

**GLOBAL KRİZ GÖLGESİNDE DÖNÜŞÜM YÖNETİMİ
(TURNAROUND MANAGEMENT) VE KRİZ DÖNEMİ FİNANSAL
YÖNETİMDE MOODY'S ANALITICS'İN EDF (EXPECTED
DEFAULT FREQUENCY) MODEL YAKLAŞIMI**

Vahit Ferhan BENLİ*

ÖZET

Global kriz ve bunun kurumsal firmalar üzerindeki yeniden yapılanma ve radikal dönüşüm gerektiren etkileri bugün hala geçerliliğini sürdürmektedir. Ancak, Türkiye'de bile birçok şirket satın alma rekorlarının yaşandığı günümüzde, konuya "satın alınan şirket" açısından bakıldığında durumun gözükenden oldukça farklı olduğu anlaşılmaktadır. 2011 yılı sonu itibarıyla tam 241 adet şirket birleşmesi ve satın alınanın değeri yaklaşık 15 milyar Türk lirasını bulmaktadır. Analizimizin ana temasını; yaklaşık 15 milyar TL tutarındaki değerlerin nasıl korunabileceği konusu oluşturmaktadır. Bu korunma ve hatta değer artırımına uluslararası jargonda "Turnaround Management" yani "Dönüşüm Yönetimi" adı verilmektedir. Bu makalede amacımız bu konuya yoğunlaşmak ve bu değerlerin korunmasına yönelik yaklaşımları analiz etmektir.

Analizimiz üç bölümden oluşmaktadır: Birinci bölümde Dönüşüm Yönetim Konsept'ini ve finans yönetiminin hangi rolleri üstlendiği, İkinci bölümde ise Dönüşüm Yönetimi'nin öncesinde bizim için önemli olan erken uyarı sinyallerinin neler olabileceği ve bu çerçevede Moody's Analytics modelleri ile enstrümanları detaylı olarak analiz edilecektir. Son bölümde de Dönüşüm Konsepti'nin hazırlanması ve uygulanması konusu tartışılacaktır.

Anahtar Kelimeler: *Global kriz, Dönüşüm yönetimi, Finansal modeller, Moody's Analytics*

* Dr., İstanbul Ticaret Üniversitesi, ferhanbenli@hotmail.com

**TURNAROUND MANAGEMENT IN THE WAKE OF GLOBAL
CRISIS AND THE IMPLEMENTATION OF MOODY'S ANALYTICS
EDF (EXPECTED DEFAULT FREQUENCY) MODEL APPROACH
IN THE FINANCIAL MANAGEMENT DURING TURBULENT
TIMES**

ABSTRACT

The global crisis and its implications, requiring restructuring and radically transformation of the corporate firms still holds good. On the other hand, while many record increases are observed in terms of the firm takeovers even in Turkey, the situation is comprehended to be very different from the apparent, when we approach the topic from the point of view of the “purchased firm”. By the end of 2011, the amount of 241 mergers and takeover is worth of approximately 15 billion Turkish Liras. The main theme of our analysis is established on how to secure the value of approximately 15 billion Turkish Liras. The “reestablishment operation” of this security and also the augmentation of value are called “Turnaround Management” in the international jargon. We aim to focus on this topic and analyze the approaches relevant to the protection of this value in our paper.

Our analysis consists of three parts: In the first part, we analyze the Turnaround Management and the roles undertaken by the financial management. In the second part we will be elaborating what might be the important early warning signals before the Turnaround Management for us and the Moody's Analytics Models and its instruments in this framework in detail. In the last part, we discuss the preparation of the Turnaround Concept and its implementation.

***Key Words:** Global crisis, Turnaround Management, Financial models, Moody's Analytics.*

1. GİRİŞ

Global ve “lokalize olmuş” finansal krizlerin gölgesinde başarılı bir finans yönetiminin gerçekleştirilmesi hala geçerliliğini sürdüren oldukça önemli bir konu olarak şirket üst düzey yönetimlerinin gündeminde bulunmakta. Bu perspektiften bakıldığında, maliyet indirimi, personel çıkarımı, satışların artırımı gibi klasik dönüşüm enstrümanlarının yanında üst düzey yönetimi ve CFO' ları daha uzun vadeli dönüşüm programları beklemekte. Özellikle CFO' lar rutin finans yönetiminin dışında şirketlerin operasyonlarına dahil olmakta, “Operasyonel Finans” tanımını oluşturacak şekilde yapısal dönüşümlerin ana belirleyici ve anahtar oyuncularını aralarında yer almaya başlamış bulunmaktadır. Alınan stratejik kararlarda ise ana parametre artık “cash flow” yani nakit pozisyon ve durum yönetimi ve

bunun şirket bünyesindeki yapıya olan etkisi anahtar karar parametre olarak ortaya çıkmaktadır. Cash Flow yönetiminde ve akabinde oluşabilecek bir temerrüt riskinin oluşabilme olasılığının ölçümü ve yönetimi ise ayrı bir stratejik yönetim ve dönüşüm modelinin ana hatlarını belirlemeye başlamıştır. Bu tüm kurumsal şirketler ve CFO' lar için başarılı olunması gereken ve şirket bünyesine "ekstra" rekabet avantajı yaratması gereken yeni bir alandır. Moody's Analytics in temerrüt riski ölçüm modelleri ise onlara rehberlik yapabilecek en önemli enstrümanlardır.

2. GLOBAL KRİZ GÖLGESİNDE DÖNÜŞÜM YÖNETİMİ (TURNAROUND MANAGEMENT) VE KRİZ DÖNEMİ FİNANSAL YÖNETİMDE MOODY'S ANALYTICS EDF MODEL YAKLAŞIMI

2.1. Dönüşüm Yönetimi ve CFO' ların Rollerine Genel Bir Bakış

Global kriz, tüm dünyadaki finans yöneticilerine ve özellikle CFO (Chief Financial Officer) diye tanımladığımız şirket finans ve risk yöneticilerine rutin dışı yükümlülükler getirmekle kalmayıp, grup şirketlerinin konsolide yada solo finansal yönetim bazında, ayrı bir "meydan okumaya" maruz kalmalarına sebep olmuştur. Kriz ortamlarındaki "finansal problem", olayın özünde bir "varoluş" ve sürdürülebilirlik problemidir. Bu varoluşun gelecekte sağlanması ve grup şirketlerinin temerrüde düşmemeleri ise, daha önce yönetim kurulu toplantılarında pek görünmeyen CFO' ların ana görevidir. Bu anlamda 2007 yazında başlayan global krizle birlikte CFO' lar, grup yönetimlerinin geleceğinde ve dönüşüm stratejilerinin belirlenmesinde ağırlıklı söz sahibi olmaya başlamışlardır. Bu dönüşüm yönetimi Anglosakson iş dünyasında "Turnaround Management" olarak adlandırılmaya başlanmış olup, Almanya, Avusturya ve İsviçre gibi Alman ekolünün geçerli olduğu ülkelerde ise, eski tanım itibari ile "Sanierung" olarak adlandırılmaktadır. "Turnaround Management" ise kısa sürede kıta Avrupa'sında da kabul görmüş bir kavram olarak iş ve finans dünyasına girmeyi başarabilmiştir.

Son dönemde özellikle finansal literatüre yoğun bir şekilde konu olmaya başlayan "Turnaround Management" yani bizim dilimizle "Dönüşüm Yönetimi" özellikle Almanya'da bulunan "Institut der Wirtschaftsprüfer" adındaki Alman Bağımsız Deneticiler Enstitüsü tarafından, IWF S 6 kodu altında tanımlanmış bir uluslararası "Dönüşüm Standardı" olarak, Eylül 2009 yılından beri uygulamaya alınmıştır. Global krizin etkileri sebebi ile de, Eylül 2011 tarihinde krizin şirketler üzerindeki

etkilerini de göz önüne alarak yeniden revize edilmiştir¹. Tanım itibari ile “Turnaround Management” ya da “Dönüşüm Yönetimi”; bir kurumsal firmanın stratejik, operasyonel ve finansal anlamda yeniden yapılandırılması anlamına gelmekte ve bu kategorideki bir firmanın var oluşunu yeniden belirleyecek kararlara ve süreçlere başta CFO’ nun el atması gerekmektedir. Burada amaç, bir kurumsal firmanın gelecek içinde nasıl ve ne şekilde var olacağını belli bir stratejik, finansal ve operasyonel yapılanma süreci içerisinde ve bir “yol haritası” çıkarılacak şekilde planlanıyor olmasıdır². Konu Alman bankalar kanunu açısından ve likidite krizi geçirmekte olan firmalara açılacak kredilerin tekrar kullandırımlarında böyle bir yol haritası olmadan bu tür kredilerin verilmesinin bankalar tarafından “engellenecek” olması açısından da çok önemlidir³. CFO’ lar farklı finans ve ekonomik ortamların getirdikleri rekabet “dezavantajlarını” bertaraf edebilmek amacıyla, operasyonel görevlerin ifa edilmesinde, finans yönetiminin gerektirdiği gerçeklere paralel olarak “hands on” tabiri verdiğimiz, operasyonel yapıları yeniden yapılandıracak şekilde günlük, rutin yönetimde de pragmatik ve karar verici düzeyde rol oynamaya başlamışlardır. Tüm bunlar şirketlerin geleceğinin ve var oluşlarının teminat altına alınması anlamında yeni görev ve sorumlulukları da beraberinde getirmiştir. Bu görevlerin başında ise ilgili şirketin “Dönüşüm Yeteneğinin” belirlenmesi gerekmektedir⁴. Dönüşüm yeteneğinden amaç, belli bir dönüşüm konseptinin hazırlanarak, bu konsept dahilinde şirketin gelecekteki var oluşunun ve sürekliliğinin belirlenerek, şirketin karlılık, verimlilik esasları dahilinde uzun vadeli rekabet yeteneğinin de belirlenmesi gereğidir. Tüm bu kıstasların bir araya gelip bizlere mantıklı bir planlama tabanı oluşturması durumunda ise, kurum dönüşüm yeteneğine haiz bir statü içinde görülmeye başlanabilir. CFO için bu dönüşümün başlangıç noktası ise şirketin ödeme yapabilme ve temerrüde düşmeme kapasitesini ölçebilmekle başlamaktadır. Yani şirketin kendi “temerrüt riskini ölçme” ve bunu yönetebilme kapasitesi, ileride uygulaması yapılacak dönüşüm süreçlerinin “başlangıç noktasını” oluşturmaktadır. Araştırmamızın temelini oluşturacak ana konulardan biride şirketlerin Moodys Analytics yöntemlerini kullanarak kendi temerrüt

¹ Bkz. www.idv.de, IDW S 6. Yeniden Yapılanma Konseptlerinin Yapılması hakkındaki Standard’lar, “Anforderungen an die Erstellung von Sanierungskonzepten”, 7.9.2011; Warmers, Brinkmann 2011, s. 163.

² KPMG, 2001, s. 3.

³ Bkz. Alman min. Risk Standardları MaRisk, BaFin, 15/2009 sayılı genelge.

⁴ Deloitte, CorporateRestructuring, 2010, s. 3.

risklerini nasıl ölçebileceklerinin ve yöneteceklerinin aydınlatılması olacaktır. Analizimizin ikinci bölümünde ise, gerçek hayatta yaşanan tecrübelerin ışığında Moodys Analytics metodolojisi ve enstrümanlarını kullanarak bu bariyeri nasıl aşabileceğimizi göstermeye çalışacağız.

2.2. The Economist Grubunun Raporu'nda CFO' ların yeni Görevleri

The Economist grubunun krizin başlamasından tam bir sene sonra 2009 yılında, dünyadaki 450 tane CFO arasında yaptırdığı araştırmaya göre aşağıdaki bulgular, günümüzde CFO' ların "yüksek profilli parlayan yıldızlar" olmaya devam ettiklerini göstermektedir. Bununla birlikte günlük likidite ve nakit akış yönetiminin dışında, CFO' ların zamanlarının çoğunluğunu aşağıdaki görev ve sorumluluklar almıştır⁵:

- Risk Tanımlaması ve Risk Yönetimi (80%)
- Genel maliyet indirimine yönelik görevler (80%)
- Yatırım ve Sermaye harcama kararlarının alınması (79%)
- Kredi kontrolü, nakit yönetim ve tahsilat konuları (76%)
- Banka ilişkilerinin yönetimi (71%)
- Personel masraflarının ve bonus sisteminin yönetimi (58%)
- Bağımsız denetim süreçlerinin yönetimi (44%)
- Vergi planlaması (41%)
- IT (Bilgi İşlem) fonksiyonlarının yerine getirilmesi (36%)
- Denetçilerle olan ilişkilerin sürdürülmesi (33%)
- SSK bazlı işlerin tamamlanması (27%)

Aynı araştırmanın yapıldığı platformda, CFO' ların zamanlarının büyük bir çoğunluğunu ayırdıkları konular ise aşağıdaki gibi verilmiştir:

- Maliyet Yönetimi (83%)
- Cash Flow (Nakit Akış) Yönetimi (81%)
- Operasyonel ve Stratejik Risk Yönetimi (71%)
- Stratejik Yönetim ve karar alma (70%)
- Finansal Performans ölçümü ve finansal sonuçların iç yönetime ve şirket dışı ilgi odaklarına iletişiminin sağlanması (66%)
- Kredi veren kuruluşlardan finansman temini (60%)
- Şirket çalışan sayısının yönetimi (57%)
- Değer yaratamayan işlerden çıkılması (exit – (48%))

⁵ The CFO' s New Environment, Temmuz 2009 da hazırlanan CFO' ların yeni çevreleri adlı raporu (CFO Research Sevices in collaboration with ACCA).

➤ Talep yönetimi (32%)

Bu anlamda yukarıda belirlenen konuların ışığında CFO' ların çoğunluğunun kriz ortamlarında cashflow (nakit akış) ve risk yönetimine ayırdıkları yukarıdaki araştırmada belirgin bir şekilde tespit edilmiştir. Günümüz rekabet ortamındaki gerçekleri ve finansal krizi aşmak durumunda kalan bir CFO' yu aşağıda belirleyeceğimiz stratejik öneme haiz önemli konular ve hedefler beklemektedir. Ancak burada dikkati çeken en ilginç nokta ise hala hazırda bir şirketin varlığını belirleyen "temerrüt ihtimalinin" ölçülmesi ve bunun modellenmesi konusunda günümüzde hiçbir CFO' nun zaman ayırmaması ise hala araştırmaya değer bir durum arz etmektedir. Nakit Akış Yönetimi, temerrüt ihtimali ölçümünde ana parametre olmasına rağmen, hala hazırda CFO' lar kendi grup firmalarının temerrüt ihtimallerinin belirlenmesi konusundaki dünyayı yeni bir krizle birlikte keşfetmek durumunda kalmışlardır. Hâlbuki masanın diğer tarafında her gün farklı boyutlarda ilişkide buldukları bankalar ve sermaye piyasası, CFO' ların yönetimlerindeki şirketlerin haiz oldukları kredi/temerrüt risklerini ölçebilmek için oldukça büyük sistemlere ve modellere büyük yatırımlar yapmakta, Basel II ve III çerçevesinde bu süreçler için inanılmaz tutarlarda sermaye ayırmaya zorlanmaktadır. Günümüz gerçekleri ışığında bir şirketin kendi temerrüt ihtimalini ölçebilmesi ve bunu bir rating parametresi olarak kullanabilmesi, bir CFO açısından gerçek bir "challenge" yani meydan okuma olarak gündemine girmiş bulunmaktadır. Durum özellikle uluslararası sermaye piyasalarına girmeyi düşünen firmalar için zaten olmazsa olmaz bir "bariyerdir". Bu bariyeri aşmanın yolu da Moody's ya da S&P gibi kuruluşlardan sağlanacak olan bir rating'den geçmektedir.

2.3. Dönüşüm Yönetimi Boyutunda CFO' ların Gündemini Belirleyen Problemler

Özellikle kriz ortamlarında CFO' ların gündeminde sürekli stratejik öneme haiz konuların ajandalarında olduklarını belirtmiştik. İşin özünde gündem likidite ve cashflow' u arttıran veya arttırabilecek olan konularla daha ilgilidir. Bu anlamda "C₂C – Cash-to-Cash Cycle" yani "Başlangıçtan Sona kadar Nakit" adı verilen döngünün optimize edilmesi ve bu döngü içerisinde kullanılan sermayenin kısa vadeli kredi riskinin ana bileşkelerinden birini oluşturduğu da şüphe götürmeyen bir gerçek

olmuştur⁶. Kriz ortamlarında özellikle müdafî/defansif sektör diye tanımladığımız gıda perakendeciliğinde bile standart olarak bilinen maksimum 30 gün olması gereken “C₂C” süresi, 120 günlere kadar çıkarak, bu sektördeki şirketlerin sermaye erozyonuna uğramalarına sebep olmuştur. Hatta klasik anlamda “negatif işletme sermayesi” kullanan perakende sektörü, yani Unilever, Coca Cola, P&G gibi büyük global, tedarikçilerden *vadeli alımlar* sayesinde sağlanan sermaye, bu tarz büyük oyuncuların kriz dönemlerinde “likit” olmayı tercih etmeleri ve hatta peşin ödemeleri “primlendirme” stratejisini seçmeleri yüzünden, aradaki sermaye açığı bir çok orta ve büyük oyuncuyu “refinansman” problemi ile karşı karşıya bırakmıştır. Likit olmayı tercih eden tedarikçiler yüzünden kriz, bu ortama uyum sağlayamayan küçük oyuncular için bir karabasana dönüşmüştür. Bu durumlarda “Refinansman” ya da yeni “İşletme Sermayesi” sağlayacak banka bulmak yada hakim ortaklar tarafından “yeni sermaye” girişini sağlamak ise CFO için ayrı bir rekabet alanı yaratmaktadır. Gerçekte “Sermaye Tedariki ve Birikimi” hala iyi irdelenmesi ve çözülmesi gereken iddialı bir problem olarak geçerliliğini devam ettirmektedir. Bunun ötesinde refinansmanın gerçekleştirilmesi boyutunda esas problem ise bu durumun hem farkında olabilmek ve hem de “Refinancing Timing” dediğimiz zamanlama problemine de finansal piyasaların gerçeklerinin de ışığında zamanında ve doğru refleksi göstermek gerekmektedir. CFO’ nun bu refleksi zamanında verebilmesi ise ancak ve ancak bankaların uzun zamandan beri uğraştıkları ancak şirketlerin ise hala hazırda yüzleşmeyi pek tercih etmedikleri oldukça stratejik bir yönetim parametresini bilmeleri ile mümkün olabilmektedir. Buda kendi “default riski” adını verdiğimiz, CFO’ ların kendi grup şirketlerinin “temerrüde düşme ihtimallerinin” ne olduğunu ölçebilme, ya da bu riski anlık olarak belirleyebilme ve öngörebilme yetenekleridir⁷. Günümüzde temerrüt ihtimalinin ne olduğunu bilebilecek bir

⁶Losbicher, H., Engelbrechtsmüller, Ch.: Working Capital Management. In: Turnaround, (2011, s. 51-60).

C₂C (cashocashcycle) = DIH (Days Inventory Held) + DSO (Days Sales Outstanding) – DPO (Days Payable Outstanding) olarak tanımlanmıştır. Türkçe olarak tanımladığımızda, Nakit Döngüsü = Stok Devir Gün Sayısı + Ticari Alacak Devir Gün Sayısı – Ticari Borç Devir Gün Sayısı olarak çevrilebilir.

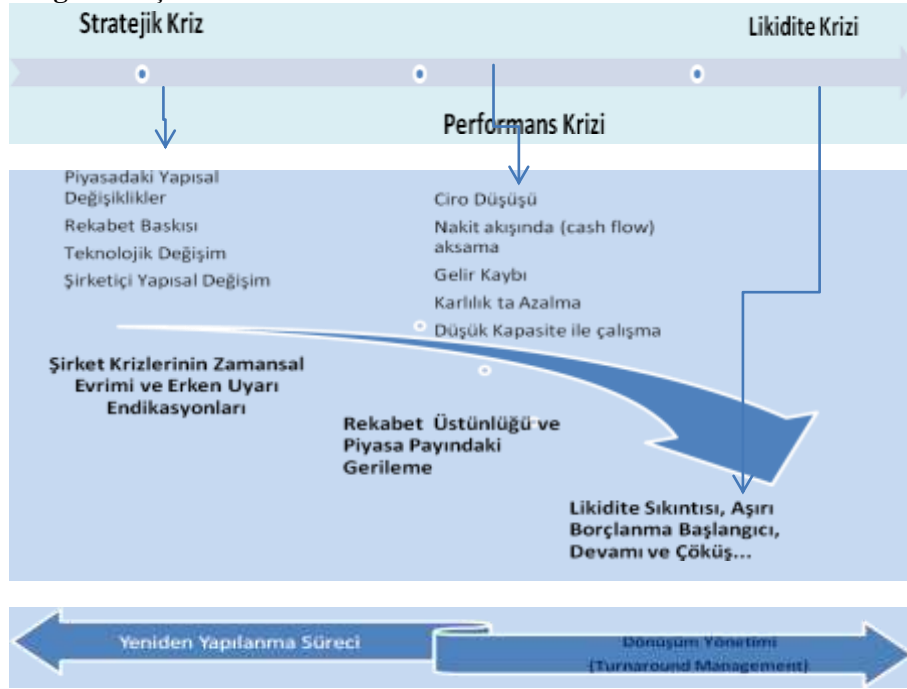
⁷Rating literatüründe bu konu “Point-in-time Rating” olarak anlık derecelendirme olarak adlandırılır. Rating firmaların modelleri ise “through-the-cycle rating” denilen dönemsel derecelendirme metotlarına dayandığı için kriz süresince kritize edilmişlerdir. Anlık rating kullanılan modeller ise kriz anındaki hareketleri ve temerrüt ihtimallerini oldukça etkin bir şekilde göstermişlerdir.

CFO için durum, Archimedes' in aradığı “dünyayı bile yerinden oynatabilecek bir dayanak noktasını bulabilmesi” kadar önemli bir konudur ve bu onun için gerçek bir finansal performans hedefi olacaktır. Kısaca aşağıda tanımlayacağımız orbital model, kredi risk ölçümünden, finansman ve refinansmanın sağlanabilmesinde, yeni stratejik ortaklardan ya da “private equity” diye adlandırdığımız öz kaynak sağlayan finansal fonların şirket içine alınmasına kadar gidecek olan dönüşüm yönetiminin başlangıcı olacaktır. Bu olgu şu anda global krizle birlikte literatüre “Turnaround Management” adı altında girmiş bulunmaktadır. Bu terim kısaca, şirketlerin stratejik, operasyonel ve finansal anlamda gelecekteki varoluşlarının devamını sağlayacak ve sahip oldukları “değerleri” koruma açısından gündemde olan yeni bir yönetim süreci olarak algılanmaya başlamıştır. Konu hem içerik olarak hem de bilimsel anlamda oldukça aktüeldir ve analiz etmeye değerdir (Weber et al, 2011; Birnkmann et al, 2011; Robbins ve Pearce, 1922; Barker ve Duhaim, 1992; Walse, et al, 2004).

2.4. Dönüşüm Yönetimine Giden Yol

Kriz ortamlarında CFO' ları dönüşüme götüren yol ise çeşitli kriz evrelerinden oluşmakta ve şirketleri krize getiren süreç “sürpriz” olarak gelişmemektedir. Genel yapı itibari ile şirketler dönüşüme giden yolda aşağıdaki kriz evrelerinden geçerler:

Diagram 1: Şirket kriz evreleri



Kaynak: Warmers, J.: Sanierung von Firmenkunden, 2011, s. 3.

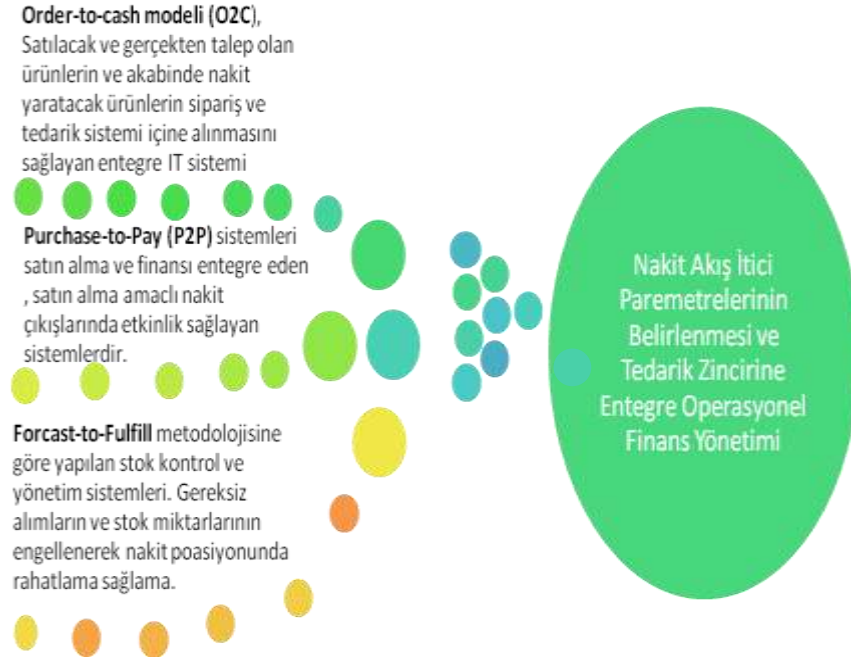
Şirketler, Stratejik Kriz, Performans Krizi ve Likidite Krizi dediğimiz evrelerden geçerek, dönüşüm süreçlerine ya da iflas sürecine girmektedir⁸.

Krize giden süreç genelde “Üst Yönetimin” sorumluluğunda gelişir. Ülkemizde sıklıkla gördüğümüz bir problemde tüm yönetim sürecinin “kişiye veya baştaki lidere” dayandırılması ve yönetimden sorumlu kişilerin ise çözüme gidecek yada kötü gidişatı durduracak kararlarda inisiyatif almamaları olarak belirlenebilir. İşte bu noktada daha kriz safhalarına ulaşmadan çok önce risk yönetimi, üst yönetime gereken erken uyarı bilgisini verebilecek noktada olabilir. Gelen risk bilgileri derinlemesine incelendikten sonra stratejik sistemler ve operasyonel yöntemler bazında ileriye dönük gerekli önlemler alınabilir. Yeniden yapılanma diye klasik literatüre giren süreç ise son global krizle birlikte daha derinlemesine ve daha stratejik boyuttaki dönüşümlere ihtiyaç duyulmasına yol açmaktadır. Bu süreçler ise “Dönüşüm Yönetimi” nin oyun alanına girmektedir.

⁸Warmers, 2011, s. 3.

Yukarıdaki “ok’un işaret ettiği düşünüş istikametini değiştirebilmek amacıyla, önümüzde gelişen olaylara ve sürece Dönüşüm Yönetimi perspektifinden baktığımızda “Finans” fonksiyonu çözüme giden sürecin başını çekecektir. Başta perakende, inşaat ve enerji sektörleri olmak üzere günümüzdeki modern anlamı ile finans, diğer tüm fonksiyonların önüne geçerek, adeta grup şirketlerinin geleceğini belirleyen, diğer fonksiyonların başlangıç ve bitiş noktaları üzerinde belirleyici rol oynayan fonksiyonel bir yapının da lideri olmuştur. Büyümek isteyen firmalar, finansal yönetime daha profesyonelce yaklaşmak durumundadır. Bu anlamda finans içinde de evrim tam anlamıyla sona ermiş bulunmamaktadır. Kriz dönemi akabinde, “Operasyonel Finans” olarak tanımlayabileceğimiz yepyeni bir finansal yönetim kavramı ise, tüm tedarik zinciri ve diğer operasyonel alanları da içine alacak şekilde klasik “döner sermaye” yönetim kavramının yerine geçmeye başlamıştır. Bu kavram çerçevesinde, nakit yönetimi ve satın alma ile satış fonksiyonlarının yönetimini ortak parametreye indirgeyecek olan “Nakit İtici Güç Faktörleri” belirlenmeye başlanmakta, bu parametrelerin C2C (cash-to-cash-cycle) dönüşümü denen nakit akış sürecindeki etkileri belirlenmektedir. Bu süreçte yönetim ve piyasa etkileri anlamında tedarik ve satış zincirlerinin yeniden yapılandırılmalarına çalışılmaktadır. Sonuçta Finans, operasyonel anlamda da bu zincir sürecin yönetiminde kritik bir rol oynamaya başlamıştır ve kriz ortamları devam ettiği sürece de bu rolü üstlenmeye devam edecektir. Kısaca, örnekler vermek gerekirse, kriz dönemlerinde özellikle ticari borç ödeme kapasitelerinde görülen gerileme, tedarikçileri de daha fazla likit olmaya iten yöntemler bulmaya zorlamaktadır. Bu anlamda oldukça cazip “peşin alım iskontoları” sunan tedarikçiler, satın alma fonksiyonlarındaki yöneticilerin bu iştah kabartıcı tekliflerine “hayır” diyememek durumunda kalmışlardır. Üstelik satış yapabilecekleri ürünlerden daha ziyade, sadece “satın alabildikleri ürünleri” satma gibi bir çaba içinde de olmuşlardır. Bu tarz bir satın alma ve satış politikası kısa dönemde şirketin karlılık durumunu pozitif etkilese bile, finans yönetimi açısından şirketin likidite durumunda dönüşümü olmayan “kara delikler” açmaya devam etmiştir. Akabinde şirketin “borçluluk” yapısında ve özellikle kredi riskinde kalıcı sorunlar üretmeye başlamıştır. İyi niyetle “iskonto” almak, CFO’ lar için çift boyutlu derinlemesine kötü sonuçlar doğurmuştur. Bu noktada dönüşüme giden yol ise CFO’ ların kendi kredi risklerini ölçmesiyle ve operasyonların finans tarafının yönetiminde söz sahibi olmalarıyla başlamıştır.

Diagram 2: Operasyonel finans



Kaynak: Finance Executive Insight, 2009, s. 3.

2.5. Amaçlar ve Yöntem

Analizimizin temelinde bir orbital model kullanacak şekilde bir şirketin dönüşüm yönetiminin temelini oluşturacak kredi/temerrüt risklerinin ölçülmesi ve bu kredi risk analiz parametreleri bazında "Finansal Dönüşüm" konseptinin oluşturulması incelenecektir. Bu anlamda Moody' s Analytics metodolojisi ve araçlarının kullanılması sayesinde, kredi risk ölçümü bazında ne gibi stratejik kararlar alabileceğimizi analiz edeceğiz. Yine bu çerçevede hangi risk faktörlerinin kredi risk bileşkesini oluşturduğu gibi uzun vadeli kararlarımızın sonuçlarını etkileyecek olan temel parametrelerin durumuna değindikten sonra nihai finansal dönüşüm konseptini oluşturmaya gayret edeceğiz. Bu iki temel unsur araştırmamızın temel yapısını

oluşturacaktır⁹. Orbital modelimizin çıkış noktasını ise aşağıdaki “varsayımlar ve öneriler” oluşturacaktır:

- Temerrüt ihtimalinin ölçülmesi grup şirketlerinin kredi risk yapıları hakkında ve ileride oluşabilecek likidite krizi hakkında önemli bir iç görüş sağlar.

- Kredi risk ana faktörlerinin ölçülmesi ve anlaşılması bizi daha doğru ve etkin bir tedarik/nakit yönetim modeline doğru götürür.

- Kredi risk ölçümü ve risk marjının hesaplanması bizlere bankalardan aldığımız kredilerin “kriz dönemi” fiyatlamalarında nasıl ışık tutabilir? Kredi risk marjının gerçekte ne olduğunu bilen bir CFO, bu anlamda kredi/sermaye maliyetini indirebilecek noktada olabilir mi?

- Kriz esnasında Nakit Yönetimi ve bilahare alınacak önlemlerle işletme sermayesi yönetimi CFO için öncelik arz eden ve vakit kaybedilmemesi gereken konulardır.

- Nakit pozisyonumuzu belirleyen “cashdriver” dediğimiz itici faktörlerin belirlenmesi ve bu faktörlerdeki değişimler firmanın finansal stratejilerini ve dönüşüm programlarını dönüşüm derecesinde etkileyecek parametrelerdir.

- Kapanış oyunundaki likidite ve stratejik krizleri sona erdirecek nihai hamlelerimiz neler olmalıdır? Dönüşüm yönetimi bizlere finansal anlamda hangi alanlarda, hangi hamleleri yapmamıza yardımcı olacaktır?

Diagram 3: Kredi risk ve finansal dönüşüm orbital modeli



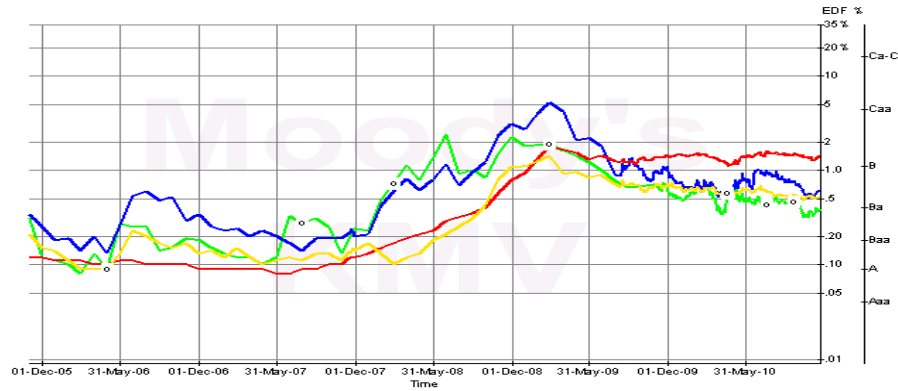
Kaynak: Vahit Ferhan BENLİ, A Critical Assessment of Basel II, Internal Rating Based Approach, Implementation in Emerging Markets, The Case of Turkey, Haupt Verlag, 2010.

⁹ Detaylar için bkz. www.moodysanalytics.com

3. KREDİ VE TEMERRÜT RİSK'LERİNİN MOODYS EDF (EXPECTED DEFAULT FREQUENCY) MODELİ KULLANILARAK ÖLÇÜLMESİ

Burada önemli olan ve finans dünyasının kurumsal tarafında eksik olan nokta, elde edilen risk derecelendirme modelleri, global bankaların risk yönetim birimlerince karşı parti ve kurumsal kredi risklerinin ölçümünde kullanılmasına rağmen, bu modellerin ve enstrümanların genelde çok az sayıda kurumsal finans yönetimlerinde kullanılmamakta olduğudur. Böyle bir modelin varlığı, bankalar tarafından yada üniversitelerden sektöre girmemiş olan “alaylı” CFO yada finans yöneticileri tarafından maalesef bilinmemektedir. Halbuki temerrüt ihtimalinin bilinmesi ve özellikle global anlamda geçerli rating' e sahip olan bir CFO' nun finans yönetiminde rakiplerine karşı stratejik üstünlük sağlayacağı aşikardır. İkinci bölümdeki analizimiz bu eksikliğin tamamlanmasına ışık tutacaktır. Yukarıda belirttiğimiz önerilerin ve soruların ışığında kredi risk parametrelerinin ne olduğunu anlamaya ve bunu yapılandırmaya belli başlı modeller ve enstrümanları kullanarak başlayabiliriz¹⁰. Temerrüt riskinin ölçümünde kullanılacak enstrümanlar; Moody' s (Moody' s KMV-RiscCalc), S&P (Credit Risk Tracker – CRT), SAS (Enterprise Miner) ve Kamakura (Risk Manager) gibi şirketler tarafından ticari anlamda sağlanmaktadır. Burada Moody' s KMV' nin (MKMV ya da yeni adıyla Moody' s Analytics) çözüm platformu ışığında dönüşüm yönetimi gerçekleştirildiği için gözlemlerimizi ve analizimizi MKMV parametreleri dahilinde çözümleyeceğiz.

¹⁰ Kredi risk modellemesi ve metodolojileri için son yazılan kaynak kitaplardan biride Laurantis. G., Maino, R., Molteni, L., *Developing, Validating and Using Internal Ratings, Methodologies and Case Studies*, Wiley, 2010 olmuştur. Bununla birlikte, Balthazar, L., *From Basel I to Basel 3, The Integration of State-of-the-Art Risk Modeling in Banking Regulation* ve Ozdemir, B., Miu, P., *Basel II Implementation, A Guide to Developing and Validating a Compliant Internal Risk Rating System*, McGraw-Hill, 2009 kredi risk modellemesi alanında kaynak eserlerdir.

Diagram 4: Akbank, Türk bankaları, MENA bölgesi (Orta Doğu ve Kuzey Afrika) ve diğer global bankacılık sistemi EDF'leri**Chart Builder** AKBANK TAS [AKBNK]**Plot:** Values**Period:** Custom**From:** 03 Ocak 2005 Pazartesi**Currency:** YENI TURKISH LIRA[TRY]**To:** 22 Kasım 2010 Pazartesi

Description	Value	As Of
AKBANK TAS [AKBNK] EDF	0.39	22-Nov-10
TURKEY BANKS AND S&LS GROUP [TURBSL] EDF - Median	0.60	19-Nov-10
GLOBAL BANKS AND S&LS GROUP [GBSL] EDF - Median	1.38	19-Nov-10
MIDDLE EAST & N. AFRICA BANKS GROUP [MEABNK] EDF - Median	0.52	19-Nov-10

© 2010 Moody's Analytics, Inc. and/or its licensors and affiliates. All rights reserved.

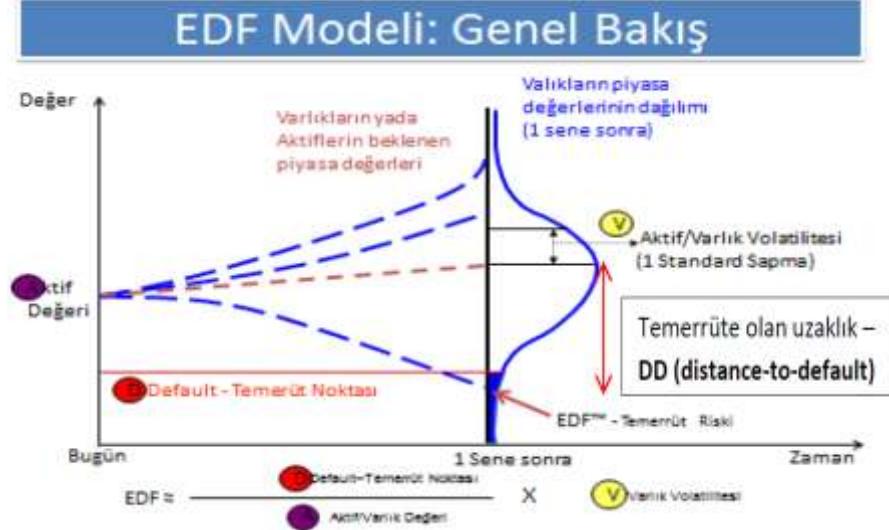
Kaynak: Moody' s KMV.

Kısa bir örnek teşkil etmesi açısından, Moody' s KMV EDF modeli, nokta atışı yapacak şekilde ve örneğin Akbank'ın temerrüt ihtimal eğrisini hem Türkiye'deki rakip bankalarla hem de MENA dediğimiz orta doğudaki bankalarla ve de tüm dünyadaki global rakipleriyle karşılaştırabilecek noktada gösterebilmektedir. Akbank'ın son beş senelik EDF performansı, diğer tüm global bankalara göre en az iki "notch" dediğimiz rating derecesi kadar daha başarılı olmuştur. Bu durumda diğer bankalarımızın EDF'lerine bakıldığında Türk bankacılık sisteminin kredi ve temerrüt riskleri hakkında bize önemli kantitatif bilgi verebilmektedir. Burada enteresan oluşan gelişme ise, global kriz öncesi temerrüt risklerinin diğer bölge ve global rakiplerine göre yüksek olan bir Türk bankasının, kriz sonrası dönemde rakiplerine göre daha az riskli olduğunun gösterimidir. Bu da kriz döneminde bankalarımızın daha iyi yönetildiğinin en belirgin örneğini oluşturmaktadır.

a. Moody' s EDF' in Group Kredi Risk Ölçüm Alanında Değerlendirilmesi¹¹

Bir firmanın temerrüt durumu hakkında ne kadar çabuk ve önceden bilgi edinebilirsek o kadar erken iflas baskısı hissetmeden dönüşüm sürecine başlayabiliriz. Bu anlamda firma EDF' i bize çok önemli zamansal avantajlar sağlayacak olmakla birlikte, EDF modelindeki kullanılan “temerrüt riski, bankacılık ta kullandığımız temerrüt konsepti ile radikal bir şekilde farklılık gösterir. Bankalar genelde geçmiş finansal oranlara dayalı verilerle statik bir kredi risk “skorlaması” yaparlar. Ancak bu yöntemle bulunan “risk”, şirketin o anki ve gelecekteki ödeme kapasitesi ya da temerrüde düşme ihtimali hakkında ufak bir “kantitatif” bilgi verme ihtimali bulunmamaktadır. Hâlbuki EDF modelinde durum farklıdır. Moodys Analytics, EDF modelinde finansal bilgiyi de ayrıca girdi olarak kullanır ve aşağıda belirteceğimiz parametrelerle entegre ederek, PIT (point-in-time) rating adını verdiğimiz “anlık” temerrüt hesaplama modeline ulaşır. Rating şirketleri ise TCA denilen (through-the-cycle-approach yani dönemsel olarak belli ekonomik döngü üzerinden rating yaparlar ve bu yaklaşımda, global kriz esnasında gördüğümüz üzere, EDF modelinden daha etkili sonuçlar vermemektedir.

¹¹ EDF Modelleme metodolojisi detayları için bkz. MKMV, *Modelling Default Risk, Modelling Methodology*, 2003 ve Moody's, *Rating Methodology, Benchmarking Quantitative Default Risk Models: A Validation Methodology*, March 2000. Ayrıca özellikle MKMV detay bilgi için Ranson, B. J., (2005) ve Türkiye model uygulaması için Benli, V.F., *A Critical Assesement of Basel II, Internal Rating Based Approach, the Case of Turkey*, Haupt Verlag, Bern, Stuttgart, Wien, 2010. Sironi, A., Resti, A., *Risk Management and Shareholder's Value in Banking*, Wiley, 2007. Ayrıca bir başyapıt vermek gerekirse eski ABN AMRO Bank risk CRO'su Michael Ong'un kitabı, *Internal Credit Risk Models, Risk Books*, 1999, uygulama alanında yazılmış ilk kaynak kitaptır.

Diagram 5: Moody' s analytics – EDF modeli

Kaynak: Moody' s Analytics

Yukarıdaki diagram dahilinde daha kesin ifade etmek gerekirse, EDF modeli şirket varlıklarının değeri ve leverage (kaldıraç) etkisi yaratan borçlanma ile yapılan işin sahip olduğu riskleri de (business risk volatility) hesaplayacak şekilde temerrüt ihtimalinin anlık hesaplanmasında entegre bir model halini alır. Şöyle ki, bir firmanın varlıklarının piyasa değeri şirketin içinde bulunduğu sektörlere ve haiz olduğu iş risklerine ve bunların volatilitesine de bağımlı olarak bir yıl içerisinde farklı bir “değer patikası” izleyecektir. Bu süre zarfında ise şirketin ödemesi gereken faiz yükü taşıyan borç stoğu olması durumunda, eldeki varlıkların değeri firmanın temerrüde düşüp düşmemesinde oldukça kritik bir özellik taşıyacaktır. Varlıkların değerinin borç stoğuna eşit olduğu noktaya kadar düştüğü “kritik eşik değerine” ise MKMV tarafından “defaultpoint” yani “temerrüt noktası” adı verilmiştir. Bu nokta aktif değerinin düşmesi gereken standart sapma tutarı olarak ifade edilmekte ve temerrüt noktasına kadar düşen varlık değerleri yani DD (distance-to-default) adını verdiğimiz mesafeyi kat eden varlık değeri eriyecektir. İşte tam bu noktada şirketin net aktif değeri adını verdiğimiz piyasa/sermaye değerini erozyon durumunda olabilecektir. DD adını verdiğimiz kritik nokta, sermaye sahiplerini ve şirket hissedarlarını sahip oldukları şirket sermayesini diğer kreditoirlere yada başka stratejik

ortaklara devretme yani “exit-çıkış” dediğimiz şirketten ayrılma/çıkma opsiyonuyla karşı karşıya bırakacaktır.

Tekrar etmemiz gerekir ise, bir şirketin temerrüt riskini yani EDF’ ini belirleyen üç itici faktör vardır:

1. Şirket varlıklarının piyasa ya da aktif değeri
2. Şirkete haiz olan işletme riski ve aktif/varlık getiri volatilitesi
3. Borçların yüksekliğini ifade eden değer (finansal riski) ve bundan kaynaklanan zaman içindeki temerrüt noktası¹².

Diagram 4’te ifade edildiği üzere, varlıkların ya da aktiflerin değerinin temerrüt noktası olarak belirlenen noktanın altına düşmesi durumunda firma artık temerrüt yada iflas derecesine ulaşmıştır. Bu yüzden bir şirketin temerrüt ihtimali başka bir ifade ile şirketin varlıklarının DD noktası altına düşme ihtimali anlamına gelmektedir. Bu alan ise yukarıdaki eğrideki görsel olarak tanımlanan EDF alanıdır. Resti/Sironi’ nin yorumuyla, EDF modeli bize pratik finans uygulamalarında şu avantajları sağlar:“EDF’ e dayalı olarak bulunan temerrüt riskleri anlık olarak hesaplandığı için her değişen ortamın ve şirketin finansal yapısındaki değişikliklerinde anında göstergesi olarak bize önemli bilgileri aktarır. Bu durum bir firmanın finansal yapısından kaynaklanan temerrüt durumunu ölçmek açısından çok önemli sinyaller verir” (Resti/Sironi 2007 s.337).

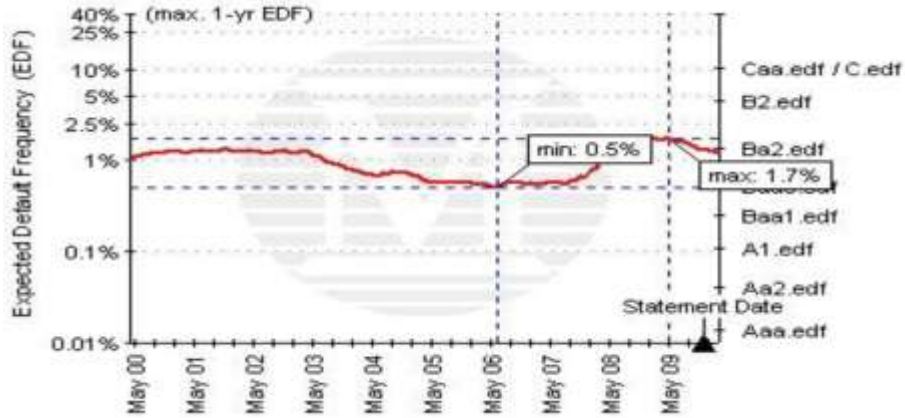
Belli dönemlerde rating değişimleri ise DD yani temerrüt noktasındaki değişim üzerinden gerçekleştiği için EDF modelinde, “ratingmigration” dediğimiz “rating kaymaları” olur. Bu örneğin AAA olarak derecelendirilmiş firmanın aynı gün yada ay içerisinde temerrüt ihtimali oranı üzerinden AA seviyesine kayabileceğine işaret eder ki, bu da gayet gerçekçi bir durumdur. Yani her AAA ya da AA firma, aynı temerrüt ihtimaline sahip olmayabilir. Bu duruma özellikle global kriz esnasında oldukça sık rastlanmıştır. EDF modelinde verilen bir rating, ampirik olarak bulunan istatistiki değerlerin temerrüt değerlerinin ışığında verilmesi hasebi ile, daha doğru, kesin ve sektördeki firmalarla yada geçmişteki temerrüt vakaları ile de yakından istatistiki korelasyon kurma imkanı verir. Dolayısıyla birazdan belirteceğimiz gibi, rating skorunun temelini oluşturan parametreleri benzer rakip firmaların datalarıyla karşılaştırma, imkânı verir.

¹²Benli, 2010, s. 206.

b. EDF ve Karşılaştırılabilir Kredi Risk Parametreleri Yaklaşımı (Drivers Approach)

2.1 bölümde kısaca bahsettiğimiz EDF modelinin bir uygulamasına bu bölümde geçebiliriz. Amacımız, global krizin tam içinden geçen bir piyasada likidite sıkıntısı çeken bir perakende firmasının gerçek finansal durumu hakkında en objektif ve stratejik bilgiye sahip olmaktır. Bu anlamda finansal verileri (bilanço ve kar/zarar) Moody' s Analytics – “Risk Analyst” e girdiğimiz takdirde, sistem anında şirketin temerrüt ihtimali parametrik değerlerini senelik ve hatta beş seneye kadar olacak şekilde hesaplayabilmektedir. Bulunan değerleri ayrıca firma sanki bono ihraç etmiş gibi, bonoların kredi risk derece notu ile de değerlendirebilmektedir. Aşağıdaki diyagramda görüldüğü üzere, firmanın temerrüt oranı her bir dönemde farklılık göstermekte ve Moody' s'inrating derecesi bazında skorlanabilmektedir.

Diagram 6: Firmanın senelik EDF gelişimi ve Moody'sRating derecelerine skorlama

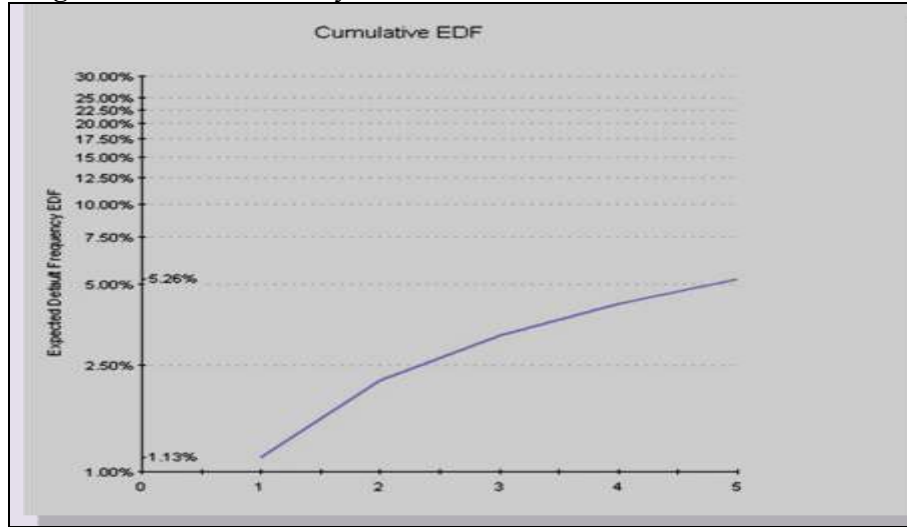


Kaynak: Moody' s Analytics

Yukarıdaki grafikte belirtilen firma, Haziran 2009 tarihi itibari ile 1.7%'lik bir temerrüt düşme oranına sahiptir. Bu oran Haziran 2009'dan beri 0.5% seviyelerinden yaklaşık 3 kat artacak şekilde kötüleşmiş bulunmaktadır. Firma hali hazırda çok yüksek derecede iflas riski göstermemekle birlikte, finansal ve operasyonel anlamda “kötü yönetim”

sendromları göstermeye başlamıştır. Bu durum bize acil bir “Turnaround” işaret etmekle kalmayıp, ayrıca bankalar bazında da kredi maliyetlerinde gelecek artışları da haber vermektedir. Bu noktada EDF bize, firmanın en aşağı Libor+1.7% den borçlanabileceğini işaret etmektedir. Bu oranın üzerinde kredi kullanan bir şirket, sermaye değerinden kayba uğramaktadır. Moody’ s Analytics – EDF’ leri bize ayrıca firmanın 5 senelik “forward EDF” adını verdiğimiz, ileriye dönük 5 senelik temerrüt ihtimallerini de senelik bazda ayrıca verebilmektedir. Dolayısıyla bu bilgiye sahip bir firma, “cost-of-funds” yani paranın maliyetine bu EDF oranını ekleyerek, kendi kaynak maliyetini “fon maliyeti” artı “spread” olacak şekilde tam anlamıyla hesaplayabilir ve bunu tam beş senelik bir fonlama bazında da öngörebilir. Aşağıdaki diyaframda bu durum kümülatif EDF olarak gösterilmiştir:

Diagram 7: Kümülatif ileriye dönük senelik EDF oranları



Kaynak: Moody’ s Analytics

Grafikte görüldüğü üzere, firma önümüzdeki beş senelik dönemde, temerrüt oranını 6.26% seviyesine çıkaracak noktada olacaktır. Bu durumda ilgili firmanın kredi ve temerrüt riskinin bu riski oluşturan parametrelerde yönetsel anlamda hiçbir değişiklik yapılmaması halinde beş sene içinde yaklaşık olarak 3.68 katı artacağına işaret etmektedir. Bu bir CFO yada CEO için çok ama çok önemli stratejik bir bilgidir ve bir Turnaround sürecinin başlamasına acilen gerek olduğuna işaret eder. Bu noktada “akut” ödeme

krizine girmemiş bir firma için kendi açısından iflas baskısı yemeden yapılabilecek çok şey bulunmaktadır ve zaman bu anlamda çok önemli bir parametredir. Bu dönem zarfında bankalarda hala hazırda kredi limitlerinin bulunabilmesi, tedarikçilerin firmaya olan güveninin hala hazırda bulunması, stratejik olarak alternatiflerin bulunabilmesi, eldeki teminat niteliği taşıyan alternatiflerin farklı değer yaratabilecek alanlarda kullanılabilmesi gibi opsiyonların bulunması, şirketi düzlüğe çıkarabilecek alternatifleri bu kıymetli zaman içinde yöneticilerin seçimlerine sunabilecektir. EDF'lerin 5 senelik periyod içinde firmanın temerrüt açısından ne noktada olabileceğini öngörebilmesi, gönüllü olarak yapılacak olan bir dönüşüm programı için bizlere şu avantajları sağlar:

- **Zaman Faktörü:** Eldeki stratejik ve operasyonel fırsatların daha gerçekçi olarak yapılabilmesine imkan sağlar.

- **Güven Etkisi:** Serbest dönüşüm hem şirket sahiplerine hem de çalışanlara ayrı bir güven ortamı oluşturur, çalışanların gözünde şirket hakkındaki “ne olacağız ?” sorusu ortadan kalkar ve şirketlerine daha bağımlı çalışır hale gelirler. Gereksiz insan kaybı ve kaçağı engellenmiş olur.

- **Medya Etkisi:** Bu noktada şirketin dönüşümü kendi kaynakları ile gönüllü olarak yapabilmesi şirket hakkında gereksiz dedikoduların çıkmasına engel olur ve bu bankalar hem de tedarikçiler nezdinde daha nitelikli bir görünüm kazanır.

- **Şirket Değeri:** Var olan şirket değeri anlamsız bir şekilde yok edilmez ve bu değer korunacak şekilde yapılandırma yapılır.

- **Teminatlar:** Eldeki teminat niteliği taşıyan varlıklar bu strateji dahilinde daha doğru kullanılır.

- **İcra iflas maliyetleri** minimize edilirken yeniden yapılanma masrafları da gerçekçi bir amaç için doğru bir şekilde harcanmış olur.

c.Yönetim için Gerekli olan Temerrüt/Kredi Risk Parametreleri

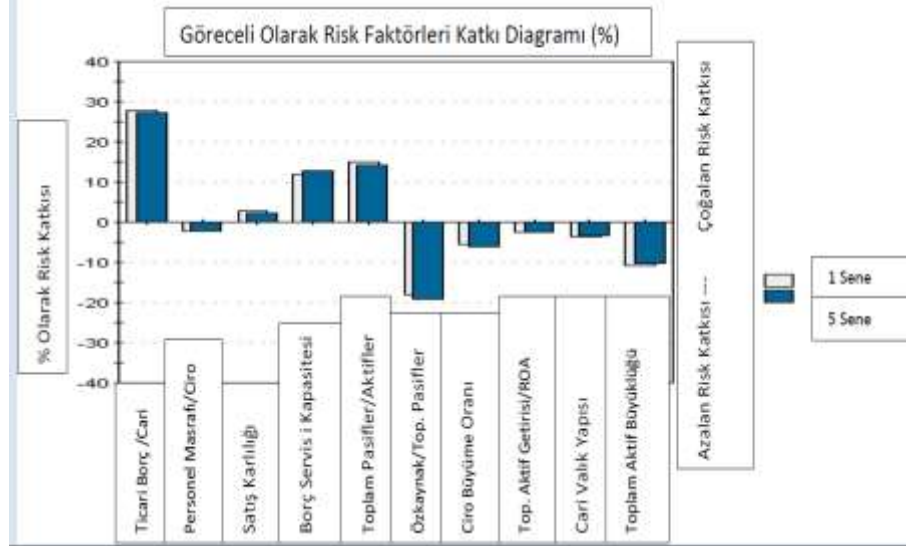
Moody' s Analytics Risk Calc Software'i yukarıda tanımlanan EDF faktörlerini (temerrüt oranlarını) belirlerken, belli finansal rasyoları da algoritmik olarak bir senelik yada beş senelik EDF hesaplamalarına entegre etmektedir. Ayrıca bu oranların toplam kredi riskine göreceli olarak ne kadar katkıda bulunduğunu da bizlere gösterir. Aşağıdaki grafikte gösterildiği şekliyle, şirketin temerrüt riskine en çok katkıda bulunan faktörler şirketin

borçlanma yapısı ile ilgili olan faktörlerdir. Bu faktörlerin her biri ayrıca finansal yönetim parametresi olmaları nedeniyle de önem kazanırlar.

Burada dikkatimiz çeken nokta ise temerrüt riskini belirleyen ve bu riskle en yüksek korelasyonu ve öngörü performansını gösteren temel kredi risk faktörleri 6 ana grup altında toplanmıştır ¹³:

1. Ölçek: Bilanço Büyüklüğü olarak toplam aktif tutarı
2. Likidite/Cash Flow (nakit akışı)
3. Karlılık
4. Ciro/Satış büyümesi
5. Sermaye/Borçlanma yapısı

Diagram 8: Kredi risk katkı parametreleri



Kaynak: Moody' s Analytics Risk Calc Çıktıları

Bununla birlikte Moody' s Analytics Risk Calc sadece rasyo analizi ve temerrüt ihtimali hesaplamakla da yetinmeyip, ayrıca firmanın risk parametrelerini Avrupa'da ki aynı sektördeki rakip firmalarla da kıyaslamakta ve genel finans yapısı hakkında karşılaştırmalı bir resmi ortaya çıkarmaktadır. Finansal yönetim için gerekli olan performans kriterleri bazında Moody's veritabanına kayıtlı tüm firmalarla kıyaslama yapılır. Buna

¹³ Moody' s, 2000, s. 27-42.

finansal ve bankacılık uygulama alanında “peergroup” analizi yani kategorik olarak aynı limanda bulunan rakip firmalarla kıyaslama analizi adı verilir.

Aşağıdaki diyagramda gördüğümüz üzere, yeşil alanlar firmanın diğer rakipleri ile kıyaslandığında avantaj yaratabildiği ve finansal ve operasyonel rekabette üstünlük sağlayabildiği alanları göstermektedir. Kırmızı alanlar ise firmanın diğer rakiplerine göre dezavantajlı olduğu alanları hem de yüzdesel rakamlarla ifade etmektedir. Örneğimizdeki firmayı analiz eden bir analist için ilgili firma ölçek olarak bir avantaj yaratabilmekle birlikte bu ölçeği nasıl finanse ettiği gittikçe önem kazanmaktadır. Firma, ölçek olarak büyük, karlılık olarak da rakiplerine göre de belli ölçüde karlılık göstermekle birlikte, pasif ve fonlama yapısı itibari ile neredeyse 100% oranda rakiplerine göre temerrüt riskine haiz bir durumda bulunmaktadır. Hatırlanacağı üzere, beş senelik EDF’ ler de zaten bu durumu oldukça açık bir şekilde göstermekteydi. Unutulmaması gereken önemli nokta ise firmanın rating’ i ve temerrüt oranı aynı zamanda finansal piyasalardaki sermaye maliyetini de belirlemektedir.

Diagram 9: Kredi risk katkı parametreleri rakip firma kıyaslamaları



Kaynak: Moody’ s Analytics Risk Calc

d. Cash Flow (Nakit Akış) Yönetim Yapısı ve Analitiği

Analizimizi bu noktada firmanın temerrüt derecesinden nakit ödeme yapabilme ve nakit akışlarını yönetebilme boyutunda da gerçekleştirmemiz gerekmektedir. Ülkemizdeki uygulamada ise, 90 günü aşan herhangi bir ödemedeki gecikme, temerrüde düşme durumunu hukuki anlamda gerçekleştiğini göstermektedir. Böyle bir durumda olmak, firmanın dönüşüm yönetimini “mecburi iflas” kategorisi içine çekmek olacağından ve pratikte bir çok firma hala hazırda nakit yönetim konusunda hem teknik know-how açısından ve de likidite yönetimi açısından konuya tam hakim olamamaları hasebi ile bu bölümde nakit yönetimindeki son gelişmeleri analizimizin içine dahil edeceğiz.

Bir firmanın nakit akışını yönetebilmesi, o firmanın nefes almasını yönetebilmesi anlamına gelmektedir. Burada önemli olan nokta ise hem statik likidite durumu ve dinamik olarak da bu pozisyonu belirleyen akış açısından durumun ne olduğunu anlamamız, finansal dönüşüm öncesi en önemli ve öncelikli konudur. Dolayısıyla, bir firmanın nakit akışını yönetim şekli ve modeli, o firmanın kredi riskini analiz etmemize ve anlamamıza daha fazla yardımcı olur. Bu anlamda, aşağıdaki diyagramda nakit pozisyon yönetim parametreleri konsept/kavramsal olarak verilmiştir.

Diagram 10: Cash Flow ana itici faktörleri



Kaynak: Moody' s Analytics Eğitim Dökünmanları

Burada önemli olan nokta ise, tüm yukarıdaki parametrik faktörlerin hesaplanmasında nakit pozisyonu belirleyen ana faktörlerin iki boyutta ayrışması gerektiğidir. Bunların:

1. Yönetim
2. Büyüme

olacak şekilde yönetim anlamında ayrıştırılmaları ve hesaplanan nakit pozisyonuna etki eden şemadaki itici güçlerin yönetim ve piyasadaki büyüme eksenlerinde hesaplanıyor olmasıdır. Ancak bu iki boyut dahilinde hesaplanmış bir nakit risk faktörünün, bize gerçek yönetim anlamında yol gösterebileceği ve riskleri daha iyi anlamamıza yol açacağı aşikârdır. Buradaki iki boyutlu analizin sonuçları, üst yönetim için gerçekten “vahim” olabilecek sonuçları da beraberinde getirecektir. Nakit akışının gerçek bir büyümeden kaynaklanmadığının ortaya çıkması, finansal dönüşüm öncesi üst yönetimde büyük bir olasılık ile değişim sinyalleri verecektir. Ancak buradaki önemli olan husus ise şudur: Eski yönetim şirketin hafızasına sahiptir ve bunlara yönetim değişiminin gerekliliği şeffaf ve açıklıkla anlatıldığı takdirde, hala hazırdaki yöneticilerin dönüşüm programına sahip çıkmaları ve desteklemeleri ihtimali oldukça yüksek olabilir. Ancak dönüşümden korkan bir ekibin olması ve cash flow analizinin yönetim boyutunda destek görmemesi durumunda, bu hem ilerideki kurumsal transformasyonun ve dönüşüm yönetimin tehlikeye girmesi anlamına gelecek, hem de var olan “başarısız” bir ekibin hala geminin güvertesinde bulunması ve statükonun devamı anlamına gelecektir. Bu noktada yönetim kurulu ve CEO bir açmaz durumuyla karşı karşıyadır. Çare ise finansal dönüşüm modelinin bir an önce daha “bağımsız” bir danışman tarafından ortaya konulmasından geçmektedir. Bağımsız bir danışman firmanın “Dönüşüm Yeteneğini” ve “Dönüşüm Liyakatını” şeffaf ve teknik anlamda analiz edip, uygulanabilirliğini ortaya koymasından sonra, üst yönetim uygulamaya geçilmesi hususundaki “acı” kararı verecektir. Kararın olumlu çıkması durumunda ise aşağıda belirteceğimiz konseptin uygulaması devreye girecektir.

4. DÖNÜŞÜM KONSEPTİNİN HAZIRLANMASI

4.1. Genel Şartlar

Firmanın nakit pozisyonunu belirleyen faktörlerin ne kadarının yönetim kaynaklı ve ne kadarının da piyasadaki büyüme kaynaklı olduğunu belirledikten sonra, bu bölümde dönüşüm konseptinin hazırlanmasına

geçebiliriz. Anahtar konsept dediğimiz ana dönüşüm konseptinin temelde yatan şirket gerçeklerine uygun olması ve krize yol açan nedenlerin ışığında bu dönüşümü başarılı bir şekilde gerçekleştirecek olan bir stratejiyi de içermesi gerekmektedir. Stratejik dönüşüm, geriye dönük olarak “due diligence” adının verdiğimiz şirketin detaylı bir analizi sonucu oluşturulan ve son derece gerçekçi ve “uygulanabilir” olan bir yapı içinde olmalıdır. İflas ya da temerrüt noktasında olan bir firmanın strateji adı altında tamamen uygulanması imkansız bir “hayal” peşinde koşacak lüksü bulunmamaktadır. Somut olarak ifade etmek gerekirse, satış/pazarlama, üretim/operasyon ve finans alanlarında acil, gerçekçi ve uygulanabilir çözümler üretmek gerekmektedir.

4.2. Dönüşüm Yönetim Konseptinin Detayları

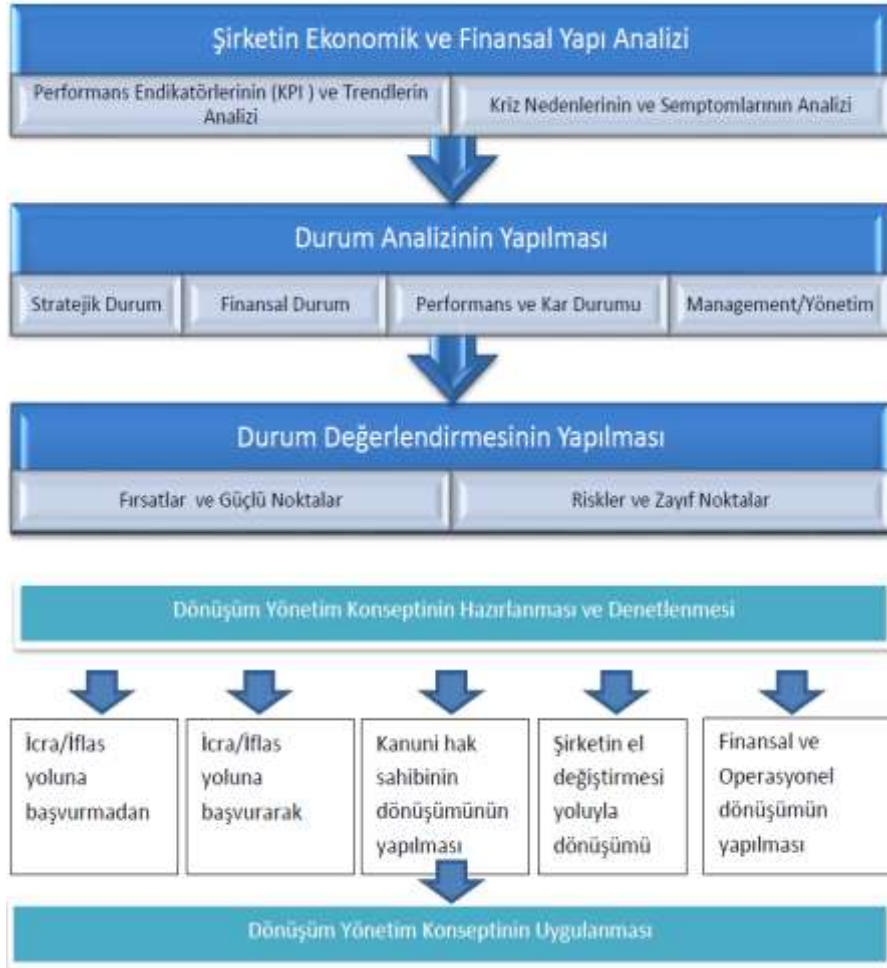
Dönüşüm Yönetim konsepti özünde aşağıdaki ön şartlara haiz olmalıdır¹⁴;

- Şirketin tanımı, stratejik, operasyonel ve finansal durum analizi
 - Krize sebep olan faktörlerin analizi
 - Şirket tarafından son gelinen noktanın açığa kavuşturulması ve objektif durum değerlendirmesi yapılması
 - Dönüşüm sonrası durumun vizyonunun belirlenmesi
 - Stratejik, finansal ve operatif dönüşüm önlemlerinin belirlenmesi
 - Aşırı borçlanma ve refinansman statüsü hakkında alınacak tedbirlerin açığa kavuşturulması
 - Dönüşüm öncesi ve sonrası yönetim yapısı ve yönetim kadrolarının analizi
 - Olası gelecekteki gelişmelerin doğuracağı risklerin analizi
 - Minimum iki senelik iş planlamasının yapılması
 - Önümüzdeki iş planlarına bağlı olarak finansal planlamanın yapılması (nakit akışı, kar/zarar, Bilanço ve bütçe)
- Global dönüşüm konsepti kalitatif olarak şu soruların cevaplarını vermeye çalışır:
- ❖ Şirketteki en kritik zayıf noktalar nelerdir?
 - ❖ Likidite ve finansal performans (kar) alanında yapılması gereken değişiklik ne kadardır?
 - ❖ Şirket dönüşüm yeteneğine sahip midir?

¹⁴ Brinkmann, Bales, 2007, s. 177.

- ❖ Dönüşümün koşelleri nerelerdedir? (stratejik ve operasyonel)
 - ❖ Kreditörlerin, hissedarların ve çalışanların rolü bu süreçte neler olacaktır?
 - ❖ İş planlamasında bu kenarlı köşeller ne şekilde karşımıza çıkabilecektir?
 - ❖ Turnaround' a ne zaman zarfında ulaşılacaktır?
- Global dönüşüm konsepti içerik olarak aşağıdaki platformdan oluşur:

Diagram 11: Dönüşüm konseptinin temel yapı taşları



Kaynak: Bales / Brinkmann (eds.): Sanierung von Unternehmen, 2007, s.92.

Dönüşüm konsepti krize girmiş firmaya yeni bir çıkış yolu gösterir. İçerik olarak ise;

- Piyasadaki yeni stratejik yönelimi,
- Fonksiyonel reorganizasyonu,
- Maliyet düşürülecek alanlar ile bunların potansiyelini,
- 2-3 senelik ciro ve kar planlamalarını,
- Yönetimin yeniden yapılandırılmasını,
- Nakit ihtiyacını ve dönüşümün nasıl finanse edileceğini göstermelidir.

Şirketin piyasa içindeki aktivitelerindeki yönetim ise tamamen verimli alanlara doğru olmalıdır.

Burada yaratılacak olan katma değer ve bu değerın korunabilir olması çok önemlidir. Değeri yaratacak olan ise ciro ve maliyet yapıları tarafından “çift taraflı” olarak belirlenir. Dolayısıyla şirket içindeki ana süreçler ve bunların yeniden yapılandırma süreçleri ciro ve maliyet potansiyellerini derinlemesine içerecek şekilde tanımlanmalı ve yapılandırılmalıdır. Başarılı bir dönüşüm şirketin piyasa gerçeklerine uygun boyutlarda zamanında yapılmasına ve yeterinden fazla süreç kalitesinin gerçekleştirilmesine bağlıdır. Dönüşüm yönetiminin uygulanabileceği alanlar ise aşağıdaki haritada verilmiştir:

Diagram 12: Dönüşüm yönetim uygulama haritası



Kaynak: Weber, J. / Vater, H./Schmidt, W. / Reinhard, H. (eds.): Turnaround, Navigation in Stürmischen Zeiten, 2011, s. 455

Haritadaki sarı alanlar kısa vadeli olarak likidite ve etkinliğin arttırıldığı dönüşüm alanlarına işaret etmektedir. Turuncu alanlar ise performans krizine girmiş bir firmada karlılığı dönüştürecek alanları göstermektedir. Kırmızı alanlarda ise stratejik anlamda yeniden dönüşüm programlarının uygulamaya alınmasını gerektiren konular belirlenmiştir. Kısa vadede aciliyet ve öneme haiz olan problem ise acil likiditenin sağlanması olması nedeniyle, finansal dönüşüm alanlarını 3.3 numaralı bölümde ayrıca ele almak gerekmektedir.

4.3. Finansal Dönüşüm Alanları

4.3.1. Bankaların Rolü ve Dönüşüm Kredileri

Dönüşüm sürecinde ilgili firmadan kredi alacağı olan bankaların süreçteki rolü şirketin kaderini belirleyecek derecede önemlidir. Bankaların bu süreçte olmaları ise yukarıda ana hatlarını verdiğimiz bir dönüşüm konseptinin varlığına ve alacaklı bankalar tarafından pozitif olarak algılanmasına bağlıdır. Bankalar bu sürecin kontrolünde hisse rehini ve şirket yönetimine yetkili atamaktan ek teminat alınmasına kadar çeşitli önlemlerde bulunabilirler. Dönüşümün başarılı oluşuna kadar başta likidite ve nakit akışı olmak üzere oldukça yüklü bir raporlama şirket tarafından istenir. Burada en kritik konu ise “fresh money” diye tanımladığımız yeniden yapılanma için gerekli olan ya da köprü finansman şeklinde sağlanabilecek olan ek kaynakların şirkete aktarılıp aktarılamayacağı hususudur. Bunu doğru konseptle başarabilen bir şirket için en zor tarafını da başarabilmiş demektir. Aksi takdirde banka, firmadan alacağı kredi tutarını, “distressed debt” yani batık alacakları satın alana fonlara devredebilecektir yada firmanın alacaklarını icra yolu ile tahsil etme yoluna gidebilecektir. Bu da dönüşüm liyakati ve yeteneği olan bir firma için sahip olduğu değer yok edilmesi ve kredi alacaklarının da otomatik olarak erimesi anlamına gelebilecektir.

Gerçek anlamıyla dönüşüm kredileri, zor durumda olan firmanın yaşaması için gerekli olan likiditeyi ya da işletme sermayesini şirkete kazandıran kredilerdir. Finansal olarak strese girmiş olan firmanın bu durumdan kurtulmasını sağlayarak, temerrüde düşmüş ancak “yüzdürülen” kredilerden farklılık gösterirler. Bankanın, verilecek bu ekstra kredi ile firmanın gerçekten bir dönüşüm başarısı göstereceğine inanması durumunda, ancak bu amaçla kullanılan bir kredi yönetim kurulunda ya da komitede “ret” cevabı almayacaktır. Ancak bu noktada bankalar kanununun

yaptırımları da süreçte belirgin olacaktır. Bankalar kanunu bu tarz kredilerde bankalar nezdindeki karar alıcılara oldukça geniş sorumluluklar ve riskler yükleyebilecek noktadadır. Ancak başarılı bir dönüşüm konseptinin gerçekleştirilebileceğine inanan ve sağlam teminatlarla bezenmiş bir dönüşüm kredisi hem şirketi hem de alacaklı bankayı memnun edecektir. Burada kanun yapıcı alacaklı tarafı da düşünmek durumundadır.

4.3.2. Dönüşüm Enstrümanları

Dönüşüm finansmanını ve şirketin yeniden sermaye yapısını belirleyebilecek enstrümanlar son zamanlarda finansal strese girmiş firmalar tarafından oldukça sık kullanılan yöntemler olmuşlardır. Bu noktada özellikle bu enstrümanları kullandıracak ve danışmanlığını yapacak olan yatırım bankalarının seçimi ise ayrı bir uzmanlık alanı olmuştur. Stratejik ortaklık ya da finansal bir ortağın seçiminde yatırım bankaları en kritik rolü üstlenmekle birlikte yine de bu enstrümanların ve süreçlerin gerçekleştirilmesinde şirketin CFO ve CEO'larına çok önemli roller düşmektedir.

4.3.2.1. Stratejik/Finansal Ortaklık ve Sermaye Yapısının Yeniden Oluşturulması

Sermaye sıkıntısı sebebi ile kriz ortamından güçlü bir şekilde çıkmak isteyen şirketler, ellerindeki iş fırsatlarını büyüme stratejilerini destekleyecek stratejik ortaklarla birlikte paraya çevirebilecek şekle döndürebilirler. İş dünyasında güçlü bir piyasa pozisyonu yakalamış olan ve artı değer yaratabilen partner her zaman vardır. Sorun bunların bulunabilmesidir. Burada finansal olarak güçlü bir partnerin şirkete alınması ya da alınabilmesi, şirkete artı bir değer yaratacaktır. Ancak burada unutulmaması gereken nokta ise, yeni ortağın gelmesiyle şirket artık tam bağımsızlık noktasında olmayacaktır. Birçok konuda alınacak kararlar ise birlikte alınmak durumunda kalacaktır. Ortaklığa açık ve bu kültüre sahip olamayan şirketlerde ise bu durum “pata kalmak” dediğimiz karar alınamayan ya da zor karar alınan yönetim modellerini şirketin yönetim katına davet edebilecektir. Bu da finansal durumu iyileşmiş ancak sürekli yönetim spazmı geçiren bir şirket yönetimi ile sonuçlanabilecektir.

4.3.2.2. Halka Arz (IPO)

Yukarıda açıkladığımız pat durumları genelde şirketin finansal dönüşümünün zirvesi olarak tanımlayabileceğimiz “halka arz” aşamasında ortaya çıkar. Örneğin, eğer 2012 yılında yapılabilecek olan bir halka arz ve şirketin tamamının satılması plan dahilinde ise, bu aşamada şirketin stratejik azımlık hissedarları tarafından engellenebilmesi de söz konusu olabilir. Büyük bir halka arz isteği içinde olan bir çoğunluk hissedarı, gelecekteki bir çıkış işleminin azımlık hissedarına endeksli hale gelmesine sebep olacağı için, hali hazırdaki çoğunluk hissedarları açısından bu oldukça sancılı bir süreç haline gelebilecektir. Bu durumda etkin bir finansal dönüşüm sürecinin kitlenmesi anlamına gelecektir.

Bununla birlikte az da olsa yabancı bir stratejik ortağın ya da fonun şirket içinde hissedar durumunda olması ileride yapılacak olan bir halka arzda fiyatlandırma açısından ve şirketin daha önce içeriye hissedar alabilmiş olmasından dolayı potansiyel yatırımcılara pozitif bir mesaj verecektir. Güçlü bir yatırımcı ile birlikte kriz döneminin aşılması ve akabinde bir halka arz başlatılması, finansal dönüşüm anlamında firmanın zirveye ulaşması demek olacaktır. Unutulmamalıdır ki, sermaye piyasalarını arkasına alabilen bir firma, diğer rakiplerine göre rekabet avantajı açısından oldukça mesafe katetmiş olacaktır.

4.3.2.3. Debt/Equity Swaps-DES (Borç/Özkaynak Swap'ları)

Son global kriz, özellikle “non-investment grade” adı verilen “yatırım yapılamaz” kategorisindeki firmalar bazında Borç/Özkaynak Swap’ı adını verdiğimiz finansal enstrüman kullanım tarafında yeni bir Rönesans başlatmış bulunmaktadır¹⁵.DES’ ler, finansal dönüşüm ve yeniden yapılanma anlamında şirketin düzleşme çıkmasında önemli rol oynayabilen, aşırı borçlanmayı sona erdirebilen ve borç / özkaynak oranlarını sıfırlayabilen enstrümanlardır. Özellikle “private equity” tarzı fonlar tarafından kullanılırlar ve finansal olarak zor durumda olan firmaların borçlarını sıfırlayacak şekilde yeni likidite sağlarlar. Verdikleri borç yanında firmadan ileride bu borcu hisseye dönüştürecek opsiyon hakkını (warrant) alarak, beş senelik bir yönetim ve dönüşüm sonrası firmayı borsada halka arz ederek ya da dilerse firmayı eski sahibine hisseleri geri satarak, sermayelerini ve

¹⁵ Vater, H., *Debt to Equity Swaps zur Verbesserung von Liquiditaet- und Kapitalstruktur*, 2011, ss. 135-148.

vermiş oldukları kredileri geri alırlar. Bu arada firma bu kaynakları doğru bir şekilde kullandığı takdirde, düzlüğe çıkma şansına da sahip olmuş olur. Avantajlarının yanında en büyük dezavantajı ise, kullanılan kaynak maliyetinin en az 15%-20% arasında olmasıdır. En büyük sağladığı avantajlar ise şu şekilde sıralanabilir:

- Finansal ve likidite durumunun düzelmesi
- Cash flow yani nakit akışında rahatlama sağlanması ve bunun şirket değerini artırması
- Kredi yeteneğini kaybetmiş bir firmaya son bir şans verilebiliyor olması
- Diğer kreditorler nezdinde hala kaynak bulunabilmesi anlamında pozisyon kazanabilme imkanı
- Halka arz öncesi alternatif bir finansal opsiyon olması ve sermaye piyasalarında geleceğe yönelik bir pozisyon alabilme yeteneğinin sağlanmış olması

5. SONUÇ

Bu analizimizde kullanılan tüm kavramsal modeller ve metodlar, dönüşüm süresi öncesi mümkün olduğu kadar önceden finansal ve stratejik yönetim kadrolarını bilgilendirmeyi amaçlamaktadır. Kullandığımız erken uyarı sistemi Moodys Analytics' in EDF modeli olmuştur. Model bir firmanın ya da grup firmalarının temerrüt risklerini çok önceden belirleyip, olasılık ihtimal yüzdesi ya da bir rating formunda bizlere verebilecek kadar güçlü bir performans sergilemektedir. Modelin öngörü yeteneğinin beş sene olması ise, firmanın orta ve uzun vadeli finansal stratejilerini gerçekleştirmesi ve bu periyodlar için olsa bile kredi/sermaye maliyetlerini ölçebilmesi açısından çok önemlidir. Bu perspektifte ayrıca nakit yönetim enstrümanı olarak kullanılabilen Moodys Risk Analyst, CFO' lara finansal yönetim için gerekli tüm "benchmark" kriterleri sunabilmektedir. Unutulmaması gereken nokta, şirketi tehdit eden riskleri önceden görebilmek ve bunları bertaraf edebilecek dönüşüm stratejilerini ve yönetim modelini belirlemek, kriz ortamlarında dahi firmanın geleceğini garanti altına alabilmek anlamına gelmektedir. Bunun aksi ise rüzgarda sallanan yaprak misali yönetilen ve er ya da geç iflas masasında paylaşılacak olan bir değer olacaktır. "Dönüşüm" ise belirtilen parametrelerde her zaman için tek kalıcı gerçek olarak firmaların geleceklerini belirlemeye devam edecektir. Dönüşüm için ise bu rekabeti karşılayabilecek standartların üstünde CFO'

lar ve gerektiğinde onlara yardımcı olabilecek danışmanların kullanılması da gerekecektir. Dönem kriz dönemidir ve var olan iş modellerinin likidite krizine girilmeden çok önceden transformasyonu, şirketlerin geleceğini belirlemeleri açısından çok önem arz etmektedir. Başarılı bir dönüşüm, şirketin piyasa gerçeklerine uygun boyutlarda zamanında yapılmasına ve yeterinden fazla süreç kalitesinin gerçekleştirilmesine bağlıdır. Bu süreçlerde çalışılan bankaların desteğini alabilmek ise ayrı bir önem teşkil etmektedir. Burada en kritik konu ise “fresh money” diye tanımladığımız yeniden yapılanma için gerekli olan ya da köprü finansman şeklinde sağlanabilecek olan ek kaynakların şirkete aktarılıp aktarılamayacağı hususudur ve konu Turnaround’ un önemli bir bölümü içinde yer alır. Alman Bağımsız Deneticiler Enstitüsü Dönüşüm Standard’ları bizlere hem içerik hem de süreç açısından değerli konseptler ve bu çerçevede hareket edebilen firmalar için de son kapanış hamleleri başarılı bir halka arz imkânını da firmaya sunabilmektedir. Dönüşüm gerçek kahramanları ise CFO ve CEO’lardır.

KAYNAKLAR

I. Turnaround Management (Dönüşüm Yönetimi)

ACCA, CFO Research Services: CFO’ s New Environment, CFO Publishing Corporation, the Economist Group, 2009.

Bales, K., Brinkmann, J., (eds), *Sanierung von Unternehmen durch Kreditinstitute, Management und Berater*, 2. Auflage, Finanz Colloquium Heidelberg, 2007.

Barker, V. L., Duhaime, I. M., “Change in the Turnaround Process, Theory and Empirical Evidence”, In: *Strategic Management Journal*, Vol. 18, No. 1 (Jan., 1997), pp. 13–38. (p. 13).

Deloitte, Corporate Restructuring, Neue Anforderungen an die Erstellung von Sanierungskonzepten (IDW S6), Berlin, 6/2010.

KPMG, Tammo, A., (ed.), Anforderungen an Erfolgreiche Sanierungskonzepte, Erfahrungen und Trends, 7, Dortmund, September 2011.

Institute der Wirtschaftsprüfer, IDW S 6: Yeniden Yapılanma Konseptlerinin Yapılması Hakkındaki Standard’lar, 7.9.2011.

Losbicher, H., Engelbrechtsmüller, Ch., Working Capital Management. In: Weber, J., Vater, H., Schmidt, W., Reinhard, H. (eds.), Turnaround, Navigation in Stürmischen Zeiten, Wiley-VCH, Weinheim-Germany 2011, s. 51-60.

Robbins, D. K., Pearce II, J. A., “Retrenchment und Recovery”, In: *Strategic Management Journal*, Vol. 13, No. 4 (May, 1992), pp. 287–309. (p.290).

Sheikh, G., Roemer, F., Tennant, M., “Five Keys for Forecasting Cash more Accurately”, In: *Finance Executive Insight*, London, 2009, pp. 1-6.

Warmers, J., Brinkmann, J., Berndt, M., Mantell, G., Pamminer, A., Strötges, M. (eds.), *Sanierung von Firmenkunden, Frühwarn Signale, Sofortmassnahmen, Erfolgreiche Sanierungskonzepte*, FinanzColloquium, Heidelberg, 2011.

Walshe, K., Harvey, G., Hyde, P., Pandit, N., “Organizational Failure and Turnaround, Lessons for Public Services from the For-Profit Sector”, In *Public Money & Management*, Vol. 24, No. 4 (August, 2004), pp. 201–208, (p. 204).

Warmers, J., Risikofrüherkennung. In: Berndt/Brinkmann/Mantell (et all): *Sanierung von Firmenkunden*, FinanzColloquium Heidelberg, 2011.

Weber, J., Vater, H., Schmidt, W., Reinhard, H. (eds.), *Turnaround, Navigation in Stürmischen Zeiten*, Wiley-VCH, Weinheim-Germany, 2011 (standard eser).

Vater, H., Debt to Equity Swaps zur Verbesserung von Liquiditaet und Kapitalstruktur, In: Losbicher, H., Engelbrechtsmüller, Ch.: *Working Capital Management*, In: Weber, J., Vater, H., Schmidt, W., Reinhard, H. (eds.), *Turnaround, Navigation in Stürmischen Zeiten*, Wiley-VCH, Weinheim-Germany, 2011, s. 135148.

II. Kredi ve Temerrüt Risk Ölçümü

Benli, V. F., *A Critical Assessment of Basel II, Internal Rating Based Approach, Implementation in Emerging Markets, The Case of Turkey*, Haupt Verlag, 2010.

Balthazar, L., *From Basel I to Basel 3, The Integration of State-of-the-Art Risk Modeling in Banking Regulation*, PalgraveMacmillan, 2006.

Bhatia, M., *Credit Risk Management & Basel II*, Risk Books, 2006.

Laurantis, G., Maino, R., Molteni, L., *Developing, Validating and Using Internal Ratings, Methodologies and Case Studies*, Wiley, 2010.

MKMV, *Modelling Default Risk, Modelling Methodology*, 2003.

Moody's, *Rating Methodology, Benchmarking Quantitative Default Risk Models, A Validation Methodology*, March 2000.

Ong, M., *Internal Credit Risk Models*, Risk Books, 1999.

Ozdemir B., Miu, P., *Basel II Implementation, A Guide to Developing and Validating a Compliant Internal Risk Rating System*, McGraw-Hill, 2009.

Ranson, B. J., *Credit Risk Management*, Sheshunoff, 2005.

Sironi, A., Resti, A., *Risk Management and Shareholder's Value in Banking*, Wiley, 2007.

III. Bilgi Sağlanan İnternet Siteleri (Mayıs 2012):

Alman Bağımsız Deneticiler Enstitüsü:

Alman Merkez Bankası:MaRisk, Risk Yönetimi hakkındaki minimum Standardlar, www.bundesbank.de/bankenaufsicht/marisk

Alman Bağımsız Deneticiler Enstitüsü: www.idw.de

Deloitte: <http://www.deloitte.com/de>

Ghördes/Rose/Collegen: www.grc-ub.de.Bkz: "Erstellung Sanierungs konzept, IDW Standard S6".

Hackett Group: www.thehackettgroup.com

Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland:.Bkz: " IDW ES 6 n.F" (nolustandard).

KPMG:<http://www.kpmg.de>.

Moody's Analytics: www.moodyanalytics.com

RDG Management Beratungen: [www. http://www.rdg-gmbh.de/](http://www.rdg-gmbh.de/). Bkz: "Der Gliederungsvorschlag des Neuen IDW-Standards S6".