

**AKTİFE DAYALI MENKUL KIYMETLER:
TÜRKİYE VE DÜNYA UYGULAMASI**

ASSET-BACKED SECURITIES: TURKEY AND WORLD APPLICATIONS

Erhan ATAY* Meryem İnci GÜLEN**

*Geliş Tarihi: 14.08.2018
(Received)*

*Kabul Tarihi: 02.04.2019
(Accepted)*

ÖZ: Küreselleşme ile birlikte son yıllarda finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler beraberinde birtakım yenilikleri meydana getirmiştir. Finansal varlıkların menkul kıymetleştirilerek sermaye piyasalarındaki yatırımcılara satılması bu yeniliklerden en önemlisi olarak karşımıza çıkmaktadır. Modern finans sisteminin önemli bir yeniliği olarak karşımıza çıkan menkul kıymetleştirme ile likit olmayan aktif kalemleri, likit hale dönüştürülmekte ve böylece finans piyasalarına ilave fon sağlanmaktadır. Finansal açıdan önemli bir yere sahip olan menkul kıymetleştirme, 1970'li yıllarda uluslararası finans piyasalarında meydana gelen değişimler neticesinde geleneksel bankacılığın yerine tercih edilen önemli bir olgu olarak ortaya çıkmıştır. İlk menkul kıymetleştirme uygulamaları, Amerika Birleşik Devletleri (ABD)'nde mortgage kredilerinin menkul kıymetleştirilmesi ile başlamıştır. İlk ipotek dışı varlığa dayalı menkul kıymet uygulaması ise, 1985 yılında finansal kiralama sözleşmelerinden doğan alacakların menkul kıymetleştirilmesi ile olmuştur. Günümüzde otomobil kredileri, kredi kartı alacakları, finansal kiralama ekipman (donanım) kiralaları, öğrenci kredileri, ticari alacaklar, ihracat işlemlerinden doğan alacaklar menkul kıymetleştirilen diğer aktif varlık ürünleri arasında yer almaktadır. Bu çalışmanın amacı, yeni bir finansman tekniği olan menkul kıymetleştirme kavramının ve menkul kıymetleştirme işlemlerinden biri olan aktife dayalı menkul kıymetlerin Türkiye'deki ve dünyadaki uygulamalarının incelenmesidir. Bu kapsamda, menkul kıymetleştirmenin işlem gördüğü sermaye piyasalarının yapısı ve bu piyasalarda işlem gören menkul kıymetler hakkında genel olarak bilgi verilmiş, ardından menkul kıymetleştirmenin tanımı ve gelişimi ele alınmıştır. Çalışmanın son bölümünde ise, menkul kıymetleştirme türlerinden biri olan aktife dayalı menkul kıymetleştirme işlemlerinin tanımı yapılarak, aktif menkul kıymetleştirmesinin Türkiye ve dünya uygulamaları literatür açısından incelenmiş, konu ile ilgili önerilere yer verilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Sermaye Piyasası, Menkul Kıymetleştirme, Aktife Dayalı Menkul Kıymetler.

ABSTRACT: Along with globalization, developments that in financial markets have brought some recency in recent years. The most important of these recency is the securitization of financial assets and sale to investors in capital markets. Nonliquid asset items are converted into liquid with securitization so additional funding is provided to finance markets.

* Doç. Dr., Trakya Üniversitesi İİBF İktisat Bölümü, erhanatay@trakya.edu.tr.
ORCID: 0000.0003.4190.3452

** Öğr. Gör., Tekirdağ Namık Kemal Üniversitesi Hayrabolu MYO, migulen@nku.edu.tr.
ORCID: 0000.0002.9799.4990

Securitization, which has an important financial aspect, has emerged as a preferred phenomenon in place of traditional banking in the 1970s due to the changes taking place in the international financial markets. Initial securitization practices began with the securitization of mortgage loans in the United States. The first mortgage-backed securities application was the securitization of receivables arising from financial lease agreements in 1985. Today, automobile loans, credit card receivables, equipment leases in financial leasing, student loans, commercial receivables, other assets securitized receivables arising from export transactions are among the products. The aim of this study is analyzing securitization which a new funding technique and analyzing the applications of liquidity-based securitization which are one of the securitization transactions in Turkey and in the world. In this context; information are given about structuring of capital markets which securitization transactions, and in generally information are given about securitization traded in these market. Followed by definition and development of the securitization. In the last part of the study, the definition of asset-backed securities transactions which is one of the securitization types has been examined and the literature on Turkey and world applications of asset-backed securities has been examined and the related review and suggestion have been evaluated.

Key Words: Capital Market, Securitization, Asset-Backed Securities.

1.GİRİŞ

Ekonomik sistemde önemli yeri olan finansal piyasalar, fonların tasarruf sahiplerinden, bunları etkin biçimde kullanacak olan kişilere düşük bir maliyetle aktarılmasını sağlamaktadır. Yeni finansman tekniklerinin meydana gelmesi beraberinde etkin işleyen bir finansal sistem gerektirmektedir. Bu bağlamda menkul kıymetleştirme, yeni yatırım araçlarının oluşmasına katkıda bulunmakta ve alacaklara likidite kazandırarak piyasadaki nakit dolaşımını arttırmaktadır. Böylece kaynaklar yeniden ekonomiye kazandırılmaktadır.

Küreselleşen finans dünyasıyla birlikte, menkul kıymetleştirme uygulamaları yeni bir finansman yöntemi olarak dikkat çekmektedir. Aktife dayalı menkul kıymetleştirme işlemleri finansal sektördeki önemli yeniliklerden birisi sayılmaktadır. Bir finansman aracı olan menkul kıymetleştirme, varlık ve menkul kıymet kategorilerini yeni formlara dönüştürmekte ve bunları yeniden birleştirmektedir. Birden fazla borçluya ait varlıklar, krediler ve alacaklar birden çok satıcıdan toplanmakta ve aktife dayalı veya diğer menkul kıymetler şeklinde satılmaktadır.

Menkul kıymetleştirme, kısaca varlıkların nakit akımlarının menkul kıymetlere dönüştürülmesi olarak tanımlanabilir. 1970'li yıllarda ABD'nde uygulanmaya başlayan menkul kıymetleştirme, kendini ilk olarak ipotega dayalı menkul kıymet uygulaması olarak göstermiştir. 1985 yılı itibariyle farklı finansal varlıkların ve kredi işlemlerinin menkul kıymetleştirme uygulamasına dâhil edilmesi ile birlikte aktife dayalı menkul kıymet uygulamalarının önemi giderek artmıştır.

Bu çalışmanın amacı, finansal sistemde önemli rol oynayan menkul kıymetleştirme kavramı ve menkul kıymetleştirme işlemlerinden biri olan aktife dayalı menkul kıymetlerin Türkiye ve Dünyadaki uygulamalarının incelenmesidir.

Bu doğrultuda menkul kıymetleştirmenin tanımı ile birlikte konu detaylandırılmış olup, literatür taraması gerçekleştirilmiş ve konu hakkında bugüne kadarki yapılan bazı araştırmalara yer verilmiştir. Son bölümde ise, gerek ülkemizde ve de gerekse de dünyadaki menkul kıymetleştirme uygulamalarına yer verilmiştir.

2. LİTERATÜR TARAMASI

Yerli ve yurtdışındakiler olmak üzere menkul kıymetleştirme konusu ile ilgili birçok araştırma gerçekleştirilmiştir. Bizim çalışmamız ile ilgili literatürün belli başlı benzerlikleri ve farklı yönlerine aşağıda değinilmiştir.

Literatürde ise konumuz olan aktife dayalı menkul kıymetleştirme için geniş bir akademik çalışma alanı görülmektedir. Örneğin, çalışmamızdan farklı olarak Coles ve Hardt'ın 2000 yılı çalışmasında menkul kıymetleştirmede devlet kuruluşlarının ABD ve AB'deki rolünün önemine ağırlık verilmiştir.

Aynı şekilde, Serge'in 2010'daki çalışmasında da kamu politikası ve de halkın eğilimlerinin de bu konuda etkinliği vurgulanmıştır. Öte yandan, Altunbaş'ın 2007 senesindeki çalışmasında para politikasının hareketleriyle menkul kıymetleştirmenin bir bakıma bankacılık sektörüne piyasa koşullarındaki karşılaştıkları değişikliklere karşı ilave esneklikler getirdiğinin irdelenmesi diğer bir farklılığa tekabül etmektedir.

Aynı zamanda, Buchanan'ın 2017 tarihli makalesinde de menkul kıymetleştirmenin hikâyesinin finansal küreselleşmenin prim kaybetmesini ve de bankaların öneminin yitirilmesini beraberinde getirdiğini, bunun da yaşadığımız son finansal krizden önce menkul kıymetleştirmenin adeta parlatılmasının ve mortgage kredilerindeki gözlenen sürdürülemez ivmenin yaratılmasının sonucu olduğu açıklanmıştır.

Dünya çapında örneğin, alanın önde gelen akademisyenlerinden Wisconsin Üniversitesi öğretim üyesi Prof. Dr. Abdullah Yavaş tarafından 2008 yılında ülkemizde organize edilen ve İstanbul'da düzenlenen 17nci AREUEA (The American Real Estate and Urban Economics Association) konulu konferansı türündeki bilimsel çalışmaları örnek verebiliriz. Anılan kongrede, Hepşen ve Kalfa'nın (2008) o dönemdeki menkul kıymetleştirmeyi yorumladıkları emlak piyasası faaliyetleriyle makroekonomik değişkenlerin yeni mortgage sistemi paralelinde Türkiye konut piyasasını inceledikleri çalışmasını vurgulamak mümkündür.

Bu doğrultuda, ayrıca başka bir ülke örneği olarak çalışmamız ile korelasyon kurulabilecek şekilde Brezilya'da hangi faktörlerin menkul kıymetleştirmeyi teşvik ettiğini belirlemek önde gelmektedir. Genel olarak, literatür menkul kıymetleştirme

için üç faktörü vurgulamaktadır. Bunlar ise Mendonça ve Barcelos'in, 2015: çalışmasında; "kredi riskinin diğer finansal kuruluşlara aktarılması, likiditede artış ve düzenleyici sermaye arbitrajı" olarak görülmektedir. Tüm bunlar ise menkul kıymetleştirme operasyonunun Brezilya finans kurumlarının kredi riski üzerinde olumlu bir etkisi olduğunu desteklemesi tam tersine konumuzla farklılığa denk gelmektedir. .

Dolayısıyla, küresel finansal sistemin kapsamlı bir revizyona alınmasının ve küresel finansal sistemin yeniden inşa edilmesinin kaçınılmaz olduğu söylenebilir. Bu tartışmalar, Naudé'nin 2009 çalışmasında da vurgulandığı şekilde literatürde son on yıldır popüler olan 'yeni finansal mimari (new financial architecture) kavramıyla yapılmaktadır ki bu da diğer bir farklılığı ortaya koymaktadır.

Bu konuda son olarak; finansal piyasalardaki güncel olaylar, banka kredisi menkul kıymetleştirmesine olan ilgiyi artırmıştır. Affinito ve Tagliaferri'nin (2010) yaptığı çalışmada 2000-2006 yılları arasındaki bireysel İtalyan banka verilerinin kriz öncesi yıllardaki ampirik belirleyicileri incelenmesini örnek verebiliriz.

3.SERMAYE PİYASASININ TANIMI VE TÜRLERİ

Finansal piyasalar, para ve sermaye arz edenler ile parasal faktör talebi olanların karşılaştığı piyasalardır. Bu genel tanımlama içerisinde kısa ve orta vadeli kredilerin pazarlandığı piyasalara "Para Piyasası" adı verilmektedir. Buna karşılık; kural olarak özellikle borsaya kayıtlı olanlar bakımından elden çıkarılmaları kolay olan hisse senedi ve tahvil türünden taşınır değerler aracılığı ile uzun süreli fonların akımının sağlandığı piyasalar ise "Sermaye Piyasası" adını alırlar (Ertem, 2015: 23).

Sermaye piyasaları, hisse senetleri, tahviller ile buna benzer pazarlanabilir menkul kıymetlerin alım satımının yapıldığı pazarlardır. Sermaye piyasaları temel olarak birincil ve ikincil piyasalar olmak üzere ikiye ayrılmaktadır (Sabuncuoğlu ve Tokol, 2009: 153-154).

3.1.Birincil Piyasalar

Birincil piyasalarda taşınmazlar için kredi talep edenlerle bu krediyi sunan uzmanlaşmış kreditor kurumlar karşılaşmaktadır. Ancak, burada çoğu kez işlemi düzenleyen ya da başvuruyu değerlendiren kuruluş banka değil, mortgage broker denen ve bir ya da daha fazla bankayı temsil eden aracılarıdır (Yavaş, 2005: 7).

Menkul değerler ilk kez bu piyasada işlem görmekte ve ikincil piyasalara transfer edilmektedirler. Ekonomik sistemdeki menkul değer stoklarındaki artış eğilimi birincil piyasa işlemlerinde meydana gelmektedir. Ayrıca işletmelere fon girişi yine bu piyasalar aracılığıyla olmaktadır (Aydın vd., 2010: 43). Şirketler arz etmek istedikleri finansal varlıkları yatırımcılara sunmakta ve bu sayede kendi hesaplarına fon sağlamış olmaktadır (Babuşcu ve Hazar, 2017: 11).

3.2. İkincil Piyasalar

Fon eksikliğini sermaye piyasasından karşılamak isteyen kuruluşlar, mevzuata uygun olarak bir menkul kıymet yatırım şirketi aracılığı ile halka menkul kıymet (hisse senedi, tahvil, katılma belgesi, vb.) arz ederek ihtiyaç duydukları fonları (kaynakları) tedarik etmektedirler. Halka ilk arz edilen bu menkul kıymetleri alanlar daha sonra bunları menkul kıymet borsasında (yani menkul kıymet pazarında) başka yatırımcılara ihtiyaç duydukları zaman satmaktadırlar. Böylece bir tür ikinci el piyasası oluşmaktadır. Bu nedenle menkul kıymet borsalarının oluşturduğu sermaye piyasalarına “ikincil piyasa” adı da verilmektedir (Tuncer, vd., 2011: 364). İkincil piyasalar yatırımcılara likidite sağlamak ve böylece en önemli işlevlerini yerine getirmektedirler (Konuralp, 2001: 19).

4. SERMAYE PİYASALARININ YAPISI ve MENKUL KIYMETLER

4.1 Genel olarak menkul kıymet tanımı

Menkul kıymet tanımı, Sermaye Piyasası Kanunu’nda tertiplenmiştir; ortaklık veya alacaklılık sağlayan, belli bir tutarı temsil eden, orta ve uzun vadeli yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, çok sayıda ve seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan kıymetli evraktır.

Bu bağlamda, bir menkul kıymetleştirme işleminde, menkul kıymetleştirme bankası varlık havuzlarını (mortgage veya ticaret ve kredi kartı alacakları gibi) SPV'lere (Özel Maksatlı Araç) aktarmaktadır. SPV'ler, aktarılan varlık havuzlarının desteklediği çeşitli sınıf menkul kıymetleri ve ürettikleri nakit akışlarını yatırımcılara satarak bu varlıkları finanse etmektedir. Bu şekilde ihracı gerçekleşen menkul kıymetlere genellikle varlık destekli menkul kıymetler denilmektedir (Cheng vd., 2011: 544).

Öte yandan, pratikte ilk adımda, finansal varlıkların maliki bu varlıkları genellikle iflastan uzak veya haciz halinden uzak bir SPV'ye aktarır. İkinci adımda borç senetleri SPV tarafından sermaye piyasasında ihraç edilir. (Yetgin, 2007: 25)

İhraç edilen menkul kıymetlerin nominal değerinin üzerinde kalan ipotek kredilerinin fazlalığı, diğer dilimler için nakit akışlarındaki herhangi bir eksikliği telafi etmek için kullanılmaktadır ve böylece bir dahili kredi sigortası şekli olarak hizmet etmektedir (Kiff ve Mills, 2007: 5).

Son yıllarda büyük bankalar, kredi riskinin yönetimini iyileştirmek için kitlesel menkul kıymetleştirme yöntemleri kullanmakta ve kredilerini menkul kıymetleştiren bankaların kredi zararlarına daha fazla maruz kaldıkları ortaya çıkmaktadır. Menkul kıymetleştirme ilk olarak bankaların denetleme teşviklerinde bozulmalara ve ikinci olarak, aşırı kaldıraç nedeniyle diğer bankalarla karşılaştırıldığında daha büyük kayıplara neden olmaktadır (Cerasi ve Rochet, 2014: 20).

Bu şekilde, menkul kıymetleştirme sürecinin temel kavramı görsel olarak makul bir araştırılabilir değeri olan veya makul öngörülebilir bir gelecek nakit akışı üreten herhangi bir varlığa uygulanabilir. Bununla birlikte, Varlığa Dayalı Menkul Kıymet-VDMK üzerindeki ödemeleri destekleyen mali varlıklar çoğunlukla konutsal ve ticari mortgage kredilerini ve ticari alacaklar, kredi kartı bakiyeleri, tüketici kredileri, kira alacakları, otomobil kredileri ve diğer tüketici ve ticari alacaklar gibi çok çeşitli mortgage olmayan varlıkları içerir.(Yetgin, 2007: 24)

4.2.Menkul kıymetleştirmenin avantaj ve dezavantajlarıyla riskleri

Menkul kıymetleştirmenin getirdiği göze çarpan ilk avantaj, dayalı menkul kıymetleştirme işlemlerinde, bilançoların likit hale gelmesi amacıyla, bilançonun aktifinde yer alan varlıklar menkul kıymetlere dönüştürülmesi ve ekonomiye yeni fonlar sağlanmasıdır.

Yerli ve yabancı bankaların iş dünyası uygulamalarında menkul kıymet faaliyetlerinin önemi giderek artmaktadır. Ayrıca, satın alma yoluyla ürün yelpazesinin geliştirilmesi, menkul kıymetler ve bankacılık müşterileri arasındaki satış sinerjisinin kolaylaşmasında önemli bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır (Demirbağ, vd., 2016: 1093).

Bununla birlikte; menkul kıymetleştirme, bankaların fazla risk edinmesini sağlayarak finansal sistemin istikrarını bozabilmektedir (Kara vd., 2016: 109). Stres dönemlerinde, menkul kıymetleştirmeye güvenmek ilave likidite veya sermaye kısıtlamaları ile kredi temin etme isteklerini azaltabilmektedir (Carbo-Valverde vd., 2015: 37).

Diğer yandan, birçok açıdan menkul kıymetleştirmenin genel olarak avantajlı tarafları bulunmasına karşın dezavantajlı tarafları da, onun zayıf yanları olarak yer almaktadır. Bunlar ise iyi alacaklar menkul kıymete bağlandığı için bilançoda kalan alacakların portföy kalitesinin düşmesi, diğer kredi araçlarına göre daha az bir maliyeti olmasına rağmen, kapsamlı bir yapılanma gerektirdiği için tabana yayılmakta zorluk çekilmesi, alacakların bilanço dışına çıkarılmış olması nedeniyle şirket bilançosu hakkında sağlıklı finansal raporlamayı önlemesi, kredi piyasasının denetlenme etkinliğinin azalması, yasal otoritenin ihraççı kuruluşa yönelik kredi kontrolünün zorlaştırılması, ekonomideki kredi stoklarının izlenmesinde çok fazla belirsizliğe neden olmasıdır. (Günceler, 2018: 83)

Bir de bunların dışında, varlığa dayalı menkul kıymet ihracında karşılaşılan riskler ise; kredi riski, faiz oranı riski ve erken ödeme riski olmaktadır. Kısaca her üçüne değinildiği zaman, kredi riski, kaynak şirketlerin alacaklarını tahsil edememesi sebebiyle gelişmektedir. Bunu önlemek için şirketler, daha yüksek oranda teminatlandırılmış menkul kıymet ihraç ederler. Faiz oranı riski, faizin düşmesi ve yükselmesinden kaynaklanır bunun içinde değişken oranlı menkul kıymet türü tercih edilmelidir. Erken ödeme riski ise, vadesinden önce borcun

anapara ve faizi ile kapatılması ödeme yapısında dengesizlik oluşturur bunda faizdeki yukarı ve aşağı yönde değişim de etkili olmaktadır. Erken ödemesi yapılabilen kredi türleri ise; kredi kartları alacakları ve ipotekli krediler bulunmaktadır (Vatansever, 2000: 269).

4.3 Sermaye piyasası araçları

Sermaye piyasalarının kaynakları tasarruf sahiplerine ait birikimlerden meydana gelmektedir. En yaygın olarak kullanılan sermaye piyasası araçları hisse senetleri ve tahvillerdir (Ünsalan ve Şimşeker, 2011: 226).

4.3.1.Hisse Senetleri

Anonim ortaklıklar ve sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıklar ile özel kanunla kurulan Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları, Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları, aracı kurumlar, sigorta işletmeleri ve umumi mağazalar ile anonim şirket şeklinde kurulan Kamu İktisadi Teşebbüsleri (KİT) ve bağlı ortaklıklar tarafından çıkarılan sermayenin belirli bir bölümüne katılımı temsil eden ve şartları SPK tarafından belirlenen kıymetli evraklara hisse senedi adı verilmektedir (Aksoy ve Tanrıöven, 2013: 420).

Öte yandan, türev finansal araçlar kullanan bankalar ve risk yönetiminde kredi menkul kıymetleştirmesi yapan bankalar, kriz öncesinde gerçek riske maruz kaldıklarından hisse senedi getirilerini arttırmaktadırlar (Trapp ve Weiß, 2016: 200).

4.3.2.Tahviller

Tahviller, anonim şirketlerle tahvil ihraç yetkisi verilmiş bulunan kamu kurumlarının çıkarmış oldukları uzun vadeli borç senetleridir. Tahviller, sahiplerine tahvili çıkarmış olan şirket veya kamu kurumundan faiz alma hakkı sağlamaktadır. Ayrıca tahvil sahibine tahvil üzerindeki yazılı tutarı talep etme hakkını da vermektedir (Çabuk, 2009: 42). Anonim şirketler, halkın ilgisini çekebilmek ve tahvil çıkarımında başarılı olabilmek için tahvil sahiplerinin alacak hakkına ek olarak bazı haklar ve teminatlar getirmektedirler.(Sabuncuoğlu ve Tokol, 2009: 157-158).

4.3.Diğer Menkul Kıymetler

Bu türe giren başlıca kıymetler arasında; kar ve zarar ortaklığı belgesi, intifa senedi ve katılma intifa senedi (KİS),ipotek teminatlı menkul kıymetler (İTMK),finansman bonoları, banka bonosu ve banka garantili bonolar ve varlığa (aktife) dayalı menkul kıymetler (VDMK) olarak yer almaktadır.

5.AKTİFE DAYALI MENKUL KIYMET UYGULAMALARI

Menkul kıymetleştirmede, bir satıcı sabit gelirli varlıkları –en yaygın olarak iflas riskinden arındırılmış ipotek kredileri, tüketici ve konut kredileri, kredi kartı alacakları, ticari alacaklar ya da taşıt kredileri ve kira sözleşmeleri– satmakta, özel amaçlı kurumda yeni menkul kıymet ihracı yoluyla satın alımın finansmanını sağlamaktadır (Thomas, 2001: 307).

Diğer yandan, menkul kıymetleştirme, finansmanın küreselleşmesinin ve bankaların yönetilen para lehine azalan rolünün bir sonucudur. 1970'lerden önce bankalar kendi muhasebe defterlerinden kredi kullanarak ve birleşmeler yoluyla ya da yeni mevduat çekerek büyümek zorunda kalmışlardır. Menkul kıymetleştirme bunu değiştirmiş ve bankaların borç vermeyi hızlandırmasının yanı sıra daha fazla ücret ve gelir elde etmesinin yeni bir yolunu geliştirmiştir. Bu durum, likidite ihtiyaçlarına ve sermaye düzenlemelerine karşı denge yaratmıştır. Kredilerin yeniden dağıtılmasıyla, bankaların sermaye ihtiyaçlarını azaltarak daha fazla borç vermelerini sağlamıştır. Menkul kıymetleştirme, sadece ipotek piyasasında değil aynı zamanda tüketici kredisi piyasasında da yaygın bir finansman yöntemi haline gelmiştir. (Buchanan:2017:664)

Menkul kıymetleştirme işlemi esas olarak, varlığa dayalı alacaklara (Asset-Backed Securities/ ABS) ve ipoteğe (mortgage) dayalı alacaklara (Mortgage-Backed Securities/ MBS) dayanmaktadır. Bu bakımdan menkul kıymetleştirilecek başlıca alacaklar arasında, ipoteğe dayalı menkul kıymetleştirmede, sermaye piyasasında satılabilecek konut ve ticari mortgage kredileri bulunurken; varlığa dayalı menkul kıymetleştirmede, otomobil kredileri, kredi kartı alacakları, finansal kiralama ekipman (donanım) kiralaları, öğrenci kredileri, ticari alacaklar, ihracat işlemlerinden doğan alacakları ve diğer alacaklar yer almaktadır (Tüysüz, 2011: 125).

Menkul kıymetleştirme bilançonun aktifinde yer alan varlıklardan sağlanacak kazançlara bağlı olarak menkul kıymet ihracının gerçekleşmesi işlemidir. 1970'li yıllarda ABD'de ipotekli konut kredisi alacaklarının menkul kıymetleştirilerek borsada ihracının gerçekleşmesi ile birlikte hızlanan menkul kıymetleştirme işlemleri, son yıllarda tüm dünyada yoğun olarak yararlanılan bir risk yönetim aracı ve yeni bir finansman şekli olarak karşımıza çıkmaktadır (Coşkun, Y., 2010: 54).

Subprime mortgage çöküşünden önce, 1990'ların ortalarından başlayarak mortgage market inovasyonları bu konudaki finansal kısıtlamaları efektif olarak azaltmışlardır. Finansal kısıtlamaların kaldırılması sonucunda gelen rahatlama beraberinde mortgage market inovasyonlarıyla hane halkları daha yüksek yararlılık ve optimal olarak gelirlerinden konuta ayrılan payın artırılmasını seçmişlerdir. (Atay:2008:91)

Menkul kıymetleştirilen varlık sınıfları Tablo 1'de belirtilmiştir.

Tablo 1: Menkul Kıymetleştirilebilen Varlık Sınıfları

Sabit faizli ipotek kredileri	Değişken faizli ipotek kredileri	İkinci derece ipotek kredileri
Ev kredisi	Otomobil kredileri	Ticari gayrimenkul kredileri
Kredi kartı alacakları	Kiralanan makine/ teçhizat alacakları	Mobil ev kredileri
Devre mülkler	Karavan tarzı mobil konutlar	Küçük işletme yönetimi

		kredileri
Az gelişmiş Ülke borcu	Iskarta tahviller (Moody's tarafından BB veya daha düşük derecelendirilen tahviller)	Öğrenci kredileri
Franchise kredileri	Uçak kiralamaaları	Otomobil satış senetleri
Değişken taksit ücretleri	Gecikmiş vergiler	Kamu tarafından yükümlenilen maliyetler

Kaynak: Telpner, J. (2003)

5.1. Aktife Dayalı Menkul Kıymetler Türkiye Uygulaması

Büyük bir finansal yenilik olarak uygulanmaya başlayan menkul kıymetleştirme 1970'li yıllarda Amerika'da ipoteğe dayalı menkul kıymetler ihracı şeklinde gerçekleşmiş ve Türkiye'de de pek vakit kaybetmeden uygulanmaya başlanmıştır (Doğru, 2007b: 45).

Menkul kıymetleştirme, dünyada birçok ülkede uygulandığı gibi Türkiye'de de tercih edilir bir finansman yöntemi olması öngörülmektedir. Ancak bunun için henüz yeterli bir finansal yapı yoktur. Kısaca değinilmesi gerekirse, ilk menkul kıymetleştirme işlemi 1992 yılında İnterbank tarafından kredi kartı alacaklarına dayalı olarak gerçekleştirilmiştir. 1992 yılından sonraki süreçte, ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetlerin tamamı finansal sektördeki şirketlerce yapılmıştır. Türk bankaları ise bu işlemlerini ya direkt olarak ya da finansman şirketleri aracılığıyla gerçekleştirmişlerdir (Uçak, 2000: 37).

Günümüzde menkul kıymetleştirme uygulamalarına olan ilgi hızlı bir artış göstermiştir. 1980'li yıllarda ülkemizde yaşanan ekonomik gelişmelerle birlikte yeni finansal araçlar kullanılmaya başlanmış ve bu yeniliklere yönelik olarak kanuni düzenlemeler gerçekleştirilmiştir (Hepşen, 2005: 15). Bu yeniliklerin en önemlilerinden biri, "Menkul Kıymetleştirme" ve bu yöntem sonucunda oluşturulan VDMK "Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler" dir (Ceylan ve Korkmaz, 2000: 340).

Nitekim, aktifleri likit hale dönüştürerek riskleri bilanço dışına çıkaran varlığa dayalı menkul kıymetler, disonibilite ve munzam karşılık ayırmayı gerektirmemeleri nedeniyle bankaların yoğun ilgisiyle karşı karşıya gelmiştir (Vatansever, 2000: 271-272).

Türk Sermaye Piyasasının en dikkat çeken finansman araçlarından biri olan VDMK, menkul kıymetleştirme (securitization) uygulamasının alacaklara dayalı bir çeşidi olarak Temmuz 1992'de düzenlenmiştir.

Ülkemizde, menkul kıymetleştirme işlemleri, varlığa dayalı menkul kıymet ihracı şeklinde düzenlenmiş ve ilk düzenleme 13/05/1992 tarih ve 21227 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren, 29/04/1992 tarih ve 3794 sayılı "Sermaye Piyasası Kanunu'nda Değişiklik Yapılmasına, Bankalar Kanununun Bir Maddesinin Değiştirilmesine ve 35 sayılı KHK'nin Bazı Maddelerin Yürürlükten

Kaldırılmasına Dair Kanun” ile gerçekleştirilmiştir (Ceylan ve Korkmaz, 2000: 340). Bu kanun ile varlığa dayalı menkul kıymet ihraçları uygulanmaya başlanmıştır.

Türkiye’de genellikle bankalar tarafından kullanılan VDMK, ABD ve Avrupa ülkelerindeki uygulamalardan farklı bir gelişme göstermiştir. Ülkemizdeki, bankalar özel amaçlı kuruluşa gerek duymadan ve derecelendirme şirketlerine başvurmadan yalnızca Sermaye Piyasası Kurulu’nun izni ile VDMK ihracını gerçekleştirebilmektedir.

Menkul kıymetleştirme, dünyanın çoğu ekonomilerindeki mortgage piyasaları için uzun erimli fon sağlamada cazip ve potansiyel geniş bir kaynaktır. Buna ilave olarak, menkul kıymetleştirme hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde görülmektedir. Türkiye’de bu türden modern bir konut finansmanının olmaması ülkemizi bu olanaktan yoksun bırakmaktadır. (Atay, 2012: 24)

Sonuçta, VDMK ihraçları Seri:III No.14 Tebliği’nin yayımlanmasından sonra başlamışsa da, kısaltmasının okunuşundan dolayı “vıdımık” olarak ifade edilen bu menkul kıymetlerin, Amerika’daki asılları olan “asset-backed securities” ile ilgisi bulunmamaktadır. 1990’lı yıllarda VDMK, bir süre ucuz mevduat olarak aslı ile alakasız şekilde bankalarca tarafından kullanılmış, sonrasında ise bu menkul kıymetlerin ihracı tamamen durmuştur (Doğru, 2007b: 45-46). İlâveten, ülkemizde yaşanan yüksek faiz seviyeleri, bankaların alternatif kaynaklar oluşturmak üzere varlığa dayalı menkul kıymet ihraçlarına yönelmeleri yerine, devletin çıkardığı yatırım araçlarına yönelmelerine sebep olmuştur (Hepşen, 2005: 15).

5.2. Dünyada Aktife Dayalı Menkul Kıymetler Uygulamaları

Dünyada menkul kıymetleştirme işlemlerinde örnek ülke uygulamaları olarak ABD, İngiltere, Fransa, Almanya, İtalya, İsviçre, Japonya ve Brezilya örnek gösterilebilir. ABD’nin menkul kıymetleştirme işlemlerinde öncü ülke durumunda bulunması, İngiltere’nin menkul kıymetleştirme işlemini uygulayan ilk Avrupa ülkesi olması, Almanya ve İtalya’nın menkul kıymetleştirme işlemlerinde Avrupa’da aktif olmaları, Fransa ve İsviçre’nin Avrupa’da önemli konuma sahip olmaları, Japonya’nın menkul kıymetleştirme işlemini uygulayan ilk Asya ülkesi olması, Brezilya’nın, yapılandırılmış menkul kıymetler bakımından Latin Amerika’da gelişmiş bir piyasaya sahip olması nedeniyle bu ülkeler örnek ülkeler kategorisinde dikkat çekmektedirler.

5.2.1.ABD’de Menkul Kıymetleştirme

Finansal krizden önce, seçkin ABD ev mortgage’larının üçte ikisi ve tüketici kredilerinin yüzde 30 ila 75’i, 2007’ye gelindiğinde ise, öğrenci ve kredi kartı kredilerinin yarısından fazlası ABD’de menkul kıymetleştirilmiştir (Buchanan, 2017: 664).

Daha sonraki dönemde ise 2007 yazında ABD’de patlak veren subprime mortgage krizi, kredi piyasalarındaki bozulmalardan, varlık piyasalarının

çöküşünden, konut fiyatlarındaki hızlı düşüşlerden ve finansal sistemde artan risk algısına bağlı olarak finansal sektörün kendisinden beklenen işlevleri yerine getirememesinden kaynaklanmıştır. Böylece finansal piyasalara olan güven sarsılmış, finansal araçların şeffaflığı ortadan kalkmış ve likidite sıkışıklıkları yaşanmaya başlamıştır (Reinhart ve Rogoff, 2008: 340).

Nitekim, 2008 krizine yol açan en büyük etkenlerden birisi piyasa aktörlerinin kendi paralarını kullanırken almayacakları derecede yüksek riskleri, başkalarının paraları ile yatırım yaparken almaları olmuştur. (Moller:2011:4)

Hem ABD hem de ABD dışındaki menkul kıymetleştirme anlaşmalarının sayısı, Asya ve Avrupa'da güçlü büyüme oranları kaydetmiştir. Bankacılık sistemi düzeyinde, Basel II süreci, kredi riski için gelişmiş fiyatlandırma modellerinin uygulanmasına ve menkul kıymetleştirme faaliyetinin daha da geliştirilmesine yol açmıştır. Bununla birlikte, 2007 yılında patlak veren kredi krizi piyasayı ciddi şekilde etkilemiş ve menkul kıymetleştirme faaliyetinde büyük bir düşüşe neden olmuştur (Battaglia ve Gallo, 2013: 275).

5.2.2.AB'de Menkul Kıymetleştirme

2008 ekonomik krizi sürecinde AB'nin düzenleyici ve denetleyici mekanizmalarındaki eksiklik ve boşluklar yoğun şekilde ortaya çıkmıştır. Bu kapsamda düzenleme ve denetleme alanlarında yapılacak çalışmaların AB'nin gelecekteki olası krizler karşısında duruşunu sağlamlaştıracağı ve birliğin bunlardan en az seviyede etkilenmesini sağlayacağı düşünülmektedir.(Wouters ve Kerchoven, 2011:23)

Avrupa'da ilk menkul kıymetleştirme işlemi 1987 yılında ipotekli konut kredisi alacaklarının menkul kıymetleştirilmesi yoluyla İngiltere'de gerçekleştirilmiştir.

Federal acentelerin egemen rolü nedeniyle, ABD piyasasında işleyen ürün ve teknikler henüz Avrupa Birliği (AB) üyesi ülkeleri piyasalarına kolaylıkla aktarılacak durumda değildir. Ancak, AB piyasalarında koşullar hızla değişmektedir. Yoğun rekabet, sermayenin etkin bir şekilde kullanılma ihtiyacına daha fazla yoğunlaşılması, tarihsel olarak düşük enflasyon ve faiz oranlarının oluşturduğu değişen finansman koşulları ve mevcut trendlerin uzmanlaşmaya doğru hızlanması, daha büyük bir ikincil piyasanın oluşmasına yol açmaktadır. Bu ikincil piyasalar, Avrupa mortgage piyasalarının çeşitliliğini yansıtarak ABD piyasasından farklı bir biçim arz edecektir (Yetgin, 2007: 10).

AB ülkelerinden Fransa'da, varlığa dayalı menkul kıymetlerin ihracı için tüzel kişiliği olmayan, Türk hukukundaki yatırım fonlarına benzer yeni bir fonun (Fonds Communs de Creances (FCC)) kurulması öngörülmüştür. ABD ve İngiltere'den farklı olarak menkul kıymetleştirmenin kanunla düzenlenmiş olması, Fransa'da bazı katı kuralların uygulanmasını da beraberinde getirmiştir. (Doğru, 2007a: 210-211).

Öte yandan, İngiltere’de menkul kıymetleştirme bakımından ipotek piyasasında düzenleyici bir kurum olan Financial Services Authority (Finansal Hizmetler Otoritesi-FSA)’nın gözetimi altındadır. Bu kurum 2001 yılında çıkardığı, ipotek kredilerinin menkul kıymetleştirilmesine ilişkin kaynak kitap Interim Prudential Sourcebook–IPSBs ve 2002’de çıkardığı Final Prudential Sourcebook ile ipotek kredilerinin menkul kıymetleştirilmesi usulleri ve menkul kıymetleştirme yapan yapı topluluklarının sorumluluklarına ilişkin kuralları belirlemiştir. İpotek kredi sağlayıcıları, bir birlik olarak Council of Mortgage Lenders (Mortgage Kredi Veren Kurulu-CML) etrafında birleşmişlerdir (Tüysüz, 2011: 106).

İtalyan menkul kıymetleştirme finansmanı sekiz yıl içinde, özel amaçlı kurumların (SPV) sayısı 300’den fazla işletmeye ulaşmıştır. Banka kredisi menkul kıymetleştirmeleri 2000 yılında 16 milyar avroya ulaşmış ve bu rakam 2007’de iki katına çıkmıştır. Yine de, menkul kıymetleştirme çeşitleri kısmen değişmiştir. Menkul kıymetleştirme işleminde kredilerin, finansal olmayan firmalara oranındaki payı 2000’de %74 iken, 2006-2007’de %37’ye düşmüştür. (Affinito ve Tagliaferri, 2010: 192)

Sonuç olarak, en önemli Avrupa Birliği ülkesi olan Almanya’da ise İngiltere ve Fransa’daki gelişmelere nazaran, ipotek dışı varlığa dayalı menkul kıymetleştirme oldukça yavaş bir gelişme göstermektedir. İpoteğe dayalı menkul kıymetleştirme işlemleri ise uzun yıllardan beri uygulanmaktadır. 1796’dan beri ipotek bankaları, pfandbriefe olarak bilinen ipotek teminatlı tahviller ihraç ederek ipotek kredilerini finanse etmektedirler (Tantan, 1996: 96).

5.2.3. Japonya Örneği

Bankaların baskın bir şekilde varlığını sürdürdüğü Japon finans sistemindeki sorunun Japonya’nın makroekonomik sorunlarının temelinde yer aldığı artık kabul gören bir görüştür. (Hoshi ve Kashyap, 2004:8).

Menkul kıymetleştirme alanında uygulamaya geçen Asya’da ilk ülke Japonya’dır. Japonya’da menkul kıymetleştirme ile ilgili yasal düzenlemeler aşağıda sıralanacaktır (Tüysüz, 2011: 117-121):

1992; Finansal Reform Kanunu ile menkul kıymetleştirme kapsamı genişletilmiştir. Bu bakımdan, kıymetli evrak Japonya dışında çıkarılan mevduat sertifikaları, yabancılara ait menkul kıymetleştirilmiş kredi kartı alacakları ve ipoteğe dayalı fon sertifikaları menkul kıymetleştirilecek varlıklar arasına dâhil edilmiştir.

1996’da Japon finansal sisteminde reformlar yapılmıştır. Özel amaçlı kuruluşların (SPV) oluşturulmasına ve bankaların menkul kıymet yatırımlarının satılmasına izin verilmiştir.

1998’de Yabancı Borsa ve Yabancı Ticaret Kanununda değişiklik yapılarak, sınır ötesi işlemler kolaylaştırılmıştır. Bu değişiklik ile, Japonya’

da yerleşiklerle yabancılar arasında alacakların devri hakkında uygulanan izin alma ve ön ihbar şartları kaldırılmıştır.

5.2.4.Brezilya

Avrupa örneğinde olduğu gibi, varlıkların menkul kıymetleştirilmesi Brezilya'daki küçük ve orta ölçekli finansal kuruluşlar için geçerlidir. Bu nedenle menkul kıymetleştirme, fonlama maliyetlerini azaltmak için alternatif bir araçtır. Sonuç olarak, FDIC'nin ihraç hacmi hiçte önemsiz değildir ve Brezilya iç piyasası, 2012 yılında Latin Amerika menkul kıymetleştirme hacminin % 45'ini temsil etmektedir (Mendonça ve Barcelos, 2015: 13).

6.SONUÇ

Aktife dayalı menkul kıymet uygulaması ile geleneksel sabit getirili yatırımlara çeşitlendirme olanağı sunulmaktadır. Aktife dayalı menkul kıymetleştirme işlemlerinde, bilançoların likit hale gelmesi amacıyla, bilançonun aktifinde yer alan varlıklar menkul kıymetlere dönüştürülmekte ve ekonomiye yeni fonlar sağlanmaktadır.

Varlığa dayalı menkul kıymet uygulamasının hem işletmeler açısından aktif-pasif yönetimi sağlama, vb. avantajları, hem de raporlamayı önleme, kredi piyasasının denetim ve gözetim etkinliğini azaltma, vb. dezavantajları bulunmaktadır. Ayrıca birtakım risklerinden de kredi, faiz oranı ve erken ödeme gibi söz etmek de mümkündür.

Amerika'da başlamış ve gelişmiş olan menkul kıymetleştirme sürecinin, Türkiye'de henüz yeni yeni varlığını gösterdiği ve geliştiği görülmektedir. Buradaki en önemli nokta menkul kıymetleştirimin şirketlerdeki riski dağıtması ve likiditenin sağlanması gibi çeşitli olumlu etkileri olacağı düşünülmektedir. Ayrıca, yatırımcıya da gelir olarak ek avantajlar sağlayabilecek özelliği olduğu da göz önüne alınırsa üzerinde düşünülmesi gereken bir alternatif olduğunu görmekteyiz. Özellikle finansal iklimde faizlerin düşmeye başladığı bir ortam olduğu takdirde yatırımcının daha fazla ilgisini çekeceğini düşündüğümüz bu yapının gelecekte kurumlar için önemli bir finans kapısı olabileceğini öngörüyoruz.

1970'li yıllarda ABD'de uygulanmaya başlayan ve batılı ülkelerin sermaye piyasalarına girmekte gecikmeyen menkul kıymetleştirme uygulamaları, hem ABD hem de Asya ve Avrupa'da menkul kıymetleştirme işlemleri güçlü büyüme oranları kaydetmiştir. Basel II süreci, kredi riski için gelişmiş fiyatlandırma modellerinin uygulanmasına ve menkul kıymetleştirme faaliyetinin daha da geliştirilmesine yol açmıştır. Menkul kıymetleştirme işlemleri 1990'lı yıllarda ABD'de ön plana çıkmış ve 2000-2007 yılları arasında ise işlem hacmi en üst noktaya ulaşmıştır.

Bu süreci de 2008 Sub-prime mortgage krizi izlemiştir. Dolayısıyla, ABD'de palazlanan ve gelişen aktife dayalı menkul kıymetleştirme Avrupa'da ve de özellikle

Türkiye’de sektör daha rüştünü ispat edemeden mortgage krizinden nasibini alarak hedeflenen seviyelere bir türlü gelememiştir. Bu durumu da genelde dünya ekonomisindeki her gelişmenin veya krizin öncelikle ABD realize olup, sonrasında domino etkisiyle önce Avrupa ülkelerine ve sonrasında da ülkemize uğradığı bağlamında okumak gerektiği görüşündeyiz.

1980’li yıllardan sonra Türkiye ekonomisindeki gelişmelerle birlikte para ve sermaye piyasalarında yeni finansal ürünler kullanılmaya başlanmıştır. Menkul kıymetleştirme ve beraberinde uygulanan aktife dayalı menkul kıymetleştirme işlemleri bu yenilikler arasında yer almaktadır. Bu uygulamalar beraberinde yeni yasal düzenlemeleri getirmiştir. Ancak, ülkemizde yaşanan yüksek enflasyon dönemlerinde bankacılık sektörünün aracılık maliyetlerinin artmasını da dikkate almamız gerekmektedir.

Dünya uygulamalarında ise gelmekte olan 2019 yılı ile ilgili birtakım ekonomik konjonktür ile ilgili senaryoların ABD ekonomisindeki olumsuz dinamiklerden kaynaklandığı göz önüne alındığında başta Avrupa olmak üzere ülkemizde dahil olmak üzere diğer ülkelerde aktife dayalı menkul kıymetleştirmenin 2008 öncesi dönemdeki parlak günlerden söz etmek mümkün değildir.

KAYNAKÇA

- Affinito, M.Tagliaferri, E. (2010): “Why Do (Or Did?) Banks Securitize Their Loans? Evidence From Italy”, *Journal of Financial Stability*, Cilt 6, Sayı 4, ss. 189-202.
- Aksoy, A. Tanrıöven, C. (2013): *Sermaye Piyasası Yatırım Araçları ve Analizi*, 4. Baskı, Ankara: DetayYayıncılık.
- Atay, E. (2008) Innovations in mortgage banking and subprime meltdown: Could we have seen it coming? Uluslararası Finans Sempozyumu 2008, İstanbul.
- Atay, E. Taşçı, C (2012) Securitization in The United States Of America and The European Union: Does It Work in Turkey? Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi Haziran 2012 Cilt 14 Sayı 1 (23-44).
- Aydın, N v.d. (2014) *Finansal Yönetim*, 4. Baskı, Detay Yayıncılık, Ankara.
- Battaglia, F., Gallo, A. (2013): “Securitization and Systemic Risk: An Empirical Investigation On Italian Banks Over The Financial Crisis”, *International Review of Financial Analysis*, Cilt 30, ss. 274-286.
- Babuşçu, Ş., Hazar, A. (2017): *Meslek Yüksekokulları İçin Genel Bankacılık Bilgileri*, 1. Basım, Ankara: Bankacılık Akademisi Yayınları.
- Buchanan, B. G. (2017): “The Way We Live Now: Financialization and Securitization”, *Research in International Business and Finance*, Cilt 39, ss. 663-677.

- Carbo-Valverde, S., Degryse, H. ve Rodriguez-Fernandez, F. (2015): "The Impact of Securitization on Credit Rationing: Empirical Evidence", *Journal of Financial Stability*, Cilt 20, ss. 36-50.
- Ceylan, A. ve Korkmaz, T. (2000): *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi*, Bursa: Ekin Kitabevi.
- Cerasi, V. Rochet, J. C. (2014): "Rethinking The Regulatory Treatment of Securitization", *Journal of Financial Stability*, Cilt 10, ss. 20-31.
- Cheng, M., Dhaliwal, D. S. ve Neamtiu, M. (2011): "Asset Securitization, Securitization Recourse, and Information Uncertainty", *The Accounting Review*, Cilt 86, Sayı 2, ss. 541-568.
- Coşkun, Y. (2010): "Risk Maps of Securities Firms (Aracı Kurumların Risk Haritası)", *Sermaye Piyasası Dergisi*, Cilt 1, Sayı 3, 52-74.
- Çabuk, A. (2009): *Muhasebede Dönem Sonu İşlemleri*, 4. Baskı, Bursa: Dora Yayıncılık.
- Demirbağ, M., v.d. (2016): "The Professional Service Firm (PSF) In A Globalised Economy: A Study of The Efficiency of Securities Firms In An Emerging Market", *International Business Review*, Cilt 25, Sayı 5, ss. 1089-1102.
- Doğru, H. (2007a): *Menkul Kıymetleştirme ve Mortgage Genel ve Hukuki Esaslar*, İstanbul: Doğru Hukuk Yayınları.
- Doğru, H. (2007b): "Basel II ve IAS 39 Muhasebe Standardı Çerçevesinde Menkul Kıymetleştirme İşleminin Türkiye'de Banka ve Diğer Kaynak Şirketlerin Bilanço ve Sermaye Yeterliliği Yükümlülüklerine Etkileri", *Bankacılar Dergisi*, Cilt 62, 44-58.
- Ertem, Ü. (2015): *Bankacılık ve Kambiyo İşlemleri*, Ekin Yayınevi, Bursa.
- Gülen, M. İ. (2017) Aktife Dayalı Menkul Kıymetler: Türkiye Ve Dünya Uygulaması, Yayınlanmamış Y.Lisans Tezi, Edirne: Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Günceler, B., Kesebir, M. (2018) Menkul Kıymetleştirme Banka Kredilerine Kıyasla Firmalar için Alternatif Fonlama Kaynağı Olabilir mi? Türkiye'de Hizmet Sağlayan Şirketlere Uygulanabilirliği Bakımından İncelenmesi, *International Journal Entrepreneurship and Management Inquiries* ISSN: 2602 – 3970 Dönem Cilt: 2 Sayı: 3 .
- Hepşen, A. (2005): *Bir Finanslama Yöntemi Olarak Menkul Kıymetleştirme: İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetleştirme ve Türkiye Uygulaması*, İstanbul Ticaret Odası, <http://www.ito.org.tr/itoyayin/0000504.pdf>, (Erişim Tarihi: 03/10/2018).
- Hoshi, T. Kashyap, A.K. (2004). Japan's financial crisis and economic stagnation. *Journal of Economic Perspectives*, 18 (1), 3-26.

- Kara, A., Marquez-Ibanez, D. ve Ongena, S. (2016): "Securitization and Lending Standards: Evidence From The European Wholesale Loan Market, *Journal of Financial Stability*, Cilt 26, 107-127.
- Kiff, J. Mills, P. S. (2007): "Money for Nothing and Checks for Free: Recent Developments in U.S. Subprime Mortgage Markets", IMF Working Papers, Sayı, 07/188, 1-18, <https://ssrn.com/abstract=1006316>, (Erişim Tarihi: 05/11/2018).
- Konuralp, G. (2001): *Sermaye Piyasaları Analizler, Kuramlar ve Portföy Yönetimi*, İstanbul: Alfa Yayınları.
- Moller, N, Goldwasser, S. (2011), Section 2(a)(iii) of the ISDA Master Agreement and Emerging Swaps Jurisprudence in the Shadow of Lehman Brothers, *Journal of International Banking Law and Regulation*, Sayı 7, 313-324.
- Naude, W. (2009). The Financial Crisis of 2008 and the Developing Countries, United Nations University, UNU-WIDER, (United Nations University-World Institutions for Development Economics Research), Discussion Paper, 1, (January), 1-20.
- Reinhart, C. M., Kenneth, S.R. (2008). Is the 2007 US Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison, *The American Economic Review*, 98 (2), (May), 339-344.
- Sabuncuoğlu, Z., Tokol, T. (2009): *Meslek Yüksekokulları İçin Genel İşletme*, Bursa: Alfa Aktüel Basım Yay. Dağ. Ltd. Şti.,
- Tantan, S. (1996): *Menkul Kıymetleştirme: ABD Uygulamaları ve Bankacılık Sektörüne Etkileri*, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No:44.,
- Telpner, J. (2003): "A Securitization Primer For First Time Issuers", *Global Securitisation and Structured Finance, Greenberg Taurig*, 1-7.
- Thomas, H. (2001): "Effects Of Asset Securitization On Seller Claimants", *Journal of Financial Intermediation*, Cilt 10, Sayı 3-4, 306-330.
- Trapp, R. Weib, G. N. (2016): "Derivatives Usage, Securitization, and The Crash Sensitivity of Bank Stocks", *Journal of Banking & Finance*, Cilt 71, 183-205.
- Tuncer, D. v.d. (2011) *Genel İşletmecilik Bilgileri*, 4. Baskı, Ankara: Siyasal Kitabevi.
- Tüysüz, M. (2011): *Sermaye Piyasası Hukukunda Varlığa/ İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetleştirme*, Ankara: Yetkin Basımevi.
- Uçak, N. (2000). Gelecekteki Nakit Akımlarına Dayalı Menkul Kıymetleştirme. Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü. Ankara. <http://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/YayinGoster/447>
- Ünsalan, E. Şimşek, B. (2011): *Temel İşletmecilik Bilgileri*, 5. Basım, Ankara: Detay Yayıncılık.

Vatansever, N. (2000). Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Uygulaması. *Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*. C.1. S.1.

Yavaş A. (2005), A'dan Z'ye Mortgage. Konferans Sunumu, Türkiye Bankalar Birliği.

Yetgin, F. (2007) Mortgage sistemi: Türkiye (Teori-Uygulama). İstanbul: Dünya Gazetesi Kitaplığı Yayınları.

Wouters J, Sven V K. (2011), The EU's Internal and External Regulatory Actions After the Outbreak of the 2008 Financial Crisis, Working Paper No.69, Leuven Centre for Global Governance Studies, Leuven Katholike Universiteit.

