

İŞLETMELERDE FİNANSAL YENİDEN YAPILANMA DİNAMİKLERİ: ÖRNEK OLAY ANALİZİ

G. Cenk AKKAYA*

N. Mine TÜKENMEZ**

ÖZET

Firmaların 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 tanesini, firma sermayesinin sahipliğinin yeniden düzenlenmesi oluştururken, diğer boyut firma borçlarına yeni bir bakış açısıyla finansal kaldıraçtan yararlanmayı gerektirmektedir. Bu kapsamda finansal yeniden yapılanma firmaların performans ve rekabet güçlerini artırmaya yönelik köklü bir değişim stratejisini yansıtmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Finansal Yeniden Yapılanma, Hissedar Değeri, Yeniden Yapılanma

1. Giriş

Küreselleşen piyasalarda rekabet gün geçtikçe artmaktadır. Ulusal piyasalar ile uluslararası piyasaların entegrasyonu gelişmektedir. Sadece ulusal piyasada faaliyet gösteren bir işletme dahi çok uluslu firmaların rekabetiyle karşılaşmaktadır. Günümüz rekabet koşullarında ayakta kalabilmek için firmaların güçlü bir ekonomik ve finansal yapıya sahip olmaları gerekmektedir. Finansal yeniden yapılanma, firmaların rekabet gücünün korunmasında ve artırılmasında stratejik bir araç olarak kullanılmaktadır. Bu çalışmanın amacı da, işletmelerin ekonomik ve finansal yapısının iyileştirilmesi, faaliyet performansının ve rekabet gücünün artırılabilmesi için kullanılacak değişim stratejilerinin örnek olaylar yardımıyla incelenmesidir.

2. Firmalarda Modern Finans Anlayışı: Finansal Yeniden Yapılanma

Yeniden yapılanma bir firmanın sermaye yapısını, varlık karmasını ve organizasyonunu, firma değerini destekleyecek biçimde temelden değiştirmektedir. Belirli durumlara bağlı olarak yeniden yapılanma; bir yandan rekabetçiliği, hisse senedinin piyasa değerini ve kişisel serveti desteklerken, diğer yandan yatırımları azaltarak istihdam düzeyini düşürmekte (özellikle yeniden yapılanma stratejisi olarak küçülmenin benimsendiği durumlarda) ve

* Doç.Dr., Dokuz Eylül Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü,
(cenk.akkaya@deu.edu.tr)

** Yrd., Doç.Dr., Dokuz Eylül Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü,
(mine.tukenmez@deu.edu.tr)

yüksek riskin yönetilmesinde (örneğin verimsiz aktiflerin elden çıkarılması) bir araç olarak kullanılmaktadır.

Bir firma için ekonomik anlamda yapı, belirli bir fonksiyon veya sürecin temel değişkenleri arasındaki belirli ve durağan ilişki üzerinde odaklanmaktadır. Finansal yapı ise sermaye hareketlerini ve bunun sonucunda daha dinamik bir süreci yansıtmaktadır. Finansal yapının pasif olarak algılanması, bu yapı içinde yer alan kalemlerin doğasından çok, bu yapıya karar vericiler tarafından çoğunlukla stratejik bir görev olarak “pasif” bir özellik tanımlanmasından kaynaklanmaktadır.

Çoğunlukla bir firma stratejisi içerisinde finansal yapı, stratejinin bir aracı olarak işlev gördüğü için yeni oluşumlara göre ayarlama yapılabilen bir tür kontrol alanı sorumluluğunu üstlenmektedir (Donaldson,1994). İşte karar vericiler için modern finans anlayışı içerisinde istenen/beklenen temel amaç belirtilen kontrol alanının yönetimini ele geçirmektir.

Bir bilançonun yeniden yapılandırılması, daha yalın bir şekle bürünmesi ve yatırımlar üzerinde daha fazla odaklanmasının sağlanabilmesi ancak gelir tablosunun yeniden yapılandırılmasıyla sağlanabilmektedir.

Bu kapsamda yeniden yapılanma; bir tanıma göre “stratejideki ve firmanın varlık portföyündeki büyük bir değişim “olarak tanımlanırken (Hoskisson ve Turk, 1990), bir başka tanımda “firma değerini artırmaya yönelik bir strateji” (Hurry, 1993) ve “ çevresel koşullardaki değişime uyum sağlamak için örgütte ve stratejideki yoğun değişimler” (Zajac ve Kraatz, 1993) olarak değerlendirilmektedir.

Gibbs (1993) yaptığı çalışmada yukarıda yapılan tanımları biraz daha geliştirmiştir. Gibbs’e göre yeniden yapılanma “sermaye yapısındaki değişimleri kapsayan finansal yeniden yapılanma, firma portföyünün aşırı çeşitlenmesi nedeniyle ana işler üzerinde odaklanma, devralmalar ve dışarıda bırakmaları da içeren portföyün yeniden yapılandırılması ve tasarruf stratejilerini de kapsayan bir süreç” olarak tanımlanmıştır.

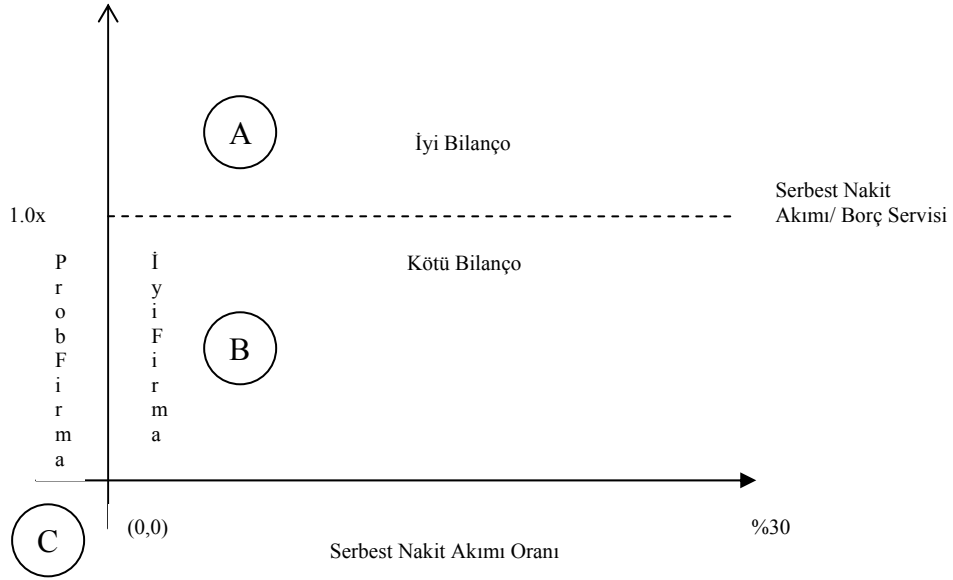
Finansal yeniden yapılandırma kavramına diğer bir bakış ise, firmaların kaldıraç düzeyini artırabilmek için borçlanma miktarlarını artırmalarını ve böylece başka bir firma tarafından ele geçirilme olasılıklarının azaltılması düşüncesidir (Titman ve Safieddine, 1997). Bu düşüncenin temelinde hedef firmanın potansiyel alıcının gözündeki değerini (cazibesini) azaltmaya yönelik bir çabaya gidilmesi (shark repellent) yatmaktadır. Bununla birlikte işletme karlılığının borçlanma maliyetinin üzerinde bulunduğu durumlarda borçlanma, finansal kaldıraçın olumlu çalışması nedeniyle özsermaye karlılığını

İşletmelerde Finansal Yeniden Yapılanma Dinamikleri: Örnek Olay Analizi

artıracaktır. Aksi durumda ise, diğer bir deyişle, borçlanma maliyetinin karlılığın üzerinde olması durumunda, firmayı riski artacağı için ele geçirilme olasılığı da yükselecektir.

Yukarıda yapılan yeniden yapılanma tanımlarının her biri bir firma için yeniden yapılanma sürecinin farklı bir boyutunu yansıtmakla birlikte, yeniden yapılanma faaliyetlerinin etkisini ve nedeni firmanın bilançosu üzerinde göstermektedir. Bu aşamada Pomerleano (2005) tarafından geliştirilmiş grafik üzerinde durulabilir.

Şekil.1. Firmalarda Yeniden Yapılanma Değerlendirmesi



Kaynak: Pomerleano,2005

Şekil.1.'de A bölümünde yer alan firmalar uygun bir bilanço dengesine sahiptirler. Şekilde 1'de belirtilen "iyi bilanço" kavramıyla varlık kaynak vadesi dengeli, uygun bir finansal yapıya sahip, yeterli likidite imkanı bulunan ve özsermayenin güvenilirliğini sağlamış firmalar değerlendirilmektedir. Genellikle bu kısımda yer alan firmalar yeniden yapılanma adayı değildirler. Çünkü bu kısımda yer alan firmalar borçlarını karşıladıktan sonra belirli bir miktar pozitif serbest nakit akımı yaratabilmektedirler. Firma ortak ve yöneticilerinin borç yapısını yeniden düzenlemeye ihtiyaçları yoktur.

B bölümünde yer alan firmalar ise problemlili bilançolara sahiptirler. Bu firmalar çoğunlukla faaliyetlerinden pozitif nakit akımı sağlamakla birlikte vadesi gelen yükümlülükleri karşılamada sıkıntılar yaşamaktadırlar. Aynı zamanda bu firmalar için özsermayenin güvenilirliği tehdit altında olabilmektedir. Bu bölümde yer alan firmaların sıkıntıları uzun vadede kronikleşirse C bölümüne geçiş yaparlar. B bölümünde yer alan firmalar yeniden yapılanma için iyi bir örnek oluşturmaktadırlar.

Yeniden yapılanma temelde, iyi bir firmanın problemlili olan bilançosunun yeniden organize edilmesiyle (küçülme, verimsiz aktiflerin bilançodan çıkarılması, potansiyeli bulunan karlı yatırımların aktife alınması, sermaye artırımı ve benzeri uygulamalar kullanılarak) sağlanmaktadır. Firma sözleşmelerden doğan faiz ve diğer ödemelerini karşılayamayacak duruma geldiğinde bilanço, problemlili bir bilanço haline dönüşmektedir (Pomerleano,2005). Bu kapsamda yapılan genellikle, eski borçlar ve hakların yeni bir takım borçlarla değiştirilmesi ve eski haklar yerine yeni menkul kıymetler verilmesidir.

Bu bağlamda çalışmanın amacı, finansal yapı ve stratejilerin evrimi perspektifinde, finansal yeniden yapılanma dinamiklerini ortaya koyabilmektir.

3..Kronikleşmiş Likidite Sorunları

Günümüz firmaların karşılaşması muhtemel problemlilerini üç ana başlık altında toplamak mümkün olabilmektedir. Bu problemler işletmenin hayatiyetini doğrudan tehdit edebileceği gibi, karlı yatırım fırsatlarının değerlendirilememesine de neden olabilmektedir. Bu problemler şu şekilde sıralanabilir:

- Firmanın vadesi gelen yükümlülüklerini karşılayamaması (teknik likidite eksikliği)
- Firmanın toplam borçlarının değerinin, toplam aktifi aşması
- Yetersiz sermaye nedeniyle yatırım fırsatlarının değerlendirilememesi.

Yukarıdaki sıkıntıların aşılmasında genellikle firmalar yeniden yapılanma uygulamalarına gitmektedirler. Bu uygulamalar bilanço üzerinde gerçekleştirilebileceği gibi dışarıdan yeni ortaklar getirilmesi şeklinde de gerçekleşebilmektedir.

4.Spekülatif Yönetim ve Finansal Yeniden Yapılanma

Yeniden yapılanma kavramı çok geniş ve farklı boyutlarda değerlendirilebilecek bir kavramdır. Günümüzde yeniden yapılanma yaygın olarak firmaların, verimsiz stratejik iş birimleri (bölümleri) yeni iş standartlarına göre yeniden tasarımıyla yönetmesi olarak algılanmaktadır (Hanna ve Lawson,1999). Firmalarda yeniden yapılanma kavramı genellikle sermaye yapısı, varlık karması ve/veya firma değerinin desteklenmesi amaçlarıyla kullanılmaktadır (Rock ve Rock,1990). Yeniden yapılanma kavramıyla (satın alma, bölünme ve/veya işgücünün azaltılması stratejileri yardımıyla) firmanın bilançosunun olumlu yönde etkilenmesi (aktif verimliliğinin ve hisse başına kar rakamının artması gibi) ifade edilmeye çalışılmaktadır (Donaldson,1995).

Spekülatif yönetim ise, firma faaliyetlerinin, firmanın ikincil piyasada işlem gören menkul kıymetlerinin değerlerinde meydana gelen hareketlere odaklı olarak yönetilmesi şeklinde tanımlanabilir. Bir çok işletme spekülatif yönetimi, ortakların değerini maksimize etmek olarak tanımlanmaktadır (Krier,2001).

Spekülatif yönetim anlayışı içerisinde farklı uygulamalar gerçekleştirilmektedir. Bu uygulamalar içerisinde örneğin, firma yeniden yapılandırmasıyla da zaman zaman aynı anlamda kullanılan işlemsel reorganizasyon (bu uygulama içerisinde birleşmeler, devralmalar ve bölümlere ayırma gibi işlemler gerçekleştirilmektedir) yer almaktadır. Benzer bir biçimde yine bu uygulamalar içerisinde, firma menkul kıymetlerinin değerini ve dolayısıyla reorganizasyonu yapan ortakların karını artırmaya yönelik parasal reorganizasyon ve firmanın piyasa değerini veya ortakların karını artırmaya yönelik “reorganizasyonunun karını hedef alan” diğer uygulamalar da yer almaktadır.

Yeniden yapılanma bir firmanın esas faaliyet konusunda önemli değişiklikler yapmasını gerektirebilmektedir(örneğin, aynı anda perakende ve finans sektöründe faaliyet gösteren iştirakleri bulunan bir holdingin, perakende sektöründen çıkarak sadece finans sektörü üzerinde yoğunlaşma yolunu seçmesi gibi). 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 gerçekleştirilmektedir (McTaggart,1990)

- Portföyün yeniden yapılandırılması (Portföyde yer alan menkul kıymetlerin, piyasada meydana gelen değişimleri dikkate alarak, daralma ya da 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 sağlanması.

Yaratılan nakit aşağıdaki faaliyetlerde kullanılabilir (Akkaya ve İçerli, 2002)

- Mevcut sermaye miktarının artırılması
- Diğer firmaların satın alınması
- Temettülerin artırılarak ya da hisse senetlerinin yeniden satın alınmasıyla, sermayenin ortaklara dönmesinin sağlanması
- Borçların ödenmesi

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 (Akkaya ve İçerli,2002).

Yapılan açıklamalardan sonra, finansal yeniden yapılanma süreci ve bu sürecin oluşumunu hazırlayan işlem çevresi koşulları, tarafımızca geliştirilen üç adet örnek olay yardımıyla açıklanmaya çalışılacaktır. Ele geçirilme tehlikesi yaşayan firmaların, ele geçirilme tehditleri karşısında izledikleri finansal stratejiler örnek olayların temelini oluşturmaktadır.

5.Ele Geçirilme Tehdidine Karşı Finansal Yeniden Yapılanma Uygulaması

Örnek olaylardan birincisinde bir firmanın başına gelen bir trajik kaza sonucunda (yangın, sel vb. gibi), borsada işlem gören hisse senetlerinin değerinde meydana gelen düşüşler ve rakip bir firma tarafından devralınma tehdidi senaryolaştırılmıştır. İkinci örnek olayda, farklı faaliyet alanları bulunan bir firmanın bir yandan yeniden yapılanma planı sürdürürken, başka bir şirket tarafından yapılan satın alınma teklifine verdiği yanıt incelenmektedir. Üçüncü

örnek olayda ise, yeniden yapılanma teklifi karşısında incelenen firma piyasada yapılan diğer ele geçirme teklifleriyle bir karşılaştırma yaparak ele geçirme tehdidine karşı bir yeniden yapılanma planı ortaya koymaktadır.

5.1.Uygulamanın Amacı

Yapılan uygulamayla analiz edilen firmalar için finansal yeniden yapılanma süreci incelenmektedir. Finansal yeniden yapılanma firmalar için daha önce belirtildiği gibi çok farklı boyutlarda gerçekleştirilebilir. Çalışmada ise, ele geçirilme tehdidiyle karşı karşıya kalan üç firmanın, yeniden yapılanma süreci değerlendirilmekte ve yeniden yapılanma sonunda ortaklar için yaratılan değer belirlenmektedir.

5.2.Uygulamanın Kapsamı

Yapılan uygulamada ele geçirilme tehdidi karşısında firmaların, finansal yeniden yapılanma uygulamaları gerçekleştirerek içinde bulunduğu finansal durumu, ortaklar açısından daha yüksek değer yaratan bir konuma getirmesi ve böylece ele geçirilme tehdidini ortadan kaldırmasına yönelik üç adet senaryo analizi gerçekleştirilmektedir. İncelenen senaryolarda firmaların piyasadaki hisse senetlerini geri satın alabildiği, vergi ve paranın zaman değeri gibi etkilerin olmadığı varsayılmıştır¹.

5.3.Örnek Olay 1. Güç A.Ş. Finansal Yeniden Yapılanma Planı

Güç A.Ş. petrokimya, doğal gaz ve özel kimyasal ürünler konusunda sektörünün öncü firmalarından bir tanesidir. 2005 yılı Kasım ayında firmanın üretim yaptığı fabrikada zehirli asitlerin bulunduğu bir tankın infilak ettiği bir kaza yaşanmıştır. Kazadan sonra firmanın borsada işlem gören hisse senetlerinin değerinde çarpıcı bir düşüş yaşanmıştır.

2006 yılının Mart ayında rakip bir firma olan Ege A.Ş., Güç A.Ş.'nin piyasadaki hisse senetlerinin %6.1'ini satın almıştır. 2006 yılının Mayıs ayında ise Ege A.Ş., Güç A.Ş.'nin piyasadaki hisse senetlerinin %4.9'unu daha satın alarak, Güç A.Ş.'yi ele geçirme hareketini başlatmıştır.

Bunun üzerine Güç A.Ş. yönetim kurulu 10 Haziran 2006 tarihinde aşağıdaki temel stratejileri, yeniden yapılanma planı kapsamında kabul etmiştir.

¹ Türkiye'de anonim şirketler belirli özel şartlar dışında piyasadaki hisse senetlerinin geri satın alımını gerçekleştirememektedir. Ancak, geliştirilen vakada yeniden yapılanma dinamiklerinin doğru bir biçimde görülebilmesi için böyle bir varsayımda bulunulmuştur.

- Borsada o tarihte işlem gören ve toplam hisse senetlerinin %2'sine denk gelen (1 Milyon adet) hisse senedinin firma tarafından geri satın alınması,
- Ekonomik ömürlerini tamamlamış ve net kayıtlı değeri 6 Milyon YTL olan varlığın yaklaşık 10 Milyon YTL satışı

Yukarıdaki yeniden yapılanma planının açıklanmasını takiben Ege A.Ş. 10 Eylül 2006 tarihinde Güç A.Ş. hisse senetleri için hisse başına 16 YTL fiyat teklifinde bulunmuştur. Bu tarihte Güç A.Ş. hisse senetlerinin piyasa fiyatı 14 YTL'dir. Satın alımı finanse edebilmek için Ege A.Ş. 36 Milyon YTL değerindeki iştiraklerinin satış planını hazırlamıştır. Aynı dönemde Güç A.Ş. kendilerine yapılan teklifin samimiysiz olduğu yönünde bir basın açıklaması yapmıştır.

Ege A.Ş.'nin yaptığı ele geçirme uygulamaları karşısında, Güç A.Ş. yönetim kurulu 21 Eylül 2006 tarihinde ikinci bir yeniden yapılanma planı oluşturduklarını kamuoyuna duyurmuştur. İkinci yeniden yapılanma planı üç adımdan oluşmaktadır. Birinci adım, Güç A.Ş.'nin piyasada bulunan hisse senetlerinin %11'ini birim fiyat 15 YTL'den satın alınmasıdır. Bu alımın 5.000.000 YTL kısmı nakit, 10.000.000 YTL'lik kısmı borçlanma yoluyla karşılanması düşünülmektedir. İkinci adım, belirli faaliyetlerin, özellikle özel kimyasallar grubunun, karlı satılması planlanmaktadır. Üçüncü adım, düzenli ödenen yıllık kar payı tutarında iyileştirme yapılmasıdır.

Yeniden Yapılanma Planı Değerlendirmesi

Güç A.Ş.'nin yeniden yapılanma planlarının özetleri Tablo 1'te gösterilmiştir. Firma birinci yeniden yapılanma planının ele geçirme tehdidini savuşturmada yetersiz olduğunu değerlendirdiği için ikinci bir yeniden yapılanma planı ortaya koymaya ihtiyaç duyulmuştur.

Tablo 1. Yeniden Yapılanma Seçenekleri

	1. Seçenek	2. Seçenek
Öneriler	<ul style="list-style-type: none">• 1 Milyon Hisse Snt.'nin geri alınması• Ekonomik ömrünü tamamlayan varlıkların elden çıkarılması	<ul style="list-style-type: none">• Hisse senetlerinin %11'inin geri satın alınması• Özel kimyasallar grubunun satılması (net defter değeri 4 Milyon YTL),• Düzenli ödenen kar paylarında iyileştirme

İşletmelerde Finansal Yeniden Yapılanma Dinamikleri: Örnek Olay Analizi

Tablo 1, Haziran ve Eylül aylarında hazırlanan iki yeniden yapılanma planına ilişkin bilgileri içermektedir.

Tablo 2. Yeniden Yapılanma Seçeneklerinin Analizi

Kalemler	A	B	C	D	E
	Mevcut Durum Haziran	Varlık Satışı (000YTL)	Hisse Geri Satın Alımı (1.Yeniden	Hisse Senedi Geri Satın Alma (2.Yeniden	Özel Kimyasalların Satışından
İşletme Sermayesi	26.244	36.244	22.244	17.244 ²	25.244
Net Duran Varlıklar	20.361	14.361 ³	14.361	14.361	10.361
Toplam Varlıklar	46.605	50.605	36.605	31.605	35.605
Toplam Borçlar	14.789	14.789	14.789	24.789 ⁴	24.789
Özkaynaklar	31.816	35.816	21.816	6.816	10.816
Ödenmiş Sermaye	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000
Dağıtılmayan Karlar	11.816	11.816	11.816	11.816	11.816
Geri Alınan Hisse Snt.			(14.000) ⁵	(29.000) ⁶	(29.000)
Dönem Karı		4.000	4.000	4.000	8.000 ⁷
Toplam Kaynaklar	46.605	50.605	36.605	31.605	35.605
Hisse Senedi Sayısı (Milyon Adet)	50	50	49	48	48
Piy. Hisse Snt Say. (Milyon Adet)	10	10	9	8	8
Hisse Başına Fiyat	13 YTL	13 YTL	13.6 YTL	14 YTL	16 YTL
Dağ. Kar Payı					0.412 ⁸
Bir Adet Eski Hisse Senedi Başına Toplam Piyasa Değeri	13 YTL	13 YTL	13.6 YTL	14 YTL	16.412⁹ YTL

² İkinci plan ile geri alınan hisse senetleri için 5.000.000 YTL nakit ödeme

³ Varlık satışı: 10.000.000 YTL

⁴ İkinci plan ile geri alınan hisse senetleri için 10.000.000 YTL borçlanma

⁵ 1 Milyon hisse snt x 14 YTL= 14.000.000

⁶ Top. Hisse Snt. Sayısı 50 Milyon adet, piyasada işlem gören hisse snt sayısı 10 milyon adet, 1. yeniden yapılanma planıyla geri alınan 1 milyon adet. Geri kalan 9 milyon adedin 1 milyon adedi ikinci yeniden yapılanma planıyla geri alınmaktadır. Birim fiyat 15 YTL

⁷ Özel kimyasallar 8.000.000 YTL'ye satılmıştır.

⁸ Temettü politikası= Dağ. Kar tamamı+ Dönem karının kanuni yedekler sonrası tamamı
19.816.000/48.000.000= 0,412

⁹ 16 YTL+0.412YTL

Tablo 2 incelendiğinde ikinci yeniden yapılanma planı sonucu oluşan fiyat (16.412 YTL), Ege A.Ş. tarafından yapılan fiyat teklifinden (16 YTL) daha iyi bir değerdedir. Birinci yeniden yapılanma planı sonucu oluşan fiyatın (13.6 YTL) ele geçirme teklifinin altında kalması nedeniyle, ikinci bir yeniden yapılandırma planı hazırlanması uygun bir strateji olarak değerlendirilebilir.

Güç A.Ş. ortakları açısından değerlendirildiğinde, ikinci yeniden yapılanma stratejisi hem firmanın mevcut ortakların elinde kalması sağlamakta hem de daha yüksek bir değer yaratmaktadır. Ege A.Ş.'nin Güç A.Ş.'yi ele geçirebilmesi için en azından 16.412 YTL'nin üzerinde bir teklif vermesi gerekmektedir. Mevcut koşullar değerlendirildiğinde, Güç A.Ş. ele geçirilme tehdidi karşısında, küçülme ve finansal yapının, yeniden yapılandırılması stratejilerini takip ederek Ege A.Ş.'nin ele geçirme stratejisini başarısızlığa uğratmıştır.

5.4. Örnek Olay 2: Demex A.Ş. Yeniden Yapılanma Planı¹⁰

Demex A.Ş. 1971 yılında ayakkabı imalatçısı olarak kurulmuştur. 1980'li yıllardan sonra faaliyet konusunu genişletmiş ve çok sayıda tüketim mal ve hizmetinin imalatçısı ve perakendecisi haline almıştır. Firmanın yönetim felsefesi, ilgili faaliyet alanlarından firmalar satın almak ve bu firmaların mevcut yönetimlerine bir yandan faaliyetlerini büyütmeleri konusunda destek verirken, diğer yandan finansman veya yasal konularda da yardımcı olmaktadır.

Mali uzmanlar, Demex'i sermayesi yüksek, tutucu bir firma olarak değerlendirmektedir. 28 Şubat 2005 tarihinde firmanın cari oranı 3.6, borç/özsermaye oranı %19.3'tür. Demex'in sahip olduğu bu finansal esneklik firmanın kendi hisse senetlerini geri satın almasına ve fırsatlar çıktıkça yeni firmalar almasına olanak vermektedir. Firmanın dört ana faaliyet konusu bulunmaktadır. Bunlar sırasıyla; giyim imalatı, genel perakendecilik, ayakkabı imalatı ve perakende satışı ve mobilya ve ev tekstili.

Stratejik Yeniden Yapılanma Planı

Demex'in hedefleri uzun vadede satışların ve karın artırılması, şirket varlıklarının ve en önemlisi özsermaye karlılığının artırılmasıdır. Bu amaçların gerçekleştirilmesi için dört aşamalı bir yeniden yapılanma planı uygulanmaktadır.

- 1.Aşama: Mevcut faaliyetlerin karlılığının artırılması
- 2.Aşama: Düşük performans gösteren varlıkların elden çıkarılması

¹⁰ Kester, Fruhan, Piper ve Ruback, Case Problems in Finance Eleventh Edition, 1997'den uyarlanmıştır

3.Aşama: Ortalamanın üzerinde getiri ve büyüme potansiyeli olan yeni işletmelerin satın alınması

4. Aşama: Hisse senetlerinin geri satın alınması ve borçlanma kapasitesinin kullanılması gibi fırsatçı finansal stratejiler izlenmesi.

Bu hedeflerle Demex 2001 yılında yeniden yapılanma programına başlamıştır. Bu bağlamda düşük performans gösteren varlıkların elden çıkarılması ve yüksek karlılık fırsatları sunan piyasalara girme çabaları hızlandırılmıştır. Program, Demex'in satış karmasında önemli ölçüde değişiklik yapmıştır. 2001 yılında toplam satışların %60'ı giyim ve genel perakendecilik grupları tarafından sağlanırken, 2005 yılı itibariyle ayakkabı ve mobilya grupları toplam satışların %60'ını gerçekleştirir hale gelmiştir.

Geçmiş Finansal Performans

2005 yılının toplam firma performansı pozitifdir. Satışlar 2004'e göre %13.4, net kar ise %15.4 artmıştır. Bu performans büyük ölçüde mobilya ve ev tekstili ile ayakkabı gruplarına aittir. Kardaki artış Demex'i %14-%15'lik özsermaye karlılığı hedefine daha da yaklaştırmıştır. 2005 yılı için özsermaye getiri oranı %11.7 olarak gerçekleşmiştir. Karlılığı düşük olan varlıkların tasfiyesi gibi yeniden yapılanma çalışmalarına rağmen giyim ve genel perakendecilik grupları problem olmaya devam etmiştir. Bu problemlerin ana nedeni, ilgili sektörlerin doğasıyla ilgilidir. Örneğin, tüketici harcamalarının düşük olması ve düşük maliyetli ithalat yapılması etkili olan faktörler arasındadır.

Satın Alma Teklifi

Mali analistlere göre giyim grubunun düşük performansı, Demex'in genel karlılığını olumsuz etkileyecek ve hisse senetlerinin değerinin düşmesine neden olacaktır. Ekim 2004'teki borsa krizinden sonra Demex hisse senedini geri satın alma programını hızlandırmıştır. 2005 yılının sonuna kadar 4 Milyondan fazla hisse toplam 152.3 Milyon YTL maliyetle geri satın alınmıştır.

Yatırım çevrelerince Demex A.Ş. potansiyel bir satın alma hedefi olarak kabul edildiğinden, yönetim bir takım koruyucu önlemler almaya karar vermiştir. Bu amaçla 11 Temmuz 2005 tarihinde firma yönetim kurulu hissedar hakları planını oylayarak kabul etmiştir¹¹. Bu plan saldırgan bir ele geçirmenin maliyetini yükseltmek amacıyla düzenlenmiştir.

¹¹ Hissedar hakları planının orijinali 2002 yılında kabul edilmiştir. O tarihte Demex yöneticileri piyasadaki hisse senetlerinin üçüncü kişiler tarafından toplandığını fark ederek bir satın alma teklifi tehdidinden şüphelenmişlerdir. Bu bağlamda ele geçirilmeyi zorlaştırmak amacıyla "zehirli haplar (bu strateji özellikle saldırgan ele geçirmeler karşısında hisse senetlerinin cazibesini

Demex A.Ş. 15 Temmuz 2005 tarihinde yeniden yapılanma planını açıklamıştır. Plan; giyim grubunun satılmasını, hissedarlara özel bir kar payı ödenmesini ve/veya hisse senetlerinin geri satın alınmasını içermektedir. Ancak, bir satın alma teklifinin gelmesi engellenememiştir. Gürbüz A.Ş. piyasadaki Demex hisse senetlerinin %8.7'ini toplamış ve 27 Temmuz 2005 tarihinde bir birleşme teklifi yapmıştır. Yapılan teklifte Gürbüz A.Ş.'nin henüz almadığı tüm Demex hisselerini hisse başına 64 YTL'den alma talebi bulunmaktadır.

Demex A.Ş. finansal danışmanlarından bu teklifi değerlendirmelerini ve Demex A.Ş. hisse senetlerinin gerçek değerini belirlemelerini istemiştir. 8 Ağustos 2005 tarihinde Gürbüz A.Ş. yaptığı teklifi hisse başına 70 YTL'ye çıkartmıştır. Piyasada mevcut 37.5 Milyon adet Demex hisse senedi olduğu varsayımına göre bu teklifin toplam değeri 2.6 Milyar YTL'dir. Yapılan teklif Demex A.Ş. yönetim kurulunun belirlediği hissedar hakları planının itfa edilmesi ya da geçersiz kılınması şartıyla geçerli olacaktır.

Teklifin Değerlendirilmesi

8 Ağustos 2005 tarihli Demex A.Ş. yönetim kurulu toplantısı yapılan bu teklifin değerlendirilmesi ve diğer alternatiflerin tartışılmasıyla geçmiştir. En başta gelen iki alternatif iyi niyetli (her iki tarafında rıza gösterdiği) bir birleşme ve şirketin yeniden yapılanması olarak belirlenmiştir. Her iki varsayımda da kilit yöneticilerin ve CEO'nun görevlerini sürdürecekleri kabul edilmiştir.

Mali danışmanlar yaptıkları analizler sonucunda Demex hisse senetlerinin değerini 68 – 80 YTL aralığında olması gerektiğini belirlemişlerdir. Gürbüz A.Ş.'nin yapmış olduğu hisse başına 70 YTL olan teklifin hissedarlarının çıkarlarına uygun olmadığı ve yetersiz kaldığını saptamışlardır. 8 Ağustos 2006 tarihinde yapılan yönetim kurulunda, Gürbüz A.Ş. tarafından yapılan teklif reddedilmiştir.

azaltmaya yönelik uygulamalardır. Örneğin, mevcut ortaklara hisse senetlerinin piyasa fiyatının altında bir fiyatla satın alma imkanı sağlanması” gibi bir takım önlemler almışlardır. Özellikle planda bir adet hisse senedi için bir adet hisse senedi satın alma hakkı veren bir temettü politikası kabul edilmiştir. Aynı zamanda üçüncü kişi ya da grupların Demex A.Ş. hisselerinin en az %15'ini ele geçirmesi durumunda yönetim kuruluna sulandırma politikası izleme yetkisi vermektedir. 8 Ağustos 2005 tarihli yönetim kurulu toplantısında ise Demex üst düzey yöneticileri için “altın paraşüt” tazminat anlaşmalarını kabul etmiştir. Bu anlaşma, Demex A.Ş.'nin, Gürbüz A.Ş. dahil üçüncü bir grup tarafından ele geçirilmesi durumunda geçerli olacaktır. Buna göre, firma ele geçirilirse 2.2. Milyon YTL'si CEO'ya olmak üzere yöneticilere toplam 16.3 Milyon YTL'lik tazminat ödemesi yapılacaktır.

5.5. Örnek Olay 3: Lezzet A.Ş. ve Duman A.Ş.¹²

Lezzet A.Ş. gıda sektöründe faaliyet gösteren bir firmadır. Firmanın faaliyet ve hissedar bilgileri Tablo 3’de gösterilmiştir.

Tablo.3. Lezzet A.Ş. Finansal Bilgileri (Milyon TL)

Kalemler	1997	1998	1999	2000	2001
<i>Satışlar</i>	.660	.831	.065	.780	.876
<i>Net Kar</i>	35	56	66	13	89
<i>Hisse Bşn. Kar (TL)</i>	.65	.17	.24	.06	.73
<i>Hisse Bşn. Temettü (TL)</i>	.28	.38	.52	.68	.84
<i>Hisse Snt. Kap. Fiyatı (TL)</i>	2.21	8.04	3.38	9.38	8.25
<i>Fiyat Kazanç Oranı</i>			3	6	3
<i>Hisse Snt Sayısı (Milyon adet)</i>	64	44	44	35	31

Lezzet A.Ş. gıda sektöründe karlı yatırım fırsatları aramakta ve faaliyet konusunu değiştirmeyi düşünmemektedir. 2001 yılı itibarıyla Lezzet A.Ş. üç ana faaliyet bölümünde odaklanmıştır. Bu faaliyetler; tüketici gıdası, ticari gıda ve uluslararası gıdadır.

2002 yılının Ekim ayında Duman A.Ş., tüm Lezzet A.Ş. hisse senetlerini adedi 90 TL’den alma teklifi vermiştir. Bu teklif Lezzet A.Ş. hisse senetlerinin 18 Ekim 2002 tarihinde 60.125 TL’lik borsa kapanış fiyatına göre %50 primli bir tekliftir. Teklifin başarılı olması halinde toplam yatırım değeri 11 Milyar TL olacaktır. Duman A.Ş. sigara üreticisi bir firma olarak tütün sektörünün dışındaki sektörlere girebilmek için çeşitlendirme stratejisi izlemektedir. Lezzet A.Ş.’nin satın alınması firmayı ülkenin en büyük gıda firması yapacak ve tütüne olan bağımlılığını azaltacaktır. Duman A.Ş., Lezzet A.Ş.’nin üst düzey yöneticilerini kendi mevcut gıda firmalarında görevlendirmeyi düşünmektedir. Aynı ayın içinde Lezzet A.Ş. yönetim kurulu bu teklifi reddetmiştir. 23 Ekim 2002 tarihinde firma 90 TL’lik hisse fiyatının

¹² Kester, Fruhan, Piper ve Ruback, Case Problems in Finance Eleventh Edition, 1997’den uyarlanmıştır

yetersiz olduğunu, Lezzet A.Ş. hisse senetlerinin piyasada 90 YTL'nin üzerinde işlem görmekte olduğunu (ilgili tarihte bir hisse senedinin piyasa değeri 92 TL'dir) ve dolayısıyla yatırımcıların bu fiyatı düşük olarak algıladıklarını belirtmiştir. Lezzet A.Ş.'nin bu yanıtı, gıda sektörünün önemli bir yeniden yapılanma ve değerlendirme dönemine girdiği bir döneme denk gelmiştir.

BTX firması 4 Ekim 2002 tarihinde, Seylan A.Ş. anonim şirketine saldırgan bir satınalma teklifi yapmıştır. Seylan A.Ş.'de aynen Lezzet A.Ş. gibi büyük bir yeniden yapılanma sürecini henüz tamamlamış ve gıda sektörü üzerinde odaklanmıştır. BTX firmasının 5.2 Milyar TL'lik teklifi, Seylan A.Ş.'nin mevcut piyasa fiyatının %53 üzerinde, net karının 25 katı ve özsermayesinin defter değerinin dört katıdır.

20 Ekim 2002 tarihinde Başarı A.Ş. yönetimi bir yatırım bankasıyla birlikte 17 Milyar TL'lik bir kaldıraçlı satın alma teklifi yapmıştır. 75 TL'lik hisse başına fiyat teklifi, firmanın hisse başına piyasa fiyatının %34 üstünde, 2001 yılı hisse başına karının 16 katı ve şirket hisse senetlerinin defter değerinin yaklaşık üç katıdır.

Lezzet A.Ş., Duman A.Ş.'nin satın alma teklifine alternatif olarak bir yeniden yapılanma planı önermiştir. Bu plana göre hissedarlar, hisse senedi başına 84 TL'lik nakit temettü ve adedi 14 TL'lik tahvil alacak ve kendi hisse senetlerini de muhafaza edeceklerdir. Firma yeniden yapılanma sonucunda hisse başına fiyatı 12 TL olarak değerlemiş ve yeniden yapılanma sonucu hisse başına sağlanan katkıyı 110 TL olarak hesaplamıştır. Bu plana göre Lezzet A.Ş. bazı varlıklarını 2.1 Milyar TL'ye satacaktır. Satılacak varlıklar 2002 yılının tahmini gelirlerinin %45'ini ve tahmini karının %19'una karşılık gelmektedir. Firma aynı zamanda faaliyet giderlerini de azaltacaktır. Hissedarlara yapılacak 10.2 Milyar TL'lik temettü ödemesinin 6.8 Milyar TL'si %12 faizli banka kredisiyle, 3 Milyar TL'lik kısmı ise tahvil ihracı yoluyla finanse edilecektir. Varlıkların satışından elde edilecek 2.1 Milyar TL, banka borcunun ödenmesinde kullanılacaktır.

Lezzet A.Ş. piyasa yapılan diğer teklifler ile kendisine yapılan teklifi karşılaştırdığında, Duman A.Ş.'nin 18 Ekim 2002 tarihinde yaptığı hisse başına 90 TL'lik %50 primli teklifin, 23 Ekim 2002 tarihindeki hisse senetlerinin piyasa fiyatının 2 TL altında kaldığı, 2002 yılı tahmini net karının 9.3 katı ve firmanın sermayesinin defter değerinin yaklaşık 2.8 katı olduğu ilgili dönemlere ait mali tablolardan hesaplanmıştır. Buna göre Duman A.Ş.'nin teklifinin sektörde yapılan diğer tekliflerle karşılaştırıldığında düşük kaldığı tespit edilmiştir.

6. Sonuç

Artan rekabet ve sürekli gelişim ve yenilenme ihtiyacı firmalar için birtakım finansal sıkıntıları da ortaya çıkarabilmektedir. Başarısız tek bir faaliyet dönemi sonrası bile firmalar, yaşamlarını tehdit edecek boyutta mali sıkıntılara girebilmektedirler.

Firmaların 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, firma sermayesinin sahipliğinin yeniden düzenlenmesiyle ilgiliyken, diğer boyut firma borçlarına yeni bir bakış açısıyla finansal kaldıraçtan yararlanmayı gerektirmektedir. İşletme karlılığının, borçlanma maliyetinin üzerinde bulunduğu durumlarda borçlanma, finansal kaldıraç olumlu çalışması nedeniyle özsermaye karlılığını artıracaktır. Aksi durumda ise, diğer bir deyişle, borçlanma maliyetinin karlılığın üzerinde olması durumunda, firmayı riski artacağı için ele geçirilme olasılığı da yükselecektir.

Yapılan çalışmada geliştiren birinci örnek olay yardımıyla talihsiz bir kaza sonucunda, borsada işlem gören ve hisse senetlerinin değerinde çarpıcı bir şekilde değer düşüşü yaşayan bir firma incelenmiştir. İncelenen firma içinde bulunduğu olumsuz koşulların yanı sıra rakip bir firma tarafından ele geçirilmeye çalışılmıştır. Bu koşullar altında incelenen firma, ele geçirilme tehdidi karşısında finansal yeniden yapılanma uygulamalarına giderek ele geçilme fiyatı karşısında önce birinci yeniden yapılanma planını ve daha sonra ikinci yeniden yapılanma planıyla kendini savunması senaryolaştırılmıştır.

İkinci örnek olayda ise, farklı faaliyet alanlarında rekabet eden ve genel performansı pozitif olan bir firmanın, kendi performansını geliştirebilmek için oluşturduğu yeniden yapılanma planı ve firma hisse senetlerinin rakip bir şirket tarafından alınmasına yönelik bir teklif incelenmektedir.

Geliştirilen üçüncü örnek olay ise, bir firmanın kendisine yapılan ele geçirme teklifine verdiği cevap ve piyasa yapılan diğer ele geçirme teklifleriyle kendi durumunun bir karşılaştırmasını içermektedir.

Yapılan analiz sonucunda her üç firmanın da mevcut ortakları için geliştirmiş olduğu yeniden yapılanma planları sonucu yaratılan değer, rakip firmalar tarafından yapılan ele geçirme teklifinden çok daha iyi bir teklif olması nedeniyle ele geçirme planları başarısızlıkla sonuçlanmıştır.

ABSTRACT

CORPORATE FINANCIAL RESTRUCTURING DYNAMICS: A CASE STUDY

There are various alternatives which firms may use to overcome their financial problems. One of these alternatives is financial restructuring. Financial restructuring can be evaluated in two different dimensions. As one of these dimensions is concerned about reorganizing the firm's capital, the other dimension takes a different perspective to firms' liabilities and requires drawing benefits from concept of financial leverage. In this respect, financial restructuring reflects a radical strategy that firms use to increase performance and competitiveness.

Keywords: Restructuring, Shareholder Value, Financial Restructuring

KAYNAKÇA

- AKKAYA G.C., İÇERLİ Y. (2002) "Firmaların Karşılaştıkları Mali Sıkıntılarının Aşılmasında Kullanılan Stratejik Bir Araç: Finansal Yeniden Yapılanma", *Muhasebe ve Denetim Bakış Dergisi*, Kasım Sayısı.
- DONALDSON G., (1994), *Corporate Restructuring, Managing The Change Process From Within*, Harvard Business School Press
- GIBBS, P.A., (1993), "Determinants of Corporate Restructuring: The Relative Importance of Corporate Governance, Takeover Threat, and Free Cash Flow", *Strategic Management Journal*, 14,51-68
- HANNA D., LAWSON S., (1999), World Bank Series, September/October.
- HOSKISSON R.E., TURK T. A., (1990), "Corporate Restructuring: Governance and Control Limits on the Internal Market", *Academy of Management Review*, 15,459-477
- HURRY D., (1993), Restructuring in the Global Economy, The Consequences of Strategic Linkages Between Japanese and United States Firms, *Strategic Management Journal*, Vol.14, 69-82
- KESTER C., FRUHAN W., PIPER T., RUBACK R., (1997), *Case Problems In Finance*, Eleventh Edition, The McGraw Hill
- KRIER D., (2001), Speculative Management: Corporate Restructuring and the American Stock Market 1984-1997,
- MCTAGGART J.M., (1990), The Impact of Restructuring on Shareholder Value, Corporate Restructuring, A Guide the Creating the Premium, McGraw Hill

İşletmelerde Finansal Yeniden Yapılanma Dinamikleri: Örnek Olay Analizi

- POMERLEANO M., (2005), Corporate Restructuring: Lessons from Experience, World Bank
- ROCK M. L., ROCK R. H., (1990), Corporate Restructuring, A Guide to Creating the Premium, Mc Graw Hill
- TITMAN S., SAFIEDDINE A., (1997), Debt and Corporate Performance: Evidence From Unsuccessful Takeovers, Nber working paper series,
- ZAJAC E. J., KRAATZ M. S., (1993), “A Diametric Forces Model of Strategic Change: Assessing the Antecedents and Consequences of Restructuring in the Higher Education Industry”, *Strategic Management Journal*, 14.83-102

G.Cenk Akkaya-N.Mine Tükenmez