

Menkul Kıymetleştirme ve Küresel Finans Krizindeki Rolü

Erdem ALPTEKİN

Giriş

2007 yılının ortalarında ABD’de mortgage krizi olarak başlayan, 2008 yılında tüm dünyaya domino etkisi ile yayılan ekonomik sarsıntının, küresel bir likidite ve kredi krizine dönüşmesindeki en büyük neden, finansal alanda yeterli denetimin olmaması olarak görünmektedir.

Uluslararası bankacılıkta riskler olmazsa olmazdır ve bankacılık, doğası gereği risk almayı gerektirir. Bu nedenle etkin bir gözetim ve denetim, piyasaların sağlıklı işleyebilmesi için gereklidir. Makro ekonomik riskler ve siyasi belirsizlikler minimize edilmediği sürece bir ülkede ortaya çıkan finansal sorunların tüm dünyayı saran sistematik bir kriz haline dönüşme imkanı bulunmaktadır.

ABD’de başlayan krizin temel nedeni, sorunlu kredilerin varlığı, bu kredileri düzenleyen yapının dağınıklığı ve finansal raporlama sistemindeki hatalar olmuştur.

Menkul kıymetler ile kredi türev ürünlerinin risklerinin yanlış ölçülmesi ve denetleyici yapının eksiklikleri, finansal kurumları derinden sarsmış ve bir ülkede ortaya çıkan sorun tüm ülkelerin sorunu olmuştur.

Menkul Kıymetleştirme Nedir?

Varlık Dayalı Menkul Kıymetler (VDMK) veya menkul kıymetleştirme (securitization), borçlanma aracı olarak banka kredilerinin yerini alan ciro edilebilir enstrümanların gelişmiş halidir. Menkul kıymetleştirme, likit olmayan aktiflerin ihraç edilebilecek ve sermaye piyasalarında alım satım yapılabilecek menkul kıymete dönüştürülmesidir. Bu kapsamdaki aktifler arasında ikametgah amaçlı ipotekler, otomobil kredileri, kredi kartı alacakları ve kira ödemeleri yer almaktadır. (ERDÖNMEZ, *Aktif Menkul Kıymetleştirilmesi*)

Bankaların tüketici kredileri, konut kredileri, ihracat kredileri; finansman şirketlerinin kendi mevzuatları uyarınca açmış oldukları krediler; finansal kiralamaya yetkili kuruluşların finansal kiralama sözleşmelerinden doğan alacaklar; gayrimenkul yatırım ortaklıklarının portföylerindeki gayrimenkullerin yatırım ortaklıklarının portföylerindeki gayrimenkullerin satış veya satış vaadi sözleşmelerinden kaynaklanan senetli alacakları karşılığında doğrudan ihraç edecekleri kıymetli evraktır. (*Sermaye Piyasası Araçları*)

Potansiyel kredi düşük faiz oranları ile elde edilen menkulleştirmede, kredi türevi genellikle son yatırımcılar tarafından kabul edilecek temel portföyün kredi kalitesini değiştirmek için kullanılmaktadır.

VDMK'ın diğer menkul kıymetlerden farkı, varlıklar bilançoda aktifte yer alan ekonomik değerlerdir. VDMK'lerde önce varlık vardır. Sonra bu varlığa göre borç bulup pasif oluşturulmakta ve VDMK ihraç edilmektedir.

VDMK'ın (Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler) İşleyişi

Menkul kıymetleştirme, başlıca üç değişik yapıda şekillenmektedir:

- Pass-through securitization (Ödeme aktarmalı sertifikalar)
- Pay-through asser securitization (Nakit akımlı menkul kıymetler)
- Asset backed securitization (Aktife dayalı menkul kıymetler) (ERDÖNMEZ)

Menkul kıymetleştirmenin en bilinen yöntemi, varlıkların satışı yöntemidir.

VDMK'nın ihracı iki şekilde yapılmaktadır. Kendi ticari işlemlerinden doğmuş alacaklar karşılığında doğrudan ve devraldıkları alacakları karşılığında dolaylı olarak.

Genel finans ortaklıkları, sigorta şirketleri ve bankalar, VDMK ihraç edebilmektedir. Bankalar gerek doğrudan ve gerekse dolaylı ihraç yapabilirken, finansal kiralama şirketleri yalnız kendi alacakları, genel finans ortakları da yalnızca devraldıkları alacaklar karşılığında VDMK çıkarabilmektedir. Karşılığında VDMK çıkarılabilecek alacaklar; tüketici kredileri, konut kredileri, finansal kiralama sözleşmelerinden doğan alacaklar ve ihracat işlemlerinden doğan alacaklardır.

İpotek finansmanı kuruluşları, konut finansman kuruluşlarının vermiş oldukları konut kredilerinden kaynaklanan alacakları satın alarak aktifinde tutabilir ve gerekli finansmanı sağlamak için tahvil ihraç edebilir veya üçüncü kuruluşlardan kredi kullanabilir. Aktifinde tutabilir ve ipotek teminatlı menkul kıymet ihraç edebilir. Konut finansman fonları kurmak suretiyle menkul kıymetleştirebilir. (DÖNMEZ, *Konut Finansman Sistemi Kanun Taslağı*)

Menkul Kıymetleştirme'nin Güçlü ve Zayıf Yanları

Menkul kıymetleştirme sayesinde;

- Yatırımcılar yüksek bir getiri kazanma imkânı yakalamaktadır.
- Finansman giderleri azalmaktadır. Bu durum nakit akışının daha düzenli bir şekle girmesine neden olduğu için borçlanma maliyetlerinin azalmasına neden olmaktadır.
- Daha düşük sermaye ihtiyacı duyulmakta olup firmaların sermaye yapılarını güçlendirmektedir.
- Firmaların kendi kendilerini finanse etmelerine imkan tanımaktadır.
- Kredi ve likidite gibi risklerin belli bir süre için dağıtılmasını ve azalmasını sağlamaktadır ve şirketler için önemli bir likidite kaynağıdır.
- Aktif – pasif dengesizlikleri giderilmektedir.
- Düşük maliyetli fon kaynağı sağlanmaktadır.

Ancak bunun yanı sıra menkul kıymetleştirme;

- ✚ Portföy kalitesini düşürmek,
- ✚ Yöntemi ve sistemi nedeniyle pahalı maliyetleri içermek,
- ✚ Sık ve büyük ölçekli yapılanma gerektirmek ve böylece küçük il orta ölçekli işlemler için etkili olamamak,
- ✚ Sağlıklı finansal raporlamayı önlemek,
- ✚ Kredi piyasasının denetim ve gözetim etkinliğini azaltmak,
- ✚ Merkez Bankası'nın para ve kredi kontrolünü zorlaştırmak,
- ✚ Ekonomideki kredi stoklarını aşırı yükseltmek,
- ✚ Ahlaki (moral) tehlike ve ters seçim sorununa neden olmak gibi dezavantajlara da sahiptir.

Menkul Kıymetleştirme'nin Dünyadaki Gelişimi

1970'li yılların ikinci yarısından itibaren ve özellikle 1980'li yıllar boyunca uluslararası finans sistemini etkileyen gelişmelere paralel olarak finans dünyası birçok yenilikle tanışmıştır. 1980'li yıllarda gelişmeye başlayan söz konusu finansal yenilikler arasında forward, future, swap, option ve varlığa dayalı menkul kıymet uygulaması gibi bilanço dışı finansman teknikleri yer almaktadır. (VATANSEVER, s.3)

Geleneksel bankacılığın yerini menkul kıymetleştirme olgusu almıştır. Modern anlamda menkul kıymetleştirme uygulamaları, 1970 yılında A.B.D.'de federal hükümetin konut ipoteklerini menkul kıymetleştirmeyi motive etmesiyle başlamıştır. 1977'de ise özel sektör kuruluşları da menkul kıymetleştirme uygulamasına geçmişlerdir. İlk olarak 1970 yılında A.B.D.'de başlayan menkul kıymetleştirme uygulamaları, 1980'li yılların ortalarına kadar ipotekli konut kredileri şeklinde ve hükümet desteğiyle gelişimini sürdürmüştür. 1985'de bilgisayar leasing alacaklarının menkul kıymetleştirilmesiyle ipoteye dayalı olmayan menkul kıymetlerin ihracı gerçekleşmiştir. (VATANSEVER, s.1)

1970 yılında ortaya çıkan menkul kıymetleştirme süreci, 2008 yılı ikinci çeyrek itibariyle 10,2 trilyon ABD Doları ve Avrupa'da ise yaklaşık 2,3 trilyon ABD Doları rakamları ile önemli bir finansman kaynağı durumuna erişmiştir.

2005 yılı itibariyle ABD'nde ihraç edilen VDMK tutarı 1,9 trilyon ABD Doları, hisse senedi ihraç tutarı ise 18,2 trilyon ABD Doları'dır. VDMK ihraçları Hisse Senetleri'nin yaklaşık % 11'i düzeyindedir.

Menkul Kıymetleştirme'nin Türkiye'deki Serüveni

Varlığa dayalı menkul kıymetler, 1990'ların ikinci yarısında ülkemizde kullanılmaktayken, günümüzde fazla tercih edilmemektedir. Türkiye'deki VDMK uygulaması, gelişmiş ülkelerle karşılaştırıldığında ülkemizde yapılan VDMK ihraçlarının daha çok bankacılık kesimi tarafından yapıldığı buna karşın büyük şirketler ve genel finans ortaklıklarının söz konusu ihraçlarda etkin olmadıkları dikkati çekmektedir. Türkiye'de VDMK uygulamasının gelişmiş ülkelerdeki gibi başarı kazanabilmesi için daha etkin bir hale getirilmesi gerekmektedir.

Varlığa dayalı menkul kıymet (VDMK) ihracı, Türkiye'de 31 Temmuz 1992 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri III., No.14 "Varlığa



Dayalı Menkul Kıymetlerin Kurul Kaydına Alınmasına ve Genel Finans Ortaklarının Kuruluş ve Faaliyet İlkelerine Dair Esaslar Tebliği” ile uygulamaya girmiştir.

Türkiye’de VDMK ihraç etmelerine izin verilen kuruluşlar; bankalar, finansal kiralama şirketleri ve genel finans ortaklıklarıdır. Tebliğde belirtilen VDMK çıkarılmasında işleme konu olabilecek alacak türleri; tüketici kredileri, konut kredileri, finansal kiralama sözleşmesinden doğan alacaklar, ihracat işlemlerinden doğan alacaklar ve diğer alacaklardır.

Ülkemizde menkul kıymetleştirme süreci, gelişmiş ülkelerde olduğu kadar uzun soluklu değildir. 1992-1997 yılları arasındaki dönemde VDMK ihracının toplam menkul kıymet ihracına oranı % 55 iken, toplam ikinci el piyasa işlem hacmine oranı % 0,4 olmuştur. Bir başka deyişle, bu ürünün ikincil piyasasında istenilen başarı yakalanamamıştır. Bu durumun nedenleri arasında VDMK’ların kısa vadeli ihraç edilmesi ve organize bir piyasada işlem görmemesi sayılabilmektedir. Yatırımcıların kısa vadeli menkul kıymetleri elde tutma arzusu ve ikinci el işlemlerin ihraç eden banka tarafından yapılması sonucunda ikinci el piyasa işlemleri sınırlı kalmıştır. (EROL, *Finans Zirvesi*)

Ülkemiz bankacılık sisteminin yatırım bankacılığındaki yetersizliğinden dolayı, riskli enstrümanlara bankalarımız yatırım yapmamışlardır. Dolayısıyla bankalarımızın küresel krizi yaratan temel varlıklarda pozisyonları bulunmamaktadır. Ülkemizde menkul kıymetleri çıkarıp piyasada satmak henüz söz konusu olmamıştır. Bu nedenden dolayı varlık fiyatlarındaki oynamalar, ülkemizi doğrudan etkilememektedir.

Ancak günümüzde devam eden küresel mali kriz her ne kadar ülkemiz bankacılık sistemini doğrudan etkilemese de ülkemiz ekonomisini tehdit etmektedir. Kredi olanaklarının daraldığı ve kredi maliyetlerin yükselmiş olduğu bu ortamda küresel kriz mikrobü, ülkemiz ekonomisine bir virüs gibi bulaşmış durumdadır.

Menkul Kıymetleştirme’nin Küresel Krizdeki Rolü

Varlığa dayalı menkul kıymetler, bugün yaşanmakta olan küresel krizin temel nedenlerinden birisi olmuştur. İpoteğe dayalı menkul kıymetler ve onlara dayalı türev kağıtları (özellikle mortgage-backed securities ve collateralized debt obligations) krizin öncelikli çıkış noktalarını oluşturmaktadır.

Aşırı değerlendirilen ve balon gibi şişen varlık fiyatları, krizin ABD ile sınırlı kalmayıp, tüm dünyaya yayılmasına ve mortgage krizinin bir kredi ve likidite krizi haline dönüşmesine yol açmıştır. Likidite krizine dönüşüm, piyasalarda ani panik alım satımlarına neden olmuş ve başta emtia piyasaları olmak üzere diğer piyasaları da olumsuz etkilemiştir.

Mortgage piyasasındaki sorunlu kredilerin varlığı, düzenleyici yapının dağınıklığı, finansal raporlama sistemindeki hatalar ve ilgili taraflar açısından işleyiş ve zayıflıklar krizin çıkış noktasını oluşturmuştur. Mortgage krizinin nedenleri; mortgage kredilerinin yapısının bozulması, faiz yapısının olumsuzlaşması ve konut ile kredi derecelendirme sürecindeki sorunlardır. (*ABD Mortgage Krizi Çalışma Tebliği*, 2008)

İlk olarak piyasalar subprime kredi ödemelerinin yapılanmamasıyla şoka girmiştir. Yüksek profili olan yatırımcılar zarar kaydetmiş ve riskten kaçınmaya başlamışlardır. Kredi riskleri yeniden fiyatlanmıştır, yatırımcılar nakit varlıklarını satmışlardır. Yatırımcılar varlığa dayalı finansman bonusu almakta isteksiz davranmışlardır. Kısa vadeli finansman talepleri olmuştur. Bankalar talepleri karşılamak için nakit tutmaya başlamışlardır. 3 aylık LIBOR oranları yükselmiştir. Borçlanma maliyetleri etkilenmiştir. Bankalar kısa vadeli borçlanmaya devam etmiş ve dönem faizlerini yükseltmiştir. Yeni kredi kullanıcıları için koşullar sıkılaştırılmıştır. (*ABD Mortgage Krizi Çalışma Tebliği*, 2008)

Avrupa Merkez Bankası, FED (Amerikan Merkez Bankası) ve BOE (Japonya Merkez Bankası) gecikmeli olarak acil likidite sağlamıştır. Spekülatif davranışlar ve ani kararlar, kredi kullanan yatırımcıları olumsuz etkilemiştir. Dalgalanmanın başında para politikası kararları (faiz indirimleri) ile tedbir almaya çalışan ABD piyasalarında tedirginliğin devam etmesi üzerine maliye politikası uygulamaları (kurtarma paketi yoluyla vergi politikaları) ve çeşitli düzenlemelerle, dalgalanmanın negatif etkilerini ortadan kaldırmaya çalışmıştır.

Sermaye hareketliliği ve likiditenin artmasıyla oluşan yeni finansal ortama, mevcut finansal düzenleme yapısı ve hızı yetişememiştir. Düzenleyici otoriteler, dalgalanma başlamadan önce ısrarla yürüttükleri politikaları değiştirmek zorunda kalmıştır.

ABD, mortgage kredilerini menkul kıymetleştirerek finansal sistemi tabana yaymış ve buradan elde edilen fonlarla birincil piyasada konut kredilerinin finansmanını ve sürekliliğini sağlamıştır. Ancak özellikle denetim eksikliği nedeniyle konut kredilerinin kullanım amacı konut edinme yerine konut spekülatoörlüğüne dönüşmüş ve finansal sistem aksamaya başlamıştır. Bu amaçla konut alanların genel ekonomik görünümüne bağlı sebeplerle temerrüde düşmesi, kredi ödemelerinin kesilmesine ve ardından bu kredilere dayalı menkul kıymetlere ilişkin ödemelerin durmasına sebep olmuştur.

Sonuç

Küresel kriz, bugün tüm dünyaya egemen olmuş durumdadır. Hemen hemen tüm ülkeler, krizin vereceği zararları en aza indirmek amacıyla para ve maliye politikaları yoluyla finansal sistemlerine likidite enjekte etmişlerdir. Ancak bugün küresel krizin dip noktasının tam olarak ne olduğu ve ne zaman son bulacağı konusu, tüm dünya ülkelerinin gündeminde olan ve çözümü tam anlamıyla soru işaretlerini barındıran bir konudur.

Varlığa dayalı menkul kıymetler ve dolayısıyla türev ürünlerin, krizin bu noktaya kadar büyümesinde önemli etkileri olmuştur. Önemli olan nokta ise bu türev ürünlerin özellikle ABD ekonomisi olmak üzere tüm ekonomilerde büyük bir denetim ve gözetim eksikliğine sahip olmalarıdır.

Menkul kıymetleştirme sürecinin küresel kriz üzerindeki rolü göz önüne alındığında, ülkemizde varlığa dayalı menkul kıymetlere dayalı ürünlerin geliştirilmesi ancak denetim ve gözetim mekanizmalarının etkin bir şekilde işlemesi gereklidir.

Tüm bu risklerin varlığı Basel II kriterlerini ve devamında da Basel II sermaye yeterliliği uzlaşısının ne kadar önemli olduğu gerçeğini ortaya çıkarmıştır. Bu nedenle

Basel II kriterleri tüm dünyada etkin bir şekilde uygulanmalı, denetim ile gözetim mekanizmaları daha sıkı bir şekilde işlemelidir.

Risk algılayışı geliştirilmeli ve risk kültürünün oluşturulması için gerekli adımlar atılmalıdır. Bankalar ve işletmeler, Basel II kriterleri kapılarına dayanmadan riskleri en aza indirmeye yarayan gerekli düzenlemeleri hızla hayata geçirmelidir.

Kaynaklar

- From Wikipedia, the free encyclopedia, **Securitization**, <http://en.wikipedia.org/wiki/Securitization>, (07.02.2009).
- Business Insights, **Securitization in European Loans and Credit**, <http://www.globalbusinessinsights.com/content/rbfs0028m.pdf>, (05.02.2009).
- Barry Eichengreen, **Securitization and Financial Regulation: Pondering the New Normal**, http://www.econ.berkeley.edu/~eichengr/securitization_7-28-08.pdf, (10.02.2009), July 2008.
- CNN Money.com, **Private capital: The bailout wildcard**, <http://money.cnn.com/2009/02/09/news/banks.fix.fortune/index.htm?postversion=2009020917>, (10.02.2009).
- WARD Warrick WOLFE Simon, **Asset-backed securitization, collateralized loan obligations and credit derivatives**.
- Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, **ABD Mortgage Krizi**, Çalışma Tebliği, Sayı:3/Ağustos 2008.
- VATANSEVER Nursen, **Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Uygulaması**, Muğla Üniversitesi SBE Dergisi, Güz 2000, Cilt:1, Sayı:1, http://www.mu.edu.tr/sbe/sbedergi/dosya/1_17.pdf, (09.02.2009).
- ERDÖNMEZ Pelin Ataman, **Aktif Menkul Kıymetleştirilmesi**, Türkiye Bankalar Birliği, Bankacılar Dergisi, Sayı 57, 2006, <http://www.tbb.org.tr/turkce/dergi/dergi57/menkul%20k%C4%B1ymetlestirme.pdf>, (07.02.2009).
- DÖNMEZ İbrahim, **Konut Finansman Sistemi Kanun Taslağı**, Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Derneği, Sermaye Piyasası Kurulu, 17.11.2005, http://www.gyoder.org.tr/sunum/kf2s/13_Ibrahim_Donmez.pdf, (05.02.2009).
- MAZIBAŞ Murat, **Basel II İkinci Yapısal Blok (Pillar 2) Denetimsel Gözden Geçirme (I-II)**, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, 08-09 Aralık 2004, Ankara, <http://www.bddk.org.tr/turkce/Basel-II/1321Pillar2.pdf>, (08.02.2009).
- Sermaye Piyasası Kurulu, **Sermaye Piyasası Araçları**, SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları, <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=76&fn=76.pdf>, (06.02.2009).
- EROL Turan, **Finans Zirvesi'nde Yaptığı "Değişim Sürecindeki Türk Finans Sektörü" Konulu Konuşma Metni**, Sermaye Piyasası Kurulu, İstanbul Lütfi Kırdar Kongre Sarayı, 5 Aralık 2006, <http://www.spk.gov.tr/duyurugoster.aspx?aid=2006125&subid=0&ct=f&ext=.pdf&filename=200>