri ve Lubben (2000) böyle bir etkinin varlığını bulamamıştır. Benzer şekilde Lawless ve Ferris (1997) tasfiye edilen şirketler için ölçek ekonomisi etkisi bulamamıştır. Çalışmada bu durumun; yapılan harcamaların proje bazlı olmasından ve dolayısı ile büyük ölçekli projelerde yüksek fiyatlar istenmesinden ve yüksek maliyetler olmasından kaynaklanabileceği belirtilmektedir. Yine Lawless ve Ferris (1998) tarafından yapılan bir çalışmada çeşitli maliyet ölçütleri kullanılmış ve bunlar içerisinde yalnızca avukatlık ücretleri/teminatsız haklar oranı için ölçek etkisi gözlenmiştir. Çalışmada bu sonuçta örnekleme nisbeten küçük şirketlerin olmasının da etkili olabileceği belirtilmiştir (Lawless ve Ferris 1998,s.38-41).

5. Direkt İflas Maliyetlerini Etkileyen Diğer Faktörler

Yapılan literatür incelemesinde, çeşitli çalışmalarda ölçek dışında iflas maliyetlerinin büyüklüğünü etkileyen diğer faktörlerin de araştırıldığı görülmektedir. Bu

çalışmalarda genel olarak süreçte harcanan zaman, firmanın borç ödeme gücü, teminatlı borçların payı, sektörün sıkıntıda olup olmaması gibi değişkenlerle maliyetler arasında ilişki tespit edilmiştir.

İncelenen konulardan biri borçlunun ödeme gücünün direkt iflas maliyetlerinin büyüklüğünde etkili olup olmadığıdır. Bu konuda çelişkili sonuçlar elde edilmiştir. Örneğin Lubben (2000) ve Betker (1997) tarafından yapılan çalışmalarda Varlıklar/borçlar oranı ile ölçülen borçlunun ödeme gücü arttıkça direkt maliyetlerin düştüğü sonucuna ulaşılmıştır. Diğer bir ifade ile daha az sıkıntı yaşayan şirketlerde katlanılan direkt iflas maliyetleri daha düşüktür. Fisher ve Martel (2005) ise firmanın ödeme gücü arttıkça maliyetlerin de arttıkça sonucuna ulaşmış ve bu durumu finansal durumu daha iyi olan firmalar ile hukuk ve diğer danışmanlık firmalarının daha iyi pazarlık yaparak daha yüksek ücret alabilmelerine bağlamıştır.

Çalışmalarda araştırılan bir diğer konu teminatlı borçların büyüklüğünün maliyetlere etkisidir. Lawles ve Ferris (1998) iflasın karmaşıklığının diğer bir ifade ile kredi verenlerin kendi aralarındaki çıkar çatışmasının bir göstergesi olarak teminatlı borçların toplam borçlara oranı ile maliyetler arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmada; bu oran büyüdükçe teminatlı ve teminatsız kredi verenler arasındaki çatışmanın daha fazla olacağı, dolayısı ile daha fazla maliyet oluşacağı görüşünden hareket edilmiştir. Tasfiye edilen şirketlerde teminatlı borçların varlığı ile direkt iflas maliyetleri arasında oldukça güçlü ve ters yönlü bir ilişki elde etmiştir. Buna göre teminatlı borçların toplam borçlara oranı arttıkça iflas maliyetleri azalmaktadır. Lawles ve Ferris (1997)'de de buna benzer bir sonuç elde edilmiştir. Thorburn (2000) tarafından İşveç firmalarında yapılan çalışmada ve Fisher ve Martel (2005) tarafından Kanada'da tasfiye ve reorganizasyonun incelendiği çalışmada ise böyle bir etki gözlenememiştir.

Araştırılan bir diğer konu ise banka borçlarının toplam borçlar içerisindeki payı ve maliyet ilişkisidir. Banka borçlarının payı arttıkça banka dışı alacaklılarla daha az uğraşılacak dolayısıyla maliyetler görel olarak azalacaktır. Couwenberg ve Jong (2008) tarafından yapılan araştırmada bu durum doğrulanmış ve banka borçlarının toplam borçlar içerisindeki payı arttıkça maliyetlerin azaldıkça sonucuna ulaşılmıştır.

Betker (1997) tarafından yapılan çalışmada ise uzlaşma yoluyla yeniden yapılandırma sürecinde katlanılan maliyet ve yapılandırılan borcun içerisinde ticari kredinin payı arasında ilişki bulunmuştur. Ayrıca özel yeniden yapılandırmalarda, yeniden yapılandırılan borç miktarı ve borç sınıfı ile maliyet arasında pozitif ilişki saptanmıştır. Bu sonuçlar ile yeniden yapılandırma sürecinde kredi verenler arasındaki koordinasyon probleminin büyüklüğü arasında bağ kuran Betker, kredi verenler arasında bu koordinasyonsuzluğun en fazla geleneksel Bölüm 11 yeniden yapılandırma sürecinde yaşandıkını, bunu uzlaşma yoluyla yeniden yapılandırma sürecinin izlediğini ve en az da özel yeniden yapılandırmalarda bu tür koordinasyonsuzlukların yaşandıkını belirtmekte dolayısı ile direkt maliyetlerin büyüklüğünün de bu ko-

ordinasyonsuzluğun şiddetine paralel olarak seçilen yeniden yapılandırma süreçlerinde farklılık gösterdiğini ifade etmektedir (Betker , 1997:64-66). Fisher ve Martel (2005) tarafından elde edilen sonuçlar da Betker (1997) tarafından ulaşılan sonuçları desteklemektedir. Buna göre toplam borç miktarı ve kredi veren sayısı arttıkça direkt maliyetler artmaktadır (Fisher ve Martel,2005:163-165).

Karmaşıklığın diğer bir ölçüsü olarak ele alınan “süreçte geçirilen zaman” ile direkt maliyetler arasındaki ilişki de bazı çalışmalarda incelenmiştir. Örneğin Campbell (1997) direkt iflas maliyetleri ile süreçte harcanan zaman arasında pozitif korelasyon bulmuştur. Benzer şekilde harcanan zaman ve maliyet arasındaki ilişki Lawles ve Ferris (1997), Thornburn (2000) ve Couwenberg ve Jong (2008) tarafından da tespit edilmiştir.

1998-2002 yıllarında 48 büyük halka açık şirketi kapsayan çalışmada ise LoPucki ve Doherty (2004) direkt maliyetlerin %77’lik kısmını ölçek, harcanan zaman ve yeniden yapılandırma sürecinde çalışılan profesyonel firmaların büyüklüğü ile açıklayabilmiştir. Bu üç ölçü iflasın kompleksliğinin ölçüsü olarak adlandırılmıştır.

Anlaşmazlık konusu alacak sayısı da direkt maliyetleri etkileyen bir etken olarak karşımıza çıkmaktadır. Daha fazla anlaşmazlık ilave maliyetler yüklemektedir (Couwenberg ve Jong , 2008: 117-120).

İsveç iflas sistemini inceleyen Thornburn (2000) direkt maliyetleri etkileyen bir diğer faktörün ise sektörel sıkıntı olduğunu belirtmektedir. Buna göre iflas maliyetleri sektörel sıkıntı durumunda artmaktadır. Çünkü en yüksek değeri bulmak için sarfedilen çaba sıkıntılı sektörlerde artmaktadır.

6. Sonuç

Finansal sıkıntı içerisine giren şirketler yeniden yapılandırma ve tasfiye süreçlerinde bazı maliyetlere katlanmaktadır. Bu maliyetlerden ilki doğrudan katlanılan diğer bir ifade ile direkt harcama gerektiren maliyetler iken diğeri dolaylı maliyetler olarak karşımıza çıkmaktadır.

Ortaya çıkan bu maliyetlerin büyüklüklerinin bilinmesi optimal sermaye yapısının varlığı (veya yokluğu), İflas Yasası’nda tasfiye ve yeniden yapılandırma süreçlerinde yapılacak düzenlemelerin fayda ve maliyetleri gibi konuların anlaşılmasında büyük önem taşımaktadır. Bundan dolayı araştırmacıların finansal sıkıntı sürecinde katlanılan doğrudan ve dolaylı maliyetlerin büyüklüğü ve bu maliyetleri etkileyen faktörler ile ilgili olarak yaptığı çalışmalar gün geçtikçe artmaktadır.

Türkiye’de 2001 krizinden sonra İstanbul Yaklaşımı ile sermaye şirketlerinin borçlarının yeniden yapılandırılması gündeme gelmiştir. İstanbul yaklaşımı ile öngörülen üç yıllık sürecin sonunda iflas hukukumuzda 2003 ve 2004 değişiklikleri kapsamında İflasın Ertelenmesi ve Uzlaşma Yolu İle Borçların Tasfiyesi kurumları dahil olmuş ve hukuk sistemimiz tasfiye ve reorganizasyon şeklinde iki süreci içerisin-

de barındırır hale gelmiştir. Tüm bu gelişmeler tasfiye ve reorganizasyon sürecinde finansal sıkıntı maliyetlerinin büyüklüğünü bilmenin önemini artırmaktadır. Ancak yapılan literatür incelemesinde Türkiye’de özellikle direkt iflas maliyetlerinin büyüklüğü konusunda henüz uygulamalı bir çalışma ile karşılaşılmamıştır.

Çalışmamızda finansal sıkıntı sürecinde katlanılan maliyetlerin bir bölümünü oluşturan direkt iflas maliyetleri ele alınarak ilgili literatürde elde edilen sonuçlar incelenmiştir. Direkt iflas maliyetleri büyüklüğü, yeniden yapılandırma ve tasfiye durumlarında katlanılan maliyetler arasında fark olup olmadığı ve direkt iflas maliyetlerinin büyüklüğü üzerinde hangi faktörlerin etkili olduğu konularında literatür incelemesi yapılmıştır.

İncelenen örneklerdeki şirket ölçeklerinin farklılığı, süreçte harcanan zamanın farklılığı, ortak bir maliyet ölçüsünün kullanılmaması, ülkelerdeki hukuk sisteminin farklılığı gibi faktörler karşılaştırma yapmayı ve genel bir sonuç elde etmeyi güçleştirmektedir. Ancak bu alanda yapılan çalışmaların sayısının çok fazla olmaması örneğin ülkeleri kendi içerisinde inceleyerek yıllar içerisinde direkt iflas maliyetlerinin büyüklüğünün değişip değişmediği ve farklı iflas uygulamalarına sahip ülkelerde direkt maliyetlerin farklı olup olmadığı gibi karşılaştırmalar yaparak konuyu derinlemesine inceleme imkanını ortadan kaldırmaktadır.

Direkt iflas maliyetleri ile ilgili bulgular incelendiğinde kullanılan direkt iflas maliyeti ölçütleri farklı olmasına rağmen Fisher ve Martel (2005) tarafından yapılan çalışma (bu çalışmada direkt iflas maliyetleri örneklerdeki şirketlerin bir çoğu için %100 alındığı için ortalamalar oldukça yüksek çıkmıştır) ve Brish ve diğerleri (2006)’nin çalışması dışındaki bütün çalışmalarda hem ortalama hem de medyan değerleri açısından direkt maliyetlerin varlıkların defter değerine oranı %10 ve daha aşağısı olarak bulunmuştur. Direkt maliyetlerin tasfiye gelirlerine oranı, toplam borca oranı v.b. gibi diğer ölçütler ise %10 ile %16 arasında değişmektedir. Reorganizasyon örneklemleri için de benzer sonuçlar elde edilmiştir. Direkt maliyetlerin defter değerine oranı en düşük Lubben (2000)’in yaptığı çalışmada (ortalama %1.2) ortaya çıkmıştır. Altman (1984) kendi örneklemleri için bulduğu %6 maliyet oranının alınacak kararları etkileyecek bir büyüklük olarak tanımlamaktadır. Ang ve diğerleri (1982) ise bu büyüklükteki maliyetlerin borcun vergi avantajı ile karşılaştırıldığında daha düşük olduğunu ve sermaye yapısını belirlemede yalnızca bu maliyetlerin yeterli olmayacağını belirtmektedir. Ancak finansal sıkıntının dolaylı maliyetlerinin de olduğu ve bu maliyetlerin direkt maliyetlere göre daha yüksek olduğu yönünde son zamanlarda birçok çalışmanın yapıldığını da göz önünde bulundurmak gerekmektedir.

İflas müracaatı öncesi reorganizasyon planının yapıldığı yeniden yapılandırmalarda ve iflas süreci dışında özel borç yeniden yapılandırmalarında direkt maliyetlerin geleneksel reorganizasyon ve tasfiye ile karşılaştırıldığında daha düşük olduğu görülmektedir. Bu durumda, ülkemizde uygulamaya giren Uzlaşma Yoluyla Sermaye Şirketlerinin Yeniden Yapılandırılması Kanunu çerçevesinde yapılacak yeniden

yapılandırmalarda daha düşük direkt iflas maliyetleri ile karşılaşılacağı beklenebilir.

Çalışmaların önemli bir kısmında hem tasfiye hem de reorganizasyon süreçlerinde ölçek ekonomisi etkisi gözlenmiştir. Ancak Weiss (1990)'in çalışmasında olduğu gibi özellikle küçük işletmeler veya özellikle büyük işletmelerin incelendiği bazı çalışmalarda bu etki net olarak ortaya konulamamıştır. Bu durum, tasfiye ve reorganizasyon süreçlerinde önemli ölçüde sabit maliyetlerin olduğunu dolayısı ile küçük işletmelerde bu maliyetlerin daha önemli hale geldiğini göstermektedir. Direkt iflas maliyetlerinin ölçek ekonomisi özelliği göstermesi, mevcut işletmelerin çok önemli bir kısmının KOBİ kapsamında değerlendirildiği ülkemizde, herhangi bir iflas veya yeniden yapılandırma sürecine girecek olan KOBİ'ler için direkt maliyetlerin önemini artırmaktadır.

Ölçek dışında, direkt iflas maliyetlerinin büyüklüğünü etkileyen faktörlerin başında ise süreçte geçirilen zaman gelmektedir. Bu sonuçtan hareketle özellikle iflasın ertelenmesi müracaatlarında, erteleme uzatıldıkça ilave direkt maliyetlerin ortaya çıkması beklenebilir.

Çalışmalarda iflas sürecini kolaylaştırıcı yönde etkisi olan teminatl borçların toplam borçlar içindeki payı ve banka borçlarının toplam borç içerisindeki payı arttıkça iflas maliyetlerinin azaldığı yönünde bulgular elde edilmiştir. Borçlar mutlak değer olarak arttıkça maliyetler artmaktadır. Anlaşmazlık konusu alacak sayısı da direkt maliyetleri artıran bir etken olarak bulunmuştur. Ayrıca iflas maliyetleri sektörel sıkıntı durumunda artmaktadır.

Kaynaklar

ALDERSON, Michael J. ve Brian L. BETKER (1996), "Liquidation Costs And Accounting Data", *Financial Management*, Vol:25, Issue 2, 25-36.

ALTMAN, E.I. (1984), "A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question," *Journal of Finance*, Vol:39, No:4, 1067-1089.

ANDRADE, Gregor ve Steven KAPLAN (1998), "How Costly Financial (Not Economic) Distress? Evidence From HLT That Become Distress", *The Journal of Finance*, Vol.53, No.5, 1143-1495.

ANG, James S., Jess H.CHUA ve John J. MCCONNELL (1982), "The Administrative Costs of Corporate Bankruptcy:A Note" *Journal of Finance*, Vol:37, No1, 219-226.

ATALAY, Oğuz (2003) "İflasın Ertelenmesi", *Bankacılar Dergisi*, Sayı. 47

BALDWIN, John, Tara GRAY, Joanne JOHNSON, Jody PROCTOR, Mohammed RAFIQUZZAMAN ve David SABOURIN (1997), *Failing Concerns: Business Bankruptcy in Canada*, Statistics Canada, Catalogue no. 61-525-XIE, İnt.

Adresi: <http://dsp-psd.tpsgc.gc.ca/Collection/Statcan/61-525-X/61-525-XIE1997001.pdf>, 04/07/2004.

BETKER, Brian L. (1997) "The Administrative Costs of Debt Restructurings: Some Recent Evidence", *Financial Management*, Vol:26, No:4, 56-68.

BETKER, Brian L. (1995). "An Empirical Examination of Prepackaged Bankruptcy," *Financial Management*, Vol. 24, No: 1, 3-18.

BRADBURY, Michael E, Suzanne LLOYD (1994), "An Estimate Of The Direct Costs Of Bankruptcy In New Zealand" *Asia Pacific Journal Of Management*, Vol: 11, No: 1, 103-111.

BRANCH, Ben (2002) "The Costs of Bankruptcy: A Review", *International Review of Financial Analysis*, Vol:11, 39-57.

BRIS, Arturo, Ivo WELCH, ve Ning ZHU (2006), "The Costs of Bankruptcy: Chapter 7 Liquidation versus Chapter 11 Reorganization" *The Journal of Finance*, Vol: 61, No: 3, 1253-1303.

CAMPBELL, Steven V. (1997), "An Investigation of the Direct Costs of Bankruptcy Reorganization for Closely Held Firms" *Journal Of Small Business Management* internet adresi: <http://www.allbusiness.com/buying-exiting-businesses/exiting-a-business-bankruptcy/633103-1.html>, 15/10/2008.

CLAESSENS, Stijn, Simeon DJANKOV ve Leora KLAPPER(2003), "Resolution of corporate distress in East Asia", *Journal of Empirical Finance*, Vol.10,100-216.

COŞKUN, Ender (2006), *Finansal Sıkıntı Maliyetleri ve Yeniden Yapılandırma Sonrası Şirket Performansı*, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi.

COUWENBERG, Oscar ve Abe de JONG (2008), "Costs and recovery rates in the Dutch liquidation-based bankruptcy system" *Eur. J.Law. Econ.* Vol: 26,105–127.

DEIS, Donald R., Darly M. GUFFEY ve William T. MOORE (1995), "Further Evidence on Relationship Between Bankruptcy Cost and Firm Size", *Quarterly Journal of Business and Economics*, Vol: 34, No:1, 69-79.

FISHER, Timothy C. G. and Jocelyn MARTEL (2005) "The Irrelevance of Direct Bankruptcy Costs to the Firm's Financial Reorganization Decision" *Journal of Empirical Legal Studies*, Vol: 2, Issue: 1, 151–169.

GILSON, Stuart C., Kose JOHN ve Larry H.P. LANG (1990), " Troubled Debt Restructurings- An Empirical Study of Private Reorganization of Firms in Default", *Journal of Financial Economics*, No: 27, 315-353.

GUFFEY, Daryl ve William T. MOORE (1991), "Direct Bankruptcy Costs: Evidence from the Trucking Industry", *The Financial Review*, Vol:26, No:2;223-235.

KURU, Baki, RAMAZAN Arslan ve EJDER Yılmaz (2002), *İcra ve İflas Hukuku, Genişletilmiş 15. Baskı, Yetkin Yayınları, Ankara*,

LAWLESS Robert M. ve Stephen P. FERRIS (1997) "Professional Fees and Other Direct Costs in Chapter 7 Business Liquidations", *Washington U.Law Quarterly*, Vol:75, No:3. İnternet adresi: <http://lawreview.wustl.edu/inprint/75-3/753-3.html>

LAWLESS Robert M. ve Stephen P. FERRIS (1998), "Direct Costs in Chapter 11 Bankruptcies", *Journal of Empirical Legal Studies*, Vol:1, Issue:1. 111-141. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=113470

LOPUCKI Lynn M. ve Joseph W. DOHERTY(2004), "The Determinants of Professional Fees in Large Bankruptcy Reorganization Cases", *Journal of Empirical Legal Studies*, Vol:1, Issue:1. 111-141.

LUBBEN, Stephen J. (2000), "The Direct Costs of Corporate Reorganization: An Empirical Examination of Professional Fees in Large Chapter 11 Cases", *American Bankruptcy Law Journal*, Vol:74, 508–552.

PEKCANITEZ, Hakan, Oğuz ATALAY, Meral SUNGURTEKİN ÖZKAN ve Muhammet ÖZEKES (2005), *İcra ve İflas Hukuku, 3. Baskı, Yetkin Yayınları, Ankara*.

RAVID S. Abraham ve Stefan SUNDGREND (1998), "The Comparative Efficiency of Small- Firm Bankruptcies: A Study of the US and Finnish Bankruptcy Codes" *Financial Management*, Vol: 27, No: 4, 28 – 40.

SAYILGAN, Güven (2003)., *Soru ve Yanıtlarıyla İşletme Finansmanı, Turhan Kitabevi, Ankara*,

TASHJIAN, E., Ronald C. LEASE, and John J. MCCONNELL (1996), "Prepacks An Empirical Analysis of Prepackaged Bankruptcies," *Journal of Financial Economics*, 40 ; ss:135-162

TAŞPINAR AYVAZ, Sema (2005), *İcra İflas Hukukunda Yeniden Yapılandırma, Yetkin Yayınları, Ankara*.

THORBURN, Karin S.(2000), "Bankruptcy Auctions: Costs, Debt Recovery, And Firm Survival", *Journal Of Financial Economics* 58, 337–368.

WARNER, Jerold B. (1977), "Bankruptcy Costs: Some Evidence," *Journal of Finance* Vol; 32, No:2, 337-347.

WEIS, Lawrence A. (1996), "Bankruptcy Resolution: Direct Cost And Violation Of Priority Of Claims", Ed: Jagdeep S. Bhandari ve Lawrence A. Weiss, Corporate Bankruptcy içinde, Cambridge University Pres.

WHITAKER Richard B. (1999), "The Early Stages of Financial Distress", Journal of Economics and Finance, Vol. 23, No.2,123-133.

WHITE, Michelle J. (1996), "The Cost of Corporate Bankruptcy: A U.S.-European Comparison", Ed: Jagdeep S. Bhandari ve Lawrence A. Weiss, Corporate Bankruptcy içinde, Cambridge University Pres.

WRUCK, Karen Hopper (1990), "Financial Distress, Reorganization and Organizational Efficiency", Journal of Financial Economics, Vol:27,419-444.