

İşletmelerde Mali Kriz Sonrası Finansal Yeniden Yapılanma

Merve TUNCAY *

ÖZET

Mali başarısızlık problemleri çözümlenemeyen sorun haline gelmeden önce, işletmelerde finansal yeniden yapılanma çatısı altında bir takım önlemler alınmaktadır. Finansal yeniden yapılanma amacıyla işletmelerin sermaye yapısı, firma değeri ve hisse senedi performansında değişiklikler yapılmaktadır. Bu çalışmada, İMKB’de işlem gören seçilmiş şirketlerin 2001 Türkiye krizi süresince ve kriz sonrasındaki performansları ile finansal yeniden yapılanma uygulamalarını analiz etmek amacıyla bu şirketlerin mali tablo verileri incelenmiştir. Bulgular, kriz sonrasında, firmaların aktifleri ile özsermayelerini artırmak ve kısa vadeli borçlarını azaltmak suretiyle finansal yeniden yapılanmaya gittiğini ortaya çıkarmıştır.

Anahtar Kelimeler: Mali kriz, Finansal yeniden yapılanma

Jel Sınıflandırması: C12, G01, G10, G32

Corporate Financial Restructuring After Financial Crises

ABSTRACT

Corporations strive to take various precautions against financial failure problems through financial restructuring processes before they become insoluble. Changes are made in the equity structure, value of firms, and performance of corporate stocks under a financial restructure frame. This study analyzed financial statements of selected firms trading on the Istanbul Stock Exchange with the intention of tracing their restructuring practices and performance over the period of 2001 and 2003. Findings demonstrate that after a financial crisis period, companies undertaking an apposite financial restructuring process through increasing their assets and equities while decreasing their short term debts..

Keywords: Financial Crisis, Financial Restructuring

Jel Classification: C12, G01, G10, G32

* Arş. Gör. Merve Tuncay, Cumhuriyet Üniversitesi, İİBF, mtuncay@cumhuriyet.edu.tr

1. Giriş

İşletmelerde mali başarısızlık, çözümlenemeyen bir sorun haline geldiği zaman iflas söz konusu olmaktadır (Aktaş, 1997:7). İşletmelerde finansal yeniden yapılanma ise, işletmenin bu mali başarısızlık sürecinden çıkışta aldığı önlemlerle ilgilidir (Uzun, 2005: 158-168). Finansal yeniden yapılanma süreci, problemlili olan bilançonun sağlıklı bir şekilde çevrilmesi, faiz yüklerinin azaltılması, büyümeye hazırlık için yeniden sermaye (recapitalization) sağlanmasıdır (Blatz, Kraus ve Sascha, 2006:9). Finansal yeniden yapılanmaya gidilmesiyle firmaların sermaye yapısında, firma değerinde ve hisse senedi performanslarında değişimler söz konusu olmaktadır. Dolayısıyla finansal yeniden yapılanmayla ilgili tanımlarda bu unsurlar yer almaktadır (Akkaya ve Tükenmez, 2007: 179). Finansal yeniden yapılanmada, işletmeler açısından finansman sorunlarının çözümlenmesi de, dış etkilerle oluşturulabilecek çözümler ve firma içinden geliştirilebilecek çözümlerle bulunabilir.

2. İşletmelerde Krizden Sonra Finansal Yeniden Yapılanma

Kriz dönemlerindeki işletme-içi finansman stratejileri kriz dönemindeki başarıları etkilemektedir. Kriz dönemlerinde, işletmelerde aşırı borçlanma, karşılıksız dövizle borçlanma ve finansman giderlerinin yüksekliği gibi nedenler başarısızlığı tetiklemektedir (Öztek, 2006: 141-151). Kriz döneminde işletmeleri zorlayan aşırı borçlanma ve nakit akışındaki zorlukların aşılması gerekmektedir (Kawai, 2000: 133-168). Krizden sonra dönemler halinde finansal yeniden yapılanma üç aşamada gerçekleşmektedir: (1) Problemlili borç akışı işlemlerinin uzun dönemli düzenlenmesi (2) Kısa dönemde finansal istikrarın sağlanması ve (3) Orta vadede(6-18 ay) karlılık, mali yapının güçlendirilmesi ve likiditenin artırılmasıdır (Mako, 2001).

Krizlerden sonra işletmelerde yeniden yapılanma sürecinde, devletin hukuki düzenlemeleri, yeni kredi imkânları oluşturulması ve firmanın geliştirdiği finansal stratejilerle finansal yönetimde kurumsallaşmaya gidilmesi şeklinde gelişmeler söz konusu olabilir. İşletmelerde finansal yeniden yapılanma sürecinin en iyi izlenebildiği dönem, Asya krizi sürecidir. Asya krizinde işletmelerin finansal yeniden yapılanma süreci dört aşamada oluşmuştur. *Birinci aşamada*, krizden sonra devlet tarafından işletmelerin yeniden yapılanmasının önündeki hukuki ve vergi ile ilgili engeller kaldırılarak yasal düzenlemeler tamamlanmıştır. Özellikle işletmeler açısından borç yapılarının iyileştirmesine imkân verecek yöntemlerin önü açılmıştır. *İkinci aşamada*, Londra yaklaşımı çerçevesinde değerlendirilebilecek uygulamalar yapılmıştır. Üçüncü aşamada, etkin iflas düzenlemeleri geliştirilmiştir. Son aşamada ise, işletmelerde kurumsal yönetişimin (corporate governance) geliştirilmesine yönelik çalışmalar yapılmıştır. Kurumsal yönetişim, yatırımların artmasını, etkinliğin geliştirilmesini ve uzun dönemde büyümenin artmasını etkilemektedir (Kawai,

2000:133-168). Krizden sonra işletmelerde finansal yeniden yapılanma çok yönlü uygulamaları gerektirmektedir. Bu uygulamalarda çok borçlu işletmelerin borç sorunlarının çözümlenmesi, finansal sektörün yeniden yapılanması ve dış borçların yapılandırılması gibi unsurların uyum içinde düşünülmesi gerekmektedir (Iskander, Meyerman, Gray ve Hagan, 1999: 42-45). Kriz dönemlerinden sonra firmaların borç ve likiditeye odaklanmasının temel nedeni, kriz süresinde yaşanan kredi sıkışıklığıdır. (Yıldıran, 2009:210). İşletmelerde finansal yeniden yapılanma için gerçek bir değerlendirme imkânı veren gelişmeler, Asya krizinden sonraki uygulamalarla görülmüştür. Bu açıdan, Pomerleano (1998) işletme finansı için Asya krizinden alınabilecek derslerde finansal gösterge olarak, kaldıraç oranı, borçlanmanın sürdürülebilirliği, özkaynak karlılık oranı, ekonomik katma değer, finansal kırılma gibi unsurları kullanmıştır.

Krizden sonra işletmelerde finansal yeniden yapılanma sürecindeki stratejiler ülke deneyimleri ve işletme uygulamaları referans alınarak iki grupta incelenebilir. Birinci grupta, uluslararası kurumlar, devlet düzenlemelerini ve yasal düzenlemeleri içeren dışarıdan finansal yapılandırma stratejileri; ikinci grupta, işletmenin borç vadesini ötelemesi, yeni finansman kaynakları sağlaması, halka arz yoluyla finansman sağlanması, swap ve diğer mekanizmalarla borç anlaşmaları imzalaması, duran varlık satışı ile finansal kaynak sağlanması gibi firma-içi finansal yapılanma stratejileri şeklinde sınıflandırma yapmak mümkündür.

3. İMKB Kapsamındaki İşletmelerin Yeniden Yapılanması

İşletmelerde mali kriz dönemi ve sonraki dönemlerin yönetimi, işletmelere yüklediği maliyetler ve kayıplar açısından büyük önem taşımaktadır. Bu süreç sonunda, işletmeler yeniden yapılanma veya iflas tercihlerinden birini uygulamak durumunda kalmaktadırlar. Buradan hareketle bu çalışmanın amacı; işletmelerin kriz dönemindeki performans analizlerini yaparak bu performanslarıyla ilgili etmenleri açıklamak ve kriz sonrası işletme-içi finansal yeniden yapılanmayı tercih eden işletmeler açısından, finansal yeniden yapılanma analizini yapmak ve yapılanma sürecinde işletmenin karlılığını artıran etmenleri açıklamaktır. Araştırmada hangi faktörlerin kriz döneminde işletme performansını etkilediği incelenmiştir.

Bu çalışmanın, başta seçilmiş sanayi kollarında faaliyet gösteren işletmeler olmak üzere, üretim sektöründe faaliyet gösteren işletmeler için de geliştirilerek değerlendirildiğinde geleceğe yönelik faydalar getireceği beklenmektedir.

3.1. Literatür Özeti

Mali kriz dönemlerinin yönetimi ve kriz sonrası yeniden yapılanma çalışmaları hem akademik anlamda hem de işletmeler açısından krizlerin de sıklaşmasıyla birlikte önem kazanan bir konu olmuştur. Bu konuda yabancı yazında daha çok çalışma bulunmakla birlikte ülkemizde de mali kriz sonrası yeniden yapılanmayla ilgili akademik çalışmalar

yürütülmektedir. Aşağıdaki tabloda son dönemlerde yapılan kriz dönemi ve kriz sonrasıyla ilgili akademik çalışmaların özeti sunulmaktadır (Tablo 1).

Tablo 1:Mali Kriz Sonrası Yeniden Yapılanma İle İlgili Literatür Taraması

Tarih	Yazar	Adı	Ulaşılan Sonuç
1990	Harry DeAngelo ve Linda DeAngelo	Dividend Policy and Financial Distress: An Emprical Investigation of Troubled NYSE Firms	New York Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem görüp, 1980-1985 döneminde yaşanan ekonomik çalkantılarda çok sayıda mali kayıp yaşayan 80 büyük sanayi işletmesi üzerinde, kar payı politikalarındaki ayarlamaları incelemek amacıyla, araştırma gerçekleştirilmiştir. Bulgular, zorunlu borç sözleşmeleri arttıkça işletmelerin kar payı dağıtımlarını düşürdüklerini ve büyük kamu şirketlerinin mali sıkıntılara hızlı ve agresif bir biçimde kar payı dağıtımını azaltmasına gittiklerini göstermiştir.
1992	John Kose, Larry H. P. Lang ve Jeffry Netter	The Voluntary Restructuring of Large Firms in Response to Performance Decline	Çalışma, işletmelerin yaşadıkları performans düşüklükleri karşısında, şirket kontrolü, faaliyetleri, yatırımları ve finansal politikaları gibi konulardaki gözlemlenebilir değişimlerini ortaya koymuştur. 1980'lerde varlıkları en çok 1 milyon dolar olan 82 firmanın Compustat ¹ verileri kullanılmıştır. Performans düşüklükleri karşısında işletmelerin firma kontrolü, faaliyetler ve mali politikalarda değişikliklere gittiklerini gözlemlemişlerdir. Negatif bir performans dönemini takip eden yıl çalışan sayısında, faaliyet gösterilen dallarda ve üretim maliyetlerinde önemli düşmeler görülmüştür. Ayrıca firmaların borçları ve kar paylarını düşürerek mali politikalarını değiştirdikleri bulunmuştur.
2001	Tülay Yücel	Finansal Başarısızlık Durumunda Sermaye Yapısı ve Firmaların Aldıkları Tavırlar	Firmaların finansal başarısızlık durumunda sermaye yapılarına bağlı olarak aldıkları tavırları incelemek amacıyla İMKB'de işlem gören 85 firma mali verileri üzerinde araştırma gerçekleştirilmiştir. 1997 yılında kar eden, 1998 yılında zarar eden veya karında azalış görülen firmalar örnekleme dahil edilmiştir. Elde edilen sonuca göre, ekonominin refah içinde olduğu dönemlerde firmaların toplam aktiflerinin finansmanında toplam borç oranının yüksek olması, yaratacağı kaldıraç etkisi nedeni ile firma için risk yaratmasına rağmen desteklenen bir durum olmakta, buna karşın mali kriz dönemlerinde firmalar bu dönemde risk üstlenmek istemediklerinden firma içinde yaratabilecekleri kaynaklara yönelmektedirler. Öncelikle kar payı dağıtımını azaltmayı-durdurmayı ve özsermaye artışı ile kaynak yaratmayı seçmektedirler.
2006	Bora Selçuk	Yükselen Ekonomilerde Kriz Dönemlerinde Bankacılık Sistemlerinin Yeniden Yapılandırılması ve Türkiye Örneği	Çalışmanın amacı, Türk bankacılık sisteminde 2000-2001 Finansal Krizi sonrasında gerçekleştirilen yeniden yapılandırma çalışmalarının başarısını sınamak ve sonuçlarını gözlemlemektir. Ayrıca çalışmada, içlerinde Türkiye'nin de olduğu yükselen ekonomilerde mali kriz sonrası uygulanan bankacılık yeniden yapılandırmaları stratejileri incelenmiş ve ülkelerarası uygulama farklılıkları ortaya konmuştur. Türk bankacılık sisteminin yeniden yapılandırma çalışmaları sonucunda geçirdiği değişimi gözlemlemek ve mevcut performansı literatürde yer alan Dziobek-Pazarbaşıoğlu performans değerlendirme uygulaması ve Basel komitesi tarafından bankaların sermaye yeterlilikleri ve mali güçlerini değerlendirmekte kullanılması tavsiye edilen Sermaye Yeterliliği Rasyosu yardımıyla analiz edilmiştir. Bankacılık performans değerlendirmesinde ilk aşama stok ve akım ölçütleri yardımı ile bankacılık performansını; ikinci aşamada

¹ Compustat, dünya çapında aktif veya pasif olan küresel şirketlerle ilgili finansal, istatistiksel ve piyasa bilgisi sağlayan bir veritabanıdır. 1962 yılında hizmete başlamıştır. (<http://www.compustat.com/>, alıntı:30.05.2011)

			<p>ise aracılık, etkinlik ve risk ölçütleri ile aracılık yeteneği performansını değerlendirmiştir. Ayrıca Türk bankacılık sistemindeki yeniden yapılandırma faaliyetleri sonucunda değişen makroekonomik durumu araştırmak amacı ile makroekonomik oran ve göstergeler yardımı ile daha önce yeniden yapılandırma gerçekleştiren ülke ekonomileri ile karşılaştırılmıştır. Türk bankacılık sisteminin bankacılık ve aracılık yeteneğinin performans sınaması sonucu, yeniden yapılandırma faaliyetleri sonucunda sistemde finansal kriz öncesine (1.1.1997-31.12.2000) göre, kriz sonrasında (1.1.2000-31.12.2004) bankacılık performansı açısından yetersiz kaldığı gözlenmektedir. Stok ve akım ölçütlerin daha çok yeniden yapılandırmanın ilk aşamasında uygulanan finansal yapılandırma çalışmalarının başarısına bağlı kalmasının finansal yapılandırma çalışmalarının bankacılık sistemini kriz öncesi dönemde sahip olunan görece sağlamlığa ulaştıramadığını gözlenmiştir. Türk bankacılık sisteminin 2001 krizi sonrası performansı Dziobek-Pazarbaşıoğlu çalışmasıyla karşılaştırıldığında ise Türkiye'nin tüm ülke gruplarının gerisinde bir performans izlediği ortaya çıkmıştır. Türkiye'nin yeniden yapılandırma çalışmaları sonrası makroekonomik gelişimi uluslararası deneyimlerle karşılaştırıldığında, bankacılık sistemindeki tüm olumsuzluklara rağmen; incelenen ülkelerin önemli bir kısmından daha iyi bir ekonomik performans gerçekleştirdiği gözlenmiştir. Türkiye'nin arkasında bir makroekonomik performans elde etmiş ülkeler Arjantin, Brezilya, Meksika ve Endonezya iken Rusya, Tayland ve Güney Kore ise Türkiye karşısında görece bir başarı sergilemişlerdir.</p>
2008	Minchoul Kim, Minho Kim ve Ronald D.McNiel	Predicting Survival Prospect of Corporate Restructuring in Korea	<p>Çalışmanın bulguları, 1997 Asya krizinden itibaren eşi görülmemiş şekilde ağır bir finansal yeniden yapılanma sürecine girmiş olan mali anlamda sıkıntı yaşayan Koreli firmaların ayakta kalma beklentilerinde, denetim görüşü, firma riskliliği ve firma büyüklüğünün önemli değişkenler olduğunu ortaya koymuştur.</p>
2009	Piruna Polsiri ve Kingkarn Sookhanaphibarn	Corporate Distress Prediction Models Using Governance and Financial Variables: Evidence From Thai Listed Firms During The East Asian Economic Crisis	<p>Çalışmada, Tayland Borsası'nda işlem gören firmalar 1998-2001 Asya krizi dönemi için ele alınmıştır. Logit modelin sonuçları yönetim değişkenlerinin şirketlerin karşılaştıkları sıkıntıların farklılıklarını tahmin etmede önemli bir rol oynadığını göstermektedir. Yani içinde denetimi sağlayan hissedarların olduğu finansal olmayan kurumlarda mali sıkıntı olasılığı daha düşüktür. Denetim sağlayan hissedarların dahil olduğu aktif yönetim kurullarında da mali sıkıntı olasılığı daha düşüktür. Bulgular, aşırı borç kullanımı olan, zayıf faaliyet performansı gösteren ve düşük piyasa kapitalizasyonu gösteren firmaların mali sıkıntı yaşama eğiliminde olduğunu göstermiştir. Kullanılan iki model de başarılı tahminler vermiştir. Yani iki model de etkin erken uyarı sistemi olarak kullanılabilir.</p>

3.2. Veri ve Yöntem

Mali krizlerin şirketlere etkisi ve sonrasında görülen yeniden yapılanma uygulamalarını incelemek amacıyla 2001-2003 yılları arasında, İMKB'de işlem görüp “taş ve toprağa dayalı sanayi”, “metal ana sanayi” ve “metal eşya, makine ve gereç sanayi” kolunda faaliyet gösteren 51 firmanın 12 aylık mali tablo verileri incelenmiştir. 2001 Türkiye krizinin ele alınmasının nedeni; 2007 mali krizi etkilerinin hala sürmesine rağmen 2001 krizinin hem

kriz sürecini hem de sonrasında yaşananların rakamsal verilerle gözlemlenebilmesi olanağıdır. Araştırma sürecinde, kriz dönemindeki ve krizi takip eden iki yıllık yapılanma dönemindeki araştırma kapsamındaki firmaların performansları analiz edilmiştir. Analizdeki değerlendirme unsurları şu şekilde listelenmektedir:

- a) Kriz dönemi ve krizden sonraki dönemlerdeki uygulamaların analizi,
- b) Firmaların karlarını etkileyen unsurların tespiti,
- c) Firmaların kriz sonrası finansal yeniden yapılanma uygulamalarının tespiti.

Analizde firmaların kriz dönemi başarı değerlendirmelerinin yapılabilmesi ve yorumlanabilmesi için 2001 yılındaki mali tablolarından elde edilen niceliksel verilerin kullanıldığı çok değişkenli doğrusal regresyon modeli kullanılacaktır. Regresyon model, bir bağımlı değişkenin başka açıklayıcı değişkenlere olan bağımlılığını, birincinin (anakütle) ortalama değerini, ikincilerin (yinelenen örneklerdeki) bilinen ya da değişmeyen değerleri cinsinden tahmin etme ve/veya kestirme amacıyla inceler (Gujarati,2009:16). Bu model sayesinde, kriz döneminde ve sonraki yapılanma dönemlerinde firmaların karlılığı ile çeşitli mali veriler arasındaki ilişki durumu ölçülecektir. Firmaların performans kriterleri olarak kriz dönemindeki net kar/özsermaye oranı bağımlı değişken olarak kullanılacaktır. Bağımsız değişken olarak da halka açılma oranı, finansman oranı, net işletme sermayesi devir hızı, faaliyet gideri/net satış gibi veriler kullanılmıştır.

Analiz modeli:

$$(i) \quad Y_i : \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + u_i$$

Burada Y bağımlı değişkeni, X_{123} 'ler bağımsız değişkeni, u_i de modele dâhil edilmemiş olan, ancak modele etkisi olan değişkenleri temsil eden hata değişkenini ifade etmektedir. Veri analizi için “ IBM SPSS Statistics 18” programı kullanılarak verilerin kaydedilmesi, sınıflandırılması, başarı ölçümünde kullanılacak doğrusal regresyon analizinde ve sonuçların raporlanması sağlanmıştır. Çalışmada, işletme-içi finansal yeniden yapılanma stratejileri incelenmektedir. Çalışmanın bilimsel sınırları mali tablolar çerçevesinde belirlendiğinden, borçlanma, sermaye değişimi, firma değeri değişimi ve yeni kaynak sağlama gibi işletme-içi stratejilerin izlenmesi mümkün olmaktadır. Bu bilimsel tercih krizden sonra işletme-içi finansal yeniden yapılanma sürecinin net bir analizini de sağlamaktadır.

Tablo 2: İşletmelerde Finansal Yeniden Yapılanma Stratejileri ve Kriterleri

Strateji	Kriter
Likidite Artışı	Cari Oran
Finansal Yapı Stratejileri	Kaldıraç Oranı, Borç Değişimi, Özsermaye değişimi
Maliyetler	Finansman Giderleri, Faaliyet Giderleri
Firma değeri	Borsa Senetlerinin Piyasa Performansı
Karlılık	Net Kar/Satış Oranı, Net Kar/Özkaynak
Yeni Kaynak	Maddi Duran Varlık Satışı

Mali kriz sonrası işletmeler finansal yeniden yapılanma stratejisi olarak, likidite artırmaya, borçluluklarını ve giderlerini düşürmeye, özsermayelerini ve karlılıklarını artırmaya çalışmaktadır. Bu uygulamaları işletmelerin mali tablo verilerinden elde edilen analizler yoluyla görmek mümkündür (Tablo 2).

3.3. Verilerin Analizi ve Bulgular

Analiz süreci için ele alınan örneklem; İMKB’de işlem gören taş ve toprağa dayalı sanayi kolunda faaliyet gösteren 2001 kriz yılında 3’ü başarısız 17’si başarılı 20 işletme, metal ana sanayi kolunda faaliyet gösteren 5 başarısız, 6 başarılı 11 işletme ve metal eşya, makine ve gereç yapımı sanayi kolunda faaliyet gösteren 10 başarılı 10 başarısız firmadan oluşmaktadır (Tablo 3). Burada “başarısız firma” ifadesi ilgili dönemde zarar eden veya ne zarar ne kar eden firmalar için kullanılmıştır. “Başarılı firma” ifadesi ise 2001 kriz yılında kar elde etmiş firmaları temsil etmektedir.

Tablo 3: Örneklemın Kriz Dönemi (2001) Dağılımı

	SAYI (N)	YÜZDE (%)
TAŞ VE TOPRAĞA DAYALI SANAYİ	20	39,22%
<i>Başarılı</i>	17	33,33%
<i>Başarısız</i>	3	5,88%
METAL ANA SANAYİ	11	21,57%
<i>Başarılı</i>	6	11,76%
<i>Başarısız</i>	5	9,80%
METAL EŞYA, MAKİNE VE GEREÇ YAPIMI	20	39,22%
<i>Başarılı</i>	10	19,61%
<i>Başarısız</i>	10	19,61%
TOPLAM	51	100,00%
<i>Başarılı</i>	33	64,71%
<i>Başarısız</i>	18	35,29%

İşletmelerin kriz dönemi ve krizin hemen sonrasındaki iki yapılanma dönemi verileri incelendiğinde işletmelerin aktif artırımına yöneldiği, borçla finansmanı ve banka kredilerini düşürmeye, özsermayeyle finansmanı artırmaya çalıştıkları, duran varlıklarını artırmaya yöneldikleri görülmektedir. Krizin olumsuz etkilerinden kurtulmak amacıyla firmalar finansman giderlerini krizin ertesi döneminde azaltmaya yönelmiştir ve bu azalış krizden sonraki ikinci yapılanma yılında daha belirgin görülmektedir. Yine en göze çarpan bir diğer durum da firmaların kriz sonrasında iki yapılanma yılında özsermayeyle finansmana yoğunlaştığı ve krizden sonraki ikinci yapılanma yılında kriz dönemine göre 2 kattan fazla özsermayeyi artırdıklarıdır. Firmaların ortalama borç yapısına bakıldığında ise firmaların uzun vadeli den ziyade kısa vadeli borçlarını azaltmaya yöneldikleri görülmektedir. 51 firma verilerinin ortalaması alındığında kriz döneminde meydana gelen zararlarını krizden sonraki ilk yapılanma yılında kara dönüştürmeyi başarmışlar, krizden sonraki ikinci yapılanma yılında ise karlarını yaklaşık 6 kat artırmışlardır. Kriz döneminde tahvil kullanmayan firmalar krizden sonraki iki yapılanma yılında da tahvil kullanmamaya devam etmişlerdir (Tablo 4).

Kriz dönemindeki kar eden işletme ortalaması %65'ten kriz sonrası ikinci yapılanma yılında %92'ye kadar çıkmıştır. Yine belirgin bir değişim görülmemekle birlikte krizden sonra işletmelerin pazarlama harcamalarını (Pazarlama Gideri/ Net Satış, maksimum değerler) artırmaya yöneldikleri görülmektedir. Kriz sonrasında firmalar alacak devir hızı, cari oran gibi değişkenlerini artırmaya yönelmiştir, aynı zamanda bu oranlar firmaların etkinliğini gösteren oranlardır ve yüksek çıkmaları genellikle firmaların lehine olmaktadır. Bununla birlikte, krizin etkilerini azaltmak ve benzer etkileri yaşamak istemeyen işletmelerin bu amaçla satışların maliyeti, faaliyet gideri, finansman gideri gibi giderlerini satışlarına kıyasla azalttıkları ve karlılıklarını artırdıkları görülmektedir. Ancak firmaların ortalama yurtdışı satışlarında ve halka açılma oranlarında önemli bir değişim görülmemektedir. Bu da, firmaların kriz döneminde iç kaynaklardan ziyade dış kaynaklara yönelmenin olumsuz etkilerini fazla yaşamadıklarından bu durumu değiştirmeye gerek görmedikleri olarak yorumlanabilir (Tablo 5).

Diğer tablolarda da açıklandığı gibi firmalar yapılanma yıllarında aktiflerini, duran varlıklarını, karlarını, maddi duran varlıklarını, özsermayelerini, stok ve yedeklerini artırma yoluna gitmekte, banka kredilerini, finansman giderlerini, borçlarını ve özellikle kısa vadeli borçlarını ise azaltmaya çalışmaktadır. İlk yapılanma yılına göre ise, ikinci yapılanma yılında işletmelerin kriz sonrası finansal yeniden yapılanma çabalarının etkinliği daha net görülmektedir (Tablo 6).

Tablo 4: 2001-2003 Yılı İçin Şirketlerin Seçilmiş Mali Tablo Verilerinin Toplam Dağılımı

	KRİZ YILI 2001			YENİDEN YAPILANMA YILI 1 2002			YENİDEN YAPILANMA YILI 2 2003		
	Ortalama	Minimum	Maksimum	Ortalama	Minimum	Maksimum	Ortalama	Minimum	Maksimum
Aktif Toplamı	163.328.084,22	4.887.248	1.627.564.533	241.018.753,47	8.989.572	2.360.239.321	222.209.107,22	266.733	3.095.703.967
Kısa Vadeli Alacak	45.478.325,80	1.327.118	530.073.733	65.176.767,24	1.761.208	717.915.620	47.206.080,16	18.036	774.670.400
Banka Kredileri	45.308.743	0	519.106.805	57.732.497,82	0	635.833.812	32.204.164,41	0	433.824.686
Borç Toplamı	1.019.600.209,55	2.994.944	877.346.675	146.103.620,04	4.475.939	1.294.000.773	97.335.629,25	48.954	1.392.785.238
Duran Varlıklar	70.885.599,73	1.256.146	1.022.644.315	109.503.906,55	1.374.394	1.678.801.390	116.915.454,02	199.806	2.191.013.868
Finansman Giderleri	29.770.031,73	820	334.744.277	21.258.636,02	0	269.106.536	5.341.709,41	0	73.264.041
Net Kar/ Zarar	-3.088.734,63	-118.635.757	54.718.588	4.315.705,25	-165.271.220	188.131.016	20.818.338,47	-4.230.689	360.852.471
Kısa Vadeli Borç	68.991.077,90	1.294.130	616.420.959	93.516.364,47	2.928.469	744.726.251	60.446.199,49	23.945	821.132.073
Maddi Duran Varlık	61.780.650,25	1.126.993	986.509.062	92.007.835,47	694.706	1.481.004.970	93.400.528,82	199.091	1.854.641.403
Menkul Kıymetler	1.885.873,39	0	20.893.705	3.966.106	0	43.837.931	3.095.770,55	0	50.120.989
Özsermaye	61.344.321,96	-50.322.063	750.217.858	94.915.133,43	-94.944.010	1.236.243.655	124.262.844,24	-4.769.716	2.022.123.375
Piyasa Değeri	157.614.512.338,4 5	3.888.000,00 0	1.386.225.000,00 0	164.451.540.755,8 4	4.341.600,00 0	1.890.720.000,00 0	151.799.147.470,9 4	1.395.000,00 0	1.840.608.000,00 0
	KRİZ YILI 2001			YENİDEN YAPILANMA YILI 1 2002			YENİDEN YAPILANMA YILI 2 2003		
	Ortalama	Minimum	Maksimum	Ortalama	Minimum	Maksimum	Ortalama	Minimum	Maksimum
Sermaye	21.026.580,18	23.900	170.412.875	27.713.397,90	23.900	170.412.875	37.761.738,33	31.500	366.120.740
Stoklar	24.288.497,88	428.457	358.011.339	30.788.102,51	265.078	364.670.677	28.295.789,33	19.489	377.982.692
Uzun Vadeli Borç	32.969.131,65	303.492	417.596.580	52.587.255,57	351.383	573.943.559	36.889.429,76	25.009	571.653.165
Yedekler	9.699.910,47	123.694	133.570.857	11.734.966,45	181.759	106.287.700	14.073.029,67	12.138	172.443.564
Tahvil	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Tablo 5: 2001-2003 Yılı İçin Şirketlerin Seçilmiş Mali Oranlarının Dağılımı

	KRİZ YILI 2001			YENİDEN YAPILANMA YILI 1 2002			YENİDEN YAPILANMA YILI 2 2003		
	Ortalama	Minimu	Maksimum	Ortalama	Minimu	Maksimum	Ortalama	Minimu	Maksimu
	a	m		a	m		a	m	m
Kar(1)/Zarar(0)	0,65	0	1	0,71	0	1	0,92	0	1
Alacak Devir Hızı	7,46	1,22	31,98	8,35	0,73	28,64	26,54	0,75	887,11
ArGe Giderleri/Net Satış	0,00	0,00	0,05	0,00	0,00	0,02	0,00	0,00	0,02
Cari Oran	1,73	0,22	6,03	1,86	0,17	5,08	2,17	0,24	5,28
Faaliyet Gideri/Net Satış	0,16	0,04	0,28	0,15	0,04	0,27	0,15	0,04	0,50
	KRİZ YILI 2001			YENİDEN YAPILANMA YILI 1 2002			YENİDEN YAPILANMA YILI 2 2003		
	Ortalama	Minimu	Maksimum	Ortalama	Minimu	Maksimum	Ortalama	Minimu	Maksimu
	a	m		a	m		a	m	m
Finansman Gideri/ Net Satış	0,19	0,00	0,84	0,09	0,00	0,50	0,03	0,00	0,32
Finansman Oranı	5,84	-5,60	202,53	0,53	-35,26	11,39	1,06	-3,35	6,85
Fiyat-Kazanç Oranı	11,70	0,00	171,36	12,34	0,00	260,46	30,90	3,85	608,02
Halka Açılma Oranı	44,01	0,00	900,00	61,02	0,00	600,00	44,45	0,00	900,00
Kaldıraç Oranı	0,58	0,11	1,26	0,53	0,14	1,35	0,44	0,12	1,43
Kısa Vadeli Borç/ Aktif Oranı	0,43	0,10	1,17	0,39	0,11	1,19	0,31	0,06	1,32
Net İşletme Sermayesi Devir Hızı	2,66	-84,31	25,81	10,40	-17,21	174,16	6,84	-94,50	181,96
Net Kar/ Net Satışlar	-0,01	-0,74	0,51	0,04	-0,72	0,35	0,07	-0,67	0,28
Net Kar/ Özsermaye	-1,20	-65,47	2,36	0,16	-1,81	4,16	0,17	-0,63	1,89
Net Satışlar/Aktif Toplamı	1,14	0,53	2,76	1,19	0,50	2,40	1,14	0,48	2,39
Pazarlama Gideri/ Net Satış	0,07	0,01	0,16	0,07	0,01	0,17	0,07	0,00	0,28
SMM/Satışlar	73,42	46,91	104,85	65,28	-83,92	113,51	71,37	0,66	104,19
Stok Devir Hızı	7,49	2,14	43,01	8,72	1,58	86,82	8,68	-6,62	101,63
Yurtdışı Satışlar/ Toplam Satış	0,37	0,00	0,91	0,37	0,00	0,93	0,35	0,00	0,90

Tablo 6: 2002 ve 2003 Yılında Şirketlerin Mali Tablo Verilerinin 2001 Kriz Yılına Göre Değişim Dağılımı

	2002		2003	
	<u>Ortalama Değişim</u>	<u>Ortalama Değişim (%)</u>	<u>Ortalama Değişim</u>	<u>Ortalama Değişim (%)</u>
Aktif Toplamı	77690669,25	39,06	58881023,00	72,31
Kısa Vadeli Alacak	19684441,43	45,18	1727754,35	58,82
Banka Kredileri	12423754,82	110,64	-13104578,59	-34,00
Borç Toplamı	44143410,49	27,10	-4624580,29	-27,20
Duran Varlıklar	38618306,82	42,87	46029854,29	121,33
Finansman Giderleri	-8511395,71	-232,95	-24428322,31	-7,74
Net Kar/ Zarar	7404439,88	75,96	23907073,10	96,95
Kısa Vadeli Borç	24525286,57	30,45	-8544878,41	-23,43
Maddi Duran Varlık	30227185,22	41,86	31619878,57	118,58
Menkul Kıymetler	2080232,61	214,23	1209897,16	602,12
Özsermaye	33570811,47	44,40	62918522,27	225,54
Piyasa Değeri	6837028417,37	10,31	-	-85,14
Sermaye	6686817,73	72,88	5815364867,51	16735158,16
Stoklar	6499604,63	33,03	4007291,45	56,03
Uzun Vadeli Borç	19618123,92	63,11	3920298,12	191,20
Yedekler	2035055,98	48,55	4373119,20	211,32
Tahvil	0	-	0	-

2001 krizinde işletmelerin karlılıklarını hangi değişkenlerin etkilediğini ortaya koymak amacıyla verilere çoklu doğrusal regresyon analizi uygulanmıştır. Kullanılan bağımlı değişken sürekli ölçekte, bağımsız değişkenler de çok sayıda oranı içeren bir dizi gözlemden meydana gelmiştir. Ayrıca, bu modelde kullanılan değişkenlerin doğrusal bir ilişkiye sahip olduğu varsayılmaktadır. Ele alınan değişkenlere uygulanan analiz doğrultusunda, işletmelerin başarı ölçümü için en uygun değişkenler sırasıyla; “net kar/özsermaye” performans ölçütü olan bağımlı değişken olarak, performans ölçütünü etkileyen bağımsız değişkenler olarak ise; “yurtdışı satışlar/toplam satış”, “halka açılma oranı”, “finansman oranı”, “pazarlama gideri/net satış oranı”, “finansman gideri/net satış”, “net işletme sermayesi devir hızı” ve son olarak “faaliyet gideri/ net satış” belirlenmiştir.

Tablo 7: 2001 Yılı Regresyon Analizi Model Özeti

R	R ²	Düzeltilmiş R ²	Tahmini Standart Sapma
0,996 ^a	0,992	0,990	0,909320
a. Tahminleyiciler: (Sabit), Yurtdışı Satışlar/Toplam Satış, Faaliyet Gideri/Net Satış, Finansman Oranı, Halka Açılma Oranı (%), Net İşletme Sermayesi Devir Hızı, Finansman Gideri/Net Satış, Pazarlama Gideri/Net Satış			

Tablo 7’de R2 değerinin 0,992 çıkması uygulamada kullanılan bağımsız değişkenlerin başarı kriteri olan “net kar/özsermaye” değişkenini %99 oranında açıkladığını dolayısıyla kullanılan bağımlı değişken ile bağımsız değişken grubu arasında çok yüksek bir ilişki olduğunu göstermektedir.

Tablo 8. 2001 Yılı Regresyon Analizi Anova Tablosu

Model	Kareler Toplamı	df	Ortalama Kare	F	Anlamlılık
<i>Regresyon</i>	4190,446	7	598,635	723,984	0,000
<i>Artık</i>	35,555	43	0,827		
<i>Toplam</i>	4226,001	50			

ANOVA tablosunda anlamlılık değeri 0,000 olarak hesaplanmıştır. Bu durum, söz konusu değişkenler arasındaki ilişkinin p<0,01 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir (Tablo8).

Tablo 9: 2001 Yılı Regresyon Analizi Katsayılar Tablosu

Katsayılar ^a					
Model	Standartlaştırılmamış Katsayılar		Standartlaştırılmış Katsayılar	t	Anlamlılık
	B	Standart Sapma	Beta		
(Sabit)	0,328	0,509		0,643	0,523
Faaliyet Gideri/Net Satış	3,948	3,560	0,027	1,109	0,274
Finansman Gideri/Net Satış	1,725	0,744	0,035	2,316	0,025
Finansman Oranı	-0,324	0,005	-0,995	-69,161	0,000
Halka Açılma Oranı (%)	0,000	0,001	-0,005	-0,359	0,721
Net İşletme Sermayesi Devir Hızı	0,018	0,010	0,027	1,675	0,101
Pazarlama Gideri/Net Satış	-6,949	5,074	-0,031	-1,370	0,178
Yurtdışı Satışlar/Toplam Satış	-0,401	0,536	-0,011	-0,748	0,459

a. Bağımlı Değişken: Net Kar/ Özsermaye

Katsayılar^a tablosuna göre (Tablo9), 2001 kriz dönemi için net kar/özsermaye oranı ile finansman oranı ve finansman gideri/net satış oranı arasındaki ilişki $p < 0,05$ düzeyinde anlamlı iken, kalan bağımsız değişkenlerle bağımlı değişkenin arasındaki ilişkinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmektedir. Yani işletme performans ölçütü olan net kar/ özsermaye oranına anlamlı katkı yapan bağımsız değişkenler; finansman oranı ile finansman gideri/net satış oranıdır. Değişkenlerin katsayısı ele alındığında başarı kriteri üzerinde en fazla olumlu etkinin faaliyet gideri/net satış olduğu, en fazla olumsuz değişkeninse pazarlama gideri/net satış olduğu görülmektedir. İşaretine bakılmaksızın en yüksek Beta katsayısına sahip değişkenler sıralandığında, 2001 kriz yılındaki en önemli değişkenlerin sırasıyla; finansman oranı (0,995), finansman gideri/net satış(0,035), pazarlama gideri/net satış (0,031), faaliyet gideri/net satış (0,027) ile net işletme sermayesi devir hızı (0,027), yurtdışı satışlar toplam satış (0,011) ve halka açılma oranıdır (0,005). Tablo 9'de yer alan verilerden işletme performans ölçütünün alabileceği değer aşağıdaki şekilde formüle edilebilir:

$$Y_4 = 0,328 + 3,948 * X_{20} + 1,725 * X_{21} - 0,324 * X_{22} + 0,000 * X_{24} + 0,018 * X_{27} - 6,949 * X_{29} - 0,401 * X_{33}$$

4. Sonuç

Mali küreselleşme ve serbestleşme hareketleri işletmelere kısa dönemli sermaye sağlamakla birlikte, işletmeleri tüm dünyada yaşanan finansal risklere karşı daha açık hale getirmektedir. Bu gelişmelere bağlı olarak, firmalar ufak bir mali sıkıntı karşısında bile ciddi ekonomik ve finansal maliyetler yüklenmektedir. Bu sebeple, işletmelerde kriz dönemini en az zararla atlatabilmek ve kriz sonrasında etkili bir finansal yeniden yapılanma politikası uygulayabilmek özellikle mali küreselleşmeden itibaren daha büyük bir önem kazanmıştır. Firmalar finansal yeniden yapılanmaya, ya kendi özsermayelerinde düzenleme yaparak ya da borç yapılarını değiştirerek gitmektedirler.

Bu çalışmada, işletmelerin hem kriz dönemindeki davranışlarını hem de kriz sonrasında nasıl bir finansal yapılanmaya gittiklerini gözlemlemek amacıyla, uygulama dönemi olarak 2001 krizinin yaşandığı dönem kriz yılı, takip eden 2002 ve 2003 seneleri de kriz sonrası yapılanma yılları olarak ele alınmıştır.

Kriz sonrasında hem kar eden hem de zarar eden işletmelerin aktiflerini artırırken, kaynaklarını sağlarken özsermayeyle finansmana ağırlık verdikleri borçla finansmanı azaltma yoluna giderek bir finansal yeniden yapılanmaya gittikleri

görülmektedir. Kriz sonrası iki yapılanma yılında firmalar yeniden yapılanma uygulamalarıyla karlılıklarını artırmıştır.

Sonuç olarak, analizde ele alınan göstergeler içerisinde, 2001 krizinde işletmelerin karlılıklarını etkileyebilecek etmenlerin sırasıyla; finansman gideri, pazarlama gideri, faaliyet gideri, net işletme sermayesi ve yurtdışı satışlar olduğu saptanmıştır. İşletmeler kriz döneminde yaşadıkları olumsuzlardan kurtulmak amacıyla finansal yeniden yapılanmaya gitmişlerdir. Bunun için ise, aktiflerini artırmışlar, aktiflerinin kaynakları içinde borçla finansmanı düşürmüşler, özsermayeyle finansmanı artırmışlardır. Özsermayeyle finansman için işletme içi kaynaklardan ziyade hisse senedi arzı gibi işletme dışı kaynaklara yönelmişlerdir. Analiz sonuçları, kriz döneminde hem kar eden hem zarar eden firmaların olumsuz etkilendiğini ve sonraki yıllarda finansal yeniden yapılanmaya gittiklerini göstermektedir. Bu noktada önemli olan; firmaların yeniden yapılanma uygulamalarının ne kadar sağlıklı olduğu ve gelecekteki iktisadi faaliyetlerine ne kadar olumlu katkı sağlayabileceğidir.

Çalışmada başarı göstergesi olarak sadece ilgili dönemde firmanın kar edip etmemesi veri olarak kullanılmıştır. Çoklu doğrusal regresyon analizi ise ilgili dönemde firmanın karlılıklarını etkileyen değişkenlerin ortaya koyulabilmesi için uygulanmıştır. Analiz sürecinde ele alınan değişkenler içerisinde en çok etkileme gösteren değişkenler model için seçilmiştir. Firmaların açıkladıkları bilgilerin sınırlı olması ve verilere düzenli olarak ulaşılamaması çalışmanın kapsamını daraltmış olsa da, bu çalışmanın kriz dönemi ve kriz sonrası finansal başarı ölçümleri ve her firma veya her sektör için standart olamayacak finansal yeniden yapılanma çalışmaları için yol göstereceği beklenmektedir.

KAYNAKLAR

- Akkaya, Cenk G., - Mine N. Tükenmez (2007), “İşletmelerde Finansal Yeniden Yapılanma Dinamikleri: Örnek Olay Analizi”, Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt 22, Sayı 2, s. 179-195
- Aktaş, Ramazan (1997), Mali Başarısızlık (İşletme Riski) Tahmin Modelleri, 2.Baskı, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, İstanbul
- Blatz, Michael- Karl-J Kraus - Sascha Hagnai (2006), “Innovative Crisis Management Concepts-An Up-to-Date Status Evaluation”, Corporate Restructuring Finance in Times of Crisis (ed. Blatz, Michael, Kraus, Karl-J, Hagnai, Sascha.), Springer, Germany

- DeAngelo, Harry - Linda DeAngelo (1990), "Dividend Policy and Financial Distress: An Empirical Investigation of Troubled NYSE Firms", *The Journal of Finance*, Vol. XLV, No.5, p. 1415-1431
- Gujaranti N. Damodar (2009), *Temel Ekonometri*, 6. Baskı, Literatür Yayıncılık, Çev. Ümit Şenesen, Gülay Günlük Şenesen, İstanbul
- IMKB. <http://www.imkb.gov.tr/Home.aspx>
- Iskander, Magdi- Gerald Meyerman- Dale.F. Gray - Sean Hagan (1999), "Corporate Restructuring and Governance in East Asia", *Finance&Development*, p.42-45
- Kawai, Masahiro (2000), "Resolution of the East Asian Crisis: Financial and Corporate Sector Restructuring", *Journal of Asian Economics*, No. 11, p. 133-168
- Kim, Minchoul- Minho Kim - Ronald D. McNiel (2008), "Predicting Survival Prospect of Corporate Restructuring in Korea", *Applied Economics Letters*, No. 15, p. 1187-1190
- Kose, John- Larry H. P. Lang - Jeffry Netter (1992) "The Voluntary Restructuring of Large Firms in Response to Performance Decline", *The Journal of Finance*, Vol. XLVII, No. 3, p. 891-917
- Mako, Wiliam,P (2001), "Corporate Restructuring in East Asia: Promoting Best Practices", *Finance & Development*, Vol. 38, No: 1, (www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2001/03/mako.htm)
- Öztek, Ömür S. (2006), "İstanbul Yaklaşımı Kapsamındaki Firmaların Finansman Politikaları Üzerine Ampirik Bir Çalışma", *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı.30, s. 141-151
- Polsiri, Piruna - Kingkarn Sookhanaphibarn (2009), "Corporate Distress Prediction Models Using Governance and Financial Variables: Evidence From Thai Listed Firms During The East Asian Economic Crisis", *Journal of Economics and Management*, Vol. 5, No. 2, p. 273-304
- Pomerleano, Michael (1998), "Corporate Finance Lessons from the East Asian Crisis", *Public Policy for The Private Sector*, Note No. 155
- Selçuk, Bora (2006), *Yükselen Ekonomilerde Kriz Dönemlerinde Bankacılık Sistemlerinin Yeniden Yapılandırılması ve Türkiye Örneği*, Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul
- Uzun, Emin (2005), "İşletmelerde Finansal Başarısızlığın Teorik Olarak İrdelenmesi", *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı 27, p. 158-168

Yıldıran, Mustafa (2009), “2007/08 Küresel Finans Krizi, Kredi Sıkışıklığı ve Banka Kredisi Kullanan İşletmelerin Algılamaları: Sivas İlinde Araştırma”, Muhasebe ve Finansman Dergisi , Sayı 43

Yücel, Tülay (2001), “Finansal Başarısızlık Durumunda Sermaye Yapısı ve Firmaların Aldıkları Tavırlar”, İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, Cilt 16, Sayı 184, s. 84-95