

PRICE WATERHOUSE COOPERS ADLI YÖNETİM DANIŞMANLIĞI ŞİRKETİNİN "OPASİTE İNDEKSİ" ARAŞTIRMASININ SONUÇLARI*

Opasite açık, kesin, resmi, kolayca sezilebilir ve yaygın bir şekilde kabul edilebilen uygulamaların dünya sermaye piyasalarında mevcut olmamasıdır. Saydam olmama durumunu ve ortaya çıkardığı maliyetleri ölçmek mümkün müdür? Pricewaterhouse Coopers'in organizasyonu ile dünya çapında bir Opasite (Saydam Olmama) İndeksi geliştirmeleri için, tecrübeli ekonomistlerden, profesyonel araştırmacılardan, analistlerden ve değerli danışmanlardan bir takım bir araya getirildi.

Saydam olmama konusu ahlaki, siyasi ve kültürel boyutlara da sahipken bu araştırma yeni bir soru üzerinde odaklanmaktadır: Belirli davranışların maliyeti ne kadardır? Opasite indeksi saydam olmamanın sermayenin maliyeti ve elde edilmesi konusunda yol açtığı ters etkileri ile ilgili 35 ülkede tahminler ortaya koymaktadır. Opasite indeksi her ülke için beş farklı alanda sermaye piyasalarını etkileyen saydam olmama verisine dayanarak karma bir "0-faktör" skoru önermektedir:

- a) yolsuzluk,
- b) hukuki sistem,
- b) kamunun makro-ekonomik ve mali politikaları,
- c) muhasebe standartları ve uygulamaları (şirket yönetimi ve bilgilerin ifşası dahil),
- e) regülasyon rejimi.

Uluslararası Şeffaflık Örgütü ve diğer örgütlerin sayesinde, dünyanın her yerindeki ülkelerde alınan yolsuzlukla ilgili tedbirler global piyasalardaki bir çok katılımcı için önemli bir gösterge haline geldi. Opasite indeksi diğer indeksler ile önemli ölçüde bir korelasyona sahip olmasına rağmen

* Bkz: PriceWaterhouse Coopers, The Opacity Index, January 2001. Burada sözkonusu araştırmanın belirli kısımlarının tarafımızdan yapılan tercümesi sunulmaktadır. Opasite araştırmasının tam metni için bkz: <http://www.opacityindex.com>

beş alanda yeni sorular ve sonuçlar ortaya koyduğu için yeni bir gösterge olarak görülebilir.

Opasite indeksi araştırması birbiriyle ilgili üç veri seti ortaya koymaktadır:

- 1) 0-faktör skorları,
- 2) yabancı sermaye yatırımları üzerine konulan bir ek vergi gibi görülerek saydam olmamanın etkisinin ölçülmesi ve
- 3) ülkeler yabancı tahvil ihraç etmek yoluyla borçlandıklarında saydam olamamaya atfedilen risk priminin ölçülmesi.

Tablo-1'de PriceWaterhose Coopers adlı yönetim danışmanlığı şirketinin katkıları ile hazırlanan opasite indeksi sıralaması yer almaktadır. Tabloda O faktörü, vergi eşdeğerleri ve risk primi olmak üzere üç gösterge yer almaktadır. Bu kavramları kısaca açıklamakta yarar bulunmaktadır:

0- Faktörü : Bir ülkenin anket cevaplarına dayanan opasite skorudur. Yüksek rakamlar yüksek düzeyde bir saydam olmama durumunun göstergesidir.

Vergi eşdeğerleri (Tax-Equivalent) : Saydam olmama durumu gizli bir vergi olarak düşünüldüğünde bunun etkisini göstermektedir. Örneğin: 30 rakamı, ilgili ülkedeki saydam olmama durumunun % 30 civarında ilave bir kurumlar vergisi koyma ile eşdeğer olduğunu göstermektedir.

Risk primi : Saydamlığın olmaması nedeniyle ülkelerin karşı karşıya kaldıkları borçlanma maliyetindeki artışları gösterir ve taban puan ile ifade edilir. (100 taban puanı = %1). Ortalama olarak saydamlığın olmadığı ülkeler ihraç ettikleri borç için daha yüksek bir faiz oranı ödemek zorunda kalmaktadırlar. Örneğin, 900 skoruna sahip bir ülke saydamlığın olmaması nedeniyle devlet borçları için uluslararası yatırımcılara ilave % 9 faiz ödemek zorunda kalır. Tablodaki bazı saydam olmama primleri ilgili ülkenin borçlarına ödenen gerçek faiz oranından daha yüksektir. Bu aşırı anormallik bazı sermaye piyasası dinamikleri ve gizli sübvansiyonla açıklanabilir.

Tabloda bazı ülkeler için "0"lar, saydam olmamanın seviyesinin hesaplanmasında benchmark olarak kullanılan ülkeye aittir.

Tablo-1: Kamu Yönetiminde Opasitenin Sermaye Maliyeti Üzerindeki Etkileri

Ülke Adı	Opasite İndeksi	Opasite Sonucu Ek Vergi Maliyeti (Gizli Vergi) %	Opasite Sonucu Ortaya Çıkan Risk Piri
Arjantin	61	25	639
Brezilya	61	25	645
Şili	36	5	3
Çin	87	46	1,316
Kolombiya	60	25	632
Çek Cumh.	71	33	899
Ekvator	68	31	826
Mısır	58	23	572
Yunanistan	57	22	557
Guatemala	65	28	749
Hong Kong	45	12	233
Macaristan	50	17	370
Hindistan	64	28	719
Endonezya	75	37	1,010
İsrail	53	19	438
İtalya	48	15	312
Japonya	60	25	629
Kenya	69	32	848
Litvanya	58	23	584
Meksika	48	15	308
Pakistan	62	26	674
Peru	58	23	563
Polonya	64	28	724
Romanya	71	34	915
Rusya	84	43	1,225
Singapur	29	0	0
G.Afrika	60	29	612
G.Kore	73	35	967
Tayvan	61	25	640
Tayland	67	30	801
Türkiye	74	36	982
İngiltere	38	7	63
Uruguay	53	19	452
ABD	36	5	0
Venezuela	63	27	712

Kaynak: PriceWaterhouse Coopers, The Opacity Index, January 2001. Bkz: <http://www.opacityindex.com>

Saydam olmamanın etkisi

Saydam olmama çeşitli yollarla sermayenin maliyeti ve elde edilebilirliği üzerinde ters etkilere sahiptir. Yurtiçi sermaye piyasaları, kendi fonlarını yatıracak yer konusunda karar veren yatırımcıya yeterli bilgi açıklamamışsa görece daha az gelişmiş piyasalar olarak kalır. Uluslararası yatırımcılar, yatırdıkları fonların niyetlenen amaçlar doğrultusunda kullanıldıklarına emin değilseler projelere sermaye yatırma konusunda istekli olmayabilirler. Dahası hukuki meseleler, regülasyon ve ulusal ekonomik politikalar gibi alanlarda açık, süreklilik arz eden ve güvenilir uygulamaların olmaması ilgili ülkelerdeki yatırımlar için sağlanacak fonların miktarının üzerinde negatif bir etki ortaya koyabilir. Benzer bir şekilde, bürokratlar tarafından talep edilen resmi olmayan (ve genellikle kanunsuz) ödemelerin varlığının farkında olunması yatırımcıları ilgili ülkelerde hisse senedi satın almaktan ya da fabrikalara ve üretim tesislerine yatırım yapmaktan caydırabilir.

Opasite indeksi araştırması, seçilen ülkelerdeki saydam olmama durumunun iktisadi maliyetinin tahmin edilmesi için sermaye piyasalarının iki temel özelliği üzerinde önemle durur: Yabancı sermaye yatırımlarına konulan ilave bir vergi olarak saydamlığın olmaması ve ülkeler borç aldıkları zaman risk primlerinin nedeni olarak saydamlığın olmaması.

Vergi eşdeğerleri (Tax-Equivalent) görüşü

Gösterge 3 saydamlığın olmamasını yabancı sermaye yatırımlarına konulan ilave bir vergi (kurumlar vergisinin oranını artırmak yoluyla) olarak kabul ederek ortaya çıkardığı maliyetin tahminini göstermektedir. Singapur bu hesaplamalarda benchmark olarak kullanılmıştır.

Gösterge 3'teki tahminlere göre opasitede Singapur'un seviyesinden Kolombiya'nın seviyesine doğru bir artışın meydana gelmesi kurumlar vergisi oranında % 25'lik bir artışa yol açarak yatırımlar üzerinde aynı ölçüde olumsuz bir etkiye yol açmaktadır. Singapur'un seviyesinden Çin'in seviyesine yükseliş kurumlar vergisi oranında % 46'lık bir artışa yol açarak yatırımlar üzerinde aynı ölçüde olumsuz bir etkiye yol açmaktadır. Bu örnekler bu ülkelere dikkatleri özellikle çekmek için değil ancak çizelgenin kullanımını basitçe göstermek için seçilmiştir.

Bu bulgularda bir ironi göze çarpmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin bir çoğu, yabancı sermayeyi cezbetmek için sıklıkla vergi teşviklerine başvurumaktadırlar. Gösterge 3 opasitede meydana gelecek bir azalmanın önemli ölçüde bu vergi indirimlerini ikame edeceğini göstermektedir.

Meseleye farklı bir açıdan bakarsak opasiteyi azaltan yurtiçi reformlar yabancı yatırımları çekmekte ve vergi gelirlerinden sarf-ı nazar etmeksizin bu yatırımları çekmekte vergi indirimleri kadar etkili olabilmektedir.

Portföy akımları

Opasitenin ekonomik etkilerini belirlemek için başka bir metod daha kullanılmıştır. Ulusal devletler, sıklıkla, harcama gereklerini karşılamak ve eğitim, ulusal savunma ve altyapı ile ilgili yapılacak işleri sürdürebilmek için uluslararası sermaye piyasalarından fon temin etmeye çalışırlar. Devlet tahvilleri –ki, ulusal devletlerin kredisine ve güvencesine sahiptirler- dünyanın her tarafındaki devletlerce ihraç edilir ve bunların ticareti yapılır. Bu tahviller ulusal devletlerin uluslararası sermaye piyasalarına katılımlarının önemli bir göstergesidir.

Gösterge 4 saydam olmayan uygulamalara sahip olan ülkelerin, genellikle, Amerika Birleşik Devletlerinin ödediği benchmark seviyesinin üzerinde bir prim (spread) ödeyerek yatırımcıları ödüllendirmek zorunda olduklarını göstermektedir. (Gösterge 4'teki riskin olmadığı oran ihraç ettiği tahvillerin geri ödenmemesi bakımından en düşük ihtimale sahip olan Amerika Birleşik Devletlerine aittir).

Saydam olmamanın empoze ettiği risk primini hesaplamak için karma bir O-Faktör kullanılarak bazı ülkelerin toplam döviz rezervleri bakımından büyük bir kaynağa sahip olmaları gerçeği (borçlanmanın fiyatının az olmasına yol açan bir gösterge) kontrol edilmeye çalışılmıştır. O-Faktör skorunda bir puanlık bir artışın yeni ihraç edilen tahvillerin satın alınması için yatırımcıların talepte bulunacağı faiz oranında 25.5 puanlık bir artışın olduğu tespit edilmiştir. Her ülke için bu çalışmada tahmin edilen risk primi Gösterge 4'te yer almaktadır. Bu Gösterge açık-seçik bir şekilde yorumlanabilir. Örneğin, Polonya 4 milyar Zloty'lik (yaklaşık bir milyar \$) bir devlet tahvili ihracı gerçekleştirdiğinde Opasite risk primi yılda yaklaşık 280 milyon Zloty'lik (yaklaşık 70 milyon \$) bir düzeye çıkabilmektedir, halbuki opasite düzeyi Singapur'un düzeyine indirildiğinde bu maliyet kolayca savuşturulabilir.