

MENKUL KIYMETLEŞTİRME

Prof. Dr. Güven SAYILGAN
Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi
İşletme Bölümü Muhasebe-Finansman
Anabilim Dalı Öğretim Üyesi

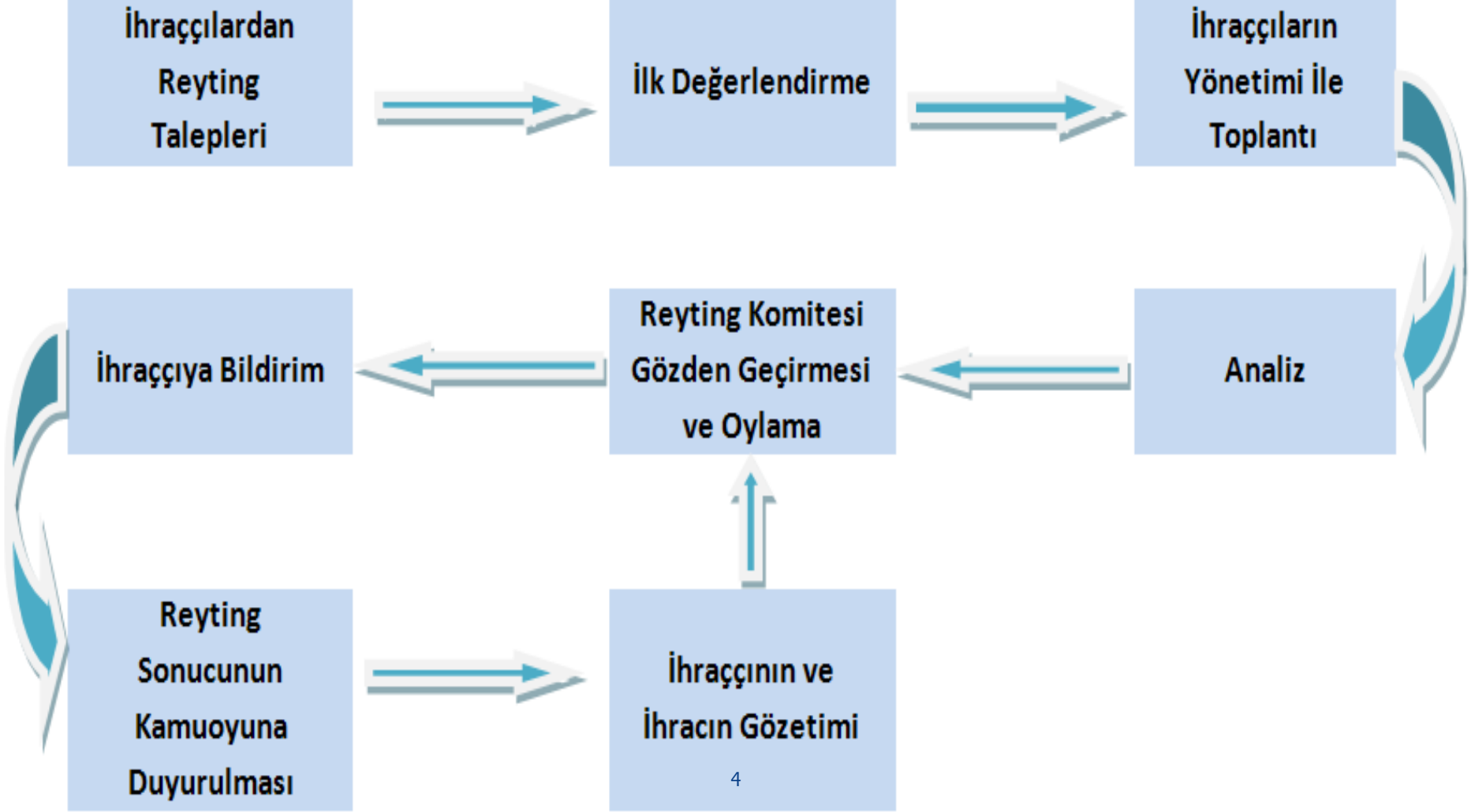
Kredi Derecelendirme Metodolojisi

Kredi Derecelendirme Metodolojisi

Reyting kuruluşları kredi riskine ilişkin fikirlerini oluştururlarken genel olarak analistleri veya matematik modellerini veya her ikisinden oluşan bir kombinasyonu kullanırlar.

- * Analistler tarafından yapılan reyting değerlemeleri genellikle bir şirketin veya bir kamu kurumunun değerlendirilmesi sırasında tercih edilir.
- * Matematik modellerle yapılan analizlerde mali tablolar ve diğer yasal bilgiler üzerinden varlık kalitesi, fonlama ve karlılık gibi değerler kullanılarak kuruluşun kredi değerliliğinin değerlendirilmesi yapılır.

Kredi Derecelendirme Süreci (Analist Metodu)



Reyting Kuruluşları Tarafından Ücretlendirme

KD kuruluşları yaptıkları hizmetin karşılığı ücretleri

* Kendisinden reyting talebinde bulunan ihraççılardan

veya

* Kredi derecelendirme raporlarına erişmek için üye olan kişilerden alınan aidatlarla

Karşılanır.

Ücret Modellerine Getirilen Eleştiriler

Eleştiriler;


- İhraççının hizmet için ödeme yaptığı modelde;
 - * İhraççı ve reyting kuruluşu arasında çıkar çatışmasına yol açar
- Sadece kullanıcıların ödeme yaptığı modelde;
 - * Bu modelin geçerli olduğu bir dünyada küçük ve bireysel yatırımcılar bu hizmetten yararlanamayacak bu hizmetten genel olarak büyük kurumsal yatırımcıların yararlanması söz konusu olacaktır.
 - * KD kuruluşlarının ihraççılardaki bilgilere erişimi sınırlı olacaktır.

İhraççıların Ödeme Yaptığı Modelde Alınan Önlemler;

- * KD kuruluşu içinde analiz ve pazarlama bölümlerinin kati olarak birbirinden ayrılması,
- * Reyting kararının bir tek kişi tarafından değil bir değerlendirme komitesi tarafından verilmesidir.

Reytinglerde Kullanılan Kredi Notları

General summary of the opinions reflected by Standard & Poor's ratings



INVESTMENT GRADE

'AAA' Extremely strong capacity to meet financial commitments. Highest rating


'AA' Very strong capacity to meet financial commitments

'A' Strong capacity to meet financial commitments, but somewhat susceptible to adverse economic conditions and changes in circumstances

'BBB' Adequate capacity to meet financial commitments, but more subject to adverse economic conditions

'BBB-' Considered lowest investment grade by market participants

'BB+' Considered highest speculative grade by market participants



SPECULATIVE GRADE

'BB' Less vulnerable in the near-term but faces major ongoing uncertainties to adverse business, financial and economic conditions

'B' More vulnerable to adverse business, financial and economic conditions but currently has the capacity to meet financial commitments

'CCC' Currently vulnerable and dependent on favorable business, financial and economic conditions to meet financial commitments

'CC' Currently highly vulnerable

'C' A bankruptcy petition has been filed or similar action taken, but payments of financial commitments are continued

'D' Payments default on financial commitments

Ratings from 'AA' to 'CCC' may be modified by the addition of a plus (+) or minus (-) sign to show relative standing within the major rating categories.

İhraççıların ve İhraçların Reytingi

İhraççılar:

- * İhraççıların Reytingi: İhraççının, ihraç dolayısıyla yerine getirmek zorunda olduğu yükümlülüklerini ödeyebilme kabiliyeti ve isteği ihraççının kredibilitesinin ortaya konulmasını gerektirir. Bu değerlendirmeler ihraççının finansal ve iş durumuna ilişkin özellikler dikkate alınarak yapılır.

Değerlendirme konusu hususlar:

- * Anahtar performans göstergelerini,
- * Ekonomik faktörlerin etkilerini,
- * Yasal düzenlemeleri,
- * Coğrafi etkileri,
- * Yönetim ve kurumsal yönetim özelliklerini ve
- * Rekabet pozisyonunu

İçerir. Hükümetlere ilişkin değerlendirmelerde ise bu analiz daha çok politik risklere, parasal istikrara ve borç yükünün büyüklüğüne odaklanır.

İhraççıların ve İhraçların Reytingi

İhraçlar:

İhraçların Reytingi: Bir şirkete veya bir kamu kurumuna ait borçlanma aracının kredi kalitesi bu ihracı yapan kurum ve kuruluştan elde edilen bilgilerin yanı sıra diğer kaynaklardan elde edilen bilgiler kullanılarak ihraç konusu borçlanma aracının kredi kalitesi ve temerrüde düşme olasılığı değerlendirilir.

Borçlanma araçlarına ilişkin değerlendirmelerde;

- * Borçlanma aracına ilişkin şartlara ve borçlanma aracının yasal yapısına,
- * İhraççının diğer borçlanmalarına ilişkin senetlere göre bu ihracın temerrüt halinde ödemedede öncelik durumuna,
- * Akreditif, garanti, sigorta ve teminat gibi bu borçlanma aracına ilişkin varsa koruma desteklerine,

bakılır.

- * KD kuruluşları tarafından bakılan bir diğer önemli husus ise herhangi bir temerrüt durumunda borcun ödenmeyen kısmının ne kadarının tahsil edilebileceği hususudur. Bazı KD kuruluşları kredi kalitesini değerlendirirken bu hususu bir reyting faktörü olarak ele alır. (Moody's)

Reyting Skoru Değerlendirme Metodolojisi

Standard & Poor's risk factors for corporate ratings

- > Country risk
- > Industry characteristics
- > Company position
- > Profitability, peer group comparison



**BUSINESS
RISK**

- > Accounting
- > Governance, risk tolerance, financial policy
- > Cash flow adequacy
- > Capital structure
- > Liquidity/short term factors



**FINANCIAL
RISK**



**R
A
T
I
N
G**

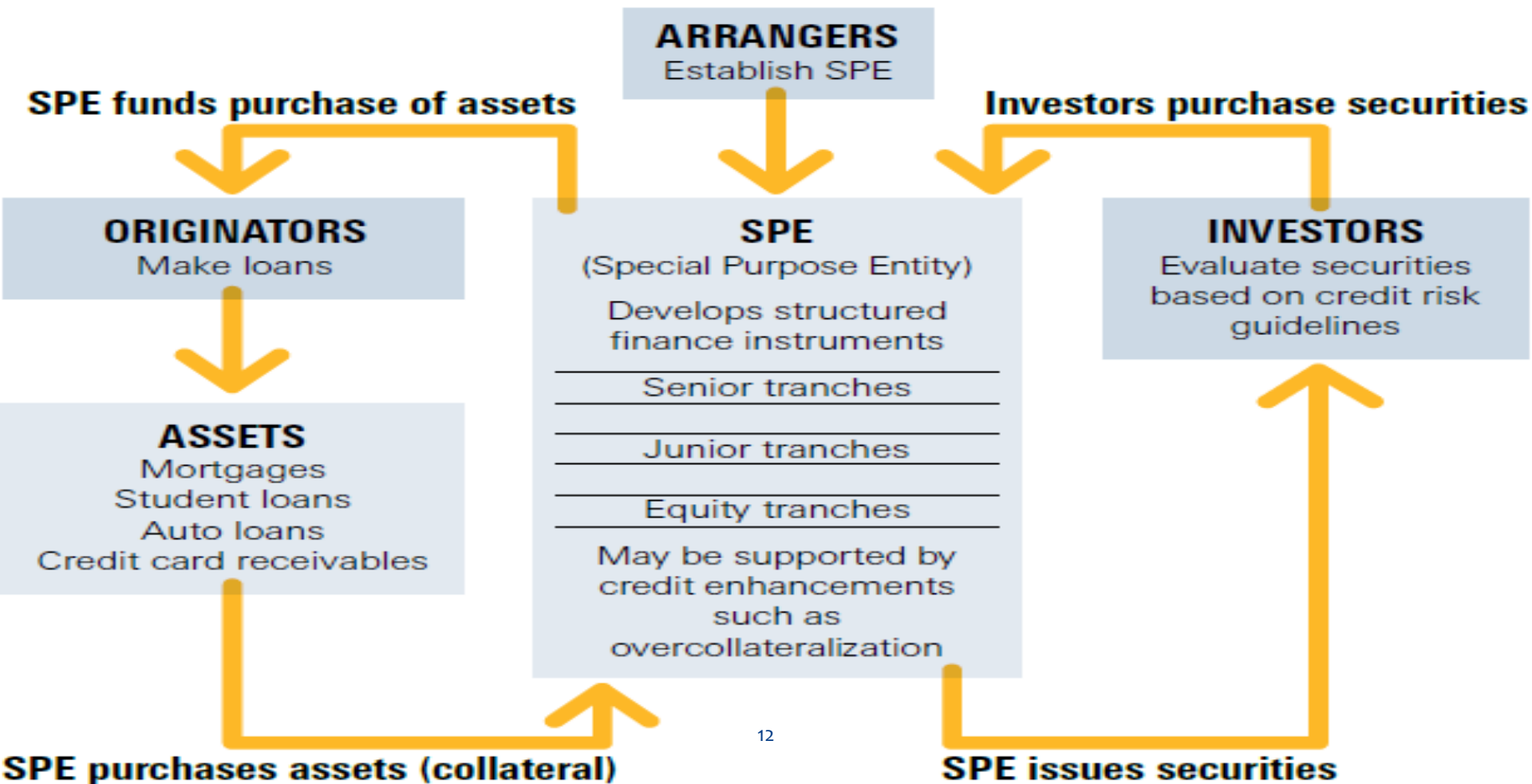
Yapısal Finansal Araçlar (Structured Finance) ve Reytingi

Yapısal finansal aracın ortaya çıkarılması genel olarak üç piyasa oyuncusunun varlığını gerektirir. Bunlar;

- * Meydana getiren (originator) genel olarak bir banka, borç veren ya da diğer düzenleyicilerden kredileri satın alıp bunların karşılığında yatırımcılara menkul kıymet ihraç eden bir finansal aracı olabilir.
- * Düzenlemeyi yapan (arranger), meydana getiren (originator) olabileceği gibi genellikle yatırım bankaları veya diğer finansal kuruluşlar bu görevi üstlenirler. Bunlar dayanak varlık üzerinden menkul kıymetleştirme süreciyle borç senetlerini ihraç ederler.
- * Özel Amaçlı Kurumlar (SPE), genel olarak bir düzenleyici tarafından oluşturulup dayanak varlıkları satın alarak bunlar üzerinden borçlanma senetlerini yatırımcılara satan kurumlardır. Yatırımcılar, özel amaçlı kurumlar tarafından satın alınan dayanak varlıklardan (krediler vs) gelen nakit akımları ile alacaklarını tahsil ederler.

Yapısal Finansal Araçlar (Structured Finance) ve Reytinci

Structured finance instruments



Reyting Değiştirme Süreci: Görünüş ve Kredi İzleme

- * KD kuruluşları verdikleri reyting sonrası 6 ila 24 ay içinde reyting skorunun değişebileceğini beklerler. Bu durumda, KD kuruluşları bu beklentilerini “Pozitif”, “Negatif”, “Stabil” veya “Kararsız” (yani aşağı yada yukarı yönde değişim olabilir) şeklinde kamuoyu ile paylaşırlar. Bu açıklamalara kredi görünüşü (Credit Outlook) adı verilir.
- * KD kuruluşlarınca reytinglerin değiştirilmesi sürecinde uygulanan başka bir prosedür ise “izleme – Creditwatch”’dir. İzleme uygulaması yakın zaman içerisinde (genellikle 90 gündür) kredi reytingini etkilemesi muhtemel bir olayın ortaya çıkması durumu söz konusu olduğunda reyting izlemeye alınır. Görünüşte bir güncelleme veya bir izleme kararı, reytingte değişime neden olacak nedenlerin, değişimin büyüklüğü ve aşağı mı yukarı mı olacağı yönünde bilgileri ihtiva eder.

Gözetim: Kredi Kalitesini İzleme

KD kuruluşları genel olarak müşterilerinin kredi riskini etkileyebilecek gelişmeleri yakından takip ederek gözetim faaliyetlerinde bulunurlar. Bu gözetim faaliyetlerinin amacı verilen reyting skorunun güncelliğinin korunmasıdır. Gözetim faaliyetleri esnasında kredi skorunun artmasına veya azalmasına neden olabilecek durumlar belirlenerek bunların takibi yapılmaktadır. Gözetim faaliyetlerinde birçok faktör göz önüne alınabilir. Gözetim faaliyetleri esnasında örneğin S&P's müşterileri ile periyodik toplantılar yaparak müşterilerinden;

- * Şirket planlarında herhangi bir değişme varsa bunun bildirilmesi,
- * Kredi riskine ilişkin önceki bekleyişleri etkileyebilecek gelişmelerin tartışılması,
- * İhraççının kredibilitesine ilişkin KD kuruluşu tarafından verilen görüşü etkileyebilecek diğer faktörler veya varsayımların gözden geçirilmesi ve bunların belirlenmesi

talep edebilir.

Bu gözetim faaliyetlerinin bir sonucu olarak, KD kuruluşları ihraççının veya ihracın kredi reytingini kredi riskindeki görece değişimlere göre değiştirebilir.

Reyting Skorlarındaki Değişimin Nedeni

Reyting skorlarındaki değişim birçok nedene bağlı olarak çok çeşitli şekillerde olabilmektedir. Bunlar;

- * Ekonomide veya iş ortamında meydana gelen büyük değişimler,
- * Sadece belli bir endüstri kolunu etkileyebilecek durumlar ve bu durumların belirli endüstrilere, kurumlara veya tek tek borçlanma senetleri üzerindeki etkileri
- * Büyüyen veya azalan borç yükleri, çok büyük yatırım harcaması gerekleri ve yasal düzenlemelerdeki değişimler de reytinglerde değişimi zorlayabilmektedir.

Bazı risk faktörleri örneğin artan enflasyon ve bunun tetiklediği faiz hadlerindeki değişimler ve sermaye maliyetlerindeki artışlar tüm ihraççıları olumsuz şekilde etkileyebilmekteyken, bazı risk faktörleri sadece bir grup ihraççıyı veya borç senetlerini etkilemektedir. Hükümetler için nüfustaki değişimler veya vergi mükelleflerinin gelirlerinin azalması da hükümetin gelir kaynağını azaltacağından kredi riskini arttıran faktörler olarak algılanır.

Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Finansal Krizdeki Sorumluluğu

- ❑ Rating kuruluşları SPV'lerin reyting notlarını vermekte,
- ❑ SPV'ler kullanılarak;
 - ❑ Firmalar SPV kurarak riskli projelere girişebilmekte,
 - ❑ Düşük kredi reytingine sahip firmalar yüksek kredi reytingine sahip olabilmektedir.

Bu durumlar gerçek durumu yansıtmamaktadır.

- ❑ Her bir tranşa farklı reyting verilmekte,
- ❑ Kredi reyting kuruluşu hem riski belirlemekte hem de ödenecek faiz düzeyinin belirlenmesinde en önemli faktör olarak ortaya çıkmaktadır.
- ❑ Kredi kuruluşlarına bu derece bağımlılık tahvil ihraç eden şirketlerin, reyting şirketlerine yüksek ücretler vermelerine ve hizmet kalitesinde ise düşüşe neden olmaktadır.

Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Finansal Krizdeki Sorumluluğu

- AAA kredi notuna sahip krediler kriz döneminde temerrüde düşmüş ve Reyting şirketlerinin kredibilitesi sorgulanır olmuştur. Bu kredilerin bu şekilde büyük zararlara yol açmasının nedenleri:
 - Temerrüt olasılığına küçük bir değişikliğin tranşlar üzerinde büyük etkiye neden olması,
 - Piyasa riski ve likidite koşulları reyting skoru verilirken değerlendirilmemesi,