

FİNANSAL YÖNETİM

Prof. Dr. Güven SAYILGAN

Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi İşletme Bölümü
Muhasebe-Finansman Anabilim Dalı Öğretim Üyesi

FİNANSAL BAŞARISIZLIK ve İFLAS

Hatırlatma!

* Bir işletmenin faaliyetlerine devam edebilmesi için;

- * Borçların; anapara ve faizlerini,
- * Ortakların getiri beklentilerini

karşılamaya yetecek düzeyde nakit üretme yeteneğine veya yeterliliğine sahip olması gerekir.

Risk - getiri ilişkisi

- * **Finansal risk – finansal yapı – finansal kaldıracı derecesi**
- * **Faaliyet riski- varlık yapısı – faaliyet kaldıracı derecesi**

Başarısızlık ile ilgili kavramlar

- * BAŞARISIZLIK,
- * SIKINTI,
- * TEMERRÜT,
- * ÖDEME ACZI VE
- * İFLAS

Genel olarak finansal sıkıntı kavramı vadesi geldiği zaman yükümlülükleri karşılayamama durumunu olarak ifade edilmektedir.

Ekonomik başarısızlık

- * **Getiri oranı kriteri;** yatırılan sermaye üzerinden gerçekleşen getiri oranının, önemli bir şekilde ve sürekli olarak benzer yatırımlar için geçerli olan getiri oranlarından daha düşük olması
- * **Kârlılık kriteri;** gelirlerin maliyetleri karşılamak için yetersiz olması
- * **Sermaye Maliyeti kriteri;** yatırımın ortalama getirisinin sermaye maliyetinden daha düşük olması

Ekonomik başarısızlık-2

- * Bu ekonomik başarısızlık kriterlerinin gerçekleşmesi, işletmenin faaliyetlerinin devamı veya durdurması kararlarının verilmesinde tek başına yeterli değildir.**
- * Faaliyete devam edip etmeme kararı, beklenen getirilere ve firmanın değişken maliyetleri karşılama yeteneğine dayandırılır.**
- * Sayılan kriterlerden herhangi birinin gerçekleşmesi durumunda şirket finansal açıdan sıkıntıya düşmeyebilir.**
- * Şirketin borcu az ise veya iyi kredi bağlantıları var ise...**

Finansal başarısızlık

- * **Finansal sıkıntı, nakit akışının cari yükümlülükleri karşılamak için yetersiz olması durumu (karşılayamama veya karşılamada sıkıntı çekme)**
- * **Şirket yeterli likiditeye sahip değildir.**
- * **Şirketin değeri pozitif iken de olabilir.**

Insolvency (Ödeme aczi)

- * **Stok temelli ödeme aczi** nakit akışlarının bugünkü değeri toplam yükümlülüklerinden daha az olan; negatif ekonomik net değerli bir şirket (iflas anlamında- uzun dönem ödeme aczi)
- * **İflas** hukukunda borca batıklık olarak ifade edilir.
- * **Akış temelli ödeme aczi** ise (kısa dönemli ödeme aczi), şirketin cari yükümlülüklerini karşılamaya gücünün yetmemesidir. (teknik ödeme aczi)
- * **Resmi iflasın gerekçesi** olabilir. Geçici olabileceği gibi süreklilik de gösterebilir. Eğer çözüm üretilmezse borca batıklık ortaya çıkar.

Temerrüt ve iflas

- * Temerrüt; borç sözleşmelerinden doğan yükümlülüklerin ihlali
- * İflas

Başarısızlık ile ilgili kavramlar

Başarısızlık

Geçici olarak cari yükümlülükleri karşılayamamaktan iflas ve tasfiyeye kadar uzanan süreç

finansal sıkıntı

Borç ödemelerini yerine getiremeyen firma

ekonomik sıkıntı

Sürekli faaliyet zararı ortaya çıkan firma

İflas

Daha Çok Hukuki anlamda

Uzun vadeli

Kısa vadeli

Stok temelli insolvency

Akış temelli insolvency

İflas anlamında insolvency

Teknik insolvency

Genel anlamda başarısızlık nedenleri

* İçsel nedenler

- * Özkaynak yetersizliği
- * Kuruluş yeri seçimi
- * Müşteri beklentilerini karşılayamama
- * Alacak yönetimindeki sıkıntılar
- * Aşırı duran varlık yatırımı
- * Yetersiz yenileme yatırımı
- * Sınırlı sayıda alıcı ve satıcı...

* Dışsal nedenler

- * Ekonomik çevredeki değişim
- * Yasal düzenlemeler
- * Toplumsal değişim...

Genel anlamda başarısızlık nedenleri

- * **Sermaye yapısı (özellikle aşırı kaldıraçtan yararlanma durumu),**
- * **Kötü yönetim,**
- * **Sektördeki olumsuz gelişmeler veya firmanın ortalama sektör performansına göre düşük performans göstermesi. Ekonomik sıkıntı bu üçüncü sebebin içinde sayılabilir ve negatif faaliyet gelirini (faaliyet zararı) gösterir.**

Genel anlamda başarısızlık nedenleri-2

- * Whitaker'e göre; finansal sıkıntıya giren firmaların %46,9'u ekonomik sıkıntıdan dolayı ve % 77'si kötü yönetimden dolayı finansal sıkıntıya düşmüştür. Aşırı borçlanma kötü yönetimin sonucudur.
- * Türkiye'de yapılan bir araştırma başarısızlığa uğrayan şirketlerin başarılı işletmelerden kârlılık açısından çok farklı olmadığını ancak borç kullanma düzeylerinin daha yüksek olduğunu ortaya koymaktadır.

Finansal Sıkıntı Maliyetleri

Şirketin
Piyasa
Değeri

Şirketin En
Yüksek Değeri

Finansal
Sıkıntı
Maliyetleri

Borcun Vergi
Tasarrufunun
Bugünkü
Değeri

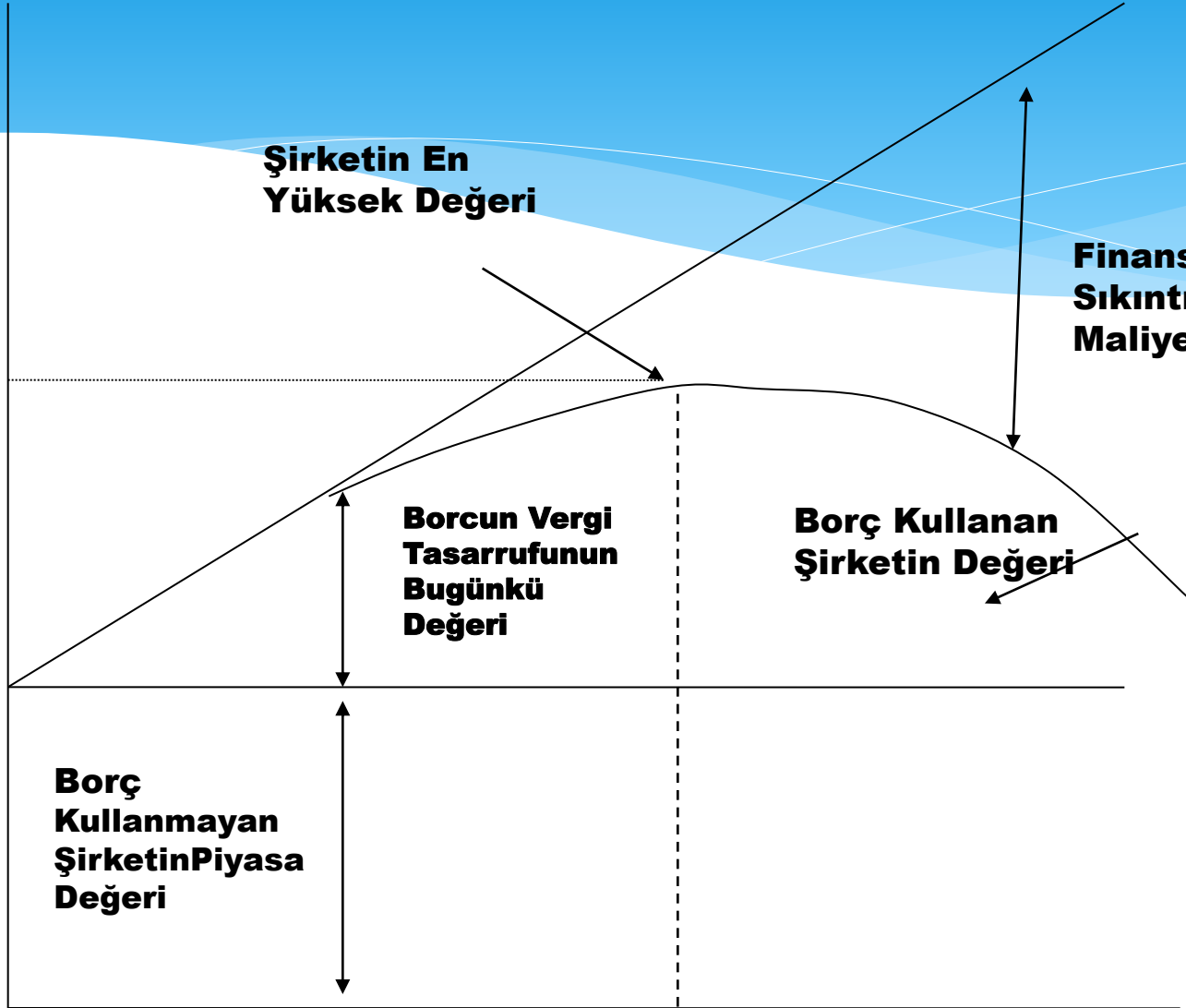
Borç Kullanan
Şirketin Değeri

Borç
Kullanmayan
Şirketin Piyasa
Değeri

A

15 Optimal
Borç Düzeyi

Borç



Finansal sıkıntı maliyetleri-2

- * Doğrudan maliyetler
- * Dolaylı maliyetler
 - Rekabet gücündeki düşüş, Pazar payı kaybı ve azalan karlılık
(Özellikle mali sektörde bu etki çok büyük olabilmekte)
Satılan ürünlerde garanti önemli ise...

Dolaylı maliyetler

- Finansal sıkıntı süreci ile ilgili olarak Chryesler başkanı:
- “Chryslerin yeni araba satışlarındaki payının yüzde iki düştüğünü çünkü potansiyel alıcıların şirketin iflasa gideceğinden çekiniyorum” diye araba alımlarından vazgeçmeye başladığını...

Dolaylı maliyetler-2

Fotokopi malzemelerinin tedarikçisi ve üreticisi olan AM International'in CEO'su ve başkanı Freeman:

“Şirket hâlâ pazarda yapmış olduğu bölüm 11 başvurusunun olumsuz etkisini hissediyor. Örneğin, son zamanlarda bir yabancı üretici ile dağıtım anlaşması için verilen teklifin kaybedilmiş olmasında iflas işlemlerinin bir etken olduğunu düşünüyorum”

Dolaylı maliyetler-3

Texaco'nun iflas müracaatı sırasında mahkemeye sunduğu savunmada bazı tedarikçilerin iş yapmadan önce nakit ödeme talep ettikleri veya garantili (teminatlı) ödeme şekillerinde ısrar ettikleri, bazılarının ise hammadde göndermeyi geçici olarak durdurdukları veya tamamen iptal ettikleri belirtilmektedir.

Dolaylı maliyetler-4

Wicks'in şirket yönetim kurulu başkanının ortaklara gönderdiği bir mektupta;

“Ticari kredilerdeki azalmadan meydana gelen baskıları içeren birçok ciddi işletme problemi şirketimizin başına dert olmuştur, bu da Wicks'in geleceğini giderek zayıflatmaktadır” demektedir.

Dolaylı maliyetler-5

- * **Kısa dönemli odaklanma**
 - * **Ertelenen giderler ve zorunlu varlık satışı**
 - * **Satılan varlığın likiditesi ve diğer özellikleri...**
 - * **Örneğin hava yolu şirketlerinde varlık satışı**
- * **Çıkar çatışmasından kaynaklanan maliyetler**
 - * **Aşırı yatırım (riskli işlere girişme etkisi)**
 - * **Eksik yatırım**
 - * **Gecikme etkisi**

Finansal sıkıntı sürecinin sonuçları

- **Özel Çözüm Anlaşmaları Yoluyla Yeniden Yapılandırma**
- **İflas Yasaları Çerçevesinde Yeniden Yapılandırma**
- **Tasfiye**
- **“İflas, iflas etmiştir...”**

Kullanılan yöntemler

- * **Vade uzatma**
- * **Kısa vadeli borçların uzun vadelere yayılması**
- * **Alacaklıların alacaklarının bir bölümünden vazgeçmesi**
- * **Borç- hisse senedi değişimi**
- * **Faiz indirimi**
- * **Varlıkların bir bölümünün satışı**
- * **Şirketin bir bölümünün satışı**
- * **İştiraklerin satışı...**

Finansal yeniden yapılandırma sürecinin seçimini etkileyen faktörler

- * **Maliyet**
- * **Harcanacak süre,**
- * **Süreçte sağlanacak fonların önceliği,**
- * **Karmaşık sermaye yapısı ve bilgi problemi,**
- * **Varlık yapısı,**
- * **İflas sisteminin “borçlu dostu” olup olmaması,**
- * **Aslında temel etkenler katlanılacak maliyet ve bununla ilişkili olarak harcanan zamandır ve diğer etkenler bu iki temel faktörü etkileyerek seçime etki etmektedir.**

Türkiye'de iflas yasası

- * Sermaye şirketleri ve kooperatiflerin uzlaşma yoluyla yeniden yapılandırılması 12/02/2004 tarih ve 5092 sayılı kanun
- * İflasın ertelenmesi süreci Türk Mevzuatında Türk Ticaret Kanunu'nun 324. ve İcra İflas Kanunu'nun 179. maddeleri ile düzenlenmiştir.
- * Halen (2008 Ocak) Türkiye Büyük Millet Meclisi'nde bulunan Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'nda ise İflasın Ertelenmesi konusu 376 ve 377 maddelerde düzenlenmiş bulunmaktadır. Yukarıda belirtilen iflasın ertelenmesi ile ilgili düzenlemeler, Amerikan İflas Kanunu 11. Bölümünde (Chapter 11) [1] yer alan yeniden yapılanma sürecine ilişkin düzenlemelere büyük ölçüde benzerlik göstermektedir.

*

[1] Chapter 11: Reorganization Under the Bankruptcy Code. Ayrıntılı bilgi için:
<http://www.uscourts.gov/bankruptcycourts.html>

İflasın ertelenmesi süreci

İlgili mevzuatın hükümlerine göre, bir sermaye şirketi veya kooperatifin iflasın ertelenmesi sürecinden yararlanabilmesi için aşağıdaki koşulların tümünün sağlanmış olması gerekir:

- * Şirketin, sermaye şirketi veya kooperatif olması,
- * Finansal (mali) durumunun zayıflaması,
- * Borca batık olması,
- * Yöneticilerinin veya alacaklılarının Mahkemeye bir iyileştirme projesi sunması,
- * Mahkemenin sunulan iyileştirme (islah) projesini ciddi bulması.
 - * Uzatma sürelerinin toplamı dört yılı geçemez (Max:1+4=5)

İflasın ertelenmesi

- * **Borca batıklık**
- * **Yöneticiler veya alacaklılar**
- * **Yeniden yapılandırma projesi**
- * **Sermaye şirketleri ve kooperatifler**
- * **Birer yıllık ertelemeler**
- * **Temel anlayış, hayatını devam ettirme kabiliyeti olan borçluların iflaslarının mümkün olduğu kadar ertelenmesi, iflastan kurtarılmasıdır. Böylece, hemen açılacak bir tasfiye sürecine göre, alacaklıların alacaklarını daha yüksek oranda tahsil edebilmesine olanak sağlanması**

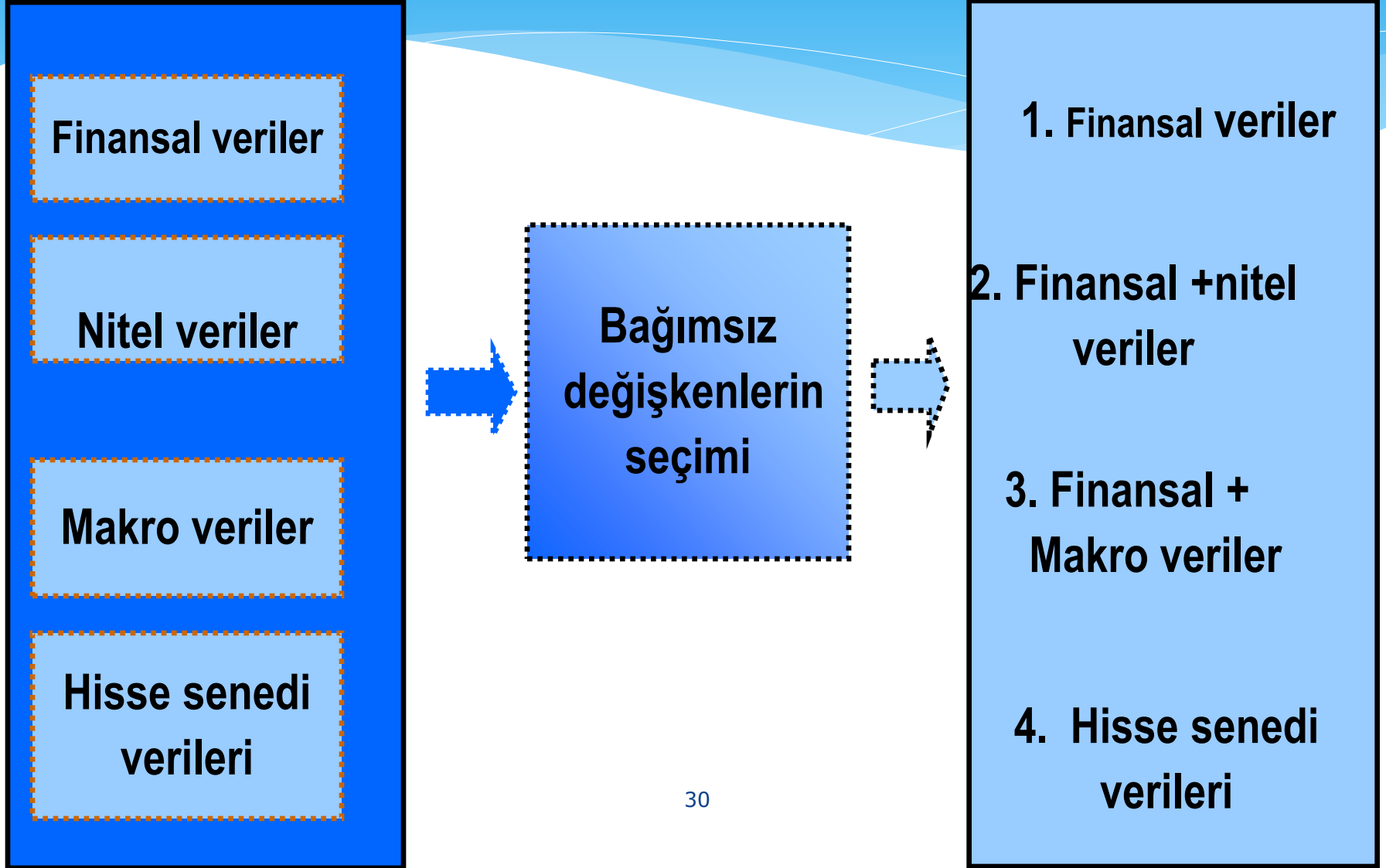
Sermaye Şirketleri ve kooperatiflerin uzlaşma yoluyla yeniden yapılandırılması

- * Ödeme aczi içindeki, borca batık durumdaki veya bu hallerden biri ile karşı karşıya kalma tehlikesi olan bir sermaye Őirketinin alacaklılarla bir plan çerçevesinde yeniden anlaşması temeline dayanalı olarak iflastan kurtulması ve faaliyetlerine devam etmesine imkan tanıyan bir iyileştirme yöntemidir
- * Alacaklılar bu sürecin başlatılması için müracaat edemezler
- * Yeniden yapılandırma başvurusu, bir reorganizasyon planı ile birlikte yapılır
- * Alacaklıların sayı olarak en az yarısının ve oy kullanan alacaklıların alacak tutarı olarak en az üçte ikisinin onayı gerekmektedir

Başarısızlığın öngörülebilmesinin önemi

- * **Kredi verenler**
- * **Ortaklar**
- * **Yatırımcılar**
- * **Yöneticiler**
- * **Diğer**

Bağımsız değişkenlerin seçimi



Altman Z-Score

- * İlk kullanan Altman (1966)'dır.
- * Z-skor olarak bilinmektedir
- * Amaç küçük ölçekli üretim işletmelerinde iflası öngörebilmek.
- * 66 işletme
- * 1945- 1966 yılları arasındaki Chapter 10 için müracaat eden 33 üretim işletmesi ve Başarılı 33 işletmeden oluşan bir örnek
- * 20 yıllık süre ortalama varlık büyüklüğü 6,4 milyon dolardır (0,7 ve 25,9 milyon dolar arasında).
- * iflas etmemiş firmalar eşlemeli örneklem - tesadüfi

Z Skor

22 oran'dan 5 oran'a
değişkenler arasındaki korelasyon, analist görüşü, her bir
değişkenin ayırma yaptığı görelî katkı v.b. gibi faktörler
Elde edilen denklem şöyledir:

$$Z = 0,012X1 + 0,014X2 + 0,033X3 + 0,006X4 + 0,999X5$$

X1 = Çalışma sermayesi / toplam varlıklar,

X2 = Dağıtılmayan karlar/toplam varlıklar,

X3 = VFOK/ toplam varlıklar,

X4 = Özkaynağın piyasa değeri /Toplam yabancı kaynaklar

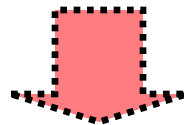
X5 = Satışlar / toplam varlıklar

Z skordaki gelişmeler

$$Z = 0,012X_1 + 0,014X_2 + 0,033X_3 + 0,006X_4 + 0,999X_5$$



$$Z' = 0,717X_1 + 0,847X_2 + 3,107X_3 + 0,420X_4 + 0,998X_5$$



$$Z'' = 6,56X_1 + 3,26X_2 + 6,72X_3 + 1,05X_4$$

Zeta Modeli(1977)

- * Orijinal iflas öngörü modelini hem üretim hem ticaret işletmelerini içeren daha büyük bir örnek kullanarak revize etmiştir.
- * Zeta modelinin geliştirilmesinin gerekçeleri:
 - * Finansal açıdan başarısız olan büyük ölçekli firmaların artması
 - * Verilerde mümkün olduğu kadar geçici durumların etkisi yok edilmeli.
 - * Zeta modeli ticaret işletmelerini de dahil ederek genel bir model oluşturmuştur.
 - * Yeni muhasebe düzenlemeleri modele dahil edilmelidir...

Zeta'nın başarılı sınıflandırma olasılığı

Zeta'nın başarılı sınıflandırma olasılığı;

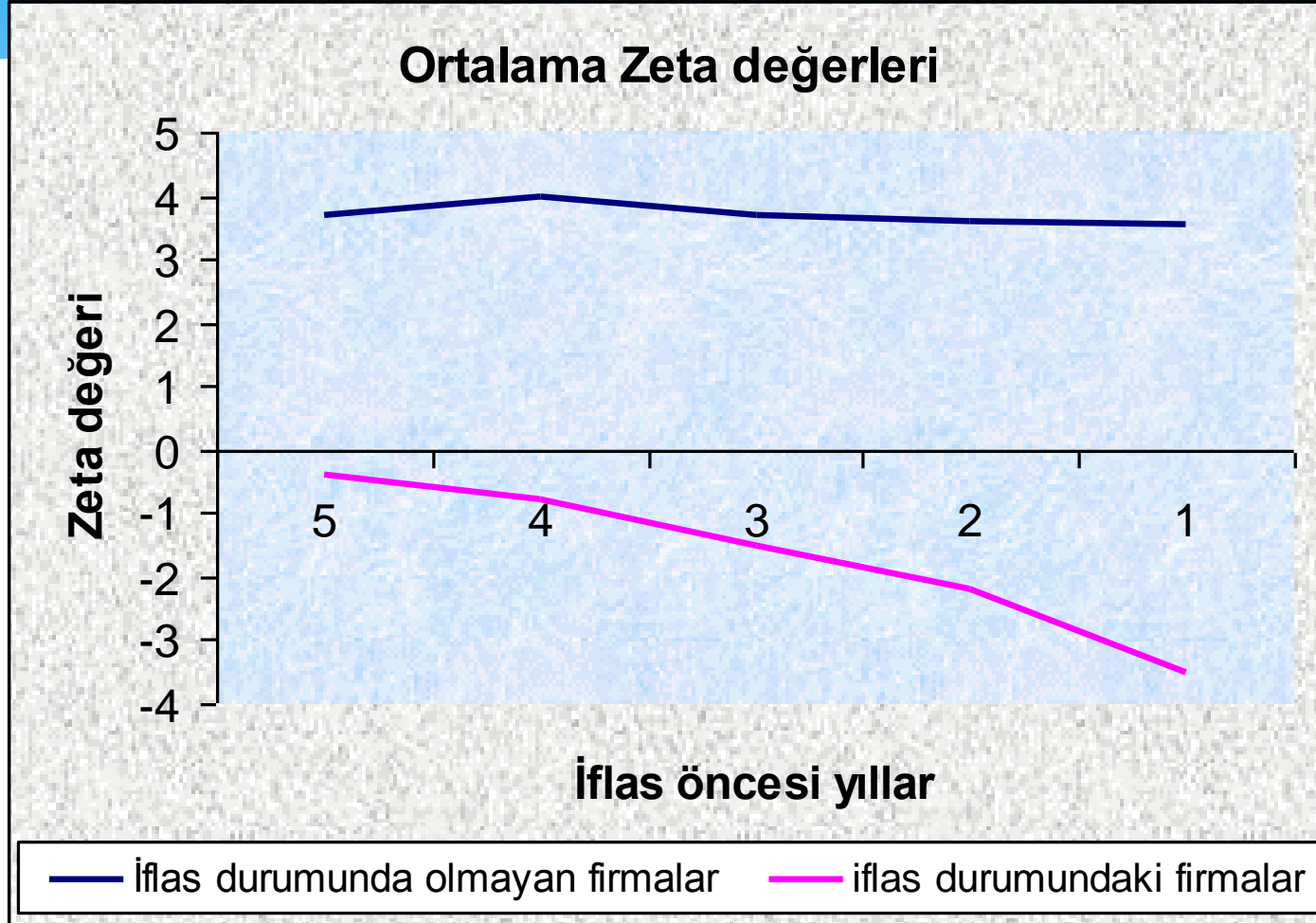
- * Bir yıl öncesi için %90
- * Beş yıl öncesi için %70'e kadar değişmektedir.

Modelde 53 iflas etmiş ve 58 iflas etmemiş işletme kullanılmıştır. Bunlardan 53 iflas etmiş firmanın 29'u üretim firması ve ve 24'ü ticaret işletmesidir. İflas etmemiş firmaların ise 32 tanesi üretim firmasıdır.

Zeta'nın Hesaplanmasında Kullanılan Değişkenler

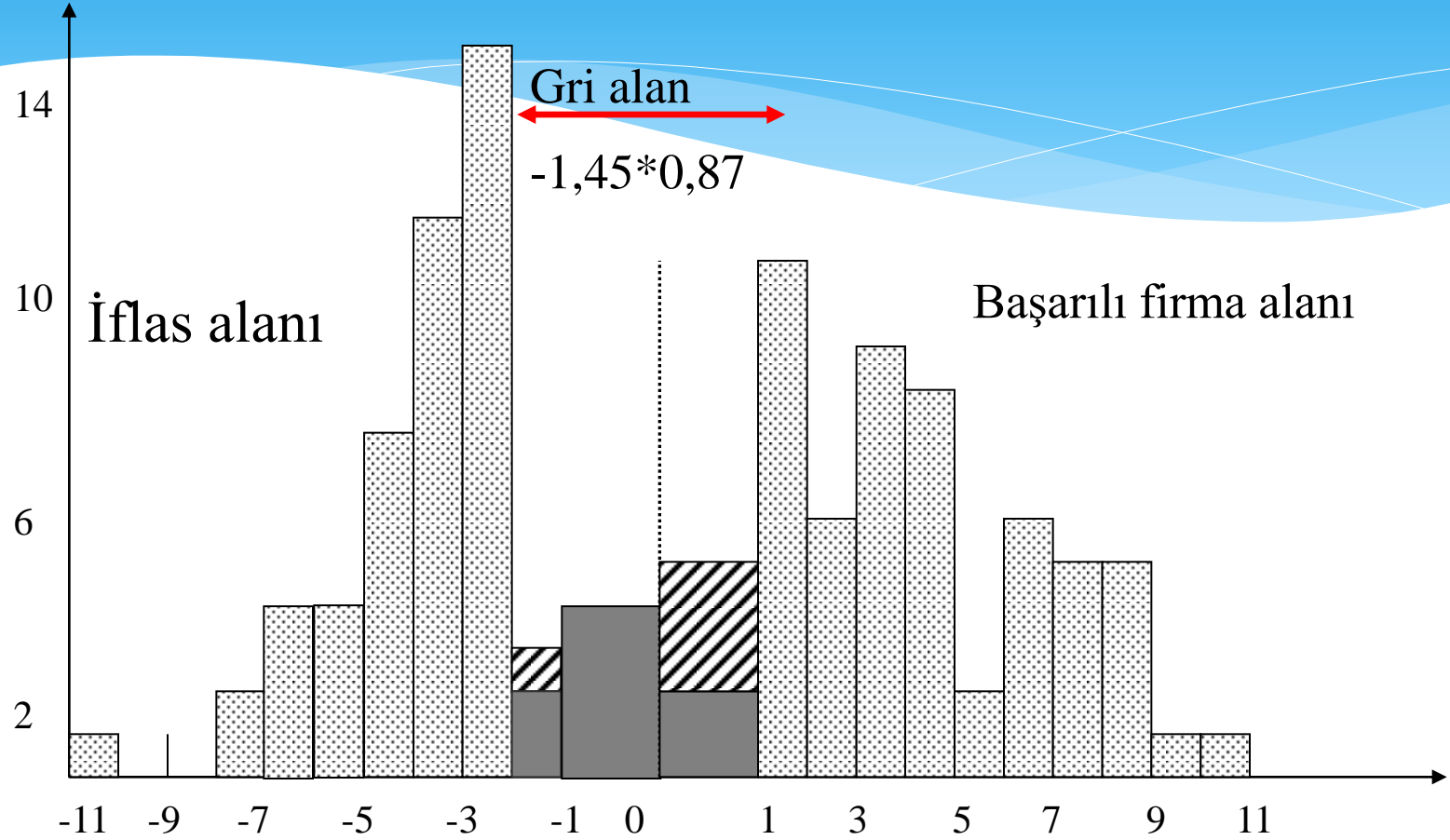
- * $X1$ = vergi ve faiz öncesi kar/ toplam varlıklar
- * $X2$ = Karın istikrarlılığı 10 yıllık dönem boyunca gözlenen $X1$ oranının standart sapmasının ile ölçülür.
- * $X3$ = VFÖK/ toplam faiz ödemeleri
- * $X4$ = dağıtılmayan karlar/ toplam varlıklar
- * $X5$ = Likidite; cari rasyo ile ölçülür.
- * $X6$ = Piyasa değeri/ (Borç+Özkaynak)
- * $X7$ = Ölçek; firmanın toplam maddi duran varlıkları

İflas durumunda olan ve sağlıklı olan firmalar için ortalama zeta değerleri



Zeta değerleri

Firma sayısı



Zeta skorları