

Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Risk Değerlendirme Kriterleri

Ömer Veysel ÇALIŞKAN*

Besides the lack of capital, access to foreign financial markets is also an important factor in growth policies of developing countries. The belief of "non-efficient external finance organization policies causing inappropriate financial conditions" has become stronger after the debt crises of developing economies in the recent times. Designation of credit worthiness rating determined by the international rating agencies is required in accessing to international financial markets is the main discussion within this framework. Rating agencies' working principles and determinants of the ratings lead to some questions about the reliability for the results

1. KREDİ DEĞERLİLİĞİ KAVRAMI

Gelişmekte olan ülke ekonomilerinin önündeki en önemli sorunlardan biri olan sermaye yetersizliğine ek olarak, dış finansman eksikliği de kalkınma programlarına sekte vurmakta ve bu sorunun uzun dönemli yapısal bir temeli bulunmaktadır. Son dönemlerde, bunun bir uzun dönem sorunu olmasının yanısıra, uygun olmayan dış finansman düzenleme politikalarından kaynaklandığı da öne sürülmektedir. Sachs'da (1981), yerel ve uluslararası borçlanma, birarada ve karşılaştırmalı olarak incelenmektedir.

Bu çerçevede ilgi ekonominin performansının dış borç servisi üzerindeki etkisi üzerinde yoğunlaşmaktadır. Ödemeler dengesindeki akışkanlık zorlukları, borç servisindeki sorunların artmasına yol açabilmektedir. Bu noktada eğer bir ekonomi likidite sıkışıklığı içindeyse, dış finansmanın yapısal güçlükleri aşmakta başarılı olamadığı öne sürülmektedir. Aliber (1980)'e göre, likidite problemleri, hazırdaki nakitin yükümlülükleri karşılayamayacağı durumlarda oluşmaktadır. Buna yanıt olarak ise, borç servis zorluklarına kısa dönem faktörlerinin neden olduğu ve sorunun zayıf ekonomi yönetiminden kaynaklandığı ve bundan dolayı geçici bir hastalık olarak nitelendirilemeyeceği öne sürülmektedir. Temel sorunsal, dış finansmanın rasyonalizasyonu ve ülkenin kredi limitine ulaşmış olup olmadığı üzerinde yoğunlaşmaktadır. Sorunun netleşmesi amacıyla hem orta hem de uzun dönemde, dış borçlar ve ithalatın gelişimi arasındaki ilişki incelenmelidir. Buradan

* Arş. Gör., Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü.

hareketle, Dhonte (1979) borç gelişmelerinin karşılaştırılabileceği uygun taban olarak ithalatı tasarlamakta ve ülkenin borçlanma kapasitesini ithalat için yapılan bir borçlanma oranı olarak ele almaktadır ki bu aynı zamanda ülkenin uzun dönem borç servisinin de sınırınıdır. Aynı şekilde, borcun yükselmesindeki ağırlığı ithalat artışı ile bir tutmaktadır.

Eğer dış finansmana yönelik bazı zorluklar varsa, likidite yönetimi daha fazla önem kazanmaktadır. Loser (1977) uluslararası ekonomik politikada bu türden cari hesap kısıtları üzerinde yoğunlaşmaktadır. Başarılı ekonomik program uygulamalarının ihracat artışına yol açtığı gözönüne alındığında, yerel ekonomik yönetimdeki başarısızlığın boşluğunu ihracat artışı doldurabilmektedir. Leimone (1979) dış finansmanı doğru değerlendirmiş ülkelerde diğerlerine göre daha yüksek GSMH ve ihracat artışları görüldüğüne işaret etmektedir.

Avramovic (1964) tarafından borç servis kapasitesi çeşitli değerlendirmelere alınmıştır. Bu çalışmaların başlangıç noktası her ne kadar uzun dönem borç değerlendirmesi idiye de, kısa dönem analizlerde yapılmıştır. Çalışma, üçlü bir gruplandırma ile ülkelerin kısa dönem dış borç servis kapasitelerini incelemektedir: Likit değişkenler (ithalat, sermaye akışı, iç şokların neden olduğu döviz çıkışı), denkleştirici değişkenler (rezervler ve telafi edici finansman) ve likit olmayan değişkenler (faiz ödemeleri, amortisman ödemeleri ve zorunlu ithalat) bu kapasiteyi belirleyen unsurlardır. Borç servis oranında dikkat, üç değişken, -amortisman, faiz ve ihracata- yoğunlaşmıştır. Bu oran ülkenin borç yükünün ölçülmesi ve dış finansman krizlerini öngörmeye kullanılmaktadır. Ölçme güçlüklerinin yanısıra borç yükü (yalnızca kamu borçlanması ya da kamuca garantili borçlanmayı içermektedir) ödemeler dengesindeki diğer kalemleri de gözardı etmekte ve olgunlaşmış (vadesi yaklaşmış) borç ayırımı yapamamaktadır. Oran dış borcun ekonomiye katkısını da inceleyememektedir.

Bu sorunları gidermek amacıyla çeşitli ülkelerin kredibilitelerini ölçecek kriterler geliştirilmiştir. Bunlardan ilki Thornblade (1978) tarafından geliştirilmiş ve First National Bank of Boston tarafından kullanılmıştır. Bu sistem pekçok oranı tek bir sepet içinde değerlendirmektedir ancak oranlar arasında ayırım yapmadığı için eleştirilmektedir.

Bir diğer yöntem Nagy (1978), tarafından geliştirilmiş ve Bank of Montreal tarafından kullanılmıştır. Burada risk analizi iki parçalıdır. İlk aşamada olası bir krizde ülkede kaybedilecek borç stokları tahmin edilmekte, ikinci aşamada ise borç servisinde bir aksamanın meydana gelebileceği zaman dilimi öngörülmeye çalışılmaktadır.

Dhonte (1975) dış borcu yeniden yapılandırma tecrübelerine iki şekilde bakmaktadır: İlk olarak, dış borcunu yeniden yapılandıran ülkelerin özelliklerini incelemektedir. Analizinin sonuçlarına göre, borcunu yeniden yapılandıran ülkeler, ithalatları nedeniyle ağır bir borç yüküne, yüksek ve artan oranlı bir borç servisi

oranına ve ithalatına oranla daha büyük bir sermaye akışına sahiptirler. Çalışmasının ikinci kısmı dönemlerarası bir incelemeye dayalıdır. Analizinin sonucunda Dhonte iki ana önermede bulunmaktadır. Birinci olarak borçla ilgili olarak yapılacak düzenlemelerin başarı derecesi yeniden borçlanmanın sürdürülebilmesine bağlıdır. İkinci olarak, borcun büyüme hızı ihracatınki ile aynı düzeyde olmalıdır.

Frank ve Cline (1971) 'ayrıştırmaya' adında farklı bir yaklaşım sergilemişlerdir. Kullandıkları sekiz göstergeden ikisi modellerinin temelini oluşturmaktadır; borç servis oranı ve borç oranı amortizasyonu. Sargen (1977) ise, aynı modeli geliştirirken, kısa dönem makro ekonomik bazı göstergelerden de - enflasyon oranı ve para yaratma oranı gibi- yararlanmaktadır. Bu yaklaşım borç krizlerinin gerisindeki kötü ekonomi yönetimlerine işaret etmektedir. Geçici dış borçlanmalar bu nedenle zayıf ekonomi yönetimlerinin olmadığı, iç ve dış krizlere bağlı likidite sorunları yaşayan ülkelerde geçerlilik kazanmaktadır. Bu nedenle Sargen, borç yeniden yapılandırılmalarının yüksek enflasyonlu ülkelerde birbirlerinden çok farklı sonuçlara yol açabileceğine de dikkat çekmektedir.

Bu konuların yanısıra, yeniden borç yapılandırılmalarının borç kapasitesi ile ilişkisi de incelenmiştir. Aliber (1977) borç kapasitesinin yatırımdan dönüşler ve dış finansmanın koşulları tarafından belirlendiğini ve borcun yeniden yapılandırılmasının ülkenin dış borç stokunun yükseldiği anlamına gelmediğini söylemektedir.

2. RİSK TÜRLERİ ve KREDİBİLİTENİN ÖLÇÜLMESİ

Kredi değerliliği- kredibilite, fon arzedenlerin (şirket, devlet gibi) ihraç ettikleri borç niteliğindeki menkul kıymetlerin (tahvil, finansman bonusu vb) anapara ve faizini vadesinde ve eksiksiz geri ödeme yeterliliğine ne ölçüde sahip olduklarını göstermek amacıyla bağımsız kuruluşlar tarafından yapılan değerlendirme sonucunun kategorik ifadesidir. Bir diğer biçimiyle, fon arzedenlere yönelik olarak, fon talep edenleri kendi aralarında geri ödeme güçleri açısından sınıflandıran sistemin adıdır.

Gelişen piyasalarda en önemli risk kategorisini sistematik olmayan risk (non-systematic risk) grubuna giren politik istikrarsızlık ve makro ekonomik dengesizlikler gibi riskler oluştururken, bu riskler sistematik risk (systematic risk) grubuna giren sektör ve firma riski gibi mikroekonomik riskleri de etkilemektedirler.

2.1.Politik Risk Unsurları

Uluslararası portföy yatırım analizlerinde politik risk üç yönlü araştırılmaktadır. Bunlar, ülke riski, hükümler riski ve mikro ekonomik risktir. Politik riskin belirlenmesi için öncelikle bu riske etki eden faktörler belirlenmektedir. Ülkenin yönetim biçimi, siyasi partileri, hükümet krizleri, sosyal, demografik, etnik ve dinsel yapı, işçi sendikalarının etkinliği, yabancı sermaye ile ilgili yasal

düzenlemeler, politik veya etnik gerginlikler, askeri darbe olasılığı, ülkeye uygulanan ekonomik ambargolar ve savaşlar politik riski etkileyen faktörlerdir. Politik riskin belirlenmesinde kalitatif ve kantitatif olmak üzere iki yöntem kullanılmaktadır. "Delphi Metodu" olarak tanımlanan bir yöntemde ise, düzenlenmiş anket sonuçlarının değerlendirilmesi yapılarak ülkeler sınıflandırılmaktadır.

2.1.1. Ülke Riski (Country Risk)

Uluslararası yatırım analizinde en önemli araştırma konularından birisi ülke politik ve ekonomik riskliliğinin belirlenmesidir. Ülke riskini incelemek üzere üç ölçüt belirlenmiştir. 1- Ekonomik Risk : Devlet bütçe açıklarının milli gelire (GSMH) oranı bir risk göstergesi olmaktadır. 2- Devlet Harcamalarında Etkinlik: Dış borca bağlı büyüme gösteren bir ülke için alınan kredilerin çoğunlukla tüketimi sübvanses etmesi ülke riskini arttırmaktadır. 3- Ülke Kaynakları: Bir ülkenin doğal, finansal ve işgücü kaynaklarının yetersizliği ve ayrıca etkin kullanılmaması durumu ülke riskini arttırıcı yönde etki yapmaktadır.

2.1.2. Hükümlanlık riski (Sovereign Risk)

Tanım olarak ülke riskinden daha geniş ve hükümetin milli politika ya da devletin yapısındaki bir değişiklik nedeniyle mevcut borçlarını geri ödememesi olasılığını içermektedir. Özellikle Afrika ülkeleri için hükümlanlık riski oldukça yüksek düzeylerde oluşmaktadır. Borç anapara ve faizlerinin geri ödemesindeki aksama riski (default risk) adı altında belirtilen risk kategorisinde ise, sözkonusu durum devlet garantisi olmayan özel kesim borçları açısından ele alınmaktadır. Aksama riski ve hükümlanlık riski, sırasıyla biri devlet diğeri de özel kesimden oluşan borçluların hukuki varlığının değişmesi ya da tümüyle ortadan kalkması olasılığını gözönüne almaktadırlar.

2.1.3. Mikro Ekonomik Risk

Politik riskin araştırılmasında ikinci yön mikro yaklaşımdır. Bu yaklaşıma göre ülke politik riskinin her bir firmayı aynı derecede etkilemeyeceği varsayılmaktadır. Bundan dolayı her bir firma için sektörü de dikkate alarak politik riskin firma bazında yansımalarının hesaplanması yapılmaktadır. Bu bağlamda yatırımcı, gelişen piyasaya yatırım yapacağı zaman ilk aşamada (i) Ülke ayırımı (ii) Yatırım yapılacak borsadan hisse seçimi ve (iii) Seçilen hissese yönelik şirket analizi yapacaktır. Ayrıca bir ülkedeki çok uluslu firmaların reel ekonomiye katkılarındaki büyüme, ülke riskini azaltıcı gelişmelerden sayılmaktadır. Diğer yandan yatırım yapılacak gelişen piyasanın günümüze kadar ki volatilitésinin ölçülmesi, diğer piyasalarla korelasyon ile portföy riskinin ölçülmesi yatırım açısından ülkenin riskini öngörmede önemli bir rol oynamaktadır.

2.2. Ekonomik Risk Unsurları

2.2.1. Döviz Kuru Riski

Yatırım yapan kişi veya kuruluşun, yabancı para birimleri üzerinden alacaklanması, borçlanması veya herhangi bir kıymete yatırım yapması durumunda üstlenilen risktir. Uluslararası finans yatırımlarında kur riski aşağıdaki şekilde formüle edilebilir.

$$1+G(1) = (1+G(s)) (1+G(X))$$

Burada $G(1)$ = Uluslararası getiri, $G(s)$: Menkul kıymetin yabancı ülkedeki getirisi $G(x)$ = Kur getirisidir

Gelişen borsalar için döviz kuru ile arasında sıkı bir ilişki bulunan yurtiçi enflasyon oranı, yatırımcılar için kur riskini oluşturan önemli bir nedendir.⁽¹⁾

Opsiyonlar ve vadeli işlemler yönteminin maliyetleri ile karmaşık yapıları dikkate alındığında, birçok global sermaye yatırımcısının döviz kuru riskinden korunmak için zaman ve ülke çeşitlendirmesi yolunu tercih ettiği görülmektedir.⁽²⁾ Uluslararası yatırım analizlerinde yatırımcılara portföy oluşturmada en çok yardımcı olabilecek analizlerden birisi, yatırım alternatifleri arasındaki ilişkinin incelenmesidir.

Bir hisse senedinin belirli bir dönemdeki getirisi aşağıdaki formülle elde edilebilir:

$$G = \frac{P_2 \cdot P_1 + h - v \cdot b}{P_1}$$

G = 1. dönemden 2. döneme getiri oranı

P_1 = Dönem başı fiyatı

P_2 = 2. dönem açılış fiyatı

h = Dönem içi elde edilen kâr payı

v = Sermaye kazancı ve temettüye karşılık vergi

b = Bilgi edinme maliyeti

Dönem boyunca hisse senedinin P_1 fiyatından P_2 fiyatına değişmesine etken olan faktörler genel olarak dünya konjonktörü, ülkenin ekonomik durumu, bulunulan piyasanın etkinliği ve firmaya özel koşullardır. Bu aşamada, fiyatlandırmayı yapan veya yatırım gerçekleştiren kişilerin davranışları da

(1) IFC Emerging Stock Markets Factbook 1995, s 45.

(2) Aksine sabit getirili menkul kıymetlerin ve özellikle para piyasası araçlarının global yatırımcıları ise bu yöntemi yoğun bir şekilde kullanmaktadırlar. Ayrıca gelişen borsalara yapılacak portföy yatırımlarına yönelik riskler arasında yüksek volatilité, yüksek yoğunlaşma, yatırımcının gelişen piyasalar konusundaki bilgisizliği, teknolojik ve yasal altyapı yetersizliği sayılabilir.

fiyatlandırma ve getiriye belirleyen unsurların başında gelmektedir. Uluslararası portföy yatırımlarında analiz yapmak üzere izlenecek yöntem şu süreci izlemektedir: (1) Yatırım yapılma olasılığı olan tüm piyasaların genel olarak işlem kolaylıklarının kalitatif ve kantitatif olarak belirlenmesi, (2) Piyasalardaki menkul kıymetlerin geçmişe yönelik getiri setinin oluşturulması ve piyasanın fiyat etkinlik düzeyinin belirlenmesi, (3) Farklı ülkelerde yatırım gerçekleştirileceğinden dolayı döviz kurlarına ilişkin veri setinin hazırlanması, (4) Riski minimum düzeyde kabul edilebilecek finansal yatırımların belirlenmesi, (5) Portföy çeşitlendirmesi ile minimum varyans maksimum beklenen getiri setini veren etkin portföy sınırının elde edilmesi, (6) Global olarak piyasaları temsil edecek bir piyasa endeksinin belirlenmesi, (7) Yatırım stratejisinin sürekli analiz ve uygulamasının yeni veri girişi ile sürdürülmesi ve (8) Riskten korunma yollarının uygun piyasalar seçilerek araştırılması. Örneğin son yöntemle göre yabancı portföy yatırımlarında en önemli yatırım riski olan döviz riskinden korunmak üzere döviz forward, futures veya opsiyon sözleşmeleri yapılabilmektedir.

2.2.2. Transfer riski

Ülkenin özel borçlar da dahil olmak üzere tüm borçlarını ödeyebilme kapasitesiyle ilgili olduğundan bu kapasiteyi artırıcı veya azaltıcı tüm faktörler transfer riskinin belirlenebilmesi için ayrı ayrı incelemeye tabi tutulmaktadır. Enflasyon oranı, döviz kuru politikası, izlenen ekonomik politikalar, borç olarak alınan dış kaynakların kullanım alanları, doğal kaynaklar, gümrük vergileri, dış borçların yönetimi, sermaye hareketleri, dış ticarete getirilen sınırlamalar, faiz oranları, doğal felaketler, piyasa koşulları gibi faktörler bu çerçevede incelenmektedir. Transfer riski çeşitli istatistikî analizler yoluyla belirlenebilmektedir. Bunlardan birincisi logit analizidir. Logit analiziyle, ülkenin gelecek dönemde herhangi bir yılda ödeme güçlüğüne düşme olasılığı ve erteleme talebi tahmin edilmeye çalışılmaktadır.

Uzun vadeli borç ödeme kapasitesi belirlenmeye çalışılırken, ülkenin borç servis kapasitesi, ülke ekonomisinin yönetimi ve başarı durumu ile diğer temel ekonomik göstergeler dikkate alınmaktadır. Likidite koşulları analiz edilirken ise, ülkenin uluslararası rezervlerinin ithalat da dahil olmak üzere dış borçlarını karşılama kapasitesi incelenmektedir. Bunun için de uluslararası rezervler/ithalat, borç servisi/ ihracat oranları ile rezervlerdeki azalmalar, borç servislerinin zamanında yapılıp yapılmadığı, kullanılan IMF ve Dünya Bankası kredilerinin miktarlarına bakılmaktadır. Logit analizi özellikle bankalar tarafından yaygın bir biçimde kullanılmaktadır. Transfer riskinin belirlenmesinde kullanılan ikinci yöntem ise, Spread analizidir. Bu yöntemde, uluslararası kredi işlemlerinde bankaların faiz üzerine ekledikleri ve riske bağlı olarak değişen spread oranlarına bakılarak, transfer riski belirlenmektedir. Ülkelerin kredi faizleri arasındaki farklar, ülkenin likidite riskini de etkilemektedir. Ancak, kredi ve sermaye piyasaları işlemlerinin birbiriyle uyum göstermesi, karşılaştırmaya esas olan kredi

vadelerinin eşit olması gibi unsurlarda değerlendirmeye alınmaktadır. Bu nedenle transfer riskinin belirlenmesinde spread analizlerinin başarısı sınırlı kalmaktadır. Politik ve transfer riskleri ayrı ayrı belirlenip ülkeler almış oldukları risk değerlerine göre sıralamaya tabi tutulduktan sonra bu iki tür risk değeri biraraya getirilerek ülke riskine ulaşılmaktadır.

3. BAŞLICA KREDİ DEĞERLENDİRME KURULUŞLARI

Dünya finans piyasalarında çok sayıda kredi derecelendirme kuruluşu faaliyet göstermekle birlikte az sayıdaki kuruluş genel bir kabul görmüştür ve çalışmalarını dikkatle izlenmektedir.

Bunlardan biri olan Standard and Poor's; 'Standard Statistics Company' adıyla 1923'te faaliyete şirket tahvillerini değerlendirmeye tabi tutarak başlamıştır. Bugünkü tanıma en uygun şekilde ilk faaliyet ise 1982'de Chicago'da kurulmuş olan "Duff and Phelps" dir. Diğer büyük değerlendirme şirketleri olan McCarthy, Crisanti ve Maffei; 1975'de kuruluş 1991'de Duff and Phelps'e dahil olmuşlardır. Kredi değerlendirmeleri gelişmiş ülkelerin mali piyasalarına uygulandığı gibi, piyasaları yeni oluşan çeşitli ülkelerde de uygulama alanı bulmuştur. Fitch 1973'de, Standard and Poor's 1974'de; Moody's ise 1982'de, kredi değerlerine, artı ve eksi sembolleri uygulayarak değerlendirme kriterlerini belirlemeye başlamışlardır. Kredi değerliliğinin belirlenmesi olan 'Rating' lerin güvenilirliği, tahvil ihraç edenlerden bağımsız oluşundan ve tarafsız çalıştığıının varsayılmasından kaynaklanmaktadır. İlgili kuruluşlarca yapılan değerlendirmeler, belirli bir tahvili satmayı, satın almayı veya elde tutmayı karara bağlamamakta, sadece risk değerlendirmesini yapmaktadırlar. Yapılan değerlendirmelerden yararlananlarla bu değerlendirmeleri yapan rating kuruluşları arasında hiç bir müteselsil sorumluluk yoktur. En düşük rating değeri Moody's ve S&P's için BB- olup daha aşağı değerlere sahip ülkelerin notu 0 olarak kaydedilmektedir.

Dünyanın önde gelen dokuz rating kuruluşu 1909 yılında kurulan ABD merkezli Moody's Investors Service, 1922 yılında kurulan ABD merkezli Fitch Investors Service, 1923 yılında kurulan ABD merkezli Standart and Poor's Corporation, 1972 yılında kurulan Kanada merkezli Canadian Bond Rating Service, 1974 yılında kurulan ABD merkezli Thomson Bank Watch, 1975 yılında kurulan Japonya merkezli Japanese Bond Rating Institute, 1977 yılında kurulan Kanada merkezli Dominion Bond Rating Service, 1978 yılında kurulan İngiltere merkezli IBCA, 1980 yılında kurulan ABD merkezli Duff and Phelps Credit Rating, 1985 yılında kurulan Japonya merkezli Japanese Credit Rating Agency ve 1985 yılında kurulan Japonya merkezli Nippon Investor Service'dir.

Kredi değerlendirmeleri iki kısımdan oluşmaktadır, biri menkul kıymetlerin değerlendirmesi, ikincisi ise toplam yükümlüklerine göre borçluların kredibilitésinin ölçülmesidir.

Tablo 1: Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Başlıca Değerlendirme Kriterleri Ve Ağırlıkları

60

| Kuruluş | Derecelendirme Değerlendirmesi |
|-----------------------------------|--|
| Institutional Investor | Sayıları 75-100 arasında değişen bankaların ülke hakkında 0-100 arasında verecekleri puanlar, 100 tam geri ödeme olasılığı en yükseği temsil etmektedir Kuruluşun kendi değerlendirme ölçütleri |
| Euromoney | Analitik Göstergeler (Yüzde 40) Politik Risk (Yüzde 15) Ekonomik Risk (Yüzde 10) Ekonomik Göstergeler (yüzde 15) Kredi Göstergeleri (Yüzde 20) Ödeme Düzenliliği (Yüzde 15) Yeniden Yapılandırma (Yüzde 15) Piyasa Göstergeleri (Yüzde 40) Piyasalara Giriş Kolaylığı (Yüzde 15) Kısa Vadeli Senet İhraç Edebilme (Yüzde) Faiz Oranında Pazarlık Gücü (Yüzde 15) |
| Economic Intelligence Unit | Orta Vade Borç Düzeyi (Yüzde 45) Politik Risk (Yüzde 40) Kısa Dönem Ticari Risk (Yüzde 15) |

Kaynak: Finance & Development/March 1997

Rating şirketleri tarafından yapılan tahvil değerlendirmeleri, sektörlerdeki ödemelerde meydana gelen gecikmeleri veya taahhütlerin yerine getirilmemesi olasılıklarını göstermektedir. Rating şirketleri ödemelerde oluşabilecek gecikmelerin risk derecelerini belirleyen sembollere sahiplerdir, bir kısmı harfleri, diğerleri rakamları, çoğu da ikisini kullanmaktadırlar. Kuruluşların

derecelendirmelerini yayınlayan önde gelen iki dergi Institutional Investor ve Euromoney'dir. Kuruluşlar her ne kadar ülkelerin borcu geri ödeme kapasitelerini değerlendirmek ortak amacına sahiplerse de, her birinin yöntemi ve değerlendirme ölçütleri farklılık göstermektedir.⁽³⁾

61

Tablo 2: İki Derecelendirme Kuruluşunun Notasyonları ve Not Karşılıkları

| S&P's | Moody's | Not Karşılığı |
|-------|---------|---------------|
| AAA | Aaa | 90-100 |
| AA | Aa | 80-90 |
| A | A | 70-80 |
| BBB | Baa | 65-70 |
| BB | Ba | 60-65 |
| B | B | 55-60 |
| CCC | Caa | 50-55 |
| CC | Ca | 45-50 |
| C | C | 40-45 |
| D | | 40- |

S&P's notları kendi içinde ayrıca + ve - ile alt kategorilere ayırmaktadır. BB ya da 60 üzeri değerlendirme yatırım yapılabilir kabul edilmektedir. Derecelendirmeler, ülkenin makroekonomik, finansal ve politik çeşitli yerel değişkenlerinden oluşmakla birlikte, dış krizlere olan hassasiyeti de dikkate almaktadır. Tablo 1'den görülebileceği gibi değerlendirmelerde nesnel ölçütler konulmuş olsa bile, puanlamayı yapan uzmanların öznel değerlendirmeleri de aynı derecede sonuç üzerinde etkili olabilecek ağırlıktadır.

3.1. DEĞERLENDİRME KRİTERLERİ

Kredi derecelendirme kuruluşları tarafından yapılan değerlendirmelerin tümünde ortak olarak gözönünde tutulmakta olan başlıca göstergeler şunlardır:

Ülke ekonomisinin gelir yaratma kapasitesi: Ülkenin GSMH'sı analizlerin başlangıç noktasını oluşturmaktadır. Buna göre GSMH'daki büyüme trendleri, GSMH içindeki yatırıma ayrılan pay ve bunun dönemler arasındaki gelişim yönü, bütçe açığının GSMH içindeki payı, ihracat gelirlerinin gelişimi, ihracat kompozisyonunun mal gruplarına göre ağırlığı, bu incelemeler sırasında dikkate alınan temel göstergelerdir.

(3) Uluslararası faiz oranlarındaki bir puanlık yükselme ülkenin kısa dönemli değerini Ins.Inv'da 3.5, Euromoney'de ise 6 puan düşürmektedir

Likidite Göstergeleri: Ülkenin enflasyon, para arzı, Merkez Bankasının para piyasalarındaki etkinliği ve döviz, özel çekme hakları, IMF rezervlerinin dahil, altın rezervlerinin hariç tutulduğu uluslararası resmi rezervler bu başlık altında toplanabilir.

62

Dış Borç Birikimi: Ülkenin toplam dış borcu, bunun içindeki ihracat gelirlerinin payı, ithalatın payı, ana para ve faiz servisleri bunun ülke içi değerlere göre oranlamaları, ülkenin finansal bir krizle karşılaşma riskini ölçmek amacıyla başvurulmuş göstergelerdir.

Siyasi Risk: Ülkelerin kuruluşlar ile yaptıkları görüşmelerde en fazla itiraza yol açan ve üzerinde taraflarca en fazla tartışmaların yaşandığı değerlendirme kriteridir. Önceki kriterlerde nesnel ölçütlerin ve bu nedenle de yanılma payının oldukça düşük olmasına karşın, bu kriter, kuruluşun uzmanlarının sonuçlar üzerinde oldukça etkin olabilecekleri bir konumdadır. Siyasi risk değerinin toplam değer içindeki payı değişik kuruluşlar arasında farklılık göstermekle birlikte yüzde 30'dan başlayarak yüzde 50'a kadar çıkmaktadır. Literatürde gelişmekte olan ülke iktisatçılarının bu kriterin değerlendirmeye alınış biçimine olan itirazlarına özellikle son dönemlerde sıklıkla rastlanmaktadır.

Yeni Yöntemler: Klasikleşmiş kriterlere ek olarak son dönemde bazı yeni değerlendirme noktaları da analizlere eklenmektedir. Bunlardan biri ESI "Economic Freedom Index"tir. Bu endeks, ülke ekonomisinin yerel siyasi karar merkezlerinden ne ölçüde bağımsız olduklarını tesbite çalışmaktadır. Endeksin bir diğer yönü ise, ülke ekonomisinin olası dış krizlerden ne derecede etkilenebileceklerini öngörme amacıdır.

Sözkonusu yeni yöntemlerden bir diğeri de Beri Enstitüsü tarafından hazırlanan yıllık BERI "Business Enviroment Risk Index"tir. Endeks, politik risk, finansal risk ve ekonomik riskin birarada ele alınarak bir puanlamaya tabi tutulması ile hazırlanmaktadır. 100 üzerinden yapılan puanlamada 55 altı yüksek risk bölgesi, 40 altı yatırım yapılamaz olarak tanımlanmaktadır.(4)

Tahvil ihracından önce ihraç tarihi belirlenirken, ihracın yapılacağı piyasaların şartlarındaki değişimler, swap olanakları, yatırımcıların borçlu ülke tahvillerine yaklaşımları gözönünde bulundurulmaktadır. İhraç kapsamında hangi para cinsinden borçlanılacağı da önem taşımaktadır. Bunun belirlenmesinde, ülke rezervleri, kısa vadeli nakit çıkışları ve beklenen döviz gelirleri ile bunların kompozisyonu önem taşımaktadır. Döviz swapı, opsiyon, futures ya da forward

(4) Euromoney dergisinin 1992 Eylül sayısındaki açıklamada (September, 1992,70-72) ekonomik verilerin tüm dünya ülkelerinin dahil edildiği bir veri tabanı üzerinden gerçekleştirildiği belirtilmektedir. Buna göre ilgili yılın en başarılı performansına sahip ülke 100 puan alırken, geri kalan sıralamada da diğer ülkeler buna göre aşağıya doğru dizilmektedir. Dergi siyasi riski tespit ederken ise, her ülke için bir dizi siyasi analizcinin verdiği notların ortalamasını aldığı belirtilmektedir. Borç rasyoları iktisat literatüründeki formülasyon ve işlemler kullanılarak gerçekleştirilmektedir. Uluslararası piyasalara giriş kolaylığı ise OECD'nin oluşturduğu çalışma gruplarından hangisine bağlı olduğuna ve ülke garantisiz dış borçlarının GSMH içindeki payına göre değerlendirilmeye tabi tutulmaktadır.

işlemi yapabilmek için bütün bu unsurların önceden analiz edilmesi ve koşulların değerlendirilmesi gerekmektedir. Bu araçlar kullanılarak borcun etkin bir şekilde yönetilmesi durumunda borçlu ülkenin karşılaşacağı risk asgariye indirilmiş olacaktır.

Tablo 3: İlgili Yıllara Ait Seçilmiş Bazı Ülkelerin Kredi Değerlendirmesi Notları

| ÜLKE | KREDİ DEĞERİ | | | |
|------------|----------------|-----------------|----------------|------------|
| | Euromoney-1988 | Euromoney -1994 | Ins.Inv - 1994 | IFC - 1994 |
| Japonya | 98 | 69 | 91 | 89 |
| Almanya | 95 | 71 | 75 | 76 |
| İngiltere | 95 | 71 | 75 | 76 |
| Kanada | 94 | 75 | 86 | 82 |
| ABD | 92 | 78 | 89 | 80 |
| Avustralya | 91 | 75 | 82 | 80 |
| İsveç | 91 | 77 | 92 | 85 |
| İtalya | 86 | 75 | 73 | 79 |
| Çin | 83 | 81 | 89 | 88 |
| TÜRKİYE | 40 | 17 | 45 | 70 |
| Etiyopya | 20 | 5 | 21 | 18 |
| Angola | 19 | 7 | 19 | 16 |
| Küba | 19 | 7 | 17 | 11 |
| Sudan | 18 | 6 | 17 | 9 |
| Uganda | 14 | 8 | 5 | 9 |
| Lübnan | 11 | 8 | 5 | 8 |

Kaynak: Euromoney İstatistikleri

SONUÇ

Son yıllarda kredi derecelendirme kuruluşlarının değerlendirmeleri, gelişmekte olan ülkelerin aldıkları dış yardım ve kredilerin geri ödenmesinde en sağlıklı gösterge olarak değerlendirilmektedir. Sözkonusu derecelendirme kriterleri ve puanlaması ayrıca ülkelerin libor üstü maliyetlerinin düzeyini de belirlemektedir. Bu kuruluşların değerlendirmeleri, bir başka gelişmeye daha yol açmış ve yalnızca devletler arasında gerçekleştirilen dış borçlanma piyasasına değil, gelişmiş ülkelerdeki banka ve fon sahiplerinin de gelişmekte olan ülke piyasalarına fon arzetmelerini sağlayacak bir dayanak noktası olarak görülmeye başlanmıştır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının puan değerlendirmeleri, yalnızca fon hareketlerinin

yönlenmesi açısından bilgi sahibi kılmamakta, doğrudan yabancı sermayenin ülke hakkındaki değerlendirmelerini de etkilemektedir. Söz konusu derecelendirme kriterlerinin iktisat literatüründeki kriterler ile uyumu, benzeşme ve ayrışma noktaları üzerinde yaygın olarak tartışılmaktadır.

64

KAYNAKÇA

- Aliber, Robert Z.(1977), "Living with Developing Country Debt", Lloyds Bank Review,34-44.
- Avramovic, Dragoslav. (1964), Economic Growth and External Debt, Johns Hopkins Press.
- Dhonte, Pierre. (1975), "Describing External Debt Situation : A Roll-Over Approach", IMF Staff Papers, 159-186.
- Frank, Charles R. And William R. Cline.(1971),"Measurement of Debt Servicing Capacity : An Application of Discriminant Analyses", Journal of International Economics, 327-344.
- Gersovitz, Mark, and Joseph Stiglitz. "The pure theory of country risk", European Economic Review, vol. 30:481-513, 1986.
- Griffith-Jones, Stephany."A new financial architecture for reducing risks and severity of crises", Institute of Development Studies, University of Sussex, 1999.
- Grinols, Earl and Jagdish Bhagwati. "Foreign Capital,Savings and Dependence" Review of Economics and Statistics,Vol.61 (February 1979). Pp. 154-156, 1976.
- Hanson,James A. "Optimal International Borrowing and Lending " American Economic Review,Vol.64, pp.616-630, 1974.
- Harris, Clay, and Ostrovsky, Arkady, "West may demand payment in dollars", Financial Times, 19/20, September, 1998.
- Hart, Oliver D., and Jaffee, Dwight M. "On the application of portfolio theory to depository financial intermediaries", Review of Economic Studies, 39(1), January- 129-47, 1974.
- Hector, G. "The banks latest game: loan swapping", Fortune, December 12:111-12, 1983.
- Heipman, E., "An exploration in the theory of exchange-rate regimes", Journal of Political Economy 89, 865-890. 1981.
- IFC Emerging Stock Markets Factbook 1995
- IFC Emerging Stock Markets Factbook,2000
- James, C., "Heterogeneous creditors and the market value of bank LDC loan portfolios", Journal of Monetary Economics 25. 325 -346, 1990.
- Kahle,Jeff. "Caps and Floors", Dictionary of Derivatives, 1992.
- Katz,Menachem. "The Cost of Borrowing,the Terms of Trade and the Determination of External Debt" Oxford Economic Papers,New Series,Vol.34 (July 1982),pp.332-345, 1982.
- Kelley, M. "Fiscal adjustment and fund-supponed programs", 1971-80. IMF Staff Papers , 29(2): 561-602, 1982.

- Kenen, P.B. "Organizing debt relief: The need for a new institution", Journal Perspectives 4, no 1, 7-18.1990.
- Kenen, P.B. "Third-world debt: Sharing the burden. A bailout plan for the banks", Times, March 6, 1983.
- Kharas,Homi. "The Analysis of Long Run Creditworthiness:Theory and Practice,"World Bank Domestic Finance Study No.73 (July 1981).
- Leimone, John. (1979), "The Growth of Commercial Bank Lending to Non-Oil LDC's", San Jose, Costa Rica.
- Loser,Claudio M.(1977), "External Debt Management and Balance of Payments Policies", IMF Staff Papers, 168-192.
- Nagy,Pancras.(1978),"Quantifying Country Risk", Colombia Journal of World Business, 135-147.
- Sachs, Jeffrey D.(1981),"The Current Account and Macroeconomic Adjustment in 1970's", Brookings Papers on Economic Activity, 201-268.
- Sargen,Nicholas.(1977),"Economic Indicators and Country Risk Appraisal", Economic Review, 19-35.
- Thornblade, James B.(1978),"A Checklist System:The First Step in Country Evaluation", Financing and Risk in Developing Countries, 73-80.