

FİRMALARIN KARŞILAŞTIKLARI MALİ SIKINTILARIN AŞILMASINDA KULLANILAN STRATEJİK BİR ARAÇ: FİNANSAL YENİDEN YAPILANMA

Ars. Gör. Göktuğ Cenk AKKAYA*

Ars. Gör. M. Yılmaz İÇERLİ**

ÖZET

Firmalarda yeniden yapılanma kavramı, son birkaç yıldır oldukça büyük ölçüde tartışılmaktadır. Yeniden yapılanma kavramı yöneticilere yeni bir yönetim perspektifi sunmaktadır.

Yeniden yapılanma bir firmanın sermaye yapısını, varlık karmasını ve organizasyonunu firma değerini destekleyecek biçimde temelden değiştirmektedir. Belirli durumlara bağlı olarak yeniden yapılanma rekabetçiliği, yüksek hisse senedi fiyatlarını ve kişisel refahı desteklerken, yatırımları azaltarak istihdam düzeyini ve yüksek riski azaltmaktadır.

Finansal yeniden yapılanma, yeniden yapılanma kavramının bir boyutudur. Firmalar finansal yeniden yapılanma vasıtasıyla sermaye yapılarını ve borç yönetimlerini desteklemektedirler.

Yeniden yapılanmanın faydaları firmanın bölümlerinin teker teker nakit kabiliyetlerinin dikkatli bir biçimde denetlenmesinden kaynaklanmaktadır.

Sonuç olarak, firmalar finansal yetersizliklerinin üstesinden gelebilmek için finansal yeniden yapılanmadan yararlanabilirler.

Anahtar Kelimeler : mali başarısızlık, finansal yeniden yapılanma

SUMMARY

Corporate restructuring has been the focus of much debate in the past a few years. Restructuring term gives a new management perspective for managers. Restructuring radically alters a firms capital structure asset mix and organization so as to enhance the firm's value.

Depending on the particular situation, restructuring can range from enhanced competitiveness, higher stock prices and increased personnel wealth to slashed investments, reduced employment and heightened risk.

Financial restructuring is a dimension of restructuring term. Firms can support their's capital structure and debt management via financial restructuring.

Benefits from financial restructuring arise from a careful audit of the cash capability of individual divisions in a corporation.

Finally firms cope with their's financial distress stand by financial restructuring

Key words : financial distress, financial restructuring

* Dokuz Eylül Üniversitesi, İİBF İşletme Bölümü

** Dokuz Eylül Üniversitesi, İİBF İşletme Bölümü

1. GİRİŞ

Sürekli değişen ve rekabetin arttığı ekonomik pazarlarda firmalar, bir yandan hayatta kalabilme mücadelesi verirken diğer taraftan yeni yatırımları giderek rekabetçi stratejiler takip etmektedirler.

Firmaların faaliyetlerini sürdürmeleri ve pazarda başarıya ulaşabilmeleri için ihtiyaç duyulan mali kaynakların maliyeti ise her yıl daha da artmaktadır. Artan maliyetler firmaların mali bünyelerini yeniden gözden geçirmeye zorlamaktadır.

Mali bünyede yaşanan dengesizlikler borç / öz sermaye dağılımındaki dengesizlikler (örneğin, özsermayenin toplam borçları karşılamada büyük ölçüde yetersiz kalması gibi) ve rakiplerden gelen tehditler karşısında firmalar hayatta kalabilmenin yollarını aramaktadırlar Finansal yapısı bozulan ve yükümlülüklerini yerine getiremeyen firmalar birtakım önlemler alarak finansal yapılarını iyileştirme yoluna gidebilirler. Bu amaçla alınan önlemlerden bir tanesi de finansal yeniden yapılanmadır.

2.Firmaların Karşılaşabilecekleri Mali Sıkıntılar

İşletmeler globalleşen ve sürekli değişen piyasa koşulları içerisinde çok farklı sorunlarla karşılaşmaktadırlar. İşletmelerin karşılaşması muhtemel olan mali problemler çoğunlukla doğrudan firmaların yaşamlarını tehdit etmektedirler. İşletmelerde mali problemler genel olarak iki şekilde ortaya çıkmaktadır ¹;

- İşletme yöneticilerinin iyi niyetli çalışmalarına rağmen, işletmenin vadesi gelen borcunu ödeyememesi durumu söz konusu olabilir. Buna finansal yönetimde işletmenin teknik likiditesini kaybetmesi denilmektedir.

- İşletmenin toplam borçlarının, toplam

aktiflerinin değerini aşması. Diğer bir deyişle işletmenin gerçek aktif değeri negatif olabilir. Bu süreç ise iflas olarak adlandırılmaktadır.

Karşılaşılması muhtemel olan mali problemler firma içerisinde kaynaklanabileceği gibi firma dışından ve yöneticilerin kontrollerinin dışında da gerçekleşebilmektedir. En yaygın olarak görülen mali problemler; yetersiz işletme sermayesi, firma borç yükünün artması ve yetersiz likiditedir.

Ani ekonomik krizlerin neden olduğu olağanüstü koşullar dışında, firmaların bir anda mali başarısızlığa düşmesi pek mümkün değildir. Firmaların pazar hacmindeki düşüşler, hisse senetlerinin değerlerin düşmesi, sürekli likidite problemleri yaşanması, tahsilat politikalarındaki problemler, finans kuruluşlarıyla olan ilişkilerdeki sorunlar gibi mali başarısızlığın sinyallerini veren bir takım ekonomik durumlar vardır. Yöneticiler, bu ekonomik sinyalleri doğru bir biçimde değerlendirerek olası mali başarısızlıkla rın önüne geçmeye çalışmalıdırlar.

Mali sıkıntıları olan firmaların, sıkıntılarını gidermeye yönelik çeşitli yollar bulunmaktadır. Bu amaçla yaygın olarak kullanılan strateji firmaların finansal bakımdan yeniden yapılanmasıdır ².

3.Firmalarda Yeniden Yapılanma Kavramı

Yeniden yapılanma kavramı çok geniş ve farklı boyutlarda değerlendirilebilecek bir kavramdır. Günümüzde yeniden yapılanma yaygın olarak firmaların, verimsiz stratejik iş birimlerinin (bölümlerinin) yeni iş standartlarına göre yeniden tasarımıyla yönetmesi olarak algılanmaktadır³. Firmalarda yeniden yapılanma kavramı genellikle sermaye yapısı, varlık karmaşı ve/veya firma değerinin desteklenmesi amaçlarıyla kullanılmaktadır⁴. Yeniden yapılanma

1 Ali CEYLAN, **Finansal Yönetim**, Bursa, 1998, s.283.

2 J. Fred WESTON, Kwang S. CHANG, Susan E. HANG, **Mergers, Restructuring and Corporate Control**, Prentice Hall İna. 1990, s. 3

3 Don HANNA, Sandra LAWSON, World Bank, September / October 1999, s. 53.

4 Milton L ROCK, Robert H ROCK, **Corporate Restructuring, A Guide to Creating the Premium – Valued Company**, Mc.Gra Hill Publishing, 1990, s.1.

kavramıyla (satın alma, bölünme ve/veya işgücünün azaltılması stratejileri yardımıyla) firmanın bilançosunun olumlu yönde etkilenmesi ifade edilmeye çalışılmaktadır⁵.

Yeniden yapılanma kavramı işletmecilik stratejisi içerisinde sadece finansal amaçlı olarak düşünülmemektedir. Finansal yeniden yapılanma gerek sermaye sahipliği dağılımı gerekse mevcut borçların yönetimi konusunda firmalara yeni bakış açıları getirmek, karşılaşılmış muhtemel olan ekonomik tehditlerin giderilmesi amacıyla kullanılan stratejik yönetim aracıdır⁶. Yeniden yapılanma stratejisi ile kısa dönemli firma hisse senetlerinin değerinin desteklenmesi ve firmanın rekabet gücünün korunması veya artırılması da beklenmektedir. Dolayısıyla yeniden yapılanma tek aşamalı bir süreç yerine sürekli devam eden dinamik bir süreçtir. Bu süreç teknolojinin yenilenmesi, ürünlerin yeniden tasarlanması ve pazarın yeniden biçimlendirilmesi gibi faktörleri içermektedir.

Bu süreç içerisinde yaygın bir biçimde aşağıdaki yönetim stratejilerinden yararlanılmaktadır⁷:

- Satın alma,
- Esas faaliyetler dışındaki faaliyetlerin bölünmesi,

- Üçüncü taraflara hisse senedi satılması,
- Tamamlayıcı firmalarla ortak yatırımlara gidilmesi,
- Yeni teknolojilere ilişkin lisans anlaşmaları yapılması,
- Yönetimin reorganize edilmesi,
- Sermaye yapısının yeniden düzenlenmesi

Firmalar çok farklı amaçlarla yeniden yapılanmaya gitme ihtiyacı duyabilmektedirler. Global pazarlarda yaşanan değişimler, yabancı firmaların rekabeti, teknolojik değişimlerin artması gibi temel nedenler firmaları yeniden yapılanmaya itmektedir.

Sermaye piyasalarındaki değişimler yeni borçlanma araçlarını ortaya çıkarmakta ve firmaların sermaye pazarlarındaki borçlanabilme imkanlarını artırmaktadır. Bu değişimler finansal hizmet kurumları, hukuk firmaları ve özellikle yatırım bankalarının kurumsal yenilikçilik düzeylerini ve rekabetçi yapılarını artırmaktadır. Yenilikçilik ve rekabetçilik düzeyleri artan bu tür firmalar iş potansiyellerini daha geniş bir biçimde kullanabilmek için yeniden yapılanmaya gitmektedirler.

5 Gordon DONALDSON, *Corporate Restructuring, Managing the Change Process From Within*, Harvard Business School Press, Boston, 1994, s. 71

6 Edward H. BAUM, Harbir SINGH, " When Does Restructuring Improve Economic Performance", *California Management Review*, Winter, 1999, s. 1

7 ROCK, ROCK, s. 3

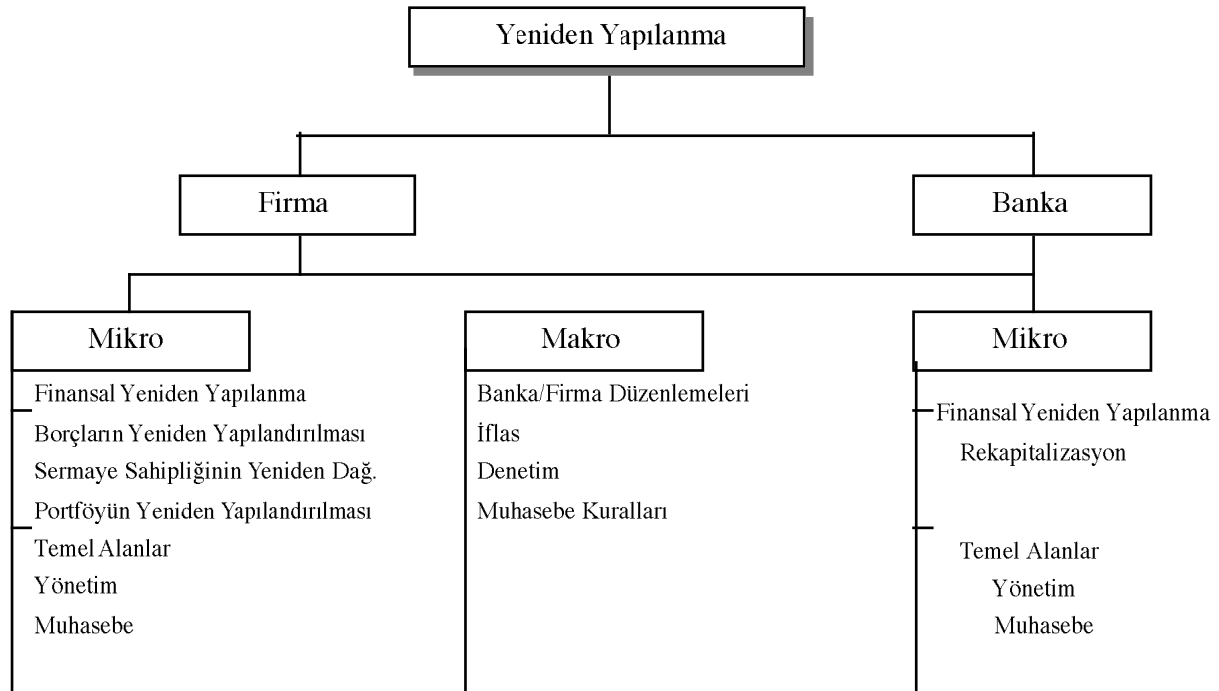
Tablo.1. Yeniden Yapılanma Kavramının Boyutları

Genişleme
Birleşme ve Devralma Firma Devirleri
Bölünme ve Yeniden Düzenlemeler
Sermaye Varlıklarının Elden Çıkarılması Likidite ve İflas Bağlı Firmaların Elden Çıkarılması Sermaye Dağılımının Yeniden Düzenlenmesi
Sahiplik Hakkının Yeniden Yapılanması
Firmanın Satılması Hisse Senetlerinin Yeniden Satın Alınması Kaldıraçlı Satın Alımlar

Kaynak :James VAN HORNE, **Financial Management and Policy**, Mc. Graw Hill Publishing, Newyork, 1992, s. 666.

Yeniden yapılanma kavramı Tablo:1’de görüldüğü gibi firmaların bütünü düşünüldüğünde çok farklı boyutlarda değerlendirilebilir.

Birleşme ve devralımlardan iflasa kadar yeniden yapılanma çok geniş bir çerçevede yer almaktadır.

Şekil.1. Yeniden Yapılanma Akış Tablosu

Kaynak: HANNA ve LAWSON, a.g.e. s.5

Yeniden yapılanma süreci, firmaya ilişkin çıkar gruplarını çok farklı boyutlarda etkilemektedir. Yeniden yapılanma, ortaklar için kısa dönemde değer yaratmaktadır. Etkin sermaye pazarlarında yaratılan değer uzun dönemlere de yayılmaktadır. En azından yeniden yapılanma ortaklara değişme yada hiç değişmeme arasında bir seçim yapma imkanı sağlamaktadır.

Yeniden yapılanmanın yönetim üzerindeki etkisi ise iki farklı boyutta değerlendirilebilmektedir. İlk boyut yeniden yapılanmanın firmanın karar verme süreci üzerindeki etkisini ortaya koyabilmektir. İkinci boyut ise, yeniden yapılanmanın firmanın yönetim sorumluluğu üzerindeki etkisi ve kişisel yatırımların firmaya mal edilme istekliliğinin incelenmesidir.

Yeniden yapılanmayla birlikte yöneticiler ürün yada pazara dayalı bakış açısından varlığa dayalı bakış açısına bir geçiş yaşamaktadırlar. Bu durum özellikle belirli düzeylerdeki firma yöneticileri için geçerlidir. Bir çok büyük firmada kontrol sistemleri beraberlerinde değer yaratım ölçümlerini de içerdikleri için yöneticiler yeni yatırımlar karşısında daha çok finansal amaçlı düşünmektedirler. Diğer bir deyişle finansman yöneticileri uzun vadede gelir sağlayacak yatırımları gerçekleştirmek yerine daha kısa vadeli ve daha düşük riskli kararlara yönelmektedirler. Dolayısıyla yöneticiler ellerinde bulunan sınırlı mali kaynakları korumak ya da firmanın büyümesini desteklemek arasında karar vermek zorunda kalmaktadırlar.

Yeniden yapılanmanın iş görenler üzerindeki etkisi ise oldukça karmaşıktır. Çoğunlukla iş görenler yeniden yapılanma kavramından işgücünün çok ciddi bir düzeyde azaltılmasını anlamaktadırlar. Ancak işgücü azaltımı kaçınılmaz olarak görülüyorsa bu yönde yapılabilecek eleştiriler de daha kolay karşılanabilecek düzeyde olmaktadır. Yeniden yapılanma, zaman zaman

finansal gerekçelerle iş görenlerin geçici olarak firmadan uzaklaştırılmasını da gerektirebilmektedir. Dolayısıyla yeniden yapılanmanın yaratması muhtemel olan işgücünü azaltıcı yöndeki etkisi iyi bir biçimde analiz edilmelidir.

Firmalar rekabet güçlerini geliştirebilmek amacıyla yeniden yapılanmaya gidebilecekleri gibi karşılaştıkları mali sıkıntıları aşabilmek amacıyla da yeniden yapılanmaya gitmektedirler⁸. Mali sıkıntılarla karşılaşan firmalar bu sıkıntılarını aşabilmek için kullanılabilecek stratejik bir araçta finansal yeniden yapılanmadır.

3.1. Finansal Yeniden Yapılanma Kavramı ve Boyutları

Finansal yeniden yapılanma çoğunlukla firmanın sermaye yapısındaki değişikliklerle ilgilenmektedir⁹. Diğer bir deyişle sermaye sahipliğinde meydana gelen artış ya da azalışlar finansal yeniden yapılanmanın çoğunlukla uğraştığı konuların başında gelmektedir.

Finansal yeniden yapılanmanın diğer bir boyutu ise, firmaların kaldıraç düzeylerini artırabilmek için borçlanma miktarlarını artırmalarını ve böylece başka bir firma tarafından ele geçirilme olasılıklarının azaltılması düşüncesidir¹⁰.

Yeniden yapılanma bir firmanın esas faaliyet konusunda önemli değişiklikler yapması gerektirmektedir. Bir firmanın yeniden yapılandırılmasında farklı yöntemler bulunmaktadır. Genel olarak bakıldığında finansal yeniden yapılanma büyük tutarda nakdin yaratılması ve bu nakdin doğru bir biçimde kullanılması gibi iki temel faaliyeti içermektedir.

Nakdin yaratılması dört temel seçenek ile ortaya koyulmaktadır¹¹:

- Portföyün yeniden yapılandırılması (Portföyde yer alan menkul kıymetlerin, piyasa-

8 Yehning CHEN, J. Fred WESTON, Edward I. ALTMAN, "Financial Distress and Restructuring Models", **Financial Management**, Volume 24, No 2, Summer 1995, s.58

9 ROCK, ROCK, s.16

10 Sheridan TITMAN, Assem SAFIEDDINE, **Debt and Corporate Performance: Evidence From Successful Takeovers**, Nber Working Papers Series 6068, Cambridge, June 1997, s.2

11 Mc Taggart., James M., **The Impact of Restructuring on Shareholder Value, Corporate Restructuring, A Guide to Creating the Premium – Valued Company**, Mc.Gra Hill Publishing, 1990, s.57.

da meydana gelen değişimleri dikkate alarak, daralma yada genişlemelere göre değiştirilmesini ifade etmektedir. Böylece portföye yeni varlıklar alınması ve düşük gelir düzeyine sahip varlıkların portföyden çıkartılması imkanı sağlanmaktadır)

- Varlıkların satışı, verimsiz gayrimenkullerin elden çıkartılması

- Sermaye yapısı içerisinde borcun miktarının artırılması

- Genel üretim giderlerinin düşürülerek, maliyetlerde önemli düşüşler sağlamak

Yaratılan nakdin doğru faaliyetlerde dağıtılması için de dört seçenek vardır

- Mevcut sermaye miktarının artırılması
- Diğer firmaların satın alınması
- Temettülin artırılarak yada hisse se-

netlerinin yeniden satın alınmasıyla sermayenin ortaklara dönmesinin sağlanması

● Borçların ödenmesi

Kaldıraçlı satın alımlar kaldıraçlı rekapitalizasyon ve hisse senetlerinin yeniden satın alınması gibi teknikler finansal yeniden yapılanma için yaygın olarak kullanılan tekniklerdir

En çok uygulanan finansal yeniden yapılanma tekniği kaldıraçlı satın alımlardır (KSA). Kaldıraçlı satın alım işlemlerinde firmaların yeterli nakdi olmaması durumlarında, banka kredisi kullanarak hatta kredi almadan hedef firmaların varlıklarını dahi teminat olarak göstererek, diğer bir deyişle hedef firmanın alacaklarını, stoklarını, taşınmaz mallarını rehin ederek veya gelecekte sağlayacağı nakit akışını güvence olarak göstererek ticari işlemler yürütülmektedir¹². Tablo: 2'de kaldıraçlı satın alımlarda yıllar itibarıyla gerçekleşmiş ciddi artışlar gösterilmektedir.

Tablo.2. Finansal Yeniden Yapılanma: Kaldıraçlı Satın Alımlar (Amerika Birleşik Devletleri)

Yıllar	KSA Sayısı	Raporlanan Fiyat Düzeyi	Ortalama Satın Alma Fiyatı (milyon \$)
1981	100	51	75.9
1982	164	72	47.9
1983	230	87	51.9
1984	253	125	149.6
1985	254	121	162.3
1986	335	142	318.0
1987	268	111	323.0

Kaynak: Mergers&Acquisitions Data Base, 1988

12 Öztin AKGÜÇ, **Finansal Yönetim**, Avcıol Matbaası, İstanbul, 1998, s. 921

Finansal yeniden yapılanma firmaları borçlarını farklı bakış açılarıyla görüp değerlendirmeleri yönünde motive etmektedir. Bu anlayışa göre firmanın yüksek düzeyde nakit bulundurması yönetimin sermayeyi farklı projelerde değerlendirmek konusunda yetersiz kaldığı yönünde bir belirti olarak algılanmasına neden olduğu gibi firmanın başka bir firma tarafından ele geçilmesini de kolaylaştırmaktadır. Dolayısıyla bu yaklaşım, yönetimin elinde fazla bulunan nakdi, ekonomik yatırım fırsatları bulunmadığı ekonomik koşullar içerisinde ortaklara dağıtma konusunda isteksiz olmasına dayanmaktadır.

Mali sıkıntılar içerisinde bulunan firmalar için finansal yeniden yapılanma, mevcut durumlarını yeniden gözden geçirme imkanı sağladığı gibi mevcut borçların farklı bakış açılarıyla değerlendirilmesi imkanını da sağlamaktadır.

Finansal yeniden yapılanmanın sağladığı faydalar, firmanın nakit yaratma kabiliyetinin dikkatli bir biçimde denetlenmesinden kaynaklanmaktadır. Örneğin araştırma ve geliştirme (Ar - Ge) yatırımları risklidir ve gelecekte elde edilmesi beklenen kazançlar uğruna kısa dönemde büyük miktarda nakit gerektirmektedir. Eğer cari dönem nakit akışları dikkatli bir biçimde denetlenebilirse, ancak böyle durumda Ar - Ge yatırımlarına gidilebilir.

Finansal yapıyı oluşturan mali kaynakların yeniden düzenlenmesi diğer bir finansal yeniden yapılanma yöntemidir. Bu yöntemde firmanın yüksek borç derecesine bağlı olarak firma tahvillerinin miktarı artmaktadır. Böylece beklenen kaynak düzeyine ulaşılmaya çalışılmaktadır. Söz konusu yöntemde, firmanın özsermaye düzeyi ve borç miktarı arasındaki ilişki önem kazanmaktadır.

Hisse senetlerinin yeniden satın alınması tekniğinde ise sermaye sahipliği hakkı, yeniden düzenlenmektedir. Bu teknik çoğunlukla yüksek serbest nakit akışına sahip olan ancak büyüme fırsatları sınırlı olan firmalarda başka bir firmanın ele geçirme planlarını engellemek amacıyla kullanılmaktadır.

Yapılan açıklamalardan sonra, finansal yeniden yapılanma süreci, tarafımızca geliştirilen bir örnek olay yardımıyla açıklanmaya çalışılacaktır. Ele geçirilme tehlikesi yaşayan bir firmanın, ele geçirilme yöntemleri karşısında izlediği finansal stratejiler örnek olayın temelini oluşturmaktadır.

Örnek olayda bir firmanın başına gelen bir trajik kaza sonucunda, borsada işlem gören hisse senetlerinin değerinde meydana gelen düşüşler ve rakip bir firma tarafından devralınma tehdidi senaryolaştırılmıştır.

3.2.Ele Geçirilme Tehlikesi Karşısında Bir Finansal Yeniden Yapılanma Senaryosu

Enerji A.Ş. petrokimya, plastik, doğal gaz, özel kimyasallar ve karbon ürünleri konusunda sektörün öncü firmalarından bir tanesidir. Ayrıca, günümüz rekabetçi pazarları için oldukça cazip sayılabilecek tüketim mallarına yönelik bazı yan faaliyetleri de bulunmaktadır. 1999 yılı Eylül ayında firmanın ürettiği ve içinde zehirli asitlerin bulunduğu bir tank infilak etmiş ve trajik bir kaza yaşanmıştır. Kazadan önce firmanın borsada işlem gören bir hisse senedinin değeri 40.000 TL iken kazadan kısa bir süre sonra bir hisse senedinin değeri 30.000 TL ye gerilemiştir.

2000 yılının Ocak ayında rakip bir firma olan Akdeniz A.Ş. Enerji A.Ş.'nin hisse senetlerinin %5.4'ünü ele geçirmiştir. Aynı yılın 12 Haziran tarihinde Akdeniz A.Ş.'de Enerji A.Ş.'nin %5 düzeyinde hisse senetleri satın alarak, Enerji A.Ş.'yi ele geçirme hareketini başlatmıştır.

Bunun üzerine Enerji A.Ş. yönetim kurulu 29 Haziran 2000 tarihinde aşağıdaki üç maddeli kapsayan yeniden yapılanma planını kabul etmiştir;

- Borsada o tarihte işlem gören ve yaklaşık olarak toplam hisse senetlerinin %15'ine denk gelen (10 Milyon Hisse senedi) hisse senetlerinin yeniden satın alınması,

- Stratejik olmayan faaliyetlerin tasfiye edilmesi,

● Artık ekonomik ömürlerini tamamlamış ve yaklaşık 500 Milyar TL'yi bulan varlıkların elde çıkarılması,

Yeniden yapılanma duyurusunu takiben Akdeniz A.Ş. elinde tuttuğu Enerji A.Ş. tahvillerinin değerini % 9.9 oranında artırmıştır. Bu işlemi takiben 12 Ekim 2000 tarihinde Akdeniz A.Ş., Enerji A.Ş. hisse senetleri için hisse başına 68.000 TL fiyat teklifini duyurmuştur. Satın alımı finanse edebilmek için Akdeniz A.Ş. 2 Trilyon TL değerindeki varlıklarının satış planını hazırlamıştır. Aynı dönem Enerji A.Ş., Akdeniz A.Ş.'nin yaptığı tekliflerin samimiyetsiz olduğunu ve dürüst olmadığını belirtmişlerdir.

Akdeniz A.Ş.'nin yapmış olduğu ataklar karşısında, yönetim kurulu 20 Ekim 2000 tarihinde ikinci yeniden yapılanma planı oluşturduklarını duyurmuşlardır. İkinci yeniden yapılanma planı beş adımdan oluşmaktaydı. İlk adım, Enerji A.Ş.'nin pazarda bulunan hisse senetlerinin %56'sını hisse başına 20.000 TL nakit ve 65.000 TL finansman bonusu karşılığında geri alınması (mevcut hisse senetlerini değiştirme teklifi) oluşturmaktaydı. İkinci adımı belirli fa-

aliyetlerin (özellikle tüketim malları bölümlerinin) satılması oluşturmaktaydı. Bu satıştan elde edilen sermaye kazancı, defter değeri üzerinden hissedarlara ödenecektir. Ayrıca ortaklara imtiyazlı hisse senetleri dağıtılacaktır. Üçüncü adım, hisse senedi sayısını artırmayı amaçlamaktaydı. Dördüncü adım, düzenli ödenen yıllık kar paylarının tutarlarının %32 oranında artırılması oluşturmaktaydı. Sonuncu adım ise firma her hangi bir ele geçirilme durumunda tüm hissedarların her türlü koşulda mevcut hisse senetlerinin %85'ini tekrar satın almalarını sağlayacak bir hissedar hakları planına adapte edilecektir.

Ekim ayının sonlarına doğru yönetim kurulu üyeleri kendilerine şu soruları sormuşlardır;

● 20 Ekim tarihinde Enerji A.Ş. hissedarları için yaratılan değer ne kadardır?

● Yeni yapılan öneri, Haziran ayında yapılan öneriden daha mı üstündür?

● Yapılan bu plan, Akdeniz A.Ş.'nin hisse başına 68.000 TL olarak yaptığı fiyat teklifinin önüne geçebilir mi?

Tablo.3. Yeniden Yapılanma Alternatiflerinin Değerinin Belirlenmesi

	1. Alternatif: 29 Haziran 2000	2. Alternatif: 20 Ekim 2000
Öneriler	10 Milyon Hisse Snd.'nin geri alınması Stratejik olmayan faaliyetlerin satılması Ekonomik ömrünü tamamlayan varlıkların elden çıkarılması	Hisse senetlerinin %56'sının satın alınması (Hisse başına 20.000 nakit ve 65.000 TL finansman bonusu fiyat teklifi) Tüketim malları gruplarının satılıp, elde edilen kazancın defter değeri üzerinden hissedarlara ödenmesi Düzenli ödenen kar paylarının değerinin artırılması

Tablo 3, Haziran ve Ekim aylarında hazırlanan iki yeniden yapılanma planına ilişkin bilgileri içermektedir. Yukarıdaki değerlendirme yapılırken şu varsayımlardan hareket edilmiştir;

1. Net çalışma sermayesinin pazar değeri
defter değerine eşittir

2. Net sabit varlıkların pazar değeri yeniden yapılanma öncesi firma bilançosundan hesaplanmıştır

3. Ödenecek vergilerin bugünkü değeri
faiz ödemeleri düşüldükten sonra hesaplanmış-
tır

Yapılan temel varsayım, borçların pazar değeri ile defter değerinin birbirlerine eşit olduğudur. Enerji A.Ş.'ye ilişkin veriler şirketin ilgili dönemlerine ilişkin mali tablolarından alınmıştır

Tablo.4.Yeniden Yapılanma Alternatiflerinin İncelenmesi

	A	B	C	D	E
	Yeniden	1.Alternatif	2.Alternatif	2.Alternatif	Mevcut Sonuçlar
	Yapılanma	(yeniden satın	(değişiminden	(değişimden	(Değişimden
	Öncesi	alımdan sonra,	sonra,varlıkların	sonra, varlıkların	sonra, varlık
	(Ağustos	varlıkların satışından	satışından önce)	satışından önce)	satışından sonra)
Kalemler	2000)	önce)	(Ağustos 2000)	(Ekim 2000)	(Eylül 2001)
		(Ağustos 2000)			
	Bilançonun Delter Değeri (000.000TL) (Seçilmiş Bazı Kalemler)				
1. Net Çalışma Sermayesi	3.166	2.986	3.166	2.865	2.998
2. Net sabit Varlıklar	5.244	5.244	5.244	5.264	2.180
3. Toplam Varlıklar	8.410	8.230	8.410	8.129	5.178
4. Borçlar	4.391	4.391	7.135	7.135	3.163
5. Özkaynaklar	4.019	3.839	1.275	994	2.015
6. Toplam sermaye	8.410	8.230	8.410	8.129	5.178
	Bilançonun Pazar Değeri (000.000) (Seçilmiş Bazı Kalemler)				
7. Net Çalışma sermayesi	3.166 ^H	2.986 ^I	3.166 ^J	2.865	2.870
8. Net Sabit Varlıklar	1861 ^K	1.861	1.861	3.796	2.696
Borçların şimdiki değeri					
9. Vergiler	964 ^L	964	2.093	2.093	1.975
10. Varlıkların Pazar Değeri	5991	5.811	7.120	8.754	6.641
11. Borçlar	2835	2.835	6.239	6.239	3.363
12. Özsermaye	3156	2.976	881	2.515	3.278
13. Toplam Sermaye	5991	5.811	7.120	8.754	6.641
14. Hisse Senedi Sayısı					
(Milyon)	74.476	64.049	107.028	107.028	145.714
15. Hisse Başına Fiyat	42.38	46.46	23.5	23.5	22.50

H: Net çalışma sermayesinin pazar değeri cari varlıklarla (defter değeri üzerinden) cari borçlar arasındaki fark olarak alınmıştır

İ: Orijinal net çalışma sermayesi; yeniden satın alınan birim fiyatı 68.000' TL'den 680 Milyar TL ve ekonomik ömrünü tamamlayan ve bu sebeple elden çıkartılan 500 Milyar TL'yi bulan varlıkların değerleri toplamından düşüktür.

J: Yeni alınan borçların değerinin, yeniden satın alınan hisselerin değerine eşit olduğu varsayılmıştır.

K: Net sabit varlıkların değeri, yeniden yapılanma öncesi firma bilgilerinden yararlanılarak hesaplanmıştır.

L: Ödenecek vergilerin bugünkü değeri, %48'lik vergi oranı dikkate alınarak hesaplanmıştır

Tablo 6’da Enerji A.Ş.’nin hisse senedinin yeniden yapılanma dönemi boyunca gelişimi görülmektedir.

Tarih	Enerji A.Ş. Hisse Senedi (TL)
1 Nisan 2000	45.875
15 Nisan	48.375
30 Nisan	51.25
15 Mayıs	52.00
30 Mayıs	57.25
16 Haziran	53.625
30 Haziran	54.875
15 Temmuz	56.25
30 Temmuz	59.375
15 Ağustos	59.875
29 Ağustos	63.625
16 Eylül	70.50
30 Eylül	70.50
15 Ekim	74.625
30 Ekim	81.50
14 Kasım	86.875
28 Kasım	96.00
14 Aralık	19.375
27 Aralık	22.125
15 Ocak 2001	22.375
30 Ocak	24.25
15 Şubat	23.125
28 Şubat	23.75

Tablo 5’te 23 numaralı satırda elde edilen veri, Eylül ve Ekim’in finansal verilerinden yararlanılarak bulunmuştur. Ekim ayında ortaya çıkan 118.000 TL’lik hissedar kazancı, Haziran ayında yapılan 98.000 TL’lik tekliften daha iyidir. Arada yaklaşık 20.000 TL’lik fazla kazanç bulunmaktadır. Enerji A.Ş.’nin yaptığı bu öneri yatırımcılar için oldukça cazip hale gelmiştir.

Gerçek kazanç durumu ise Tablo 5’te E konumunda görülmektedir. 2001 yılının Eylül ayına gelindiğinde hissedarlara sağlanan gerçek gelirlerin 119.200 TL olduğu görülür. Böylece yeniden yapılanma öncesinde 42.380 TL (Tablo 5A kolonu 16 numaralı satır) iken şu anki değer 119.200 TL’dir. Dolayısıyla elde edilen kazanç $119.200 - 42.380 = 76.820$ TL olmuştur.

Sonuç olarak Enerji A.Ş. ortakları, Akdeniz A.Ş.’nin yapmış olduğu ele geçirme taktikleri karşısında önce Haziran daha sonrada Eylül aylarında hazırlamış olduğu finansal yeniden yapılanma planlarıyla gerekli önlemleri almış ve ele geçirme taktikleri karşısında firma sahipliği haklarını korumuştur.

4.Sonuç

Tüketici taleplerinin ve pazar koşullarının sürekli değiştiği günümüzün rekabetçi pazarlarında, işletmelerin hayatta kalabilmeleri beledikleri başarılarla ulaşabilmeleri oldukça zorlaşmaktadır. Teknolojik alanda yaşanan sürekli gelişmeler, işletmeleri bu gelişmelere ayak uydurmaya zorlamaktadır.

İşletmelerde görülen kendilerini sürekli yenileme ihtiyacı beraberinde finansal sıkıntıları da getirmektedir. Başarısız tek bir faaliyet dönemi sonrası bile işletmeler, yaşamlarını tehdit edecek boyutta mali sıkıntılara girebilmektedirler.

İşletmelerin karşılaştıkları mali sıkıntıları aşabilmesi için kullanabileceği çeşitli alternatifler bulunmaktadır. Bu alternatiflerden bir tanesi de finansal yeniden yapılanmadır. Finansal yeniden yapılanma genel olarak iki farklı boyutta değerlendirilmektedir. Bu boyutlardan bir tanesi işletme sermayesinin sahipliğinin yeniden düzenlenmesiyle ilgiliyken, diğer boyut işletme borçlarına yeni bir bakış açısıyla finansal kalırdan yararlanmayı gerektirmektedir.

Bu çalışma yer alan örnek olay incelemesi sonucunda, işletmelerin çeşitli nedenlerle ya-

şadıkları finansal sıkıntılar sonucunda, hangi durumlarda karşı karşıya kalabilecekleri ve bu durumlarda varlıklarını sürdürebilmek amacıyla izleyebilecekleri stratejilerden örnekler verilmiştir. Hazırlanan örnek olayda ele geçirilme tehdidi altında, firma yönetimlerinin ortaklarına sundukları alternatif teklifler ve bu tekliflere ilişkin verileri değerlendirebilmek mümkündür.

Finansal yeniden yapılanma bu bağlam-

da, işletmelerin rekabetçi pazarlarda karşılaştıkları mali sıkıntıların aşılmasında işletme yöneticilerine stratejik bir alternatif sunmaktadır

Sonuç olarak yeniden yapılanma kavramıyla işletme, mali bünyesi yeni bir bakış açısıyla değerlendirerek, en azından pazardaki tehditler karşısında rekabetçi konumunu korumayı amaçlamaktadır.

KAYNAKLAR

AKGÜÇ, Öztin, **Finansal Yönetim**, Avcıol Matbaası, İstanbul, 1998.

BAUM, Edward, SINGH, H. Harbir " When Does Restructuring Improve Economic Performance, California Management Review, Winter, 1999.

CEYLAN, Ali, **Finansal Yönetim**, Bursa, 1998.

CHEN, Yehning, WESTON, J. Fred, ALTMAN, Edward I., "Financial Distress and Restructuring Models", Financial Management, Volume 24, No 2, Summer 1995.

DONALDSON, Gordon, **Corporate Restructuring, Managing the Change Process From Within**, Harvard Business School Press, Boston, 1994.

HANNA, Don., LAWSON, Sandra., World Bank, September / October 1999.

Mergers&Acquisitions Data Base, Philadelphia 1988.

ROCK, Milton L., ROCK, Robert H., **Corporate Restructuring, A Guide to Creating the Premium – Valued Company**, Mc.Graw Hill Publishing, 1990.

TAGGART James Mc , **The Impact of Restructuring on Shareholder Value, Corporate Restructuring, A Guide to Creating the Premium – Valued Company**, Mc.Graw Hill Publishing, 1990.

TITMAN, Sheridan, SAFIEDDİNE, **Assem Debt and Corporate Performance: Evidence From Successful Takeovers**, Nber Working Papers Series 6068, Cambridge, June 1997.

VAN HORNE, James, **Financial Management and Policy**, Mc. Graw Hill Publishing, NewYork, 1992.

WESTON, J. Fred, CHANG, Kwang S., HANG, Susan E. **Mergers, Restructuring and Corporate Control**, Prentice Hall İna. 1990.