

MENKUL KIYMETLEŞTİRME BANKA KREDİLERİNE KIYASLA FİRMALAR İÇİN ALTERNATİF FONLAMA KAYNAĞI OLABİLİR Mİ? TÜRKİYE’DE HİZMET SAĞLAYAN ŞİRKETLERE UYGULANABİLİRLİĞİ BAKIMINDAN İNCELENMESİ

Bülent GÜNCELER¹

Murat KESEBİR²

ÖZ

Menkul kıymetleştirme kavramı, belirli bir alacak hakkını temsil eden varlıkların gelecekteki nakit akışlarını menkul kıymet haline dönüştürme yoluyla bugüne getirilmesidir. Böylelikle şirket alacaklarını tahsil etme hususunda Sermaye Piyasası kuralları çerçevesinde oluşturulan özel amaçlı bir kurum tarafından likidite yönetimini kolaylaştırmış olur. Bu araştırmada, bu temel fikir ele alınarak; Türkiye’de faaliyet gösteren ve aylık belli süreler için taahhüt edilmiş aboneliklerle yoğun bir tahsilat trafiği olan çeşitli kamu ve özel kuruluşların bu sistemi uygulayabilmesi halinde sağlayabilecekleri gelecekteki nakit akımlarının bugüne getirilmesinin şirketlerin bilançolarındaki aktif büyüklüğüne ne derecede etki ettiği incelenmektedir. Türkiye’de sadece Bankacılık sisteminin alacakları açısından incelenen ve mevzuatı bu doğrultuda düzenlenmiş bu konunun, nakit akımlarına dayalı bir finansman yöntemi olarak, Türkiye’nin önemli büyük firmalarında da uygulanabilirliği açısından incelemesi yapılmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Menkul Kıymetleştirme, Alternatif Finansman Araçları, Gelecekteki Nakit Akımları, Alacakların Tahsilatı

Jel Kodları: M10, G10, G21

¹Dr. Öğretim Üyesi, İstanbul Okan Üniversitesi, İşletme Bölümü bulent.gunceler@okan.edu.tr

²Dr. Öğretim Üyesi, Yozgat Bozok Üniversitesi, Bankacılık ve Finans Bölümü murat.kesebir@bozok.edu.tr

CAN SECURITIZATION BE AN ALTERNATIVE FUNDING SOURCE FOR FIRMS COMPARED TO BANK CREDITS? EXAMINED IN TERMS OF APPLICABILITY TO COMPANIES THAT PROVIDE SERVICE IN TURKEY

ABSTRACT

The concept of securitization is to bring today assets that represent a certain creditworthiness by converting future cash flows into securities. This facilitates liquidity management by a special purpose entity established within the framework of the Capital Markets rules for collecting company receivables. In this research, by taking this basic idea; various public and private organizations with a dense collection of traffic subscriptions have been committed to operating in and month during a specified period in Turkey is examined as this system of company the introduction today of future cash flows can provide if it can apply to the assets on their balance sheets to what extent they affect. Turkey only examined in terms of receivables of the banking system and the legislation of the subject arranged in this direction, as a funding method based on cash flows, is done from the perspective of the applicability of Turkey's most important big firms.

Keywords: Securitization, Alternative Financing Instruments, Future Cash Flows, Collection of Claims

JEL Codes: M10, G10, G21

GİRİŞ

Son zamanlarda finansal sektörde, yeni bir finansman tekniği olarak kullanılan kavram olan Menkul Kıymetleştirme; kurumların gelecekteki nakit akımlarını bugüne getirerek bilanço yapısını düzenlemesi ve onu daha likit hale getirmesi açısından kullanılan önemli bir araç niteliğindedir.

Şirketin alacaklarının vade tarihine kadar beklemesi şirket açısından önemli bir nakit eksikliği ve dolayısıyla bu eksikliği kapatmak için kârlılığına yansıyan faiz kaybını oluşturmaktadır. Aslında Telefon, İnternet, Su, Elektrik TV Medya Hizmetleri gibi batıda (utilities) olarak tanımlanan hizmet şirketlerinin abonelerine çeşitli avantajlar sağlayarak belli bir taahhüt dönemi için sabitledikleri aylık tahsilatlar mevcuttur. Bu sürelerin ortalama 2 yıl civarında olduğu düşünülürse, bu şirketlerin 24 aylık bir süre için (az bir yüzde temerrüt oranı hariç tutularak) garantili aylık nakit girişleri vardır. Bu nakit girişlerinin hemen elde olmaması paranın zaman değeri açısından bir ekonomik kayıp olarak bilançolarına yansımaktadır. Çünkü söz konusu nakit girişleri ileri vadelerde olduğu için bunu karşılayabilmek amacıyla kurumlar kredi veya başka maliyetli finansal borçlanma araçlarına yönelmektedirler. Bunlara ödenen faiz ve benzeri nakit kaybı oluşması yerine, menkul kıymetleştirme kuralları çerçevesinde kurulacak özel amaçlı kurum tarafından, alacakların menkul kıymet haline getirilip ihraç edilmesi ile bu kaynaklar bugüne çekilerek firmaya nakit sağlanmaktadır. İhraç edilen bu menkul kıymetler de “varlığa dayalı menkul kıymet” olarak tanımlanmaktadır. Bu ürüne kredi faizleri yerine mevduata verilen faizlerden az bir miktar daha fazlası ödendiği için kaynak maliyeti avantajı yaratılmaktadır.

Varlığa dayalı menkul kıymetler, her iki açıdan da yani her iki tarafa da avantaj ve güvence oluşturan bir yapısı olması nedeniyle daha çok tercih edilen bir finansman tekniği olabilir. Çünkü bu ürünler, hem menkul kıymet sahipleri açısından güvence sağlamaktadır hem de piyasadaki diğer yatırım araçlarına kıyasla daha fazla bir nema vermektedir. Bunun yanı sıra şirket tarafında da çok olumlu göstergeler oluşmaktadır. Gelecekteki nakit alımının bugüne getirilmesiyle şirketin finansal yapısına göre alacakların nakit hale gelmesi, şirket bilançosunun aktif kalitesini iyileştirmektedir. Özellikle yatırımcıya menkul kıymet nedeniyle sağlanan güvence, şirkette meydana gelebilecek sıkıntılı bir süreçte bile, menkul kıymete dayanak teşkil eden tüm alacakların yasal olarak şirketin diğer borçlarından ayrı tutularak, bu alacaklardan sağlanan nakit akımları ile menkul kıymet sahiplerine ödemeleri yapılmaya devam edilir. Bu sistemin en güzel yanı budur. Sermaye Piyasası Kanununun ve bu konuda yayınlanmış olan yönetmeliklerin güvencesi altında yatırımcı güvenli bir şekilde parasını almaya devam edecektir.

Menkul kıymetleştirme, ilk olarak 1970'lerde ABD'de mortgage olarak tanıtılmıştır. İpotek teminatlı menkul kıymetleri onaylayan devlet kurumları tarafından da desteklenmiştir. 1985 yılında geliştirilen menkul kıymetleştirme teknikleri ile başlangıçta ipoteğe dayalı olmayan araba kredilerinde

menkul kıymet ihracı gerçekleşmiştir. Bu ilk işlemin başarısından sonra, menkul kıymetleştirme konuları, giderek çeşitlenen ve giderek genişleyen varlıklarla gelişimini sürdürmeye devam etmiştir. Örneğin, factoring alacakları ve kurumsal krediler ile ilgili ödemeler gibi banka varlıkları (Vink, 2007:3-4).

1970’li ve 1980’li yıllarda uluslararası piyasalardan görülen gelişmelerle birlikte, klasik bankacılığın dışına çıkılarak menkul kıymetleştirme kavramı ön plana çıkmıştır. Menkul kıymetleştirmede, farklı işlemleri yerine getiren farklı kuruluşların ortaya çıktığı görülmektedir (Vatansever, 2000:261). Bu konuda, ABD’de Menkul kıymetleştirme sisteminin mortgage anlamında, hızla gelişmesini sağlayan kamu kuruluşlarından en önemlileri Freddie Mac ve Fannie Mae’dir (Aktaş, 2016).

İngiltere’de ilk menkul kıymetleştirme ise, 1985 yılında Bank America Finance Limited’den 1200 ipoteği satın almak amacı ile kurulan “Mini” adlı özel amaçlı kurumun tahvil ihracı ile başlamıştır. Fransa’da ise, 1990 yılında Credit Lyonnais tarafından tüketici kredisine dayalı ilk tahvil ihracı gerçekleştirilmesi ile menkul kıymetleştirme anlamında gelişmeler olmuştur (Öcal, 1994:12).

1970’li yıllarda ortaya çıkan menkul kıymetleştirme sistemi, 2008 yılı ikinci çeyrek itibariyle 10,2 trilyon ABD doları ve Avrupa’da ise yaklaşık olarak 2,3 trilyon ABD doları tutarları ile önemli bir büyümeyi gerçekleştirdiği görülmüştür. 2005 yılı itibariyle ABD’de ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymet tutarı 1,9 trilyon ABD doları, hisse senedi ihraç tutarı ise 18,2 trilyon ABD doları olmaktadır. Yani, varlığa dayalı menkul kıymet ihraçları hisse senetlerinin aşağı yukarı %11’i düzeyindedir (Alptekin, 2009:13).

Şirketlerin alacaklarını önceden tahsil edebilmesine ve kendisine nakit akımı konusunda destek sağlayan bu sistem, gelecekteki nakit akımlarına dayalı olarak gerçekleştirilen menkul kıymetleştirmedir. Çalışmanın amacı, menkul kıymetleştirme ile alacaklarını önceden tahsil edecek kuruluşların nakit akışlarına ve böylece bilançolarına pozitif yönde katkı sağlamalarının incelenmesidir. Bu doğrultuda Telekom sektöründen 3 adet şirket seçilmiştir. Telekom sektörü olmasındaki temel amaç, kişiyi veya kurumları 12, 24 aylık taahhütler ile sözleşmeler yaparak işlemlerine devam etmeleridir. Bu şirketlerin bilançolarındaki fonlama maliyetleri incelenerek, taahhüde dayalı garantili olan alacakları böylesi bir uygulama yapıldığı takdirde, menkul kıymetleştirmenin şirket finansman maliyeti üzerinde oluşturacağı etki incelenecektir.

Burada yer alan bu kuruluşların banka kredilerine başvurmak yerine alacaklarını menkul kıymetleştirme sistemini uyguladıklarında elde edecekleri kazanç gösterilmek istenmiştir. Çalışmanın önemi, menkul kıymetleştirmenin şirketlerin bilançolarında yaptığı olumlu etkinin görülmesi ile birlikte, bundan sonraki süreçte, büyük firmaların işlemlerini gerçekleştirirken ve kredi kullanımı yaparken menkul kıymetleştirme sistemini de kullanmalarını sağlamaktır. Çalışmanın yöntemi ise, her 3 şirketin bilançoları temin edilerek bilanço analizi gerçekleştirilmiş ve rasyolar değerlendirilmiştir.

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, 3 adet şirketin bilanço analizi yapılmış olup, bu şirketlerin rasyolarına menkul kıymetleştirme işlemi uygulanarak çalışma sonlandırılmıştır.

1. MENKUL KIYMETLEŞTİRME KAVRAMI VE TÜRKİYE'DEKİ SÜRECİ

Menkul Kıymetleştirme, “likit olmayan aktiflerin ihraç edilebilecek ve sermaye piyasalarında alım satımı yapılabilecek menkul kıymete dönüştürülmesidir”. (Erdönmez, 2006:75). Bir başka tanıma göre ise; “nakit akımına dayalı finansman sağlamaya yönelik bir finansman tekniği” olarak tanımlanmaktadır. İngilizcede menkul kıymetleştirme “securitization”, “asset securitization” ve “structured finance” olarak kullanılmaktadır. Bütün bu terimler, şirketlerin finansman sağlamak için kendi varlıklarından oluşan nakit akımını kullandıkları; “securitization” ise finansmanın menkul kıymet ihracıyla sağlandığını ifade etmektedir (Doğru, 2007:3).

Menkul kıymetleştirme kavramı yapısal olarak, birçok sayıdaki tüketici kredileri veya çeşitli kaynaklardan meydana gelen alacakların, bir araya gelerek bir havuzu oluşturmakta ve bu havuzdaki alacaklar menkul kıymete dönüştürülerek yatırımcılara satılmaktadır (Pavel, 1989:3). Varlığa dayalı menkul kıymet “ABS-asset based securities” olarak ifade edilen bu menkul kıymetler uluslararası alanda bulunan sermaye piyasalarındaki yatırımcılara, ihracı yapan kurum adına satılarak kurumun finansal ihtiyaçlarına yönelik gerçekleştirilmektedir (Leasing Dünyası, 2002:1).

Türkiye’deki varlığa dayalı menkul kıymet uygulamaları gelişmiş ülkelerle karşılaştırıldığı zaman, ihraçların daha çok bankacılık sektörü tarafından yapıldığı buna karşılık büyük şirketlerin sözü konusu ihraçlarda etkin olmadıkları görülmektedir. Hâlbuki bu sistem diğer gelişmiş ülkelerde kullanıldığı gibi ülkemizde de yaygın hale gelmesi ve şirketler tarafından tercih edilir bir finansman aracı olarak kullanılmasının firmalara rahatlatıcı ve kârlılıklarını arttırıcı bir etkisi olacağını düşünüyoruz.

Varlığa dayalı menkul kıymet ihracı, Türkiye’de 31 Temmuz 1992 tarihli resmi gazetede yayımlanan seri III no.14’de yer alan “Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Kurul Kaydına Alınmasına ve Genel Finans Ortaklıklarının Kuruluş ve Faaliyet İlkelerine Dair Esaslar” tebliği ile uygulamaya girmiştir.

Türkiye’de varlığa dayalı menkul kıymeti ihraç etmelerine izin verilen kuruluşlar; bankalar, finansal kiralama şirketleri ve genel finans ortaklıkları olmaktadır. İhracı gerçekleştirecek alacak türleri ise; konut kredileri, tüketici kredileri, finansal kiralama sözleşmesinden kaynaklanan alacaklar, ihracat işlemlerinden kaynaklanan alacaklar ve diğer alacaklar olmaktadır (Alptekin, 2009:14).

Varlığa dayalı menkul kıymet ihracı ülkemizde diğer ülkelerin aksine tam anlamıyla gelişme gösterememiştir. Bu konu hakkında örnek vermek gerekirse; 1992 ile 1997 yılları arasında varlığa dayalı

menkul kıymet ihracının toplam menkul kıymet ihracına oranı %55 olmaktadır, toplam ikinci el piyasa işlem hacmine oranı %0,4 olmuştur (Erol, 2006:3). Gerekli yasal düzenlemelerin gerçekleştirilmemesi ve ikincil piyasaların yeterince gelişmemesi sonucunda Türkiye’de 1998 yılından sonra varlığa dayalı menkul kıymet ihracı yapılmamıştır. 1998’den günümüze kadar menkul kıymetleştirme süreci şirketlerin alacaklarını yurtdışı piyasalarda menkul kıymetleştirmesi ile yapılmıştır (Hakyemez, 2012:110).

Bu eksiklik 9.1.2014 tarihli 28877 Sayılı Resmi Gazetede yayınlanan (III-58.1) nolu Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği ile yapılan yeni düzenlemelerle belli bir ölçüde ortadan kaldırılmış ve menkul kıymetleştirme Türk Sermaye Piyasalarında gelecekte parlaması mümkün bir finansal araç olarak yer almıştır.

2. LİTERATÜR TARAMASI

Yerli ve yabancı olmak üzere konu hakkında birçok araştırma gerçekleştirilmiştir. Bunlardan Vatansever’in çalışmasında (2000), varlığa dayalı menkul kıymetin kapsamı, yapısı ve işleyişi ile ilgili bilgilerle detaylandırılmış olup, maliyeti hakkında açıklamalara yer verilmiştir. Erdönmez’in çalışmasında ise (2006), aktiflerin menkul kıymetleştirilmesi hakkında açıklamalara yer verilmiş olup, Amerika, Avrupa gibi ülkelerden örnekler verilmiştir. Ayrıca Türkiye’de menkul kıymetleştirmeye değinilmiş olup, değerlendirmelere yer verilmiştir.

Giddy’nin (2000), Asya’da menkul kıymetleştirme adlı çalışmasında, menkul kıymetleştirme hakkında bilgiler verilmiş olup, Ras Laffan (Katar’ın doğalgaz ve sıvı gaz üretim merkezi) ile ilgili vaka çalışması gerçekleştirilmiştir. Bu çalışmada, Ras Laffan ile Kore gaz şirketi (Kogas) uzun vadeli bir satın alma anlaşması imzalamışlardır. Bu antlaşma neticesinde gerçekleştirilen menkul kıymetleştirme işlemi tablo ile detaylandırılmış olup, Asya’daki yatırımcıların da menkul kıymetleştirme işlemini gerçekleştirerek, Amerika’daki gibi sermayeye daha verimli ve ucuza erişimleri mümkün olacağını ifade etmiştir. Ayrıca, özel sektörün büyümesi ve finansmana erişebilmesi için hükümetler açısından da önemli bir seçenek olduğunu belirtmiştir.

Schwarz’ın çalışmasında ise (1994), şirketlerin menkul kıymetleştirmeyi doğrudan veya dolaylı olarak nasıl kullanabilecekleri gösterilmektedir. Şirketler daha düşük maliyetli sermaye piyasası fonlarına erişim sağlayarak, kurumun finansman maliyetinde azalma meydana gelecektir. Çalışmada bu konu üzerinden incelemeler gerçekleştirilmiş olup, menkul kıymetleştirmenin büyümeye devam edecek önemli bir finansman tekniği olduğunu açıklamışlardır.

Bir diğer çalışmada Öcal (1994), menkul kıymetleştirme mevzuatı ve muhasebesi üzerine yasal çerçeveleri bildirirken, Türkiye’de menkul kıymet uygulamasının aksayan yönlerin tespiti ve çözüm önerileri geliştirmiştir. Araştırmasında hacim, ihraççı kuruluşlar ve alacak türleri açısından incelemelerde bulunmuştur.

Alptekin'in (2009) çalışmasında ise menkul kıymetleştirmeye bir başka açıdan bakılmıştır. Küresel finansal krizdeki rolü ile ilgili araştırma gerçekleştirmiş olup, Amerika'da türev ürünlerin gözetim ve denetim eksikliği nedeniyle gerçekleştiğini ifade etmiştir. Ayrıca, ülkemizdeki menkul kıymetleştirmenin gelişmesinde, sıkı bir gözetim ve denetim mekanizmasının olması gerektiğini düşünmektedir. Bu konu hakkında da risk algısının gelişmesi ve iyi bir risk kültürünün oluşturulmasını ifade etmiştir.

3.MENKUL KIYMETLEŞTİRMEDE YER ALAN TARAFLAR VE MENKUL KIYMETLEŞTİRMENİN AVANTAJ, DEZAVANTAJ VE RİSKLERİ

Menkul kıymetleştirme sürecinde yer alan taraflar; kaynak şirket, hizmet veren firma, özel amaçlı kurum, yatırım bankaları, garanti veren kuruluşlar, derecelendirme kuruluşları, yedd-i emin ve yatırımcılardır.

3.1. Kaynak Şirket

Kaynak şirket menkul kıymetleştirmeye söz konusu olan varlığı bilançosunda sahip olan kurum olmaktadır. Bu kurum, alacak havuzunu oluşturarak varlığa dayalı menkul kıymeti ihraç edebilmesi için bu alacak havuzunu özel amaçlı bir başka kuruma satmaktadır. Satışın gerçekleşmesi ile birlikte kaynak şirketin üstlenmiş olduğu kredi riski ile kredi veren kuruluşun kredi riski birbirinden ayrılmış ve risk dağıtılmış olur (Demirci, 2009:15). Bir diğer ifade ile kaynak şirket, alacak hesaplarını gelir üreten varlıkların ödeme haklarını yani kredileri özel amaçlı bir kuruma transfer etmektedir (Schwarcz, 2002:354-355).

3.2. Hizmet Veren Firma

Hizmet veren firma, kaynak kuruluş olabileceği gibi tamamen bağımsız bir kuruluş da olabilmektedir. Sattıkları veya teminat anlamında kullanmış oldukları kredilerin takibini yaparak, varlıkların yönetimi ve muhafazası ile ilgili olarak elde edilecek nakit akımlarından sorumlu olmaktadır. Bu kuruluşlar, faiz geliri yerine hizmet geliri sağlamış olurlar (Vatansever, 2000:263). Yani, varlığa dayalı menkul kıymetlerden oluşan havuzun izlenmesi, yönetilmesi, anapara ve faizlerinin toplanarak, özel amaçlı kuruma iletilmesinden sorumludurlar (Hakyemez, 2012:5).

3.3. Özel Amaçlı Kurum

Özel amaçlı kurumlar, kaynak şirketten almış oldukları varlıklarla yatırımcılara bu varlıklar karşılığında, varlığa dayalı menkul kıymeti ihraç ederek, menkul kıymetleştirme işlemini gerçekleştirmek amacıyla kurulmuş olan kurumdur. Mevzuatta bu yapıdaki ortaklıklara genel finans ortaklıkları denilmektedir (Uçak, 2000:4). Kaynak firma ile özel amaçlı kurum arasında ilişkiye bakıldığı zaman, ihraç edilen menkul kıymetlerin bedeli belirli bir iskonto karşılığında kaynak firmaya aktarılır veya devralınan alacakların bedeli karşılığında kaynak firmaya ihraç edilen menkul kıymetler verilmektedir. İhraç edilen menkul kıymetlerin sahiplerine yapılacak ödemeleri ise özel amaçlı kurum,

devralınan alacaklardan oluşan nakit akımlarından gerçekleştirir. Kaynak firmaya ise, menkul kıymet ihracından elde ettiği gelir ile devir bedeli ödemesini yapar (Aktaş, 2016).

3.4. Yatırım Bankaları

Varlığa dayalı menkul kıymetin ihracı yatırım bankaları aracılığıyla yapılırken, menkul değerleri halka arzı konusunda aracılık edilmesi yoluyla ya da doğrudan yatırım yapılması şeklinde gerçekleşmektedir. Yatırım bankası aracılık işlemi ile birlikte, menkul kıymetleri ihraç edenden ilerde satmak üzere satın almaktadır (Williamson, 1988:130).

3.5. Garanti Veren Kuruluşlar

Kredi riskinin azaltılması için menkul kıymet ihracında güvence mekanizmasının olması gerekmektedir. Böyle olduğu zaman, derecelendirme kolaylaşmakta ve menkul kıymetin değeri artmaktadır. Garanti veren kuruluşlar ihraççı tarafından sağlanabileceği gibi, üçüncü kişiler tarafından da gerçekleştirilebilir (Pavel, 1989:29).

3.6. Derecelendirme Kuruluşları

Varlıkların niteliğine, nakit akımlarının uyumuna, faiz oranına ve likidite durumuna bakarak menkul kıymete bir derece verilmektedir. Yatırımcı, menkul kıymete yatırım yaparken rating firması tarafından verilmiş olan dereceyi dikkate alarak işlemlerini gerçekleştireceklerdir. Menkulleştirmede incelenen husus varlık havuzu ve sağlanan güvence mekanizmaları olmaktadır. Rating şirketi incelediği bu hususları varlığa dayalı menkul kıymetlerin vadesi boyunca takip eder ve ihtiyaç hâsıl olduğu zaman da, vermiş olduğu dereceyi değiştirmektedir (JCR Eurasia Rating).

3.7. Yeddi-Emin (Güvenilir Kişi) ve Yatırımcılar

Yeddi-emin, varlığa dayalı menkul kıymet ihracında, bu hizmeti sunanlar ile yatırımcılar ve kredi garantisi veren ile yatırımcılar arasında bir aracılık görevini üstlenmişlerdir (Tantan, 1996:32). Varlığa dayalı menkul kıymeti ihraç eden kurum ile fon varlıklarını muhafaza eden güvenilir kişiler tarafından oluşturulan birim, genellikle kredilerden meydana gelen havuzu yönetmektedirler.

Bu birim, kredilerin ödemeleri ve teminatların getirilerinin tahsil edilmesi ile ilgili görev üstlenmektedirler (Hakyemez, 2012:12). Yatırımcılar ise, varlığa dayalı menkul kıymeti satın alan bireysel ve kurumsal yatırımcılardır. Buna örnek olarak: bankalar, sigorta şirketleri ve bunun gibi menkul kıymeti satın alan diğer kuruluşlardır.

3.8. Menkul Kıymetleştirmenin Avantaj, Dezavantaj ve Riskleri

Menkul kıymetleştirmede yer alan tarafların dışında incelenmesi gereken bir başka konu ise, menkul kıymetleştirmenin hem olumlu hem de olumsuz yanları bulunmasıdır. Bunlara detaylı olarak bakıldığı zaman ilk önce avantajlı yanları şu şekilde ifade edilir (Alptekin, 2009:12): yatırımcıya piyasada bulunan finansal yatırım araçlarına kıyasla daha yüksek bir getiri kazanma imkânı oluşturulması; buna karşılık ihraççıya ise finansman giderlerinin azaltılması, düzenli bir nakit akımının sağlanması ve bunun da borçlanma maliyetlerine olumlu katkısı; daha az sermaye ihtiyacını ortaya

çıkardığı için firmaların sermaye yapısını güçlü kılması, kredi ve likidite riskinin dağıtılması, şirketler için önemli bir likidite kaynağı olması, aktif-pasif dengesizliğinden korunmuş olan bir bilançonun oluşturulması ve en önemlisi maliyeti düşük fon kaynağı sağlanmasıdır.

Yukarıda ifade edildiği gibi birçok açıdan menkul kıymetleştirmenin avantajlı tarafları bulunmasına karşın dezavantajlı tarafları da, onun zayıf yanları olarak yer almaktadır. Bunlar ise (Günceler, 2016:29): 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.

Birde 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.MENKUL KIYMETLEŞTİRMENİN TÜRKİYE'DE ŞİRKETLERE UYGULANABİLİRLİĞİ AÇISINDAN İNCELENMESİ

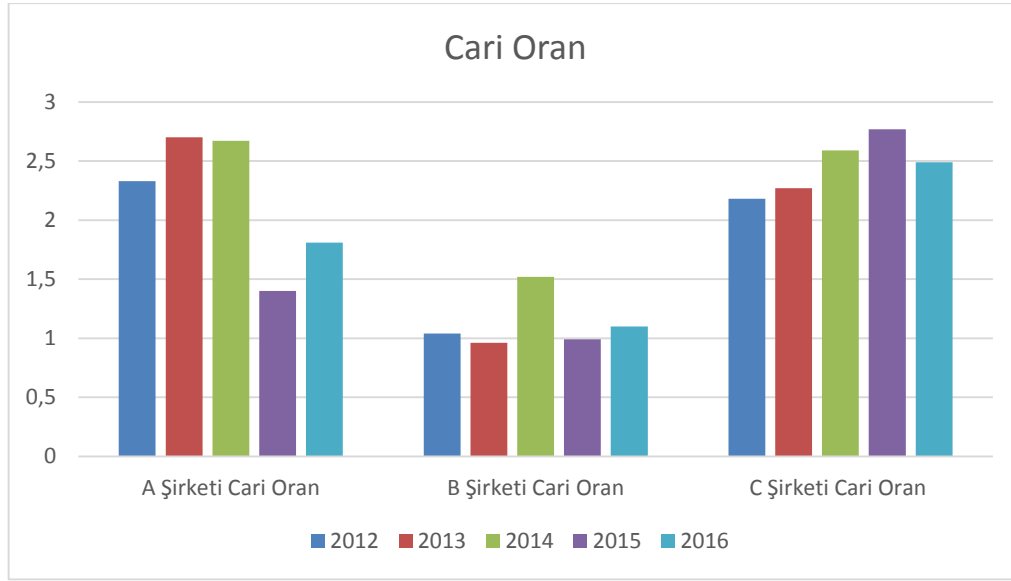
Menkul kıymetleştirme, dünyada birçok ülkede uygulandığı gibi Türkiye'de de tercih edilir bir finansman yöntemi olması öngörülmektedir. Ancak bunun için henüz yeterli bir finansal yapı yoktur. Kısaca değinilmesi gerekirse, ilk menkul kıymetleştirme işlemi 1992 yılında İnterbank tarafından kredi kartı 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).

Çalışmamızda, Türkiye'de yer alan 3 adet firma finansalları üzerinden analiz olup (sadece kamuya ilan edilmiş olan finansal tabloları üzerinden) yapılan varsayımlar yoluyla bir değerlendirme yapılmaktadır. Bu nedenle firmaların özelinde tuttıkları hiç bir veri, belge veya herhangi bir belge kullanılmamıştır. Yaklaşımımız, eğer bu 3 firma bilançolarında yer alan ticari alacaklarının belli bir miktarını (biz finansman borçlarının % 70'ini bu yolla sağladıklarını öngörmüş bulunuyoruz) diğer deyişle banka borcu almak yerine bu meblağ kadar menkul kıymetleştirme işlemi yoluyla gelecekteki alacaklarını nakde çevirselerd, aktif-pasif yönetimi açısından kendilerine sağlayacağı pozitif durumun

ne olabileceği ele alınacaktır. Bu şirketler Türkiye’de faaliyet gösteren ve bir kısmı Telekom sektörünün öncüleri olmakta olup; diğerleri ise önemli devlet kurumları olmaktadır. Verilerin gösterilmesi esnasında şirketler A, B ve C olarak isimlendirilecektir.

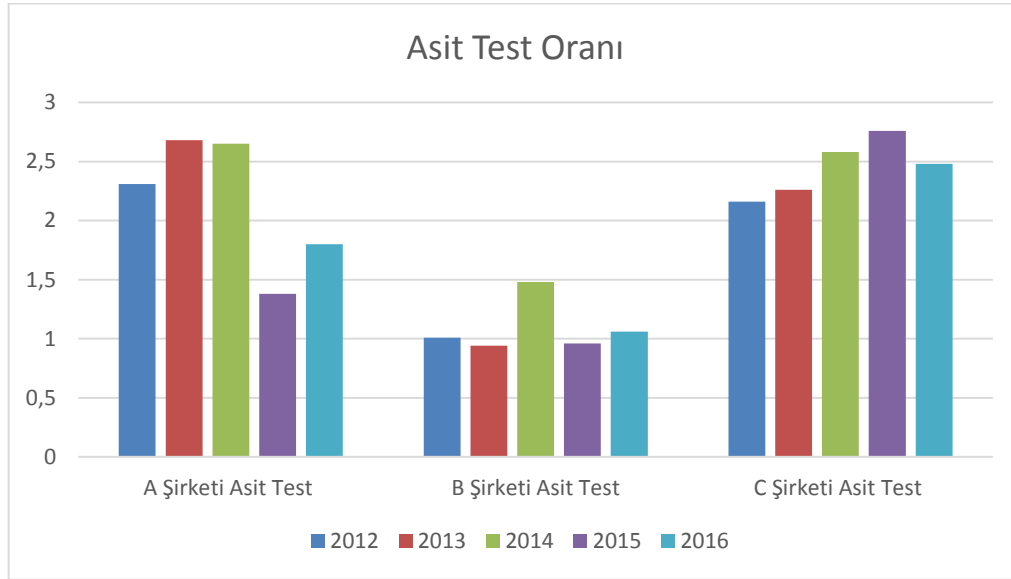
Bu şirketlerin öncelikle bilanço yapısına bakıldığı zaman incelenmesi gereken birkaç önemli nokta bulunmaktadır. Şirketler likidite anlamında incelendiği zaman; cari oran, asit test oranı ve net işletme sermayesi 2012-2016 yılları arası değerlendirilmiş olup aşağıdaki sonuçlar bulunmuştur.

Şekil-1. Şirketlerin Cari Oranları



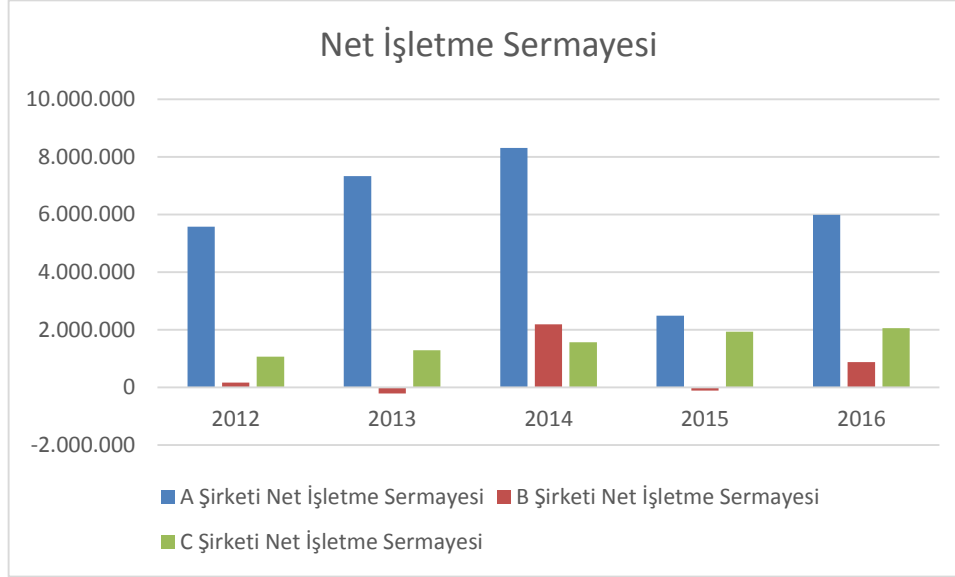
Cari oran, şirketin kısa vadeli borcunun, ne kadar dönen varlık ile karşılandığını gösteren önemli bir orandır. Yukarıdaki tabloya bakıldığında dikkat çeken nokta; A şirketi 2014 yılı sonrası cari oranda düşüş yaşarken, B şirketinde cari oran 5 yıl boyunca genel kabul gören 2 seviyesinin altındadır. C şirketinde ise diğerlerine göre daha likit durumda olduğu görülmektedir. Özellikle 2015 yılında 2,5 seviyesinin de üstüne çıkması bunun göstergesi olmuştur. Her ne kadar bu verilerle şirketin likit olması açıklanmış olsa da aslında, bu likit görüntünün daha detaylı incelenebilmesi için, asit test oranına bakılması gerekmektedir. Bu oranda stoklar dönen varlıklardan düşüldüğünden, şirketin likidite durumu daha hassas bir şekilde ölçülmektedir.

Asit test oranı, şirketin cari oranının stokları çıkarılmış verisi olarak açıklanabilir. Şirketin likit olmasını gösterir. Yani kısa vadeli borçlarının dönen varlıklar ile karşılanması anlamında karşımıza çıkmaktadır. Stokların likit olması hemen gerçekleşmediği için, onun çıkarılması ile şirkete ait daha gerçekçi ve ayrıntılı bilgiye ulaşılmış olur. Yani kısa vadeli borçların ödenmesinde dönen varlıkların yeterli olup olmadığı sorusuna cevap da karşımıza çıkmaktadır. Oranın 1’in üstünde olması uygundur. Aşağıda incelenen şirketlere özgü asit test oranı yer almaktadır.

Şekil-2. Şirketlerin Asit Test Oranları

Yukarıdaki oranlara bakıldığı zaman, A ve C şirketinin verileri genel kabul görmüş sınır olan 1'in üzerindedir. Fakat B şirketinde sadece 2014 yılında 1,5 değerine yaklaştığı, diğer yıllarda ise 1 değerine çok yakın seyrettiği ve kimi zaman altında yer aldığı için kısa vadeli yükümlülükleri karşılamakta sorun yaşayacağı saptanmıştır.

Gerek cari oran ve gerekse asit test oranı şirketin genel durumu hakkında bir bilgi vermiş olsa da net işletme sermayesi de incelenmesi gereken bir başka gösterge olmaktadır. Net işletme sermayesi ise, şirketin dönen varlıklarının kısa vadeli borçla finanse edilmeyen kısmını göstermesi açısından önemlidir. Diğer bir deyişle net işletme sermayesi kısa vadeli borçlar ödendikten sonra şirketin elinde kalan nakit olarak düşünülmelidir. Bu sebeple bu oranın da incelenmesi de finansal durum senaryosunun anlaşılması açısından önemlidir. Şirketlerin her biri için net işletme sermayesinin yıllara göre durumu aşağıda yer almaktadır.

Şekil-3. Şirketlerin Net İşletme Sermayesi

Her üç şirketin yan yana yıllara göre sıralanmış verilerine bakıldığı zaman, A ve C şirketlerinde pozitif iken, B şirketinde 2014 ve 2016 yılları dışında, diğer yıllarda negatif değer aldığı görülmektedir. Negatif değer alan net işletme sermayesi, şirketin kısa vadeli borçlarının dönen varlıklarından daha yüksek olduğunu yani şirketin duran varlıklarının kısa vadeli borçlar ile finanse edildiği saptanmıştır. Bu aynı zamanda B şirketi için likidite problemini de ortaya çıkarmaktadır. Bunun yanı sıra dikkat çeken bir başka durum ise, A şirketinin net işletme sermayesinin diğer şirketlere göre çok daha yüksek olduğu görülmektedir. Bu durum A şirketinin diğer şirketlere göre daha dengeli bir kısa vadeli borç politikası ile hareket ettiği düşünülebilir. Bu açıdan, sadece 2015 yılında bir düşüş yaşamış ve ardından tekrar 2016 yılında toparlanmıştır.

Yukarıda incelenmiş olan şirketlerin genel durumlarından sonra, menkul kıymetleştirme konusu incelendiğinde şu şekilde bir işlem gerçekleştirilir ise şirketler açısından daha yararlı olacaktır: örnek olarak şirketlerin ortalama ticari alacaklarını %70 oranında menkul kıymetleştirdiğimiz zaman ortaya çıkan sonuçlar aşağıdaki tablolarda yer almaktadır.

Tablo-1. Menkul Kıymetleştirme ile Şirketlerin Kâr Artışı

Şirket Adı	İlan Edilen Kâr (2016) Bin TL	Menkul Kıymetleştirme Sonrası Kâr Bin TL	Kâr Artışı %
A	1.563.451	1.643.933	4,90
B	(724.340)	(576.133)	25,72
C	502.307	503.064	0,15

Yukarıdaki tabloda şirketlerin 2016 yılındaki kârları yazılmış olup, finansman giderlerinin %70'inin menkul kıymetleştirilmesi sonrasında %6,5 oranında kaynakların maliyetinden bir getiri elde edilmiştir. Bu getiri var olan kâr üstüne eklendiği zaman menkul kıymetleştirilenin her üç şirkete de olumlu katkı sağladığı görülmektedir. Örnek olarak zarar veren B şirketinde menkul kıymetleştirme işlemi yapılırsa bunun sonucu olarak şirket zararında %25,72'lik bir azalma gerçekleşmiştir. C şirketindeki oran az görünse de %6,5'luk kaynak maliyetindeki ucuzlama 757.000TL pozitif yönde artışı sağlamıştır.

Her üç şirketin de kârları üzerinden genel bir değerlendirme yapıldığı zaman menkul kıymetleştirme yapılması ile birlikte şirketlerin kârlarına pozitif yönde katkı sağladığı görülmektedir. Kredi maliyetinin %20 olduğu, mevduat faizlerinin %11 olduğu bir ortamda %13,5 ile menkul kıymetleştirme yapıldığı zaman kaynakların maliyeti %6,5 azalacaktır. Yukarıdaki hesaplamalar da bu düşünce yapısına göre yapılmış olup, kâr anlamında bir değerlendirme olmuştur. Aşağıda ise ticari alacakların %70'inin menkul kıymetleştirilmesi düşünce yapısı ile oluşturulmuş tablo bulunmaktadır.

Tablo-2. Şirketlerin Oranları Öncesi ve Sonrası

Şirket Adı	Cari Oran		Asit Test Oranı		Borçların Öz Kaynaklara Oranı	
	Eski	Menkul K. Sonrası	Eski	Menkul K. Sonrası	Eski	Menkul K. Sonrası
A	1,81	1,91	1,80	1,89	0,96	0,91
B	1,10	1,10	1,06	1,06	6,93	6,91
C	2,49	2,49	2,48	2,48	1,57	1,57

Ortalama ticari alacakların %70'inin menkul kıymetleştirilmesi sonrasında, dönen varlıklar ve kısa vadeli borçlarda aynı oranda düşüş işlemi yapılması sonrası oranlar yukarıda yer almaktadır. Eski oranlar ile yeni oranlar arasında negatif yönde farkın olmaması cari oranı ve asit test oranı açısından da herhangi olumsuz bir durum oluşturmamaktadır. Şirketlerin dönen varlıklarının kısa vadeli borçlara oranı ve stokların düşülmesi ile gerçekleşen oran açısından menkul kıymetleştirilenin olumlu etkileri görülmektedir.

Ayrıca şirketlerin borçlarının öz kaynaklara oranına da bakılmalıdır. Borçların ne kadarının öz kaynaklar ile karşılandığını görmek açısından önemlidir. Uygun olan oran 1'den aşağıda olmasıdır. Fakat B şirketine bakıldığı zaman 6,93 ile hayli yüksek olduğu görülmektedir. Burada banka kredilerinin fazla oluşundan dolayı sıkıntı meydana gelmiştir. C Şirketinde ise 1,57 oranında olmasında ticari borçlar

sebebiyle olduğu görülmektedir. Menkul kıymetleştirme uygulandıktan sonra, her üç şirketin de oranları aşağı yönlü veya aynı düzeyde kalmıştır. Ama buna karşılık kârlılık rakamlarında artış vardır. Bunda menkul kıymetleştirmenin olumlu etkisinin olduğu görülmektedir. Kısa vadeli yabancı kaynaklarda meydana gelen azalışların, şirketlerin daha likit olmasına ve daha iyi bir bilanço yapısı oluşturmalarına fırsat vermektedir. Bu sebeple menkul kıymetleştirme uygulanması gereken ve uygulandığı zaman bilançoya da olumlu yansıyan bir işlemdir.

SONUÇ

Çalışmamızda şirketlerin verileri değerlendirilmiş olup, her üç şirkette de menkul kıymetleştirmenin, şirket bilançolarına pozitif yönde katkı sağladığı görülmektedir. Bu sebeple, menkul kıymetleştirme gerek riskin azaltılması gerek de likiditenin artırılması hususunda tercih edilebilir bir borçlanma aracı olmaktadır. Ayrıca şirketlerin likit kalmaları konusunda da katkı sağlayan bu sistemin şirket bazında gittikçe tercih edilebilir olacağı düşünülmektedir.

Her üç şirketin verileri değerlendirildiği zaman, B şirketindeki yapısal bozulmanın önlenmesinde şirketin menkul kıymetleştirme yoluna gitmesi ile daha fazla likite dönüşü ve bunun sonucunda zararın azaltıldığı görülmektedir. Ayrıca A ve C şirketlerinde menkul kıymetleştirme işlemi uygulandığında, B şirketindeki kadar olmasa bile pozitif yönde değişim gözlemlenmiştir. Gelecek aylara yönelik kurum tahsilatlarının menkul kıymetleştirme yoluyla bugün kullanılabilir bir likidite yaratması şirketin lehine sonuçlar yaratmaktadır. Türkiye’de henüz derinliği olmayan bir finansal araç olan bu yöntem iyi araştırılarak, doğru adımlar atılması halinde kurumlara önemli avantajlar sağlayacağı anlaşılmaktadır. Çünkü şirketlerin finansal yapısında çoğu zaman kullanmış oldukları krediler ile bilançolarındaki yapı değişir iken, menkul kıymetleştirme krediye oranla şirketlerin fonlama maliyetinde de azalma meydana gelecektir.

Amerika’da başlamış ve gelişmiş olan sürecin, Türkiye’de henüz yeni yeni varlığını gösterdiği ve geliştiği görülmektedir. Buradaki en önemli nokta menkul kıymetleştirmenin şirketlerdeki riski dağıtması ve likiditenin sağlanması gibi çeşitli olumlu etkileri olacağı düşünülmektedir. Bu sebeple, özellikle taahhütlü işlem yapan Telekom sektörü üzerine bir çalışma yapılmış olup, bundan sonraki süreçte şirketlerin menkul kıymetleştirmeyi uygulayarak, daha sağlam bir bilanço yapısı oluşturacakları düşünülebilir. Araştırmamızda da bilanço yapısındaki (cari oran, asit test, borç-özkaynak oranı) bu değişim gösterilmiş olup, kâr anlamında şirketlere katkısı açıklanmıştır.

Bununla birlikte, sadece bilanço yapısı anlamında konuyu incelememek gerekir. Diğer taraftan 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.

KAYNAKÇA

Aktaş, M.M. (2016). Ticari İşletme Menkul Kıymetleştirmesi. İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi. C.7. S.1.

Alptekin, E. (2009). Menkul Kıymetleştirme ve Küresel Finans Krizindeki Rolü. İzmir Ticaret Odası Ar-Ge Bülten. Nisan-Ekonomi.

Demirci, S. (2009). Mortgage Sisteminde Menkul Kıymetleştirme (Seküritizasyon):Bir Uygulama. Doktora Tezi. Marmara Üniversitesi. Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü. İstanbul.

Doğru, H. (2007). Menkul Kıymetleştirme & Mortgage: Genel ve Hukuki Esaslar. Doğru Hukuk Yayınları. İstanbul.

Erdönmez, P.A. (2006). Aktif Menkul Kıymetleştirilmesi. Bankacılar Dergisi. S.57.

Erol, T. (2006). Değişim Sürecindeki Türk Finans Sektörü. Finans Zirvesinde Yapılan Konuşma Metni. Sermaye Piyasası Kurulu. İstanbul. <http://www.spk.gov.tr/Duyuru/Dosya/2006125/0>

Giddy, I.H., (2000). Asset Securitization in Asia. New York University. <http://people.stern.nyu.edu/igiddy/ABS/absasia.pdf>

Günceler, B. (2016). Menkul Kıymetleştirme (Bankalara Kaynak Yaratma Yönteminde Yeni Bir Araç). Türkiye Bankalar Birliği Sunumu. İstanbul.

Hakyemez, C. (2012). Menkul Kıymetleştirmede Örnek Ülke Uygulamaları ve Türkiye İçin Öneriler. Yüksek Lisans Tezi. Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Ankara.

JCR Euraisa Rating. Menkul Kıymetleştirme (Securitization). <http://www.jcrer.com.tr/Pages.aspx?Page=yapilandirilmis-finansman#>

Leasing Dünyası. (2002). Finansal Kiralama Derneği Bülteni. S.4.

Öcal, N. (1994). Türkiye’de Menkul Kıymetleştirme Uygulaması, Etkileri, Sorunlar ve Çözüm Önerileri. Yüksek Lisans Tezi. Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Ankara.

Pavel, C.A. (1989). Securitization: The Analysis and Development of The Loan-Based/Asset Backed Securities Markets. Probus Publishing. Chicago.

Schwarcz, S. L. (1994). The Alchemy of Asset Securitization. Stanford Journal of Law, Business and Finance vol1:133. 133-154.

Schwarcz, S. L. (2002). The Impact of Bankruptcy Reform on “True Sale” Determination in Securitization Transactions. Fordham Journal of Corporate and Financial Law. 7 (2). 353-365.

Tantan, S. (1996). Menkul Kıymetleştirme: ABD Uygulamaları ve Bankacılık Sektörüne Etkileri. SPK Yayınları. No:44. Ankara.

Uçak, N. (2000). Gelecekteki Nakit Akımlarına Dayalı Menkul Kıymetleştirme. Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü. Ankara. <http://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/YayinGoster/447> (20.11.2017).

Williamson, J.P. (1988). *The Investment Banking Handbook*. John Wiley and Sons Inc. New York.

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

Vink, D. (2008). *An Empirical Analysis of Asset-Backed Securitization*. Nyenrode Business University. MPRA Paper.