

Makale Geliş Tarihi: 03.04.2020  
Kabul Tarihi: 30.06.2020

## KAYNAK SAĞLAMA ARACI OLARAK MENKUL KIYMETLEŞTİRME VE TÜRKİYE'DEKİ SON GELİŞMELER

**Nuray YÜZBAŞIOĞLU**  
TÜBİTAK

nurayyuzbasioglu@gmail.com  
ORCID 0000 0001 7409 4263

### ÖZET

Bir kaynak sağlama aracı olarak menkul kıymetleştirme sistemi son dönemde hızla gelişen ve kullanılmaya başlayan bir finansal teknik olmaktadır. Menkul kıymetleştirme işlemi ile likit olmayan alacakların, likit hale dönüştürülmesi finansal sisteme fon girişi sağlamaktadır. Menkul kıymetleştirme işlemi birçok alacak ürününe uygulanabilmektedir. Bu durum sayesinde kuruluşlar yeni kaynak elde etmiş olmaktadır. Bu çalışmada, menkul kıymetleştirme işlemi incelenmiştir. Menkul kıymetleştirmenin ne şekilde yürümekte olduğuna ilişkin derin bir literatür taraması yapılmış ve menkul kıymetleştirmenin ülkemizdeki durumu değerlendirilmiştir. Menkul kıymetleştirmenin iki türü de (varlığa dayalı, ipoteğe dayalı) ülkemizde kullanılmakta olup sağladığı kazanımların yanı sıra uygulamadaki eksiklikleri de belirlenmiştir. Sonuçta da bu durumun nedenleri sunularak çözüm önerilerinde bulunulmuştur. Bu öneriler, ileride yapılması planlanan kıyaslamalı menkul kıymetleştirme senaryolarının değerlendirilmelerinde esas olarak kullanılacaktır.

**Anahtar Kelimeler:** Menkul Kıymetleştirme, İpotekli konut kredileri, Varlık Havuzu

**Jel Kodları:** G1, G12, G21

**SECURIZATION AS A RESOURCING TOOL AND IT IS  
APPLICATION IN TURKEY**



## ABSTRACT

The securitization proces has turned into a financial instrument which has been developed and used recently as a resourcing tool. With the process of securitization, non-illiquid receivables turn into illiquid fund to financial system. The process of securitization can be conducted on many receivables. Because of securization, institutions obtain new resources. In this study securization is reviewed. A literature survey about how the securization is carried out is performed in detail. Its current status in Turkey is evaluated. Both types of the securitization system (asset-backed and mortgage based) have been used in Turkey and besides advantages, shortcomings are also determined. Consequently, reasons for those shortcomings are presented and solutions are suggested. Those suggestions will be used as a base for evaluation of securization cases planned as future work.

**Keywords:** Securitization, Mortgaged Real Estate Loans, Asset Pool.

**JEL Codes:**G1, G12, G21

## GİRİŞ

Finansal küreselleşme ekonomik alanda birçok yeni fırsatları ve avantajları ortaya çıkarmıştır. Bilgi ve teknoloji alanında kazanılan gelişmeler sayesinde küreselleşen finansal piyasalarda yeni teknikler kullanılmaya başlanmıştır. Finansal alanda uygulanan bu tekniklerden biri de “menkul kıymetleştirme” olup, işletmeler açısından yeni bir kaynak sağlama aracıdır.

Menkul kıymetleştirme sermaye piyasalarında kullanılan diğer finansal araçlara göre oldukça yeni olmasına rağmen daha kolay ve ucuz finansman imkânı sağlaması nedeni ile özellikle gelişmekte olan piyasalarda yaygın olarak kullanılmaya başlanmıştır (Turan, 2018: 123). Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu’na (BDDK) göre “menkul kıymetleştirme maruz kalınan bir riskle veya risk havuzuyla bağlantılı kredi riskinin dilimlere ayırdığı, ödemelerin taşınan riskin veya risk



havuzunun performansına bağlı olduğu ve kayıp dağılımının bu dilimlerin sıralamasıyla belirlendiği menkul kıymet ihracına yönelik işlem veya plan olarak tanımlanmaktadır” (Resmi Gazete, 2014: 29111). Menkul kıymetleştirme, finansal kuruluşların sahibi oldukları kredi ve alacaklar veya diğer alacakların özel amaçlı kurumlara devredilmesi sonucunda menkul kıymet ihraç edilebilmesine olanak tanıyan yeniden düzenlenmiş bir finansman yöntemidir (Gül, 2017: 50).

Menkul kıymetleştirme; işlemi gelecekte bir nakit girişi doğuracak alacaklar, krediler ve diğer borçlanma araçlarının bir araya getirilmesi koşuluyla varlık havuzu oluşturulması ve bu havuza dayalı olarak şimdiden çeşitli menkul kıymetler üretilmesi, üretilen menkul kıymetlerin ikincil piyasalarda yatırımcılara satılmasıdır. Böylece kuruluşun likit olmayan varlıkları, likit ve pazarlanabilir hale getirilmiş olmaktadır. Özellikle ikincil piyasalarda kullanım alanına sahiptir. İşlemin özü ise alacaklar ve benzeri varlıklar karşılık gösterilerek ikincil piyasalara menkul kıymet ihraç etmek esasına dayanmaktadır (Hazar ve Yılmaz, 2019: 322).

Kredi veren kuruluşlar finansal ihtiyaçlarını farklı enstrümanlarla kaynak yaratarak karşılamaya çalışmaktadırlar. Yeni bir finansal teknik olan menkul kıymetleştirme, kredi veren kuruluşlar açısından büyük önem arz etmektedir. Kredi veren kuruluşların varlıklarının büyük bir kısmı kredilerden oluşmaktadır. Bu kuruluşlar açısından menkul kıymetleştirme, kredilerin vadelerinden önce paraya çevrilmesine olanak sağlamaktadır. Bu durum, kuruluşun mevcut likiditesini artırarak fon fazlası elde etmesine imkân tanımaktadır. Fon fazlası elde eden kuruluş, fon yönetiminde serbest hareket edebilme imkânına kavuşacaktır.

Bu çalışmada, finansal sistem içerisinde önemli bir enstrüman ve kaynak sağlama aracı olan menkul kıymetleştirmenin Türkiye’deki tarihsel süreci incelenmiştir. Bu alanla ilgili literatür taraması yapılmıştır. Ülkemizdeki uygulamalarda edinilen kazanımların yansırı eksikliklerde tespit edilerek çözüm önerileri sunulmuştur.



## 1. KAYNAK SAĞLAMA ARACI OLARAK MENKUL KIYMETLEŞTİRME

Kaynak sağlama aracı olan menkul kıymetleştirme, yeni yatırım araçlarının oluşmasına katkıda bulunmakta ve alacaklara likidite kazandırarak piyasadaki nakit dolaşımını arttırmaktadır. Böylece kaynakların yeniden ekonomiye kazandırılmasını sağlamaktadır. Menkul kıymetleştirme işlemi dünyanın çoğu ekonomilerindeki mortgage (ipotekli konut kredilerine dayalı menkul kıymet) piyasaları için uzun, verimli fon sağlamada cazip, potansiyel ve geniş bir kaynak olarak karşımıza çıkmaktadır (Atay ve Gülen, 2019: 107).

Kuruluşlar menkul kıymetleştirme işlemi sayesinde doğrudan finansal piyasalardan fon sağlayabilmekte, böylece de kendilerine yeni kaynak oluşturmaktadırlar. Bu hali ile menkul kıymetleştirme işlemi kredi veren kuruluşlara, riskten korunmak amacıyla aktiflerinin likit hale çevrilebilmesi olanağı sağlamaktadır. Alacaklarının menkul kıymetleştirilmesi sayesinde elde edilen fonlar ile yeniden kredi açma imkânına kavuşmakta ve böylece kaynaklarının sürdürülebilirliğini sağlamaktadır. Menkul kıymetleştirme işlemi sayesinde, ihraç edilebilecek menkul kıymet miktarı gelecekteki nakit akımlarına dayalı olarak hesaplanabilmekte ve eğer ihraç anında, ihraca konu olan nakit akışı kısmen veya tamamen olmasa bile menkul kıymet ihracına başlanabilmektedir. Bu suretle de bir kaynak sağlama aracı olarak kullanılabilir. Menkul kıymetleştirme, finansal kuruluşun varlık havuzunda bulunan alacaklarını ve alacakların teminatları gibi finansal varlıklarını, alınıp-satılabilen değerlere dönüştürdüğü için artık ikincil piyasalarda satılabilir hale getirmektedir (Hazar ve Yılmaz, 2019: 322). Bu nedenlerden dolayı da farklı istek ve yapıdaki yatırımcılara hitap edebilme özelliğine sahiptir. Fabozzi (2006), menkul kıymetleştirmenin; bankalar, sigorta şirketleri, finans şirketleri gibi finansal kuruluşlar ile finansal olmayan kuruluşların konut kredileri, taşıt kredileri veya kira alacağı vb. alacakların bir havuzda toplanarak özel amaçlı kurum aracılığıyla ihraç edildiğinden bahsetmektedir.





Menkul kıymetleştirme sürekli nakit akışı yaratacak her türlü varlık üzerine yapılabilmektedir. İlk olarak mortgage piyasalarında kullanılmaya başlanmasının ardından 1985 yılında, ipotek dışı varlıklar (otomobil kredileri) sınıfında da uygulanmıştır. Bu ilk işlemin başarısından sonra, menkul kıymetleştirme işlemi kira alacakları gibi kurumsal varlıklar ve kurumsal kredilerle ilişkili ödemeler gibi banka varlıkları da dahil olmak üzere gittikçe çeşitlenen ve sürekli genişleyen bir dizi varlık tarafından desteklenmiştir (Vink, 2007:3-4). 1997 yılında İngiliz sanatçı David Bowie'nin 255 adet şarkısından oluşan bir varlık menkul kıymetleştirilerek tahvil olarak ihraç edilmiş ve Bowie Bond's olarak adlandırılan bu tahvillerden 55 Milyon dolar gelir elde edilmiştir. Tahvillerin vadesi 15 yıl olup %7.9 faiz ile ihraç edilmiştir (Bayır ve Bilge, 2019: 646). Benzer kıymetleştirme işlemi de futbol takımlarından yanı sıra varlık havuzu bulunan pek çok kuruluş tarafından yıllardır yapılmaya devam ettiği gözlemlenmiştir.

Menkul kıymetleştirme işlemi için oluşturulan her varlık havuzu, diğer kurum veya kuruluşların menkul kıymet ihraçlarında genel mükellefiyetlerden ayrı olarak belirli bir teminat ile koruma altına alınmaktadır. Varlık havuzunu oluşturan kuruluş genelde hizmet görevini de üstlenerek, varlık havuzundan gelen nakit akımları ile menkul kıymetleştirilen varlıklara ilişkin ödemeleri gerçekleştirmektedir (Korkmaz ve Ceylan, 2015: 633).

Menkul kıymetleştirme işlemi sayesinde kuruluşlar müşteri kitlelerini büyüterek ve geliştirerek yüksek oranda kâr elde etme imkânına kavuşmuşlardır. Özellikle Amerika'da 2005 yılından itibaren menkul kıymetleştirme işlemi gittikçe yaygın bir şekilde kullanılmaya başlanmıştır (Eraslan ve Bayraktar, 2012: 58). Menkul kıymetleştirilen varlıklar hem menkul kıymeti ihraç eden hem de satın alan yatırımcı açısından incelendiğinde her iki tarafa da avantajlı ve güvenli olması nedeniyle son yıllarda çok tercih edilen bir finansman aracı olarak karşımıza çıkmaktadır.



## 2. LİTERATÜR

Menkul kıymetleştirme işlemi ilk olarak ABD’de kullanılmaya başlanmıştır. Avrupa’da ise ilk menkul kıymetleştirme işlemleri İngiltere’de yapılmıştır. Dünyada çoğunlukla menkul kıymetleştirme işlemleri ABD, İngiltere, İsviçre, Almanya, Japonya, İtalya, Fransa ve Brezilya’da yapılmaktadır. Avrupa’da ise Almanya ve İtalya menkul kıymetleştirme işlemleri yoğun olan ülkeler arasındadır. Asya ülkeleri içinde ilk işlem Japonya’da gerçekleştirilmiştir. Latin Amerika’da gelişmiş piyasaya sahip olan Brezilya’da da bu işlemler sıklıkla uygulanmaktadır (Göçer ve Danacı, 2019: 202). Türkiye’de ise ilk yasal düzenleme ile birlikte 1992 yılında uygulanmaya başlanmıştır. Sadece finansal piyasalar değil futbol, müzik, siyaset dâhil pek çok alanda menkul kıymetleştirme uygulamaları mevcuttur. Bu uygulamalardan bu makale kapsamı ile ilgili öne çıkanlar aşağıda özetlenmiştir.

Giddy (2000), Asya’da menkul kıymetleştirme konusunu, Coles ve Hardt (2000) ise devlet kuruluşlarının rolünü incelemişlerdir. Üretilen menkul kıymetin kullanımı konusunda Schwarcz (1994), doğrudan ve dolaylı kullanım türlerini izah etmiştir. Fabozzi (2006) ve Schultz (2016) tarafından ipoteğe dayalı varlık havuzu nakit akışları hesaplaması yapılmış ve ipoteğe/varlığa dayalı menkul kıymetler için geçerli olan temel değerlendirme teknikleri sunulmuştur. Bu bağlamda Hepşen (2010) Türkiye’deki ipotekli konut kredilerinin Türkiye bankacılık sektöründeki önemini vurgulamıştır. Doğru uygulamalarla menkul kıymetleştirmeden azami ölçüde istifade edilmesinin ve çok yönlü yararlar sağlanmasının mümkün olduğunu belirtmiştir. Günceler ve Kesebir (2018) ise Türkiye’de kamu ve özel sektör kuruluşlarında menkul kıymetleştirme işlemi yapılması durumunda elde edilecek nakit akışları ile ilgili öngörülerde bulunmuş ve kuruluşların bilançolarındaki aktif büyüklüğe ne kadar etki edebileceği konusunu incelemişlerdir. Bayır ve Bilge (2019) menkul kıymetleştirme işleminin farklı alanlarda da uygulanabileceğini gösteren çalışmasında Türkiye Süper Lig’de yer alan Beşiktaş, Fenerbahçe, Galatasaray ve Trabzonspor



takımlarının 30.09.2019 tarihi itibari ile kadrolarında bulunan futbolcularının finansal değerleri üzerinden varlığa dayalı menkul kıymetleştirme işlemi yapılması ile ilgili bir çalışma yapmışlardır.

Netice olarak görülmektedir ki, menkul kıymetleştirme işlemleri farklı farklı kuruluşlarda her geçen gün artarak uygulanmaya devam etmektedir. Menkul kıymetleştirme işleminin ekonomik büyüme ve gelişmeyi sağlayacak önemli bir finansman yöntemi olduğunu anlaşılmaktadır. Menkul kıymetleştirme işlemi dünya finansal piyasalarında uzun yıllardır uygulanmakla birlikte Türkiye’de uygulamalar henüz yeni yeni görülmektedir. Türkiye’de menkul kıymetleştirme işleminde yaygın olarak varlığa dayalı ve ipoteğe dayalı menkul kıymet ihracı tercih edilmektedir. Menkul kıymetleştirme işlemi gelecekte Türk Finansal Piyasalarında önem arz eden bir finansal araç olma yolundadır.

### 3. ARAŞTIRMA YÖNTEM VE VERİ

Türkiye’de 1992 – 2019 yılı arasında kullanılmaya başlanılan menkul kıymetleştirme işlemiyle ilgili yapılan işlemler incelenmiştir. Veriler; Sermaye Piyasası Kurulu 1992 - 2019 yılları haftalık bültenleri, Sermaye Piyasası Kurulu Yıllık Faaliyet Raporları, TC Merkez Bankası menkul kıymet istatistikleri, Resmi Gazete ve hükümet programları dokümanlarından elde edilmiştir.

### 4. TÜRKİYE’DE MENKUL KIYMETLEŞTİRME

Menkul kıymetleştirme işlemi, Türkiye’de 31 Temmuz 1992 tarihli Resmi Gazete’de yayımlanan, Sermaye Piyasası Kurulu’nun Seri III. No.14 numaralı ve “Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin (VDKM) Kurul Kaydına Alınmasına ve Genel Finans Ortaklarının Kuruluş ve Faaliyet İlkelerine Dair Esaslar Tebliği” isimli tebliği ile uygulamaya girmiştir. Bu tebliğ ile VDMK ihraç etme izini; finansal kiralama şirketleri, bankalar, genel finans ortaklıkları ve kuruluşlarına verilmiştir. Daha sonra bu kanun 1998 yılında “Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin

Kurul Kaydına Alınmasına ve Genel Finans Ortaklıklarının Kuruluş ve Faaliyet İlkelerine Dair Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliği” ile değiştirilmiştir. Sermaye Piyasası Kurulu mevzuattaki düzenlemeler sayesinde VDMK, gayrimenkul sertifikaları, banka garantili bonolar ve bunların yanı sıra 4721 sayılı Türk Medeni Kanunu’nda tariflenen ipotekli borç senetlerinin de menkul kıymetleştirilebilmesine (ipotek teminatlı menkul kıymetler -İTMK) olanak sağlamıştır. Böylece menkul kıymetleştirme işlemine konu olabilecek alacak çeşitleri; konut kredileri başta olmak üzere finansal kiralama sözleşmelerinden doğan alacaklar, ihracat işlemlerinden doğan alacaklar, tüketici kredileri ve diğer alacaklardan oluşmuştur.

İlk menkul kıymet ihracı da tebliğin yayımlandığı yıl olan 1992 yılında İnterbank aracılığıyla kredi kartı alacaklarına dayalı olarak yapılmıştır. Müteakiben, 1993-2000 yılları arasında 1.844 milyon \$’lık gelecekteki nakit akımlarına dayalı menkul kıymet ihraç edilmiştir. 1994-1998 yılları arasında gerçekleştirilen ihraçların tamamı, finansal sektörde faaliyet gösteren şirketlerce gerçekleştirilmiş olup gerçekleştirilen menkul kıymetleştirme işlemi istenilen düzeyde değildir (Uçak, 2000: 37).

1992 – 1997 yılları arasında gerçekleştirilen menkul kıymet ihracının, toplama göre oranı %55 olmasına rağmen, ikinci el piyasa işlem hacmi ise sadece %0.4 oranında kaldığı görülmektedir. Dolayısıyla menkul kıymetleştirme işleminde, ikincil piyasalarda başarı istenilen düzeyde elde edilememiştir. Başarısızlık nedenleri; VDMK’ların organize olmuş bir piyasada işlem görmemesi ve kısa vadeli olarak ihraç edilmesidir (Erol, 2006: 3). 1993-2000 yılları arasında gerçekleştirilen menkul kıymetleştirme ihraçları Tablo 1’de verilmiş olup bütün ihraçların bankalar tarafından yapıldığı görülmüştür. Menkul kıymet ihracına konu olan nakit akımları, kredi kartı veya ödemelerin (Almanya’da çalışan işçilerin döviz ödemelerine dayalı nakit akımları) yaratacağı nakit akımlarından oluşmaktadır (Uçak, 2000: 37-38).

**Tablo-1: 1993-2000 Yılı Menkul Kıymet İhraçları**

Yıllar	Kaynak Firma	Varlık	Vade (Yıl)	İhraç Miktarı (\$ Milyon)
1993	A.A.K/İnterbank	Kredi Kartları	5,5	50
1994	Garanti Bankası	Kredi Kartları	7	69
1995	A.A.K/İnterbank	Kredi Kartları	5,5	50
1995	Garanti Bankası	Kredi Kartları	7	70
1997	Garanti Bankası	Ödemeler	5	11,5
1997	Vakıflar	Kredi Kartları	3	130
1998	Garanti Bankası	Kredi Kartları	7	175
1998	Yapı Kredi	Ödemeler	5	120
1998	Akbank	Kredi Kartları	7	250
1998	Pamukbank	Ödemeler	3	70
1999	Garanti Bankası	Ödemeler	5	200
2000	Akbank	Ödemeler	5	500
2000	Pamuk Bank	Ödemeler	1,8	45

**Kaynak:** Uçak 2000:37

2001 – 2010 yılı arasında ülkemizde menkul kıymetleştirme işlemi gerçekleşmemiştir. Bu durumun nedenleri; alt yapının oluşmaması, kanun düzenlemelerinin istenilen düzeyde gerçekleştirilmemesi ve ikinci el piyasaların yeterince büyümemesi gibi sebeplerdir (SPK Faaliyet Raporları, 2001-2010). 1998 yılından sonra menkul kıymetleştirme işlemi kredi veren kuruluşlar tarafından yurtdışı piyasalarda yapılmıştır (Günceler ve Kesebir, 2018: 80).

27.08.2008 tarihinde Sermaye Piyasası Kurulu tarafından “Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Kurul Kaydına Alınması Ve Genel Finans Ortaklarının Kuruluş Faaliyet İlkelerine Dair Esaslar Tebliği” isimli tebliğ yayımlanmıştır. Bu tebliğe rağmen menkul kıymetleştirme işlemine ancak 2011 yılında yeniden başlanmıştır. On yıllık aradan sonra 2011 yılında Aktif Bank aracılığıyla gerçekleştirilen Türkiye'nin VDMK ihracı 20 Ekim 2011 tarihinde Borsa İstanbul'da yatırımcıya İhraç Pazarı'ndan sunulmuş olup, nominal bedelli 187.001.539 TL olan VDMK'ların tamamının satışı iki saat içinde yapılmıştır (Aktifbank.com). Tablo 2'den de görüleceği gibi Türkiye'de 2011 yılı sonrası yapılan menkul kıymetleştirme işlemlerinin sayısı ve ihraç tutarları artmıştır.

**Tablo-2: 2011-2018 VDMK ihracı**

Yıllar	İhraç Edilen Menkul Kıymet	İhraç Tutarı(TL)
2011	VDMK	191.807
2012	VDMK	697.650
2013	VDMK	406.750
2014	VDMK	451.650
2015	VDMK	-
2016	VDMK	375.000
2017	VDMK	997.650
2018	Yapı Kredi	4.204.400

**Kaynak:**2011-2018 SPK yıllık Faaliyet Raporları

Türkiye'de menkul kıymet ihraçlarına başlandığı günden bu yana VDMK ihraçlarının en büyüğü 2018 yılında yapılmıştır. Bu durumun nedeni Sermaye Piyasası Kurulu'nun III-58.1 sayılı “Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği” ve III-59.1 sayılı “Teminatlı Menkul Kıymetler Tebliği”nde yaptığı değişikliklerdir. Yapılan değişiklikler 11 Kasım 2018 tarih ve 30592 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Bu düzenleme sayesinde kredi veren kuruluşlar menkul kıymetleştirme işlemi sayesinde likit olmayan varlıklarını

bilançolarından çıkararak menkul kıymetleştirme işlemini daha rahat yapabilir hale gelmişlerdir. Kuruluşlarda, likit olmayan varlıkların bilanço dışına çıkarılmaları sayesinde bilançoların rahatlaması sağlanmış, böylece ekonomide yaşanabilecek herhangi bir olumsuzluktan daha az etkilenme öngörülebilmektedir. Bu değişiklikler sayesinde hem VDMK hem de İTMK ihraçlarında çeşitli kolaylıklar sağlanmış, menkul kıymetleştirme daha avantajlı ve kolay hale getirilmiştir.

Kredi veren kuruluşların son yıllarda, vade uyumsuzluklarının giderilmesi ve alternatif finansman kaynaklarını zenginleştirmek için borçlanma aracı ihraçlarını tercih ettiği görülmektedir. Bununla beraber, son dönemde kredi veren kuruluşların tahsis ettikleri kredileri menkul kıymetleştirmeye başladığı da anlaşılmaktadır. Menkul kıymetleştirme işlemi yapan kuruluşların çoğunlukla konut kredilerinden oluşan varlık havuzları üzerinden VDMK ile menkul kıymet ihraç ettiği görülmektedir (Salttürk, 2018: 31-39).

Ülkemizdeki menkul kıymetleştirme işlemlerinin daha iyi yapılabilmesi amacıyla Türkiye Kalkınma ve Yatırım Bankası, 15 Kasım 2018'de Varlık Finansman Fonu'nu kurmuştur. Fon, Türkiye'nin önde gelen bankalarının portföylerinde bulunan yüksek kaliteli varlıklarla teminatlandırılmış, İTMK'lere yatırım yapmış ve bu kıymetlerin dayanak olduğu VDMK ihracını gerçekleştirmiştir. VDMK ihracı 7 Aralık 2018'de yapılmış olup 3,15 milyar TL düzeyinde gerçekleştirilmiştir. Türkiye'de ilk kez yapılan bu yöntemle bankalara likidite, yatırımcılara ise yüksek kalitede teminata sahip yatırım imkânı sağlanmıştır (Kalkınma Bankası Faaliyet Raporu, 2018: 29).

Menkul kıymetleştirme işlemi hem varlığa dayalı hem de ipoteğe dayalı olarak yapılabilmektedir. İpoteğe dayalı menkul kıymetler açısından geçmişte verilmiş kredilerden hareketle kredi veren kuruluş açısından bugün ipotekli konut kredileri likidite sağlamak açısından önemli bir potansiyele sahiptir. Özellikle bilanço dışına çıkarılarak menkul kıymetleştirme yapılması sonucunda hem likiditeye hem de sermaye yeterlilik rasyolarına da kayda değer katkı sağlamaktadır. İTMK'ler yüksek teminat

niteliğine sahip ürünler olup, İTMK finansmanı için bir pazarın ortaya çıkması önemlidir. Bu amaçla bazı şartların yerine getirilmesi gerekmektedir. Gerekli şartların oluşması açısından kanuni düzenlemelerin devam etmesi büyük önem arz etmektedir (Gül, 2017: 41).

Uluslararası piyasalarda yaygın olarak kullanılan "menkul kıymetleştirme" işlemlerine, "Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler"e yönelik düzenlemeler sonucunda ülkemizde menkul kıymetleştirmeye olan ilgi her geçen gün artmaktadır. 2018 yılında yükselişe geçen menkul kıymetleştirme işlemleri 2019 yılında da aynı yükselişe sahip olmuştur. 2019 yılı Sermaye Piyasası Kurulu haftalık bültenlerinden yararlanılarak elde edilen menkul kıymet ihraçları Tablo 3'de verilmiştir. Hem VDMK hem de İTMK kıymet ihraç edilmiştir. Tablo 3'ten de görülebileceği üzere Aktif yatırım bankası, Turkcell finansman A.Ş. alacaklarını, Ünlü Menkul Değerler A.Ş. ise Tarfin Tarım A.Ş. hasatlarından elde edeceği alacağı teminat olarak göstererek varlığa dayalı menkul kıymet ihracı gerçekleştirmiştir. Zira menkul kıymetleştirme işleminde teminat olarak gösterilebilen bütün varlıklar varlığa dayalı menkul kıymetleştirmeye konu olabilmektedir.

**Tablo-3: 2019 Yılı Varlığa/İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet İhraçları**

Tarih	İhraççı	Sermaye Piyasası Aracı Türü	Nominal İhraç Tavanı (x10 <sup>6</sup> )	Satış türü	Kaynak Kuruluş/Fon Kullanıcı
07.03.2019	Türkiye Kalkınma ve Yatırım Bankası A.Ş. İkinci Varlık	VDMK	1.000 TL	Nitelikli Yatırımcı	



	Finansmanı Fonu				
28.03.2019	Aktif Yatırım Bankası A.Ş. Turkcell Varlık Finansmanı Fonu	VDMK	75 TL	Nitelikli yatırımcı 1	Turkcell Finansman A.Ş
25.04.2019	Türkiye Garanti Bankası A.Ş	İTMK	1.000 €	Yurtdışı	
09.05.2019	Türkiye İş Bankası A.Ş.	İTMK	1.000 €	Yurtdışı	
30.05.2019	Ünlü Menkul Değerler A.Ş.Hasat Varlık Finansmanı Fonu	VDMK	10.000 €	Nitelikli yatırımcı 1	Tarfin Tarım A.Ş.
07.11.2019	Türkiye Vakıflar Bankası	İTMK	1.000 €	Yurtdışı	
29.08.2019	Aktif Yatırım Bankası A.Ş. (2) No'lu Emek Varlık	VDMK	300 TL	Nitelikli	Aktif Yatırım Bankası A.Ş.

	Finansmanı Fonu				
21.11.2019	Ünlü Menkul Değerler A.Ş. Angora Varlık Finansmanı Fonu	VDMK	15 TL	Nitelikli Yatırımcı	Tarfin Tarım A.Ş.
14.11.2019	Aktif Yatırım Bankası A.Ş. (2) No'lu Turkcell Varlık Finansmanı Fonu	VDMK	75 TL	Nitelikli Yatırımcı	Turkcell Finansman A.Ş.
05.12.2019	Toplu Konut İdaresi Başkanlığı	VDMK	2.000 TL	Nitelikli Yatırımcı	
05.12.2019	Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.	İTMK	500 €	Yurtdışı	

**Kaynak:** SPK Haftalık Bültenleri

İTMK, teminatlı yapısı nedeniyle ihraçlarında oluşan maliyetler diğer fonlama kaynaklarına göre oldukça düşük seviyededir. Uzun vadeli olması, İTMK'leri diğer finansman kaynaklarına göre daha avantajlı hale getirmektedir. Çünkü İTMK ihraçlarının getirisi VDMK'lere göre daha yüksektir. Tablo 3'den de görüleceği üzere İTMK ihraçları yurtdışına gerçekleştirilmiştir. Yurtdışına ihraç edilen İTMK'ler ödemeler

dengesi hesabının finans hesapları içerisinde yer almakta olup; hem cari açığın finansmanının yanı sıra hem de ülkemizdeki tasarruf açığının yarattığı sorunları giderme konusunda da katkı sağlamaktadır. Buradan yola çıkarak, yurtdışına ihraç edilen İTMK'lerin, yatırımların gerçekleşmesinde kaynak sağlayarak büyüme ve kalkınmada önemli bir rol oynayacağı söylenebilecektir.

### SONUÇ

Menkul kıymetleştirme işlemi finansal piyasalarda hızla gelişen yeni bir finansal araçtır. Menkul kıymetleştirme işlemi ile ihraç edilen menkul kıymetler ikincil piyasalarda yatırımcılara satılarak fon elde edilmektedir. Böylece finansal kuruluşlara ek likidite kaynağı sağlamaktadırlar. Menkul kıymetleştirilen varlıkların arkasında, teminatlı varlık bulunması nedeniyle yatırımcılara ek güvence sağlarken, menkul kıymetleştirme işlemi yapan kuruluş açısından da borçlanma maliyetlerini düşürme imkânı sağlamaktadır. Menkul kıymetleştirme işlemi sayesinde finansal piyasalara fon akışı sağlanmaktadır. Menkul kıymetleştirme işleminin en önemli etkisi kaynak sıkıntısını gidermesidir.

Ülkemiz ekonomisi için menkul kıymetleştirme işlemi, âtil durumdaki varlıkların ekonomiye kazandırılması açısından önemli bir kaynaktır. Menkul kıymetleştirme sayesinde kuruluşlar daha fazla fon elde ederek, fon kaynaklarını ve risklerini iyi yönetme, dağıtma imkânına sahip olacaklardır. Böylece, elde edilen ilave kaynaklar ile daha fazla yatırım imkânı elde edilebilecektir.

1992- 2019 yılları arasını kapsayan dönemde yapılan Türkiye'deki menkul kıymetleştirme işleminde ciddi bir artış görülmektedir. Artışın nedeni; yapılan yeni kanuni düzenlemeler sayesinde kıymetleştirilebilir varlık türlerinde çeşitlilik artışı ve teminatlı menkul kıymetlerin de bu çeşitliliğe dahil edilmiş olmasıdır.

Bankacılık sektörünün yapısal sorunlarından biri de vade uyumsuzluğudur. Uzun vadeli ve uygun maliyetli menkul kıymetlerin ihraç edilmesi bu sorunun en aza indirilmesinde

oldukça önemlidir. Fakat menkul kıymetlerin orta ve uzun vadeli ihraçları ile ilgili mevzuatta herhangi bir düzenleme henüz yapılmamıştır. Bu durum gelecekte önemli bir sorun teşkil edebilecektir. Düzenlemeler yapılırken dikkat edilmesi gereken en önemli nokta ülkemizin gerçeklerini dikkate alarak, uluslararası düzeydeki uygulamalarla rekabet edilebilecek şekilde olmasını sağlamaktır. Sonuç olarak gelişmiş ülke piyasalarında başarıyla kullanılan menkul kıymetleştirme yöntemini ülkemizde de kullanabilmek için daha fazla kanuni düzenleme değişikliklerinin yapılması büyük önem arz etmektedir. Bu düzenlemeler sayesinde finansal kuruluşlar, likiditesi düşük varlıklarını daha fazla menkul kıymetleştirmek suretiyle sermaye piyasalarımızdan fon sağlayabilme imkânlarına daha rahat ulaşacaklardır. Bu da sermaye piyasalarının gelişmesine ve büyümesine katkı sağlayacaktır. Bu durum; finansal piyasaların büyümesine, gelişmesine ve dolayısıyla da Türkiye ekonomisinin büyümesine katkısı olacaktır.

## KAYNAKÇA

ATAY, Erhan ve Gülen, Meryem İ. (2019), Aktife Dayalı Menkul Kıymetler: Türkiye ve Dünya Uygulaması, *Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt 21, Sayı 1, s.116.

BAYIR, Ali ve BİLGE, Ayşe H. (2019), Futbolcuların Piyasa Değerleri Üzerinden Menkul Kıymetleştirme Çalışması, *Bilecik Şeyh Edebali Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Cilt: 4, Sayı 2, s.646.

BUCHANAN, Bonnie G. (2017), “TheWayWe Live Now: *Financializationand Securitization*”, *Research in International Business and Finance*, Vol, 39, s. 655-680.

CERASİ Vittoria., ROCHET, Jean C. (2014), Rethinking The Regulatory Treatment of Securitization”. *Journal of Financial Stability*, Vol, 10, s. 20- 35.

ERASLAN, Cemil ve BAYRAKTAR, Yüksel (2012), Konut Balonlarının Oluşumunda Fed'in Rolü Ve Küresel Krizden

Çıkartılacak Bazı Dersler. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası*, Cilt: 62, Sayı 2, s.58.

EROL, Turan (2006), Finans Zirvesi'nde Yaptığı "Değişim Sürecindeki Türk Finans Sektörü" Konulu Konuşma Metni. *Sermaye Piyasası Kurulu*, Erişim tarihi, 05.02.2020, <https://www.spk.gov.tr/Duyuru/Dosya/2006125/0>

FABOZZİ, Frank J. Vd. (2006), *Introduction to Structured Finance*, John Wiley&Sons. United States of America.

FABOZZİ, Frank J. (2016), *Mortgage-Backed Securities*, Oxford University Press. New York, America.

GÜL, Aydın B. (2017), Türk Bankacılık Sisteminde Konut Kredileri; İpotek Teminatlı Menkul Kıymet ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet Uygulamaları. *Marmara Üniversitesi Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi* Cilt 9, Sayı 16, s. 41-50.

COLES, Adrian and HARDT, Judith (2000), Judith, Mortgage markets: Why US and EU markets are so different. *Housing Studies* Vol 5, p. 775-783.

GİDDY, Ian H. (2000), Asset Securitization in Asia. *New York University*. Retrieved January, Erişim tarihi, 18.02.2020, <http://people.stern.nyu.edu/igiddy/ABS/absasia.pdf>

GÖÇER, Sultan G. ve DANACI, Memet C. (2019), Yapılandırılmış Varlık Fonlama Tekniği Olarak Menkul Kıymetleştirme ve Türkiye'deki Uygulamaları. *Balkan Sosyal Bilimler Dergisi* Cilt 8, sayı 16, s. 202.

GÜNCELER, Bülent ve KESEBİR, Murat (2018), Menkul Kıymetleştirme Banka Kredilerine Kıyasla Firmalar İçin Alternatif Fonlama Kaynağı Olabilir Mi? Türkiye'de Hizmet Sağlayan Şirketlere Uygulanabilirliği Bakımından İncelenmesi. *International Journal Entrepreneurship and Management Inquiries (Journal EMI) Dergisi*, Cilt: 2, Sayı(3), Sayı 3, s.80.

HAZAR, Hülya B. YILMAZ, Nurgün K. (2019). Bir finansal araç olarak Menkul kıymetleştirme ve muhasebesi. *Maliye ve Finans Yazıları*, Ankara, Sayı 111, s. 322.

Kalkınma Bankası, (2018). *2018 Yıllık Faaliyet Raporu*, Ankara, s.29.

KORKMAZ, Turhan ve CEYLAN, Ali (2015), *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi*. Ekin Yayınevi, Bursa.

SALTTÜRK, Onur (2018), Dünyada İpotek Finansmanı Kuruluşları, *Gösterge Dergisi*, s. 39, Erişim tarihi, 25.01.2020, [https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/07/Gosterge\\_Bahar\\_2018.pdf](https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/07/Gosterge_Bahar_2018.pdf)

UÇAK, Nizamettin (2000), Gelecekteki Nakit Akımlarına Dayalı Menkul Kıymetleştirme. *Sermaye Piyasası Kurulu*, Ankara, Erişim Tarihi: 08.01.2020, <https://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/YayinGoster/447>

RESMİ GAZETE, (2007), *İpotek Teminatlı Menkul Kıymetlere İlişkin esaslar Hakkında Tebliğ*, Sayı: 26603, 4 Ağustos Ankara.

RESMİ GAZETE, (2014), *Bankaların Sermaye Yeterliliğinin Ölçülmesine ve Değerlendirilmesine İlişkin Yönetmelik (Sermaye Yeterliliği Yönetmeliği)*, Sayı 29111, Ankara.

RESMİ GAZETE, (2018), *Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği (III-58.1)'nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (III-58.1a)*, Sayı : 30592 Ankara.

SCHULTZ, Glenn M. (2016), *Investing in Mortgage-Backed and Asset-Backed Securities: Financial Modeling with R and Open Source Analytics*. Wiley Finance, America.

SCHWARCZ, STEVEN L. (1994), The Alchemy of Asset Securitization. *Stanford Journal of Law, Business and Finance*, Vol 1, p 1.

TURAN, Gökçen (2012). *Menkul Kıymetleştirme ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler*. On İki Levha Yayıncılık, Ankara.

Sermaye Piyasası Kurulu, *2011 – 2019 Yıllık Faaliyet Raporları*. Ankara.

Sermaye Piyasası Kurulu, (2019). *2010-2019 Yılları Arası Haftalık Bültenleri*. Ankara, Erişim Tarihi:10.05.2020, <https://www.spk.gov.tr/Bulten>

Turan, Semen S. (2018), Türkiye’de Yükseköğrenim Finansmanının Özelleştirilmesi. *Sosyoekonomi Dergisi*, Cilt 26, sayı 35, s. 123.

Vink, D. (2008), An Empirical Analysis of Asset-Backed Securitization. Nyenrode Business University. MPRA Paper. Erişim tarihi, 17.03.2020, [https://mpra.ub.uni-muenchen.de/10382/2/MPRA\\_paper\\_10382.pdf](https://mpra.ub.uni-muenchen.de/10382/2/MPRA_paper_10382.pdf)