



## Araştırma Makalesi • Research Article

# Yapılandırılmış Varlık Fonlama Tekniği Olarak Menkul Kıymetleştirme ve Türkiye'deki Uygulamaları \*

## Structured Asset Securitization as a Funding Technique and Implementations in Turkey

Sultan Gedik Göçer <sup>a,\*\*</sup>, Memet Cem Danacı <sup>b</sup>

<sup>a</sup> Öğr. Gör., Doğuş Üniversitesi, Meslek Yüksek Okulu, Tıbbi Dökümantasyon ve Sekreterlik Bölümü, 34680, İstanbul/Türkiye.

ORCID: 0000-0001-5776-9791

<sup>b</sup> Dr. Öğr. Üyesi, İnönü Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, 44280, Malatya/Türkiye.

ORCID: 0000-0003-0930-7909

### MAKALE BİLGİSİ

#### Makale Geçmişi:

Başvuru tarihi: 25 Aralık 2018

Düzeltilme tarihi: 27 Haziran 2019

Kabul tarihi: 19 Temmuz 2019

#### Anahtar Kelimeler:

Menkul kıymetleştirme,  
Yapılandırılmış Finans,  
Kredi Türevleri,  
Finansman Yöntemleri.

### ARTICLE INFO

#### Article history:

Received December 25, 2018

Received in revised form June 27, 2019

Accepted July 19, 2019

#### Keywords:

Securitization,  
Structured Finance,  
Credit Derivatives,  
Financing Methods.

### ÖZ

Fon sağlayabilme ve kurumların taşıdığı risk bu kurumları riski transfer etme ve yeni fon tedariki yöntemlerine yönlendirmiştir. Risk transferi piyasaların önemli özelliklerinden birisidir. Herhangi bir finansal işlemin barındırdığı risk, onu üstlenmeye razı kişi ve kurumlara aktarılabilir. Bu anlamda oluşan risk ticareti, yapılandırılmış finansın gelişmesiyle sonuçlanmıştır. Yapılandırılmış finans, finansal kurumlarca komplike işlemlerin kullanımı ile gerçekleşen ve firmaların özel finansmana olan gereksinimlerine cevap verebilmek adına oluşturulan hizmetleri ifade etmektedir. Menkul kıymetleştirme, ifade edilen bu yapılandırılmış finans tekniklerinden birini oluşturmaktadır ve bu işlem, bir havuzda bir araya getirilen likit olmayan varlıklara dayalı olarak ödeme gerçekleştiren varlıkların, likit olan menkul kıymetlere dönüştürülmesi işlemi olarak tanımlanmaktadır. Çalışmanın temel amacı Türkiye'deki menkul kıymetleştirme uygulamalarının incelenmesidir. Bu kapsamda ise menkul kıymetleştirme hakkında genel bilgiler, süreç, sürecin tarafları, avantaj ve dezavantajları, riskleri gibi unsurlar teorik açıdan incelenmektedir.

### ABSTRACT

Funding and the risk of institutions have led these institutions to transfer risk and introduce new funding methods. Risk transfer is one of the important features of the markets. The compensation for taking a monetary risk should be less than the potential loss due to risk. The risk trade in this sense has resulted in the development of structured finance. Structured finance refers to the services created by financial institutions with the use of complicated transactions and in order to meet the needs of firms for private financing. Securitization constitutes one of these structured finance techniques, which is defined as the process of converting assets that make payments based on non-liquid assets that are pooled together into liquid securities. The main objective of the study is to examine the securitization practices in Turkey. In this context, general information about securitization, process, sides of the process, advantages and disadvantages, risks are examined from a theoretical perspective.

## 1. Giriş

Fon sağlayabilme kapasitesi finansal kurumlar için büyük önem arz etmektedir. Fon sağlayabilme ve kurumların taşıdığı risk bu kurumları riski transfer etme ve yeni fon tedariki yöntemlerine yönlendirmiştir. Finansal piyasalar

kullanılan araca ve piyasanın niteliğine göre farklı kategorilere ayrılmaktadır. Piyasalardaki önemli özelliklerden birini risk transferi oluşturmaktadır. Herhangi bir finansal işlemin barındırdığı risk, onu üstlenmeye razı kişilere ve kurumlara aktarılabilir. Parasal anlamda risk almanın tazmininin, risk nedeniyle ortaya çıkması olası

\* Bu çalışma, 01-02 Aralık 2018 tarihlerinde İstanbul'da düzenlenen International Congress of Management Economy and Policy (ICOME'18-Spring) isimli kongrede bildiri olarak sunulmuştur.

\*\* Sorumlu yazar/Corresponding author.

e-posta: [gediksultan@gmail.com](mailto:gediksultan@gmail.com)

kayıptan daha az olması gerekmektedir. Bu çerçevede oluşan risk ticareti, yapılandırılmış finansın gelişmesiyle sonuçlanmıştır.

Finansal yenilikler ve ürünler ihtiyaç dâhilinde oluşmaktadır. Farklı ihtiyaçları karşılamak amacıyla yeni bir finansal ürün ortaya çıkmakta ve yatırımcının zamanla karşılaştığı risklerden kaçınma ve korunma ihtiyacı doğmaktadır. Yapılandırılmış finans uygulaması, çeşitli aracı kurumlarca komplike işlemlerin gerçekleştirilmesi ile firmaların özel finansman taleplerinin giderilmesi için gerçekleştirilen uygulamaları ifade etmektedir ve bu yöntem, geleneksel finansman araçlarının firmaların özel finansman taleplerine cevap verememesi nedeni ile oluşturulmuştur. Bu finans uygulaması üç temel basamağa indirgenebilmektedir. Bunlardan ilki nakit bazlı veya sentetik bazlı varlıkların havuzlanması, ikincisi varlık havuzuna dayalı olan yükümlülüklerin dilimlenmesi ve son olarak teminatlandırılmış varlık havuzunun kredi riski ile ana kuruluşun kredi riskini daha çok bağımsız özel amaçlı kuruluş vesilesi ile ayrılması olarak ifade edilebilmektedir.

Menkul kıymetleştirme yapılandırılmış finans tekniklerinden birini oluşturmaktadır ve bir havuzda bir araya getirilen varlıklara dayalı olarak ödeme gerçekleştiren menkul kıymetlerin oluşturulması işlemi olarak tanımlanabilmektedir. Menkul kıymetleştirme işlemi ile likit olmayan varlıklar likit olan menkul kıymetlere dönüştürülmektedir. 1970’li yıllarda ABD’de ipoteğe bağlı olan alacaklar için menkul kıymetleştirme uygulamaları ortaya çıkmıştır. 1980’li yıllarda ise ipoteğe dayalı olmayan alacaklar için de bu uygulamalar gerçekleştirilmiştir. Örneğin kredi kartı alacaklarına, otomobil kredilerine, finansal kiralama alacaklarına menkul kıymetleştirmeler gerçekleştirilmiştir. Gelişmekte olan ülkelerdeki önemli sorunlardan biri fon kıtlığıdır ve bu kıtlık geliştirmekte olan ülkeleri yeni fon yaratma yöntemlerini kullanmaya itmiştir. Borçlanmayla ve kısa süreli sermaye hareketleriyle istenilen büyüme rakamlarına ve verimliliğe ulaşılamaması, bu ülkelerde yapılandırılmış varlık fonlama tekniği olan menkul kıymetleştirmenin kullanılmasını sağlamıştır. Likit olmayan alacakların sermaye piyasası araçları ile likit hale dönüştürülmesi geliştirmekte olan ülkelerin ekonomik kalkınma seviyesine ve şirketin riskli varlıklarının azalmasına etki etmektedir. Aynı zamanda küçük yatırımcıların da piyasada aktiflik kazanmalarına vesile olmaktadır. Bu çalışmada menkul kıymetleştirme hakkında genel bilgiler, süreç, sürecin tarafları, avantaj ve dezavantajları, riskleri, hukuki ilişkiler teorik bir çerçeveden ele alınmakta ve Türkiye’deki uygulamalar incelenmektedir.

## 2. Yapılandırılmış Finans Kavramsal Çerçeve

Finansal piyasalarda temel olarak beş unsur yer almaktadır. Bu unsurlar ise fon arz ve talep edenler, finansal araçlar ve araçlar ile idari ve hukuki düzenlemelerden oluşmaktadır. Finansal piyasalar ve araçlar ise ekonomik gelişmede önemli bir rol icra etmektedirler. Finansal yenilik kavramı, finansal aracı kurumların etkin işlememesi ya da finansal

piyasaların tam olmayışından dolayı ortaya çıkan kar imkânlarından faydalanmak için oluşturulan ürün ya da süreç şeklinde ifade edilmektedir (Horne, 1985: 625).

Modern kapitalizm ile birlikte finansal yenilikler ve çeşitlilikler artmıştır. Fakat finansal yenilik sadece modern kapitalizm olgusu ile ilgili bir gelişme değildir çünkü finansal yeniliklerin temeli milattan önceki yıllara kadar dayanmaktadır. M.Ö. 3000’lerde Mezopotamya’da ileri tarihli vaatlere dayalı olan finansal araçlar oluşturulmuştur. Mezopotamya’da mülkiyet hakları zamanla meydana gelirken ileri tarihli sözleşmeler bu sürecin unsurları olarak ortaya çıkmıştır. Finansal bir yenilik olarak kâğıt para, 9. yüzyılda Çin’de kullanılmaya başlanmıştır. Bono piyasaları ile mevduat çekleri ise Venedik’te uygulanmaya başlanmıştır. Menkul kıymetleştirme ve türev ürünler gibi pek çok komplike ürünün ilk uygulamaları 17. yüzyılda Hollanda’da görülmektedir. Teknolojideki ilerlemeler ve yapısallı değişimlerle beraber finansal yenilik dalgası 1970’lerden itibaren ortaya çıkmıştır (Cömert ve Epstein, 2016: 3).

Schumpeter (1942: 24) yaratıcı yıkım yaklaşımı çerçevesinde kapitalist sistemin işleyişini sağlayan ve bu işleyiş sürdüren unsurları; yeni tüketim maddeleri ile üretim ve ulaşım yöntemleri, yeni pazarlar ile sanayi türleri olduğunu belirtmektedir. Schumpeter’e göre bu unsurlar kapitalist girişimce ortaya çıkmıştır ve kapitalist sistemi sürekli yenileme havası içinde tutan unsurlar; yeni ulusal ve uluslararası piyasaların oluşması ile manifaktür üretimden teknolojik altyapıya sahip işletmelere geçilmesidir. Belirtilen bu unsurlar ise sürekli bir şekilde eski üretim faktörlerini ortadan kaldırarak yeni faktörler<sup>1</sup> meydana getirmektedir. Schumpeter’in bu temel argümanı ise “Yaratıcı Yıkım” olarak ifade edilmekte ve bu yıkım da kapitalizmin temel unsuru olarak ifade edilmektedir. Sonuç olarak Schumpeter, her kapitalist düzenin bu gelişime uymak zorunda kalacağını belirtmektedir. Schumpeter’in bu yaklaşımına göre yenilikler karşısında tepkisiz kalan ekonomilerin rekabet güçleri azalmaktadır. 1900’lü yıllardan beri yeniliklerin gerisinde kalan ekonomi ya da firmaların kalıcı olamayacakları ifade edilmektedir. Özellikle ekonomik/finansal kriz aşamalarında ilk vazgeçilen faaliyetlerin yeni üretim tekniklerine yönelik olanlardan oluşması, krizlerin tetikleyici unsurları olarak ele alınmaktadır.

Finansal yenilikler ve ürünler ihtiyaç dâhilinde oluşmaktadır. Farklı ihtiyaçları karşılamak amacıyla yeni finansal ürünler ortaya çıkmaktadır. Yatırımcının karşı karşıya kaldığı finansal risklerden korunma ihtiyacı ile birlikte 1980’lerden itibaren riskten korunma amaçlı türev ürünler oluşturulmuştur.

Finansal yeniliklerin meydana gelmesinde çeşitli unsurlar etkili olabilmektedir. Bu unsurlar aynı zamanda bu yenilikleri sınıflandırmak için kullanılabilir. Finansal yenilikler Llewellyn (1992) tarafından başlıca 4 gruba ayrılmıştır. Bunlardan ilki savunma amaçlı yeniliklerdir ve bu yenilikler hukuki düzenlemelerde

meydana gelen değişimlere bir tepki olarak ortaya çıkmaktadır. İkinci grupta agresif amaçlı düzenlemeler bulunmaktadır. Bu grupta ise meydana getirilen yeni ürünler yer alır. Üçüncü grup, müşterilerin portföy ihtiyaçlarını gidermek için ortaya çıkan cevap amaçlı yenilik grubundan oluşmaktadır. Son grup ise finansal kurumların yeni teknikleri bilançolarındaki kısıtlamalar sebebi ile geliştirdikleri koruma amaçlı gruptan oluşmaktadır (Cömert ve Epstein, 2016: 4).

Finansal yenilikçilik, içerisinde yapılandırılmış finans ile her türlü yeni araç ve tekniği barındırmaktadır. Yapılandırılmış finans; *“bir ana kuruluşa ilişkin finansman, likidite, risk transferi vb. ihtiyacının hali hazırda mevcut finansal ürün veya araç ile karşılanamaması durumunda uygulanan teknikler”* şeklinde tanımlanmaktadır. Bu nedenle, söz konusu ihtiyaca cevap verebilmek için, hali hazırda var olan ürün ve tekniklerin mühendislik işlemine tabi tutularak amaca özel ürün veya süreç haline getirilmesi gerekmektedir. Bu yüzden, yapılandırılmış finans esnek bir finansal mühendislik aracı olarak belirtilebilmektedir (Fabozzi, vd., 2006: 1).

Yapılandırılmış finans üç temel nokta üzerinden tanımlanabilir. Bunlardan ilki nakit bazlı veya sentetik bazlı varlıkların havuzlanması, ikincisi varlık havuzuna dayalı olan yükümlülüklerin dilimlenmesi, üçüncüsü ise teminatlandırılmış varlık havuzunun kredi riski ile ana kuruluşun kredi riskini daha çok bağımsız özel amaçlı kuruluş vesilesi ile ayrılması olarak belirtilmektedir (Baron, 1996: 81). Yapılandırılmış finansal ürünler, inovatif ve esnek olarak türetilmiş klasik finansal yatırım araçlarının kombinasyonudur. Bu ürünler, spesifik bir yatırımcı grubunun taleplerini gidermek ve bu anlamda özellikli bir risk/getiri portföyü oluşturmak için çeşitli temel yatırım unsurlarının bir araya getirilmesiyle meydana gelen finansal varlıklar olarak belirtilmektedir (Blümke, 2009: 7).

## 2.1. Yapılandırılmış Finansın Amaçları

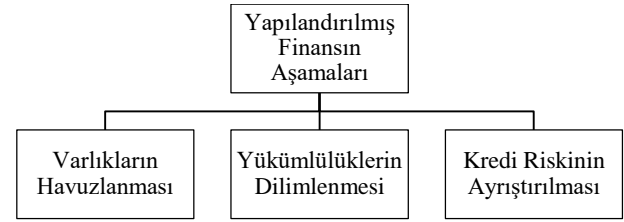
Finansal yeniliklerin ortaya çıkış nedenine ilişkin birçok görüş bulunmaktadır. Eksik piyasalar, varlık fiyatlarındaki oynaklıklar, yasal düzenlemeler, riski yönetmek, ahlaki tehlike ve asimetrik bilgi problemi, vergilerdeki değişimler gibi unsurlar finansal yeniliklerin oluşma nedenleri olarak sayılabilmektedir. Yapılandırılmış finans sayesinde, getiri zenginleştirme faaliyetleri ile geleneksel finans ile elde edilebilecek getiriden daha fazlası hedeflenmektedir. Getiri zenginleştirme, kredi zenginleştirme, özgün ödeme yapısının oluşturulması ve varlık/kaynak yönetimi ihtiyaçlarının karşılanması yapılandırılmış finansın dört temel amacını oluşturmaktadır (Neftçi, 2008: 514). Kredi zenginleştirme borç verenin üstlendiği, kredi kullanan kişinin kullandığı krediyi geri ödememe riskini (temerrüt riski, kredi riski) azaltan uygulamalardır. Varlık/kaynak yönetimi ihtiyaçlarının karşılanması finansal kuruluşların yapılandırılmış finans sayesinde fon ihtiyacı, faiz oranı, vade uyumsuzluğu, aşırı riskli varlıkların aktiften çıkarılması ihtiyaçlarını gidermeyi amaçlamaktadır. Finansal kuruluşlar

kar maksimizasyonu güdüsüyle daima kaynak arayışı içinde bulunmaktadırlar. Elde ettikleri kaynakları ise yeni kredi olarak kullanılmaktadırlar. Geleneksel olarak kabul edilen araçlarla (mevduat, bono/tahvil ihracı vb.) ulaşılabilecek tasarrufun sınırlı oluşu, fon elde etmek için yeni yöntemlere gerek duyulmasına neden olmaktadır. Yapılandırılmış finans sayesinde finansal kuruluşlar ihtiyaç duyulan fonlara ulaşabilmektedir (Carbó-Valverde vd., 2012: 82).

## 2.2. Yapılandırılmış Finansın Aşamaları

Yapılandırılmış finans üç temel basamaktan oluşmaktadır; varlıkların havuzlanması (pooling of assets), yükümlülüklerin dilimlenmesi (tranching of liabilities), kredi risklerinin ayrıştırılması (de-linking of credit risk) olarak bu üç basamak ifade edilmektedir.

Şekil 1. Yapılandırılmış Finans Süreçleri



Kaynak: CGFS (2005: 4).

Varlık havuzlama aşamasında menkul kıymetlerin dayanağı olan nakit varlıklardan ve suni zorunluluklardan meydana gelen teminat varlık havuzu, çoğunlukla hukuken kredi arz eden finans kurumunun bilançosundan ayrılarak bir araya getirilmektedir. Yapılandırılmış finansal ürünlerin teminat havuzuna dayanması, çeşitlendirme vasıtasıyla, risklerin düşmesine sebep olmaktadır (CGFS, 2005: 4). Oluşturulan havuzdaki menkul kıymetlerin sahip oldukları özel bilgiler, tüm havuza ait bir menkul kıymet oluşturuluyorsa bu özel bilgilerin sağladığı avantaj (farklı risk özelliklerine sahip olma) ortadan kalkmaktadır. Bunu önlemek amacıyla ve bu bilgilerin kullanılabilmesi adına yükümlülüklerin dilimlenmesi (tranching of liabilities) yapılmaktadır (DeMarzo, 2004: 7). Örneğin ana kuruluş olarak bir bankanın oluşturduğu çok sayıda kredi alacağından oluşan bir varlık havuzunda hangi kredinin daha riskli olduğu banka tarafından bilinmektedir. Eğer bütün havuz derecelendirilirse düşük riskli alacakların sağlayacağı avantaj yüksek riskli kredi alacaklarının yanında kaybolacağı için alta sıralama ile pozitif riskli krediler için ayrı bir dilim tanımlanmaktadır (DeMarzo, 2004: 7). Yükümlülüklerin dilimlenmesi aşamasında, kredi havuzunun özel amaçlı kuruluşa (varlık) satılmasıyla, yatırım kuruluşu ihraççı namına bonoların anapara ve faiz bedellerini kesintilere bölmektedir. Daha sonra derecelendirme kuruluşları kredi havuzunu değerlendirerek her dilime bir kredi notu vermektedir. Dilimleme aşamasında esas amaç, ödemelerin niteliğine göre menkul kıymetleri sınıflandırmaktır (Engel ve McCoy, 2006: 2047). İlk kayıp dilimi (equity tranche / first loss tranche) en riskli dilim olarak kabul edilmekte ve başlangıç zararlarını

karşılama amacıyla bu dilimde yer almaktadır. Bundan dolayı da ilk kayıp dilimi en riskli dilim olmaktadır. Ara dilim, başlangıç zararlarına ek kayıpları tanzim etmek için oluşturulmaktadır. Kıdemli dilim; ilk kayıp dilimi ve ara dilimde oluşan zararları aşabilecek ölçüde yüksek zararları karşılamak amacıyla oluşturulmaktadır. Kredi riskinin ayrıştırılması aşamasında, yatırım yapılabilirlik seviyesine göre derecelendirme kurumları tarafından farklı kredi notları alınmaktadır. AAA diliminde kıdemli sınıf, AA ve A dilimlerinde ara sınıf, BBB, BB ve B kredi notu bulunmayan sınıflar da kıdemsiz dilimlerde yer almaktadır (Engel ve McCoy, 2006: 2047).

### 2.3. Yapılandırılmış Finansal Ürünler

Yapılandırılmış finansal ürünler temelde üç grupta sınıflandırılmaktadırlar. Bunlar bağlı buldukları varlıklar, işlem gördükleri piyasaların türü ve risk seviyelerine göre ayrılmaktadır. Aşağıda bu sınıflandırmanın açıklamaları yer almaktadır (Chambers ve Koçyiğit, 2012);

- (i) İşlem gördükleri piyasalara göre finansal ürünler; organize ve organize olmamış piyasalarda işlem gören ürünler.
- (ii) Dayanak varlıklarına göre finansal ürünler; yabancı paraya dayalı, emtiaya dayalı, hisse senedi ve endekse dayalı, faiz oranına dayalı ve melez ürünler.
- (iii) Risk düzeylerine göre finansal ürünler; anapara korumalı, getiri arttırıcı, katılım sağlayan ve kaldıraç sağlayan ürünler olarak sınıflandırılmaktadır.

### 2.4. Yapılandırılmış Finansa Kullanılan Teknikler

#### 2.4.1. Menkul Kıymetleştirme

Menkul kıymetleştirme yapılandırılmış finans tekniklerinden biridir. Bir havuzda bir araya getirilen varlıklara dayalı olarak ödeme gerçekleştiren menkul kıymetlerin oluşturulması işlemi olarak tanımlanmaktadır. Menkul kıymetleştirme sonucu ihraç edilen menkul kıymetlere varlığa dayalı menkul kıymet denilmektedir. Yeni menkul kıymete ait anapara ve faiz ödemeleri, dönüştürülen varlıklara ait nakit akımı ile yapılmaktadır (Doğru, 2007: 44). Finansman kuruluşlarına ait likit olmayan varlıklardan (otomobil kredileri, kredi kartı alacakları, kira ödemeleri vb.) bir havuz oluşturulması sonucu menkul kıymete çevrilmesi süreci menkul kıymetleştirme olarak tanımlanmakta ve oluşturulan bu menkul kıymetler varlığa dayalı menkul kıymetler olarak adlandırılmaktadır (Doğru, 2007: 3).

Menkul kıymetleştirme ile likit olmayan varlıklar likit menkul kıymetlere dönüştürülmektedir. Bu uygulama 1970'li yıllarda ipotekli konut kredileri ile başlamıştır ve ABD'de bu yıllarda ipotese bağlı varlıklar için menkul kıymetleştirme uygulamaları gerçekleştirilmiştir. 1980'li yıllarda ise ipotese bağlı bulunmayan varlıklar için de bu uygulama yapılmaya başlamıştır (Comptroller of the

Currency Administrator of National Banks, 1997: 2). 1985'de bilgisayar leasing alacaklarının menkul kıymetleştirilmesiyle ve daha sonraki yıllarda bu açı genişletilerek finansal kurumların alacak ve kredileri de kapsama dâhil edilerek menkul kıymetleştirme alanı genişlemiştir (Pavel, 1989: 22). Menkul kıymetleştirme işlemi, şirketin alacakları ve alacakların teminatı olan ipotekler şirketin (kaynak şirket olarak kabul edilir) mal varlıklarından çıkarılmakta ve özel amaçlı kuruluşun mal varlıkları arasına girmektedir. Bu işlemle beraber kaynak şirket alacaklıları, menkul kıymetleştirmeye konu olan alacaklar ve alacakların teminatı olan ipotekler üzerinde hak sahibi olmaktan çıkmaktadır. Kaynak şirket finansal açıdan zor duruma düşse bile, alacaklar ve varlığa dayalı menkul kıymet sahipleri şirketin iflas gibi olumsuz finansal koşullarından etkilenmemektedir (Doğru, 2007: 18).

#### 2.4.2. Alta Sıralama

Varlık havuzlama aşamasında menkul kıymetlerin dayanağı olan nakit varlıklardan ve suni zorunluluklardan meydana gelen teminat varlık havuzu, çoğunlukla hukuken kredi arz eden finans kurumunun bilançosundan ayrılarak bir araya getirilmektedir. Yapılandırılmış finansal ürünlerin teminat havuzuna dayanması, çeşitlendirme vasıtasıyla, risklerin düşmesine sebep olmaktadır (CGFS, 2005: 4). Oluşturulan havuzdaki menkul kıymetlerin sahip oldukları özel bilgiler, tüm havuza ait bir menkul kıymet oluşturuluyorsa bu özel bilgilerin sağladığı avantaj (farklı risk özelliklerine sahip olma) ortadan kalkmaktadır. Bunu önlemek amacıyla ve bu bilgilerin kullanılabilmesi adına yükümlülüklerin dilimlenmesi (tranching of liabilities) yapılmaktadır (Demarzo, 2005:7). Örneğin ana kuruluş olarak bir bankanın oluşturduğu çok sayıda kredi alacağından oluşan bir varlık havuzunda hangi kredinin daha riskli olduğu banka tarafından bilinmektedir. Eğer bütün havuz derecelendirilirse düşük riskli alacakların sağlayacağı avantaj yüksek riskli kredi alacaklarının yanında kaybolacaktır. Bunun için alta sıralama ile pozitif riskli krediler için ayrı bir dilim tanımlanmaktadır (DeMarzo, 2004: 7). Ödemelerin niteliğine göre havuzdaki dilimlendirilmiş alacaklar herhangi bir kayıp riskinde (temerrüt gibi) her dilim farklı riske sahip olmaktadır. Alta sıralamada en altta olan riski büyük dilim olarak dilimlenmektedir.

### 3. Menkul Kıymetleştirme (Securitization)

Menkul kıymetleştirme, nakit akımı teminine yönelik olan finansman tekniğidir. Bu kavram, herhangi bir firmanın likit fon sağlayabilmek adına varlıklarını kullandığını ifade etmektedir. İngilizce'de menkul kıymetleştirme yerine kullanılan Securitization terimi ise menkul kıymet ihraç ederek nakit akımı sağlandığını ifade etmektedir (Doğru, 2007: 44). Bu terim iki anlamda kullanılmaktadır. Geniş anlamda menkul kıymetleştirme, fon akım araçlarının kısa vadeli araçlardan uzun vadeli araçlara dönüştürülmesidir. Bu şekilde uluslar arası fon akımı dolaylı şekilde doğrudan şekilde dönüşmüş olmaktadır (Vatansever, 2000: 259-274).

Diğer bir kullanımı ise dar anlamda tanımlanmaktadır. Bu şekliye ise menkul kıymetleştirme terimi, varlığa dayalı menkul kıymet (VDMK) uygulamasını belirtmektedir. Bu uygulama, finansal bir kurumun bilançosunun aktifinde bulunan getiri elde edilecek varlıklardan sağlanacak nakit akımlarının teminat olarak gösterilmesi sayesinde menkul kıymet oluşturmayı ifade etmektedir. Bu menkul kıymetleri pazarlayarak fon artışını sağlamayı belirtmektedir. Süreç sonunda oluşturulan pazarlanabilir menkul kıymetler VDMK olarak adlandırılmaktadır. Bu uygulama, kısaca bilanço aktifinde yer alan varlıkların menkul kıymetlere dönüştürülmesi ile likit hale gelmesi işlemidir.

2007’de başlayan sub-prime mortgage krizi, menkul kıymetleştirmenin kötü bir şekilde adlandırılmasına sebep olmuştur. Menkul kıymetleştirme süreci varlıkların bir havuzda toplanarak, faiz getiren menkul kıymetlere dönüştürülmesidir. Varlıkların faiz ve anapara ödemeleri bu menkul kıymeti satın alanlara geçirilmektedir. Menkul kıymetleştirme ilk olarak ev ipotekleriyle 1970’lerde ABD hükümet destekli kurumlar tarafından bir araya getirilmiştir. 1980’lerden başlayarak, diğer gelir üreten varlıklar menkul kıymetleştirilmeye başlanmış ve son yıllarda pazarı önemli ölçüde artmıştır. ABD’de bazı pazarlarda riskli sub-prime mortgage destekli menkul kıymetlerin dayanak varlıklarının kalitesindeki beklenmedik bozulma yatırımcı güvenini zayıflatmıştır. Finansal kurumlar varlıkların kredi riskini kendi bilançolarından diğer mali kurumlara transfer etmektedirler. Bunu çeşitli nedenlerle yaparlar. Menkul kıymetleştirme yoluyla fon toplamak düşük maliyetli bir yöntemdir. Sub-prime krizi gelişene kadar, menkul kıymetleştirmenin etkisi pozitif ve büyük olmuştur (Jobst, 2008: 48). Menkul kıymetleştirme geleneksel olarak bankacılık sektörünün risklerini dış yatırımcılara aktarmak ve böylece finansal riski ekonominin geneline aktarmak anlamına gelmektedir. Menkul kıymetleştirme ile riskin transfer edilmesi bankaların yasal sermayelerinin azalmasına izin vermektedir. 2007–2009 finansal kriz döneminde bankalar bilançolarındaki menkul kıymet metodlarını planladılar. Amaç bilançodaki risklerden korunmak ve yasal sermayeyi indirmektir. Sonunda bu kararlar Büyük Buhran’dan bu yana en büyük bankacılık krizinin yaşanmasına katkıda bulunmuştur (Acharya vd., 2013: 515).

ABD menkul kıymetleştirme işlemlerine öncülük etmiştir. Avrupa’da ise ilk menkul kıymetleştirme işlemleri İngiltere’de uygulanmıştır. Dünyada menkul kıymetleştirme işlemleri yoğunluklu olarak ABD, İngiltere, İsviçre, Almanya, Japonya, İtalya, Fransa ve Brezilya’da yapılmaktadır. Almanya ve İtalya Avrupa’nın menkul kıymetleştirme işlemleri yoğun olan ülkeleri arasındadır. Asya ülkeleri içinde ilk işlem Japonya’da yapılmıştır. Latin Amerika’da gelişmiş piyasaya sahip olan Brezilya’da işlemler sıklıkla yapılan örnek ülkeler arasındadır (Atay ve Gülen, 2019: 107-123).

### 3.1. Menkul Kıymetleştirmede Yer Alan Taraflar

Menkul Kıymetleştirmede birbirinden farklı işlevleri yerine getiren farklı kişi ve kuruluşlar bulunmaktadır. Süreç boyunca birbirini takip eden işlemler uzmanlaşmış kuruluşlar tarafından üstlenilmektedir. Kişi ve kuruluşların üstlendikleri görev ve sorumluluklar ayrıntılarıyla aşağıda açıklanmaktadır.

#### 3.1.1. Kaynak Şirket

Menkul kıymetleştirmeye konu olan alacakların yer aldığı bilanço sahibi şirket kaynak şirket (originator) olarak tanımlanmaktadır. Menkul kıymetleştirilecek varlık/alacakları bilançosunda bulunduran bankalar, kredi kuruluşları, finans kurumları, sigorta firmaları kaynak şirket olarak kabul edilmektedir. Menkul kıymetleştirmede ihraç özel amaçlı kuruluş tarafından gerçekleştirilmektedir. İşlemden alacakların sahibi olan kaynak şirket bu alacaklarını iskonto karşılığında devreden taraftır. İhraç sonunda elde ettiği iskontolu fonu kullanmakta ve finansman temin etmiş olmaktadır (Turan, 2009: 57). Menkul kıymetleştirme işleminde alacakların sahibi olan kaynak şirket bu alacakları ticari faaliyetleri sonucunda edinmektedir. Alacaklar menkul kıymetleştirilmek üzere özel amaçlı kuruluşa devredilmektedir. Ticaret hukukunda bu işlem alacağın temlikli işlemi olarak adlandırılmaktadır. Kaynak şirketin ihraç etme yetkisinin olup olmadığı işlemde ayırıştırıcı rol oynamaktadır. İhraç yetkisi varsa ve bu yetkisini kullanmak istiyorsa, oluşturulan havuzdaki menkul kıymetleri ihraç eder. İhraç yetkisini kullanmama hakkı da bulunmaktadır. Bu durumda havuzdaki menkul kıymetleri ihraç yetkisi olan bir kuruma satmaktadır. Kaynak şirketin ihraç yetkisi bulunmuyorsa, oluşturulan havuzdaki menkul kıymetleri ihraç yetkisi bulunan bir kuruma devretmektedir.

#### 3.1.2. Özel Amaçlı Kuruluş

Kredilendirme kuruluşu tarafından oluşturulan alacakların havuzunu satın almak veya devralmak ve bunlarla ilgili menkul kıymetler ihraç etmek üzere özel amaçlı kuruluşlar kurulmuştur. Kredilendirme kurumunun varlıklarını bilançosunda menkul kıymet haline dönüştürmesi ve doğrudan satması mümkün olmamaktadır. Bu bağlamda, hem yatırımcıları korumak hem de kredilendirme kurumunun ve varlıklarının kredi risklerini birbirinden ayırmak için varlık destekli menkul kıymet ihraç etmede özel amaçlı kuruluşlara ihtiyaç duyulmaktadır (Heşen, 2005: 27). Özel amaçlı kuruluşun iflas riski taşımayan bir yapısı olmasının yanı sıra, faaliyetleri varlık destekli menkul kıymetleri ihraç etmek ve bu varlıkları kredi kuruluşundan satın almakla sınırlı bulunmaktadır (Deacon, 2000: 25).

#### 3.1.3. Aracı Kuruluş

Alacak teminatlı menkul kıymetler, aracı kuruluş aracılığı ile halka arz edilmektedir. Yatırım bankaları genellikle aracılık yükünü üstlenmektedirler. Bu çerçevede kaynak şirket, özel amaçlı kuruluş ve yatırım bankası aralarında bir

aracılık sözleşmesi imzalanmaktadır (Kendall ve Fishman, 2000: 5).

### 3.1.4. Yatırım Bankaları

Yatırım bankaları varlık destekli menkul kıymetlerin satışına aracılık etmektedir. Varlık destekli menkul kıymetlerin tedarikinde yükleniciler olarak çalışanlar veya varlık destekli menkul kıymetlerin satışında doğrudan aracılık yapmaktadırlar. Ayrıca, hangi varlığın menkul kıymetleştirileceği ve potansiyel yatırımcı çekeceği konusunda düzenleyici kuruluşa önerilerde bulunmaları da önem arz etmektedir (Telpner, 2003: 5). Bu bankalar öncelikli olarak menkul kıymetleştirilen varlıkları doğru alıcılara ulaştırmayı amaçlamaktadır.

### 3.1.5. Güvence Mekanizmaları

Menkul kıymet risklerinin azaltılması, düzün bir şekilde derecelendirilmesi ve menkul kıymet ihracında talebi artırmak için güvence mekanizmalarına ihtiyaç duyulmaktadır. Bu nedenle, ihraç eden kurumun sağladığı güvenlik mekanizmalarına iç güvenlik mekanizmaları denmektedir. Üçüncü taraflarca sağlanan güvence mekanizmalarına ise dış güvenlik mekanizmaları olarak adlandırılmaktadır.

### 3.1.6. Derecelendirme Kuruluşları

Menkul kıymetleştirme sürecinde derecelendirme kuruluşları, ihraç edilen enstrümana sermaye piyasasındaki ihraçların hepsinde olduğu gibi bir derecelendirme notu vermektedir. Menkul kıymetleştirme işleminin taraf sayısının fazla olması ve kapsamlı bir sürece sahip olması nedeniyle, derecelendirme notu, potansiyel alıcılar için bir yatırım kararı vermede önemli veya hatta vazgeçilmez bir unsurdur. Sürecin karmaşık olması bireysel yatırımcıları ve hatta kurumsal yatırımcıları bile, iddiaların güvenilirliğini, hukuki işlemlerin geçerliliğini (alacak devrinin gerçekleşmesi aşamasında) ve güvenlik mekanizmalarının yeterliliğini sorgulama durumuyla karşı karşıya bırakmaktadır. Tüm bu hususların ayrıntılı değerlendirilmesi zor bir aşama olduğu için (maliyet ve zaman açısından) derecelendirme kuruluşlarının varlığına ihtiyaç bulunmaktadır (Baron, 1996: 81). İhraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetlerin risk seviyelerine göre derecelendirme görevini derecelendirme kuruluşları üstlenmektedir. Derecelendirme kuruluşları, ihraç edilen menkul kıymetin kredi riskini, nakit akımlarını ve hukuki yükümlülüklerini analiz etmektedir (Vatansever, 2000: 264). Derecelendirme kuruluşları, tahvil benzeri geleneksel yatırım araçlarının derecelendirilmesinde, ihraç eden kuruluşun genel kredibilitesini ölçüp değerlendirirken, menkul kıymetleştirme işleminde menkul kıymetleştirilmeye konu olan alacaklar değerlendirilmektedir (Doğru, 2007: 50). Kredi derecelendirme kuruluşlarının derecelendirme işleminde risk seviyesi harfler ile (AAA'dan D'ye kadar) belirtilmektedir.

### 3.1.7. Yatırımcılar

İhraç edilen menkul kıymetler yatırımcılar tarafından satın alınmaktadır. Yatırımcının menkul kıymeti alabilmesi için özel amaçlı kuruma başvurması gerekmektedir. Kaynak şirketle doğrudan bağlantısının olmasına gerek duyulmamaktadır. Havuzun güvenli olması ve nakit akımlarının düzenli olmasıdır yatırımcı için önem taşımaktadır (Schwarzc vd., 2004: 505).

### 3.2. Menkul Kıymetleştirme Uygulamalarının Faydaları

Menkul kıymetleştirme uygulamalarının faydaları şu şekilde belirtilmektedir (CGFS, 2005: 30);

- (i) Menkul kıymetleştirme işlemlerinin artmasıyla beraber aracılık faaliyetleri de önem kazanmaktadır.
- (ii) Finansal kurumların likit olmayan varlıkları bu işlem neticesinde likit forma dönüşmektedir.
- (iii) Dayanak varlığın taşıdığı risk sürecin taraflarına dağıtılmış olmaktadır.
- (iv) Farklı risk ve getiri düzeylerine sahip enstrümanlar yaratılmış olmaktadır.
- (v) Bankaların sermaye yönetimi etkinliklerinde gelişmeler sağlanmakta ve ihraççı kuruluşların ücret geliri sağlamasına vesile olmaktadır.

Menkul kıymetleştirme uygulamaları kredi tahsis eden kuruluşlara, yatırımcılara, müşteriler ve borçlular ile yatırım bankalarına çeşitli faydalar sağlamaktadırlar. Aşağıda menkul kıymetleştirmenin sağladığı bu faydalar açıklanmaktadır (Erdönmez, 2006: 78).

Kredi tahsis eden kuruluşla sağladığı faydalar; aktiflerin satılması ve bu satışlardan getiri sağlanması, elde kalan fazla sermayenin kredilerin daha yüksek oranda sağlanmasında kullanılması olarak belirtilmektedir. Yatırımcılara sağladığı faydalar; çeşitlenmenin artması, likidite yaratılması, derecelendirilmiş olan menkul kıymetlerden yüksek kazançlar sağlanması ve potansiyel ticaret getirileri yaratılmasıdır. Müşterilere ve borçlulara sağladığı faydalar; fon maliyetlerinin düşük olması ve düzenli fon olanakları olarak ifade edilmektedir. Yatırım bankalarına sağladığı yararlar; yeni üretim kanalları sağlanması, yenilikler için potansiyel piyasa genişlemesi, ticaret hacmi ve kazançlarının artması, ücret ve kredi tahsis eden kuruluşların düzenli nakit akımlarıdır.

### 3.3. Menkul Kıymetleştirme Uygulamalarının Sakıncaları

Menkul kıymetleştirme uygulamaları esasında ihtiyacı olan işletmelerin fon tedarikinin sağlanması konusunda başvurulabilir önemli bir uygulama olmasına karşın bu uygulamanın risksiz ve oldukça elverişli olduğu söylenememektedir. Uygulamanın tarafları uygulamayı iyi yönetemedikleri takdirde risk ortaya çıkabilmektedir. ABD

kaynaklı 2008 küresel finans krizine riskli ipotekli kredilerin geri dönüşünde yaşanan problemler esas teşkil etmiştir ve bu kredilerin alacaklarına dayalı olarak oluşturulan menkul kıymetler krizin daha derin olmasına neden olmuştur. Bu yaşanan gerçek göz önünde bulundurularak menkul kıymetleştirme işlemlerinin yapılması gerekmektedir. Varlıklar risklerine göre derecelendirilmelidir. Kredi piyasalarında en sık yaşanan ters seçim ve ahlaki tehlike problemi menkul kıymetleştirme uygulamaları için de risk oluşturmaktadır.

#### 4. Türkiye’deki Menkul Kıymetleştirme Uygulamaları

Türkiye varlığa dayalı menkul kıymetleştirme uygulamaları ile 1992 yılında tanışmıştır. TCMB elektronik veri dağıtım sisteminde varlığa dayalı menkul kıymet arşivinde uygulamaların sayılı ve düşük tutarlarda yapıldığı görülmektedir. 1998–2011 yılları arasında herhangi bir uygulama kaydı bulunmamaktadır. Ancak 2012 ve sonrasında menkul kıymetleştirme uygulamaları tekrar yapılmaya başlanmıştır. Türkiye’de menkul kıymetleştirmenin tanımı 28.06.2012 tarihli 28337 sayılı Resmi Gazete’ de yayınlanan tebliğ ile ifade edilmiştir. Sermaye Piyasası Kurulu verilerine göre 2011–2017 yıllarında yaklaşık 100 adet menkul kıymetleştirme işlemine rastlanmaktadır. Türkiye’deki varlığa dayalı menkul kıymetlerin banka ve finansal kurumlar tarafından ihraç edildiği görülmektedir. Türkiye’de menkul kıymetleştirme ile ilgili yapılan düzenlemelerin temelinde daha çok konut finansmanı sistemini desteklemek yatmaktadır.

Kuruluşlar fon eksikliklerini sermaye piyasalarından karşılamak istemektedirler. Mevzuat çerçevesinde menkul kıymet yatırım şirketleri vesilesiyle fon tedariki sağlarlar. Bunu ise hisse senedi, tahvil, katılma belgesi, vb. menkul kıymetlerin arzıyla tedarik ederler ve sonrasında bu menkul kıymetler ikincil piyasada tekrar satılır. İkincil piyasaların varlığı yatırımcıların likidite sağlamasında önemli rol oynar (Konuralp, 2001: 19). Türkiye’de varlığa dayalı menkul kıymetlerin ikincil piyasasının gelişmemesi uygulamaların derinlik kazanmamasına ve tercih edilmemesine sebep olmaktadır.

TCMB’ nin 2011’de yayınlamış olduğu banka zorunlu karşılık oranlarında özel fon havuzları için oranı vadesine karşılık gelen mevduatla eşitlemiştir. TCMB’ nin bu uygulama ile özel fon havuzları için bankalara belirlemiş olduğu karşılık oranları riskli varlıklar üzerinden menkul kıymetleştirme uygulamaları riskini minimize etmek amaçlıdır. 2018 yılı üçüncü çeyrek itibarıyla Türkiye’nin yaşamaya başladığı ekonomik dalgalanmalar bankalar tarafında ve kamu tarafında fon tedariki açısından zorluklar yaşanmasına vesile olmuştur. Bu darboğazı rahat atlatabilmek için, Türk sermaye piyasaları için önem arz eden en büyük varlığa dayalı menkul kıymet ihracı gerçekleştirilmiştir. İhraç işlemi Türkiye Kalkınma ve Yatırım Bankası A.Ş.’nin kurmuş olduğu Varlık Finansmanı Fonu aracılığı ile sadece SPK tarafından nitelikli yatırımcı

olarak kabul edilen yatırımcılara yönelik olarak gerçekleştirilmiştir. Toplam nominal değeri 3,15 milyar TL, 5 yıl vadeye sahip ve düzenli 3 ay aralıklarla sabit kupon ödemeli menkul kıymetlerin ihracı öncesinde 4–6 Aralık 2018 tarihlerinde talep toplama işlemi yapılmış, ardından 7 Aralık 2018’de ise VDMK’ lar satılarak yatırımcı hesaplarına aktarılmıştır (NTV, 2018).

Ziraat Bankası, Halk Bankası, Vakıf Bank ve Garanti Bankası’nın teminatlı, risk düzeyi oldukça düşük varlıklarından oluşturulan havuza dayalı olarak ihraç edilen ipotek teminatlı menkul kıymet (İTMK) yatırımcılarına yapılacak ödemeler İTMK’ lardan elde edilen nakit akışlarıyla elde edilmektedir (NTV, 2018). İhraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetler derecelendirme kuruluşu olan JCR Eurasia Rating tarafından yüksek düzeyde yatırım yapılabilir olarak değerlendirilip, aynı zamanda Uzun Vadeli Ulusal Notu ‘AAA’ olarak belirlenmiştir (Türkiye Gazetesi, 2018).

#### 5. Sonuç ve Değerlendirme

Son dönemlerde yeni finansal araçlara ve tekniklere duyulan ihtiyaç artmıştır. Bu durum finansal inovasyonun gerekliliğini ve önemini ortaya çıkarmıştır. Mevcut finansal ürünlerin veya araçların yetersizliği ile yapılandırılmış finansal ürünler oluşturulmaya başlanmıştır. Oluşturulmasında temel güdü finansman ihtiyacını karşılamak ve/veya risk transferi gerçekleştirmektir. Yapılandırılmış finans, finansal kurumlar tarafından oldukça karmaşık finansal işlemleri kullanarak şirketlerin özel finansman ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla sunulan bir hizmettir. Yapılandırılmış finans, tahvil ve banka kredisi gibi klasik finansman yollarının şirketlerin özel ihtiyaçlarını karşılayamaması sebebiyle ortaya çıkmıştır.

Finansman kuruluşlarına ait likit olmayan varlıklardan (otomobil kredileri, kredi kartı alacakları, kira ödemeleri vb.) bir havuz oluşturulması sonucu menkul kıymete çevrilmesi sürecine menkul kıymetleştirme denilmekte ve oluşturulan bu menkul kıymetlere varlığa dayalı menkul kıymet adı verilmektedir. Menkul kıymetleştirme yapılandırılmış finans tekniklerinden biridir. Varlığa dayalı menkul kıymet ihracı ülke ekonomisi açısından önem teşkil etmektedir. Özellikle bankaların ve finansal kurumların likidite yaratabilmeleri, bilançolarındaki likit olmayan varlıklarını likit varlıklara çevirmeleri konusunda fırsat sunmaktadır. Yapılandırılmış finansal ürünler, inovatif ve esnek olarak türetilmiş klasik finansal yatırım araçlarının kombinasyonudur. Türkiye ve gelişmekte olan ülkelerde önemli sorunlardan biri olan fon kıtlığı, bu ülkeleri yeni fon yaratma yöntemlerini kullanmaya itmiştir. Borçlanmayla ve kısa süreli sermaye hareketleriyle istenilen büyüme rakamlarına ve verimliliğe ulaşamaması, bu ülkelerde yapılandırılmış varlık fonlama tekniği olan menkul kıymetleştirmenin kullanılmasını sağlamıştır. Likit olmayan alacakların sermaye piyasası araçları ile likit hale dönüştürülmesi gelişmekte olan ülkelerin ekonomik kalkınma seviyesine ve şirketin riskli varlıklarının

azalmasına etki etmektedir. Aynı zamanda küçük yatırımcıların da piyasada aktiflik kazanmalarına vesile olmaktadır.

ABD'de 1970'lerde menkul kıymetleştirme uygulamaları ipotekli konut kredileriyle başlamıştır ve daha sonraki yıllarda bu açı genişletilerek finansal kurumların alacak ve kredileri de kapsama dâhil edilerek menkul kıymetleştirme alanı genişlemiştir. ABD'de 2008 Subprime krizinde menkul kıymetleştirme piyasası önemli derecede zarar görmüş bulunsa da, takip eden dönemde finans kurumları ve firmalar bu uygulamayı hala yoğun bir şekilde kullanmaktadır. Türkiye'de Sermaye Piyasalarında dikkat çekmekte olan finansman araçlarından birisi olan varlığa dayalı menkul kıymetler (VDMK), menkul kıymetleştirmenin (securitization) alacaklara dayalı olan türü olarak Temmuz 1992'de düzenlenmiş olup, Türkiye varlığa dayalı menkul kıymetleştirme uygulamaları ile 1992 yılında tanışmıştır. Türkiye'de menkul kıymetleştirmenin tanımı 28.06.2012 tarihli 28337 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan tebliğ ile ifade edilmiştir.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası elektronik veri dağıtım sisteminde varlığa dayalı menkul kıymet arşivinde uygulamaların sayılı ve düşük tutarlarda yapıldığı görülmektedir. 1998–2011 yılları arasında herhangi bir uygulama kaydı bulunmamaktadır. Ancak 2012 ve sonrasında menkul kıymetleştirme uygulamaları tekrar yapılmaya başlanmıştır. Sermaye Piyasası Kurulu verilerine göre 2011–2017 yıllarında yaklaşık 100 adet menkul kıymetleştirme işlemine rastlanmaktadır. Türkiye'deki varlığa dayalı menkul kıymetlerin banka ve finansal kurumlar tarafından ihraç edildiği görülmektedir. Türkiye'de menkul kıymetleştirme ile ilgili yapılan düzenlemeler temelinde daha çok konut finansmanı sistemini desteklemek amacıyla yapılmıştır.

Mortgage krizinin yaşanması Türkiye'de henüz gelişmemiş olan sekürütizasyon piyasasının hedeflenen seviyelere gelmesine büyük engel teşkil etmiştir. Yaşanan kriz ABD merkezli olup, domino etkisiyle Avrupa'ya ve Türkiye'yi ciddi seviyelerde etkilemiştir. Sekürütizasyon işlemlerinin odağında ortaya çıkan kriz Türk yatırımcıları varlığa dayalı menkul kıymetlerden iyice uzaklaştırmıştır. 2016 yılı sonunda ABD'de menkul kıymetleştirilen kredilerin tutarı 1.9 trilyon dolar düzeyinde gerçekleşmiştir. Bu oran fon yaratabilmek için Türkiye'nin de sekürütizasyon piyasasına önem vermesi gerektiğini gösteren büyük ölçekli bir rakamdır.

Türkiye'de sistemin ikincil piyasa tabanının olmayışı, kamunun ödemelere garanti sağlamayı geliştirmeye engel olmuştur. Anapara ve faiz ödemeleri kamu garantisi sağlanacak şekilde oluşturulmalıdır. Türk Bankacılık sektörünün yüksek sermaye yeterlik ve zorunlu karşılık oranlarına sahip olması menkul kıymetleştirme uygulamalarının yatırımcı açısından doğuracağı riski düşürmektedir.

## Notlar

<sup>1</sup> Schumpeter'e göre yenilik, yeni bir üretim yönteminin uygulanması, tüketicinin bilmediği yeni bir malın ya da kalitenin üretilmesi, yeni bir piyasanın ortaya çıkması ve yeni bir organizasyonun gerçekleştirilmesi şeklinde çeşitli yönlerden ifade edilmektedir (Schumpeter, 1942: 24).

## Kaynakça

- Acharya, V. V., Schnabl, P., & Suarez, G. (2013). *Securitization without risk transfer*. *Journal of Financial Economics*, 107(3), 515-536.
- Baron, N. (1996). The role of rating agencies in the securitization process. *A primer on securitization*, 81, 81-82.
- Blümke, A. (2009). *How to invest in structured products: a guide for investors and asset managers* (Vol. 459). John Wiley & Sons.
- Carbó-Valverde, S., Marques-Ibanez, D., & Rodríguez-Fernández, F. (2012). *Securitization, risk-transferring and financial instability: The case of Spain*. *Journal of International Money and Finance*, 31(1), 80-101.
- Chambers, N., & Koçyiğit, Z. E. (2012). *Yapılandırılmış Finansal Ürünler – VI*. (Erişim: 12.05.2018), <https://www.bilgeyatirimci.com/i/yapilandirilmis-finansal-urunler-vi/>
- Committee on the Global Financial System. (2005). *The role of ratings in structured finance: Issues and implications*.
- Comptroller of the Currency Administrator of National Banks, (1997). *Asset Securitization Comptroller's Handbook Liquidity and Funds Management*. (Erişim: 02.05.2016), <http://www.occ.gov/publications/publications-by-type/comptrollers-handbook/assetsec.pdf>
- Cömert, H., & Epstein, G. (2013). Finansal yenilik yazınındaki son gelişmeler. *Science and Technology Policies Research Center, Tekpol Working Paper Series* Steps-Wp-16/04.
- Deacon, J. (2000). *Securitisation: principles, markets and terms*. Asia Law & Practice/Euromoney Company.
- DeMarzo, P. M. (2004). The pooling and tranching of securities: A model of informed intermediation. *The Review of Financial Studies*, 18(1), 1–35.
- Doğru, H. (2007). *Menkul kıymetleştirme & mortgage: genel ve hukuki esaslar*. Doğru Hukuk Yayınları.
- Engel, K. C., & McCoy, P. A. (2006). Turning a blind eye: Wall Street finance of predatory lending. *Fordham L. Rev.*, 75, 2039.
- Erdönmez, P. A. (2006). Aktif Menkul Kıymetleştirme. *Bankacılar Dergisi*, 56, 75-84.



- Erhan, A., & Gülen, M. İ. (2019). *Aktife Dayalı Menkul Kıymetler: Türkiye ve Dünya Uygulaması*. *Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 21(1), 107-123.
- Fabozzi, F. J., Davis, H. A., & Choudhry, M. (2006). *Introduction to structured finance*. John Wiley.
- Fender, I., & Mitchell, J. (2005). Structured finance: complexity, risk and the use of rating. *BIS Quarterly Review*, June.
- Hepşen, A. (2005). *Bir Finanslama Yöntemi olarak Menkul Kıymetleştirme ve Türkiye Uygulaması*. İstanbul: İTO Yayınları.
- Jobst, A. (2008). What Is Securitization?. *Finance & Development*.
- Kendall, L. T., & Fishman, M. J. (Eds.). (2000). *A primer on securitization*. MIT press.
- Konuralp, G. (2001). *Sermaye Piyasaları Analizler, Kuramlar ve Portföy Yönetimi*. İstanbul: Alfa Yayınları.
- Llewellyn, D. T. (1992). Competition, Diversification, and Structural Change in the British Financial System. In: *Banking Structures in Major Countries* (pp. 429-468). Springer, Dordrecht.
- Neftci, S. N. (2008). *Principles of financial engineering*. Academic Press.
- NTV (2018). *Türkiye'nin en büyük VDMK ihracı yapıldı*. 07.12.2018 tarihli yayın. (Erişim: 25.06.2019), <https://www.ntv.com.tr/ekonomi/turkiyenin-en-buyuk-vdmk-ihraci-yapildi,dS6qqNCEKkqr5eCksWPBsg>
- Pavel, C. (1989). *Securitization: the analysis and development of the loan-based/asset backed securities markets*. Probus Professional Pub.
- Schumpeter, J. A. (2010). *Capitalism, socialism and democracy*. Routledge.
- Schwarz, S.L., Markell, B.A., & Broome, L.L. (2004). *Securitization, structured finance and capital markets*. LexisNexis.
- Telpner, J. (2003). A securitization primer for first time issuers. In: *Global Securitisation and Structured Finance*, Greenberg Taurig.
- Tuncer, D., Ayhan, D. Y., & Varoğlu, D. B. (2011). *Genel İşletmecilik Bilgileri*. Ankara: Siyasal Kitabevi.
- Turan, G. (2009). *Menkul Kıymetleştirme ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler*. Doktora Tezi. Ankara: Ankara Üniversitesi.
- Türkiye Gazetesi (2018). Hazine ve Maliye Bakanlığı'ndan VDMK açıklaması. 07.12.2018 tarihli yayın. (Erişim: 25.06.2019), <https://www.turkiyegazetesi.com.tr/ekonomi/592315.aspx>
- Van Horne, J. C. (1985). Of financial innovations and excesses. *The Journal of Finance*, 40(3), 620-631.
- Vatansever, N. (2000). Varlığa dayalı menkul kıymet uygulaması. *Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, (1), 259-274.