

19733

**FINANSAL YENİLİK ÇERÇEVESİNDE
VARLIĞA DAYALI MENKUL
KIYMET UYGULAMASI**
(Yüksek Lisans Tezi)
ALİYE ATİK
Eskişehir, 1993

Eskişehir Üniversitesi
Merkez Kütüphane



T. C. ANADOLU ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

**FİNANSAL YENİLİK ÇERÇEVESİNDE VARLIĞA DAYALI
MENKUL KIYMET UYGULAMASI.**

(Yüksek Lisans Tezi)

ALİYE ATİK

Danışman : Yrd. Doç. Dr. Erol KUTLU

Eskişehir, 1993

T. C. Anadolu Üniversitesi
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

ÖZET

Gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarında sürekli yenilikler gerçekleşmektedir. Özellikle son 20 yıl içinde finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler ve bu gelişmeler sonucu yaratılan yeni araçlar 1980' li yıllardan itibaren Türk sermaye piyasasına da girmiştir.

Finansal yeniliklerin başlıca hedefi, enflasyonist bir ortamda enflasyondan kaynaklanan riskin taraflara dağıtılması ve bu riskin ortadan kaldırılmasıdır. Finansal yenilikler içinde yer alan finansal araçların işlevi de budur. Çünkü 1970' li yıllardan itibaren gerek batı ekonomilerinde ve gerekse de Amerika Birleşik Devletleri'nde faiz oranlarının artması sonucu faiz oranı riski de artmıştır. Bu nedenle yeni finansal araçlar yaratılıp bunların gelişmesi ve yaygınlaşması teşvik edilmiştir.

Bu finansal araçlardan biri de Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler olmuştur. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler, Türkiye'de büyük ilgi uyandırmış ve kısa sürede de gelişip yaygınlaşan bir finansal araç olmuştur. Bu yenilik 1 yıl gibi kısa bir süre içinde Türk sermaye piyasasının önemli bir finansal aracı durumuna gelerek toplam mevduatların % 15'ine eşit bir yer edinmiştir.

Özellikle finans sektöründe öncü rolünü üstlenen bankacılık sistemi, vadeli mevduata alternatif bir araç olan ve Türk finans piyasasına yeni giren bu araca büyük bir ilgi göstermiştir. Bankacılık sektörü dışında kalan

1980
1980

leasing, factoring gibi finansal kiralama şirketleri ve genel finans ortaklıklarının finansal piyasada daha etkin bir rol üstlenmesi amacı ile Sermaye Piyasası Kurulu, Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler ile ilgili yaptığı tebliğde birtakım değişikliklere gitmek zorunda kalmıştır. Sonuçta mali piyasalara çeşitlilik getirme, derinlik kazandırma amacı ile uygulamaya konulan finansal yenilikler yanında bunların uygulayıcıları da çoğalacaktır.

ABSTRACT

There are always innovations happening in the financial markets of developed countries. Especially in the last 20 years, the developments in the financial markets and their instruments resulting from these developments have entered the Turkish capital markets.

The main aim of financial developments is to equally distribute the risk that's caused by inflation between participants and to wipe out the risk in an inflationary environment. The function of the financial instruments within the financial development are exactly these. Since the 70's, the increase in the interest rates in the Western economies and American economy has resulted in an increase in the risk of interest rates. That's why there were encouragements made to put forward new financial instruments and to improve and generalize it.

Asset Backed Securities is one of the financial instruments. Asset Backed Securities had aroused great interest and developed and generalized quickly in Turkey. This innovation became an important financial instrument of the Turkish capital markets within a year and it became equal to 15 % of the total deposits.

Especially the banking system that plays the role of an advance guard in the financial sector showed a great interest to this instrument that's

recently entered the Turkish financial market as an alternative to deposit accounts. The Capital Market Committee made several necessary changes in its paper about Asset Backed Securities in aim to increase the role of the financial rental companies like leasing, factoring and, general financial companies except the banking sector in the financial market. As a result, the number of financial innovation users, in aim to bring variety in instruments and deepening of financial markets will increase.

İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa No</u>
GİRİŞ	1
BİRİNCİ BÖLÜM	
FİNANSAL SİSTEMİN ÖNEMİ VE FİNANSAL	
SİSTEMİN ÖZELLİKLERİ	
A- FİNANSAL SİSTEM	3
1. Finansal Kurumlar	3
2. Finansal Araçlar	6
3. Finansal Piyasalar	9
a. Birincil ve İkincil Piyasalar	10
b. Para Piyasaları ve Sermaye Piyasaları	11
B - FİNANSAL SİSTEMİN FONKSİYONLARI	12
1. Para ve Para Stoku	13
2. Finansal Araçılık	14
3. Risk Aktarımı ve Yayılması	14
4. İstikrar	15
C- FİNANSAL SİSTEMİN ÖNEMİ	15
1. Tasarruflar Açısından Finansal Sistemin Önemi	15
2. Yatırımlar Açısından Finansal Sistemin Önemi	16
3. Kamu Açıkları Açısından Finansal Sistemin Önemi	18
D- FİNANSAL SİSTEMİN ÖZELLİKLERİ	20
1. Kontrol	20
2. Azgelişmişlik	23
3. Verimsizlik	25

İKİNCİ BÖLÜM
FİNANSAL YENİLİKLER

A - FİNANSAL YENİLİK KAVRAMI	28
B - FİNANSAL YENİLİKLERİN NEDENLERİ	30
1. Ekonomik Gelişmeler	31
a. Değişken Faiz Oranlı Mevduat Sertifikaları ve İpotekli Krediler	33
b. Finansal Araçlar İçin Future Piyasalar	35
c. Borç Araçları İçin Option Piyasası	36
2. Teknolojik Gelişmeler	36
a. Banka Kredi Kartları	37
b. Menkul Kıymetleştirme (Seküritizasyon)	39
c. Finansal Piyasaların Uluslararasılaşması (Globalization)	40
3. Yasal Düzenlemeler	41
a. Eurodollar'lar ve Banka Ticari Senetleri	42
b. NOW Hesapları	42
c. ATS Hesapları	42
d. Bir Gecelik Repo	43
e. Para Piyasası Yatırım Fonları	43
f. Varlığa Dayalı Menkul Kıymet (VDMK)	44
g. Para Piyasası Sertifikaları	45
h. İskonto Komisyonculuğu	45
1. Düzenlemelerdeki Değişiklikler	46
4. Davranış Değişiklikleri	47
C- FİNANSAL YENİLİKLERİN HEDEFLERİ	47
D- FİNANSAL ALANDA YENİ TEKNİKLER	48

	<u>Sayfa No</u>
1. Varlığa Dayalı Menkul Kıymet (VDMK)ler	48
2. Swap İşlemler	51
a. Para - Swap'ı	52
b. Faiz - Swap'ı	52
c. Faiz -ve Para - Swap'ı	52
3. Option İşlemler	53
a. Döviz - Option'ları	53
b. Faiz - Option'u	54
4. Değişken Faizli Tahviller (Floating - Rate - Bonds)	54
5. Çift Para Birimli Tahviller (Dual Currency Bonds)	55
6. Kuponsuz Tahviller (Zero Coupon Bonds)	56
7. İndirimli (İskontolu) Tahviller (Discount Bonds)	56
8. Döviz Optionlu Tahviller (Multiple - Currency Clause Bonds)	57
9. Ecu Tahviller	58
10. Mevduat Sertifikası (Certificates Of Deposits)	58
11. Finansman Bonosu (Commercial Paper)	59
12. Euro - Borçlanma Senetleri (Euronotes)	60
13. Euro - Finansman Bonoları (Euro - Commercial Papers - ECP _s)	61
14. Birleşik Finans Olanakları (Multiple Component Facilities-McF _s)	61
E- FİNANSAL YENİLİKLERE YÖNELİK UYGULAMALAR	62
1. Finansal Yeniliklerde Bir Başarısızlık : Kanada Bozuk Para Future	62
a. Aracın Tanımı	63
b. Gereksizlik (Redundancy)	64
c. Aracın Performansı	67
2. Finansal Yeniliklerde Bir Başarı: Piyasa İndeks Yatırım	
Fonları (Market Index Mutual Funds)	68
a. Menkul Değerin Tanımlanması	69

	<u>Sayfa No</u>
b. Gereksizlik (Redundancy)	70
c. Menkul Değerin Performansı	71

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

VARLIĞA DAYALI MENKUL KIYMETLER VE TÜRKİYE UYGULAMASI

A - GENEL OLARAK VARLIĞA DAYALI MENKUL KIYMETLER	74
1. İşleme Konu Olabilecek Alacak Türleri	76
a. Tüketici Kredileri	76
b. Konut Kredileri	76
c. Finansal Kiralama Sözleşmelerinden Doğan Alacaklar	76
d. İhracat İşlemlerinden Doğan Alacaklar	76
e. Diğer Alacaklar	76
2. Zorunlu Unsurlar	77
B - VARLIĞA DAYALI MENKUL KIYMETLERİN YURTDIŞI	82
UYGULAMALARI	
1. Bank Of America ve Çıkardığı Varlığa Dayalı Menkul Kıymet	83
2. General Motors Acceptance Corporation (GMAC) ve Çıkardığı Varlığa Dayalı Menkul Kıymet	85
C - VARLIĞA DAYALI BİR FİNANSMAN TEKNİĞİ FACTORİNG VE VARLIĞA DAYALI MENKUL KIYMETLER	87
D - LEASİNG SEKTÖRÜ AÇISINDAN VARLIĞA DAYALI MENKUL KIYMETLER	90
E - TÜRK SERMAYE PİYASASI VE VARLIĞA DAYALI MENKUL KIYMETLER	91
SONUÇ	103
YARARLANILAN KAYNAKLAR	108

GİRİŞ

Günümüzde ülkelerin finansal sorunlarını çözmeye yararlandığı önemli kaynaklardan birisi de ulusal paraların kendi sınırları dışında (uluslararası alanda) oluşturdukları piyasalardır. Bu piyasalarda oluşan fonlar, gelen taleplere göre ülkelerin kullanımına sunulurken, finansal alanda da birçok yeniliğe yol açabilmektedirler. Bu yenilikler de bu piyasalara girenlerin katlandığı riskleri azaltarak mevcut fonların daha verimli kullanımını sağlamaktadır.

Özellikle 1960'lı yılların sonu ve 1970'li yılların başından itibaren başta Amerika Birleşik Devletleri olmak üzere batılı ülkelerde, enflasyon oranında yaşanan artışlar, bu artışlara bağlı olarak gerçekleşen faiz oranlarındaki yükselişler, bunların yanında bilgisayar teknolojinin hızlı gelişimi... gibi nedenler finansal sisteme damgasını vurmuştur. Bunların yanında ülkelerin gelişmesine paralel olarak finansal sistemleri de gelişip değişime uğramıştır. 1980'li yıllardan itibaren de gelişmiş batılı ülkelerin finansal sistemlerinde büyük değişiklikler yaşanmıştır. Neticede de finansal piyasalarda çok çeşitli yenilikler ortaya çıkmıştır.

Ülkemizde de 1980 sonrasında, sermaye piyasası alanında çeşitli gelişmeler yaşanmış ve yaşanmaktadır. Finansal yenilikler kısa sürede Türk sermaye piyasasında gelişip yaygınlaşmıştır. Bu yeniliklerden bir tanesi de **Varlığa Dayalı Menkul Kıymet (VDMK)ler'dir**. Bu finansal yenilik Türk sermaye piyasasında çok kısa bir süre içinde gelişip yaygınlaşmıştır. Bu nedenle önemli bir finansal yenilik aracı işlevini görmektedir.

Bu çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde; finansal sistemin önemi ve özellikleri incelenerek finansal sistemde yer alan kurumlar, araçlar ve piyasalar tanıtılıp, finansal sistemin fonksiyonları üzerinde durulacak ardından finansal sistemin önemi; tasarruflar, yatırımlar ve kamu açıkları açısından incelenerek, sistemin özellikleri sıralanacaktır.

İkinci bölümde finansal yenilikler işlenecektir. Önce finansal yenilik kavramı üzerinde durulacaktır. Daha sonra finansal yeniliklerin nedenleri arasında yer alan ekonomik gelişmeler, teknolojik gelişmeler, yasal düzenlemeler ve davranış değişiklikleri etraflıca incelenecektir. Finansal alanda yeni teknikler başlığı altında da, bu alanda ortaya çıkan uluslararası yeni teknikler ve bunların kabul gördükleri piyasalar araştırılacaktır. Bu bölümün son konusu da finansal yeniliklere yönelik yapılan iki uygulama olacaktır.

Çalışmanın üçüncü bölümü finansal bir yenilik olan **Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler**'in Türkiye'de ki uygulamasıdır. Bu bölümde Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler, etraflıca incelenerek önce yurtdışı uygulamaları üzerinde durulacaktır. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler, ilk olarak Amerika Birleşik Devletleri finans çevrelerinde ortaya çıktığı için yurtdışı uygulamalarına yönelik örnekler dolayısıyla Amerika Birleşik Devletleri'nden verilecektir. Daha sonra Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler'in factoring ve leasing sektörleri açısından önemleri vurgulanarak bölümün sonunda da Türk sermaye piyasasındaki yeri ve önemi üzerine araştırma yapılacaktır.

Sonuç bölümünde de bu çalışma çerçevesinde yer alan finansal yeniliklerin önemine değinilerek, Türk sermaye piyasasında yer alan ve kısa sürede yaygınlaşan Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler'in önemi üzerinde durulacaktır.

BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL SİSTEMİN ÖNEMİ VE FİNANSAL SİSTEMİN ÖZELLİKLERİ

A. FİNANSAL SİSTEM

1. Finansal Kurumlar

Finansal kurumlar, gelişmekte olan ÷lkeler açısından birkaç farklı şekilde sınıflandırılabilirler. Bu sınıflamalarda kurumların yerli ya da yabancı olması, kısa ya da uzun vadeli finansman sağlaması, özel ya da kamu kurumu olması, mevduat kabul etmesi ya da fonları başka kaynaklardan elde etmesi, organize olması ya da organize olmaması gibi istisnalar esas alınabilir. Ancak gelişmekte olan ÷lkelerde mevcut ya da gelişmiş ÷lkelerde mevcut olup da gelişmekte olan ÷kelere yönelik finansman konusunda uzmanlaşmiş finansal kurumlardan çoğu bu sınıflandırmalardan hiçbirine tam olarak girmeyebilir. Bunun da ötesinde finansal kurumların özellikleri ÷lkeden ÷lkeye değişmektedir. Ancak aşağıda verilen Tablo 1.1 finansal kurumların genel özelliklerini sıralamaktadır.

TABLO1.1 FİNANSAL KURUMLARIN GENEL ÖZELLİKLERİ

KURUM	FONLARIN TÜRÜ VE KAYNAKLARI	FONLARIN KULLANIMI
Merkez Bankaları	Resmi Mevduatlar; altın ve döviz; kamu tahvili çıkarılması	Kamuya borç verme, piyasaya müdahale, para piyasası işlemleri, yurtiçi finansal kurumlara kredi, döviz rezervleri ile ilgili uluslararası işlemler
Ticari Bankalar	Yurtiçi bankalar açısından yerel para birimi üzerinden, yabancı bankalar açısından döviz üzerine açılmış mevduat türündeki kaynaklar	İNGİLİZ TÜRÜ: Kısa vadeli ticari krediler, kamu tahvilleri AVRUPA TÜRÜ: Yukarıdaki gibi uzun vadeli krediler ULUSLARARASI: Kısa, orta ve uzun vadeli krediler.
Konut Finansman Toplulukları	Yerel para birimi üzerine açılan mevduat türü kaynaklar	Uzun vadeli konut kredileri
Kredi Birlikleri, Tasarruf ve Kredi Sandıkları	Yerel para birimi üzerine açılan mevduat türü kaynaklar	Kısa ve orta vadeli tüketici kredileri
Kalkınma Bankaları	Mevduat türü haricindeki kaynaklar (yerel ve yabancı para birimi üzerinde olabilir)	Uzun ve orta vadeli krediler, hisse senedi yatırımları. Kimi zaman çalışma sermayesi finansmanı
Sigorta Şirketleri	Temel olarak yerel para birimi üzerine açılan mevduat türü haricindeki kaynaklar	Kamu kesimine ait, bazıları uzun vadeli kağıtlara yatırım.
Sosyal Güvenlik Kurumları	Yerel para birimi üzerine açılan mevduat türü haricindeki kaynaklar	Tıpkı sigorta şirketleri gibi ancak uzun vadeli yatırımlar daha önemli
Bölgesel veya Uluslararası Kalkınma Bankaları	Üye devletlerden elde edilen mevduat türü dışındaki kaynaklar, yabancı ve uluslararası tahviller ve krediler	Orta ve uzun vadeli krediler, Hisse senedi yatırımları
İhracat Kredisi Acentaları	Devlet veya ticari banka fonları	Kısa ve orta vadeli ticari krediler, sigorta ve garantiler
Tüccar Bankaları	Kendi fonları, diğer finansal kurumlardan elde edilen mevduat ve krediler	Ticari senet iskontosu, uzun vadeli krediler, yatırım, şirketlere tavsiyelerde bulunma
Özel Örgütler	Özel kaynaklar, özellikle yardım sever katkılar	Teknik yardım, proje finansmanı, acil yardım bağışları ve küçük ölçekli sosyal projelerin finansmanı
IMF	Üye devletler, SDR, mevduat dışı fonlar	Kısa ve orta vadeli ödemeler dengesi finansmanı

Tablo 1.1., gelişmekte olan ũkelere yerel ya da yabancı kurumlar tarafından sağlanan genel finansman olanaklarını kapsamaktadır. Ancak kamu kesiminin kendi gelirlerini arttırıcı yapısı gözden uzak tutulmamalıdır. Özellikle devletin iç gelirleri (gümrük ve harçlar gibi) ve topladığı vergiler unutulmamalıdır. Bu iki unsur gelişmekte olan ũkelerde kamu kesimi finansmanının geniş bir bölümünü gerçekleştirmektedir.

Gelişmekte olan ũkelerdeki tasarruf ve kredi sandıkları ile mobil bankerlerin potansiyel önemi fiili önemlerinden daha büyük olabilir.

Bu küçük kurumlardan yola çıkarak tamamen yerli olan resmi finansal kurumların gelişimini görmemiz mümkündür. Örneğin Jakarta da faaliyet gösteren ve resmi bankalarla rekabet gücü olan tefeciler bu konuda örnek gösterilebilir. Ancak organize olmamış bir kurumdan organize bir kurum haline dönüşmenin ciddi güçlükleri de vardır. Miracle, Miracle ve Cohen bu konuda Kamerun'daki organize olmamış bir finansal kuruma ilişkin bir örnek sunmaktadırlar.¹ Sözü edilen organize olmamış kurum, 1975 yılında Banque Unie de Credit adıyla Kamerun'un en büyük 6 ncı bankası durumuna gelmiş, ancak devletin banka yöneticisini belirlemek istemesi üzerine 1979 yılında kapanmıştır.

Organize olmuş finansal kurumlar yüksek ölçüde kentlerde hizmet sunarlar. Bu da kırsal kesimde ve şehirlerin fakir

¹ M.P. Miracle-D.S. Miracle ve L. Cohen, "Informal Savings Mobilisation in Africa", ECONOMIC DEVELOPMENT AND CULTURAL CHANGE, Vol: 28, No: 4, Temmuz 1980, s. 701-724.

bölgelerinde tefecilerin, mobil bankerlerin ve organize olmamış tassarruf ve kredi sandıklarının faaliyette bulunmasına neden olur. Bazı ülkelerde şehirdeki orta sınıf bile organize olmamış piyasalara kayma eğilimindedir. Örneğin; Devrim öncesinde Tahran'da ailelerin ve küçük işletmelerin borçlandıkları tefecileri köklü kredi kurumları ile değiştirme eğilimi taşımadıklarını ve bankaların büyük şirketlere hizmet sunan kurumlar haline geldiklerini belirtmektedir. Bunun ne kadar yaygın olduğunu tespit edebilmek güçken, aynı konunun diğer ülkelerde de geçerli olduğunu söylemek daha da güçtür. Miracle, Miracle ve Cohen'in ifade ettiğine göre "Bir çok çalışma ve sahip olduğumuz özel bilgi kaynakları Afrika'da hemen hemen her yetişkinin yaşadıkları yerdeki bir tasarruf ve kredi sandığına üye olduğunu belirtmektedir" ² Ancak bir ülkede organize olmamış sektörün organize sektöre göre önemini kantitatif olarak tespit edebilmek son derece güçtür.

2. Finansal Araçlar

Finansal kurumlar alacak ve borç yaratmakla birlikte, bu değerler genellikle takas amacıyla kullanılabilir devredilebilir nitelikteki araçlar değildirler. Örneğin bankaya yatırılan mevduatlar veya bankadan alınan krediler başkalarına satılamazlar. Aslında devredilebilir finansal araç kavramı oldukça eskidir. Mevduat bankacılığında önce, yani İngiltere'de, Amerika'da bankalar kredilerini banka notları halinde çıkartmaktaydı ve çıkartılan bu notlar devredilebilir araçlardı. Mevduat bankacılığının gelişimi bu tür notların

² MIRACLE, MIRACLE, COHEN, Informal Saving ..., s. 703.

borçlanmak isteyenlerin kullanımına hazır mevduatlarla yer değiştirmesi anlamına geliyordu. Bu yüzden devredilebilir nitelikteki bir finansal araç (banka notları) devredilemeyen nitelikteki bir finansal araçla (mevduat) yer değiştirmiş oluyordu. Takas edilebilen söz konusu banka notları eski mevduat bankacılığı sisteminde kullanılan finansal araçlardı. Devredilebilir nitelikteki finansal araçlar genellikle senetler, tahviller ve hisse senetlerinden oluşmaktadır. Bunlar genellikle faiz (veya kâr payı) ödemesi olan ve ilke olarak devredilebilir nitelikteki araçlardır (son yıllarda çıkartılan vergi amacına yönelik sıfır faiz getirisi olan ve sermaye kazancı sağlayan tahviller bu konuda istisna teşkil etmektedir). Bunların bir bölümü, ileride belirli bir tarihte paraya çevrilebilir nitelik taşıırken (örneğin Hazine Tahvilleri veya mevduat sertifikaları gibi) diğerleri bu özelliği taşımamaktadırlar (örneğin Hisse Senetleri ve faizsiz tahviller gibi). Yukarıda sayılan araçlar finansal araçları kullanmaksızın tasarrufların direkt olarak yatırıma dönüştürülmesi olanağını sağlayan araçlardır ve tasarruf sahiplerine faiz veya kâr payı kazanma olanağı sunmaktadırlar. Vade tarihine kadar elde tutulmamaları durumunda sermaye kaybına uğrama riski varsa da bu araçların pazarlanabilir durumda olmaları likitide garantisi sağlamaktadır. Sermayenin elde edilebilirliği açısından, devredilebilir nitelikteki finansal araçlar önemli bir uzun dönemli finansman (proje finansmanı) aracı durumundadır.

Devredilebilir nitelikteki finansal araçların ve bunlarla ilgili piyasaların gelişimi, gelişmekte olan ülkelerin finansal gelişme süreçlerinin son aşamasında gerçekleşmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin çoğunda finansal aracı kurumların

gelişimi söz konusu devredilebilir finansal araçların ve bunlara ilişkin piyasaların gelişiminden önce gerçekleşmektedir. Bunun olası bir nedeni fakir olan gelişmekte olan ülkelerde sermaye piyasasının gelişimini sağlayacak faktörlerin bulunmayışıdır. Bu tür piyasalar önemli miktarlarda alıcı ve satıcının bulunmasını, alınıp satılabilen finansal araçları ve bunları alıp-satan kişilere güven duyulmasını gerektirir. Güvenilir piyasa bilgilerinin (örneğin fiyatlar hakkında) kullanıma hazır olması ve yatırımcıların finansal piyasalardaki mevcut riski de üstlenme isteğinde olması gerekmektedir. Ancak ilginç olan nokta, sanayileşmiş ülkelerin bazılarında devredilebilir nitelikteki finansal araçlara ilişkin piyasaların finansal araçlardan daha önce gelişmiş olmasıdır. Bu ülkelerde mevduat bankacılığı ve banka dışı finansal aracılığın gelişimi son dönemlerde gerçekleşmiştir. Şüphesiz günümüzde tasarrufların finansal araçlara götürülmesi daha düşük bir risk (ve daha düşük bir kazanç) taşımakta ve, her zaman olmasa da, bu risk direkt finansal araçlara yatırım yapıldığında karşılaşılan riskten daha düşük olmaktadır. Yakın bir zamana kadar bankacılık tarihi sık ve büyük banka iflasları ile doludur. Ancak mevduat bankacılığının tarihi de pek fazla geriye gitmez ve İngiltere'deki 1833 tarihli "Bank Charter Act" ile başlar (İskoçya'da daha önce). Hatta ABD'de mevduat bankacılığının tarihi çok daha yenidir. Galbraith'e göre ABD'de mevduat bankacılığının gelişimi Temmuz 1866 tarihinde yukarıda anılan banka notlarına konan federal vergi ile başlamıştır.³ ABD, yılda 50'den fazla güç duruma düşen banka bulunması ile dikkat çeken bir ülkedir.

³ K.J. GALBRAITH, *Money: Whence it Came, Where it Went*, Penguin Books, London 1975, s.99.

Gelişmekte olan ülkelerin büyük bir bölümü bankacılık sistemlerini koloni devrinden miras olarak almışlar veya bu sistemleri gelişmiş ülkelere kopyalamışlardır. Bu yüzden söz konusu ülkelere organize olmuş bankacılık uzun yıllara dayanan tecrübelerle kazanılmış kurum ve uygulamalarla başlamıştır. Söz konusu bankalar başlangıçta ticari amaçlarla kurulmuş finansal piyasaların ve araçların gelişimini hızlandırmıştır. Daha doğru bir ifadeyle bu kurumlar devredilebilir nitelikteki finansal araçların sağladığı sermaye yatırımları için gerekli olan uzun vadeli fonlara aracılık eden organize olmuş finans sektörünün gelişimini hızlandırmışlardır. Aslında finansal araçlar ve piyasalar arasındaki ayırım, günümüzün gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerinin finansal kalkınmışlık düzeyleri arasındaki farklılıktan kaynaklanmaktadır. Uluslararası alanda da 19 yy. ve 20 yy.'ın başlarında, tahviller uluslararası sermaye hareketlerini gerçekleştirirken son 25 yılda Eurocurrency* piyasasının gelişimi uluslararası banka kredilerinin önem kazanmasına yol açmıştır.

3. Finansal Piyasalar

Piyasalar finansal kaynakların ya da araçların devredilmesine olanak tanıyan anlaşmalardır. Ancak farklı türlerdeki piyasalar arasındaki ayırım önemli bir konudur.

(*) Bir ulusal paranın o paranın ait olduğu ülke dışında oluşan piyasası

a. Birincil ve İkincil Piyasalar:

Birincil piyasalar finansal araçların ilk satışının yapıldığı piyasalardır. Örneğin, tahviller birincil piyasayı oluşturan bir dizi büyük finansal kuruma devredilebilir. İkincil piyasalar ise söz konusu tahvillerin ticari işlemlerini gerçekleştiren kurumlardan oluşmaktadır ve bu kurumlar komisyoncular, bankalar, şirketler ve kimi zaman tahvillerle işlem yapan bireyleri kapsar. Benzer şekilde hisse senetlerinde de kağıdı çıkartan kurumlar ve underwriter*'lar birincil piyasayı oluşturmaktadırlar. Hisse senetlerini alanlar, satanlar, komisyoncular, toptancılar ve piyasayı düzenleyenler ikincil piyasayı oluştururlar. Potansiyel olarak aktif bir ikincil piyasanın var olması hisse senedi çıkartılması açısından oldukça önemlidir. Bu tür bir piyasanın olmadığı düşünülürse çıkartılabilecek kağıt miktarı (dolayısıyla toplanacak fon miktarı) birincil piyasanın elinde tutmak istediği ve oldukça düşük olan miktarla sınırlı kalacaktır. Genel bir ifade tarzıyla, ikincil piyasanın yüksek bir hacme erişmiş olması durumunda hisse senedi çıkarımı daha fazla olacaktır. Şu noktaya dikkat çekmekte yarar görüyoruz: İkincil piyasadaki işlemler sabit bir miktar (**fixed quantum**) değildir (ikincil piyasadaki işlemlerin istikrarlı bir seyir izlemediği kastediliyor). Hisse senedi ve tahvil çıkarılması söz konusu emisyon işleminin nitelikleri konusundaki açıklığa bağlıdır. Yukarıdaki cümledeki "nitelikleri" sözcüğü ile çıkartılacak olan hisse senedinin farklı özellikleri kastedilmektedir. Bunlar arasında özellikle katlanılan risk (bilhassa çıkartan kurumun batma riski) ve beklenen getiri önemli özellikler olarak belirtilebilir.

(*) Yeni çıkartılan tahvil veya hisse senetlerinin yeniden satılmak üzere bir banka veya bankalar konsorsiyumu tarafından satın alınması işlemidir.

b. Para Piyasaları ve Sermaye Piyasaları:

Söz konusu iki piyasa arasında genellikle bir ayırım yapılmakta, ancak kullanılan terimler farklı anlamlara da gelebilmektedir. İlk tanıma göre, para piyasaları kısa vadeli finansal araçlarla (genellikle 1 yıldan az) ilgilidir (mevduat sertifikaları gibi). Buna karşılık sermaye piyasaları uzun vadeli finansal araçlarla (1 yıldan uzun) ilgili piyasalardır. İkinci tanıma göre ise para piyasaları, vadesine bakılmaksızın, devredilebilir nitelikte olmayan araçların işlem gördüğü piyasalardır. Buna karşın sermaye piyasaları, yine vadesine bakılmaksızın, devredilebilir niteliğe sahip finansal araçların işlem gördüğü piyasalardır. Sermaye piyasası teorisi her iki tanımı da kullanmaktadır.

Finansal araçlar konusunda olduğu gibi, üçüncü dünya ülkelerinde finansal piyasalar da az gelişmiş durumdadır. Afrika'da hisse senedi piyasası olan ülkeler Nijerya, Kenya, Fas, Zimbabwe, Mısır, Fildişi Kıyısı, Tunus ve Güney Afrika ile sınırlıdır. Bazı ülkeler bu tür piyasaları politik gerekçelerle reddetmektedirler. Geniş topraklara ve kapitalist bir sisteme sahip olmasına karşın Endonezya 1977'deki yeni düzenleme sonrasında sadece 24 hisse senedinin kote edildiği bir piyasaya sahiptir ve kote edilen bu hisse senetlerinin büyük bir bölümü de yabancıdır. Bunun aksine daha küçük ülkeler olan Singapur, Tayvan, Hong Kong ve Güney Kore gibi ülkeler oldukça aktif hisse senedi piyasalarına sahiptirler. Bu farklılık daha çok ikincil piyasalarda göze çarpmaktadır. Endonezya'da ikincil piyasa hemen hemen yok gibiyken, sözü edilen son 4 ülkedeki

ikincil piyasalar oldukça aktif olarak çalışmaktadır. Devletin yatırım tutarının %35'nin hisse senedi yoluyla finanse edilmesi zorunluluğu getirmesi nedeniyle, Endonezya'daki şirketler bu sermayeyi toplamalarına olanak tanıyacak ölçüde bir ikincil piyasanın bulunmayışının sıkıntısını yaşamaktadırlar. Benzer şekilde kalkınma bankaları da başarılı müşterilerinin hisse senetlerini satmakta zorlanmakta ve bu da gerekli fonların toplanmasını güçleştirmektedir. Bu güçlükler üçüncü dünya ülkelerinde özellikle sanayi sektöründe yaygın olarak yaşanmaktadır. Söz konusu sorunun çözümünde gelişmiş sermaye piyasaları yardımcı olabilecektir ⁴.

B. FİNANSAL SİSTEMİN FONKSİYONLARI

Finansal sistem, ekonominin uygun bir şekilde faaliyet gösterebilmesi için gerekli olan dört temel fonksiyonu yerine getirir:

1. Para olarak adlandırılan değişim ve değer muhafaza aracının hizmet görmesini sağlar. Para aynı zamanda işlemlerin değerini ölçmede bir hesap birimi olma işinide görür.

2. Çok sayıdaki tasarruf sahibinden fonların toplanmasını ve bunların yatırımcılara aktarılmasını sağlayacak mekanizmayı çalıştırır.

3. Risk transferini ve tabana yayılımını gerçekleştirir.

4. Ekonomik faaliyetlerin istikrarını sağlamaya yönelik bazı araçlar sağlar ⁵.

⁴ Richard L. KITCHEN, Finance for the Developing Countries, John Wiley and Sons New York 1986, s. 16-21.

⁵ İlyas ŞIKLAR, Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Liberalizasyon ve Ekonomik İstikrar, Eskişehir 1991, s. 15.

1. Para ve Para Stoku

Önceleri değişim aracı olarak paranın yer almadığı ekonomilerde kişiler arasındaki ticari ilişkiler, takas işlemleri ile gerçekleştiriliyordu. Bu durum etkinlikten uzak, yüksek maliyetli işlemlerin gerçekleşmesine yol açıyordu. Zamanla ekonomilerde uzmanlaşmanın artması ile ticari ilişkilerde, takas yolu ile gerçekleştirilen işlemler yerini yeni birtakım finansal araçlara bıraktı.

Bu finansal araçların ilki nakit paradır. Geçen yüzyıl içinde ülkelerin tümünde merkez bankalarının kurulmasıyla nakit paralar yaygınlaşmıştır. Günümüzde ise piyasaların genişlemesi ve bunu paralel olarak uzmanlaşmanın artması sonucunda yeni finansal araçlara gereksinim duyulmuştur. Bu araçlardan biri de transfer edilebilir fonlardır. Bu fonların ilk türü vadesiz mevduat olarak piyasalarda ortaya çıkmıştır. Vadesiz mevduatları daha sonra vadeli mevduatlar takip etmiştir. Gerek vadesiz ve gerekse de vadeli mevduatların tamamı likit finansal aktiflerdir. Gelişmiş ekonomilerde likit finansal aktiflerin dışındaki finansal aktifler daha çok önem kazanmıştır.

Tüm ülke ekonomilerinde finansal sistemin gelişimi aynı yolu izlememiştir. Çünkü farklı ekonomik politikalar ve farklı ekonomik şartlar sonucunda finansal sistemin gelişimi de farklı şekillerde sonuçlanmaktadır. Ancak söylemek gerekirse; genel olarak finansal faaliyetler, toplam ekonomik faaliyetlere göre kişi başına gelir arttıkça artar.

2. Finansal Aracılık

Finansal gelişme devam ettikçe finansal sistemin ikinci fonksiyonu, finansal aracılık yapma fonksiyonu da gelişir. Finansal aracılık süreci çok sayıdaki tasarruf sahibinden fonların toplanması ve bunların nispeten daha az sayıdaki yatırımcılara aktarılması işlemlerinden oluşur.⁶ Piyasaların ekonomik açıdan kalkınmalarının ilk dönemlerinde aracılık faaliyetleri büyük ölçüde ticari bankalarca gerçekleştirilmiştir. Kalkınmanın büyümesi ile aracılık faaliyetleri ticari bankaların yanı sıra başka finansal araçlar tarafından da yapılmaya başlanmıştır. Bu faaliyetler ticari bankaların yanı sıra yatırım bankaları, tahvil ve hisse senedi borsaları, sigorta şirketleri gibi finansal araçlar tarafından yapılmaktadır.

3. Risk Aktarımı ve Yayılması

Finansal sistemin bir diğer fonksiyonu riskin tabana yayılması ve neticede de risk transferinin sağlanmasıdır. Tüm ekonomik faaliyetlerin değişik oranlarda risk taşıması söz konusu iken, tasarruf sahipleri ve yatırımcılar bireysel olarak riskten kaçınma eğilimine sahiptirler. Bu kaçınma eğiliminin derecesi ise, kişiden kişiye değişiklik gösterir. İyi çalışan bir finansal sistemin riski çok sayıdaki bireye yaymaya çalışacak araçlar sunması gerekir. Bu açıdan finansal sistem farklı derecelerde riske sahip çeşitli aktifleri bireylerin tercihlerine sunabileceği gibi, riskin belirlenmesinde ve bu riskin yönetiminde uzmanlaşmış olan kurumlarda yine bireylerin tercihleri doğrultusunda risk tayinini gerçekleştirebilirler.

⁶ İ. ŞIKLAR, Gelişmekte Olan Ülkelerde..., s.17.

4. İstikrar

Finansal sistemin son fonksiyonu istikrardır. Finansal sistem ekonomik faaliyetler içinde istikrarı sağlayıcı araçları sağlar. Tüm ekonomiler (ister gelişmiş, ister gelişmekte olsun) üretim, istihdam, fiyatlar genel seviyesinde zaman zaman olumlu ve olumsuz dalgalanmalarla karşılaşır. Kamu otoriteleri bu tür dalgalanmaları önlemek amacı ile para arzını etkileyecek çeşitli politikalara başvurarak değişik kararları uygulama alanına koyarlar.

C. FİNANSAL SİSTEMİN ÖNEMİ

1. Tasarruflar Açısından Finansal Sistemin Önemi

Birey açısından olduğu gibi, bir ekonomi açısından da elde edilen gelirin tüketim harcamalarına yöneltilmeyen kısmına tasarruf adı verilir. Tasarruflar üretken kapasitenin ve dolayısıyla da gelirin hangi oranda büyüyebileceğini belirler. Tasarruf oranını belirleyen faktörler arasında; nüfus yaş bileşimi, toplam gelirin artış oranı, tasarruf alışkanlıkları...vb. gibi yer alırken tasarrufları etkileyen faktörler arasında da vergiler, kamu açıkları, sosyal güvenlik sistemi⁷ sayılabilir. Bu faktörlere ilaveten makro ekonomik ve politik alandaki istikrar da, bekleyişler aracılığı ile tasarruflar üzerinde etkili olabilir.⁸

⁷ Bugün ABD'de 15 milyon üyesi bulunan American Association of Retired People'in (AARP) emeklilik fonunda biriken fonlar ABD'de çeşitli sanayileri tek başına finanse edebilecek duruma gelmiştir.

⁸ İ. ŞIKLAR, Gelişmekte Olan Ülkelerde..., s.20.

Ekonomilerde uygulanan finansal değişkenler tasarrufları değişik biçimlerde etkileyebilir. Finansal araçları kullanmak sureti ile tasarrufçular, finansal piyasalara daha kolay ulaşabilirler. Sonuçta tasarruflarını daha verimli ve etkin bir biçimde değerlendirebilirler. Tasarruf sahipleri açısından amaç, net getiriyi arttırmak olduğu için finansal piyasaların verdikleri hizmetler bu doğrultuda olduğunda, tasarrufları teşvik edici rol oynayabilirler.

Kamu otoriteleri çeşitli faiz oranları uygulayarak, tasarrufları değişik biçimlerde etkileyebilirler. Örneğin yüksek faiz oranları uygulaması, tasarruflar üzerinde etkili bir rol oynar. Tasarrufcu yukarıda da değindiğimiz gibi, net getirisini arttırmak düşüncesinde olduğu ve bu doğrultuda kararlar aldığı için yüksek faiz oranları sonucunda elinde mevcut olan reel aktifleri, finansal aktiflere çevirecektir. Tasarruf sahiplerinin reel aktiflerden, finansal aktiflere kayması durumunda ekonomi finansal açıdan daha iyi bir konuma gelecektir.

Bilindiği gibi finansal tasarruflar, yatırımın verimliliği üzerinde önemli etkilere sahiptir. Bu nedenle kamu otoriteleri tasarruf sahiplerinin finansal piyasalardan kaçmasını değil, aksine finansal piyasalara gelmelerini sağlayıcı tedbirleri almak durumundadır.

2. Yatırımlar Açısından Finansal Sistemin Önemi

Finansal sistemde tasarruflar kadar, yatırımlarında büyük bir önemi vardır. Finansal sistem, ekonomideki yatırımların yalnız bir bölümüne aracılık yapar. Çünkü bireyler ve firmalar

yatırımlarının bir kısmını kendi yaptıkları tasarruflarla finanse etmektedirler. Bununla finansal sistem yatırımların bir bölümüne aracılık yapsada, tasarrufların tahsisindeki rolü daha önemlidir. Finansal sistemin yerleşmesi ve gelişmesi ile yatırımcılar için fon sağlanan kaynaklar arasına önce yerel bankalar ardından ulusal finansal kurumlar girer. Bunları sermaye piyasaları takip eder. Sonuçta fon sağlanan kaynaklar arasında yabancı bankalar yer alır.

İyi bir finansal sistem istikrarlı olarak işliyorsa, finans kaynaklarının tasarruf sahiplerinden yatırımcılara aktarılması sırasında büyük problemlerle karşılaşılmaz. Bu aktarma süreci içinde maliyetler minimize olur. Sonuçta finansal sistem gerek tasarruflular ve gerekse yatırımcılar açısından cazip bir hale gelir.

Finansal gelişmenin artması, yapılan tasarrufların büyük bir bölümünün finansal sistem aracılığı ile mobilize edilmesine bağlı olduğu için, gelişmiş ekonomilerde finansal gelişmişlik düzeyi yüksek olmaktadır. Sonuçta yatırımlarda gelişmişlik düzeyine paralel olarak yüksek olacaktır.

Gelişmiş ekonomilere bakıldığında ekonomik büyüme ile finansal kalkınma arasında bir bağ olduğu açıkça görülür. Daha önce de değinildiği gibi yüksek faiz oranlarında, birey ve firmalar reel aktiflerini, finansal aktiflere çevireceğinden, finansal gelişme üzerinde olumlu etki yaratır. Unutulmaması gereken bir nokta daha bulunmaktadır. Bu da; finansal aracılının

projeler arasında en uygununu seçmede gösterdikleri titizlik neticesinde nitelikli yatırımların gerçekleştirilmesini sağlamaları ve bunun sonucunda yatırımların ortalama verimliliğini yükseltmeleridir.

3. Kamu Açıkları Açısından Finansal Sistemin Önemi

Yakın zamanlara kadar özellikle gelişmekte olan ülkeler artan kamu açıklarını finanse etmek amacı ile borçlanmaya -dış borçlara- başvurmak zorunda kalmışlardır. Yabancı sermayenin 1980'li yılların başından itibaren gelişmekte olan ülkelere girişlerini durdurması sonucunda çeşitli problemler yaşanmıştır. Bazı ülkeler kamu açıklarını düşürebilme gücüne sahipken bunu başaramamışlardır. Çünkü bu tür ülke ekonomilerinin kamu açıklarını düşürücü uygun vergileme araçları yoktu. Politik ve sosyal gerekçeler de kamu harcamalarının kısılmasını mümkün kılmamıştı. Bilakis kamu harcamalarında büyük bir artış eğilimi görülmüştü. Kamu açıkları açısından ülkemiz ekonomisi örnek gösterilebilir.

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ekonomilerine bakılacak olursa; gelişmiş ülke ekonomileri kamu açıklarının büyük bir kısmını banka dışı finansal kurumlar ve piyasalar aracılığı ile gerçekleştirirken, merkez bankası kaynaklarına çok az başvurmuşlardır. Oysa gelişmekte olan ülke ekonomilerinde durum bunun tam tersidir. Bu tür ekonomilerde kamu açıklarının büyük bir kısmı merkez bankasından borçlanmak sureti ile gerçekleştirilirken, diğer bir kısmı ise yurtiçi finansal kurum ve piyasalar ile yurtdışı kaynaklara başvurarak kamu açıklarının finanse edildiği görülmektedir.

Gelişmekte olan ülkelere bakıldığında, hükümetlerin neden merkez bankalarına yöneldikleri anlaşılır. Çünkü bu ülkelerdeki finansal sistem hükümetlerin ihtiyaçlarını giderecek ölçüde gelişmemiştir. Sonuçta merkez bankaları kamu açıklarını gidermek amacı ile emisyon hacmini genişletmişlerdir. Bu açıkları ne kadar çok emisyon hacmini genişleterek finanse etmişlerse, enflasyonu da o oranlara yükseltmişlerdir. Bu nedenle özellikle gelişmekte olan ülke ekonomilerinin 1980'li yıllardan itibaren iki hatta üç rakamlı oranlara çıktığı görülmüştür. Üç rakamlı enflasyonu yaşayan ülkeler, özellikle Güney Amerika'da (Latin Amerika ülkeleri) yer almıştır. Bunlar arasında Arjantin, Peru, Brezilya sayılabilir.

Her ne kadar kamu açıklarının borçlanma sureti ile kapatılmaya çalışılması neticesinde ortaya çıkan enflasyonu ve bunun etkilerini düşürmek için önlemler alınmışsada bu önlemler bir yandan kendi içinde enflasyonist bir durum yaratırken, bir yandanda finansal aracılık işlemleri üzerinde olumsuz etki yaratmıştır. Bu da gelişmekte olan ülke ekonomilerini olumsuz etkilemektedir. Finansal sistemi yerleşmiş, gelişmiş ülke ekonomilerinde ise kamu açıkları önemli bir sorun olmaktan çıkmıştır. Bu da finansal sistemin gelişmiş ülkelerde ne kadar önemli olduğunu açıklamaktadır.

D. FİNANSAL SİSTEMİN ÖZELLİKLERİ

1.Kontrol

İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra özellikle 1960'li yıllardan itibaren gelişmekte olan ülke ekonomilerine bakıldığında, bu ekonomilerin finansal kontrol ve baskı altında olduğu görülür. Gelişmiş ülkelerde finansal kontrol ve baskılar devlet müdahalesi olarak nitelendirilirken, aksine gelişmekte olan ülkelerde bu uygulama oldukça yaygın olarak karşımıza çıkar.

Gelişmekte olan ülke ekonomilerine yönelik yapılan analizlere temel teşkil eden çalışmalar 1973 yılı içinde Ronald McKinnon ve Edward Shaw tarafından gerçekleştirilmiştir. Gerek McKinnon ve gerekse de Shaw'ın yaptıkları çalışmalarda, inceledikleri ekonomiler finansal baskı altında bulunan ekonomilerdir. Finansal baskıları McKinnon şöyle tanımlamıştır: "Banka kredilerinin geniş ölçüde lisanslı ithalat faaliyetlerini yoğun olarak korunma altına alınmış olan imalat sanayi faaliyetlerini finanse etmek için kullanıldığı ve organize olmuş bankacılığın kırsal kesime ve küçük işletmelere hizmet vermede yetersiz kaldığı durum". Shaw'ın finansal baskılar tanımlaması ise şöyledir: "Faiz oranları ve döviz kurlarını kapsayan finansal piyasalardaki gelişigüzel çarpıklıklar⁹".

McKinnon ve Shaw'ın analizlere temel teşkil eden çalışmalarında şu sonuç ortaya çıkmıştır: Finansal kontrol ve

⁹ İ. ŞIKLAR, Gelişmekte Olan Ülkelerde..., s.31.

baskılar ekonominin reel büyüme hızını düşürür. Finansal durum ise, finansal sektör büyüklüğünün ekonominin reel sektörüne oranla bu sektörü daralttığı şeklindedir.

Finansal kontrollerin temel nedeni; kamu kesimine fon aktarımını gerçekleştirmektir. Gerçekleştirme çeşitli faktörlerin yardımı ile sağlanır. Bu faktörler aynı zamanda finansal kontrollerin yaygınlaşmasında sağlar. Söz konusu faktörler ülkenin o anki ekonomik ve politik durumuna, sosyal yapısına ve finansal sistemin gelişmişlik düzeyine bağlı olarak değişebilir.

Gelişmekte olan ülke ekonomilerinin finansal sistemlerine baktığımızda finansal sistemin kontrol altına alınmasına neden olan faktörlerden biri olan vergilerin arttırılmasının çeşitli güçlüklerle karşılanmasıdır. Kamu otoriteleri, kamu kesimine fon aktarımını gerçekleştirmek amacı ile vergi arttırımı yolunu gidebilirler. Vergileri direkt olarak arttırmak mümkün değildir. Çünkü çeşitli zorluklar sözkonusudur. Bu nedenle kamu otoriteleri direkt olarak vergileri yükseltmektense dolaylı vergileme araçlarına başvururlar. Örnek olarak; kamuda yer alan ticari bankaların merkez bankalarında belirli bir hesapta tutulan zorunlu karşılıkları, enflasyonun yüksek olduğu durumlarda büyük bir gelir yaratır. Enflasyondan kaynaklanan bu gelirden alınan vergi ise, dolaylı vergi olarak nitelendirilebilir.

Finansal sistemin kontrol altında tutulmasının bir başka faktörü ise; gelişmekte olan ülkelerdeki finansal piyasaların yabancı sermaye için uygun niteliklere sahip olup-olmadığıdır. Örneğin bu tür ülkelerde yer alan bankalar ekonomiyi

kalkındırmak için lazım olan uzun vadeli kredileri kullanmak yerine ekonomide yer alan firmaların çalışma sermayesi için gerekli olan finansmanı karşılamak amacı ile kısa vadeli kredileri tercih etmektedirler.

Yukarıda belirtilen faktörler dışında başka faktörlerde bulunmaktadır. Finansal kontrollerin gerekçesi olarak gösterilen bu faktörler arasında politik ortamda önemlidir. Finansal kontroller ülkede bulunan belirli politik çevrelerin ya da bu çevrelerin çıkar gruplarının etkinliğini arttırmak amacı ile de kullanılabilirler. Ayrıcalıklı olan önemli müşterilere ticari bankalar tarafından verilen krediler, aynı zamanda da resmi yetkililerin gücünü arttırabilir. Resmi yetkililer bu durumda kontrol gücüne sahip olmalarından dolayı bürokrasi içinde güç kazanabilirler.

Sonuç olarak denilebilir ki; finansal kontrol politikalarının başarılı olması için, finansal sistemde yer alan fonların daha yüksek düzeyde kamu kesimine aktarılması gerekir.

Gelişmekte olan ülkelerde finansal kontrol ve baskı politikaları uzun dönemde çeşitli biçimlerde etkili olmaktadır. Uzun dönemde yüksek zorunlu karşılık oranları, yüksek faiz oranları ve yüksek oranlı enflasyon, finansal sistemin büyüklüğü üzerinde daraltıcı bir etki yaratır. Örneğin; ticari bankaların merkez bankasında buldukları düşük faiz oranlı zorunlu karşılıkları, uzun dönemde değer kaybına uğrayıp, elde edecekleri gelir azalır. Bazı durumlarda bu gelirin negatif olduğu dahi görülebilir. Bu durumda ticari bankalar da mevduat faiz oranlarında değişiklik yaratırlar. Bu değişiklik sonucu

enflasyonun üzerinde bir getiri getirmediği için mevduat sahiplerinin reel getirisi azalır, hatta negatif bile olabilir. Sonuçta bankalardan mevduat kaçışları gerçekleşir. Bu durumda ortaya çıkan sonuç ise şudur: Bankacılık sistemi fonksiyonları, yerine getirilemez. Ekonomideki reel para arzı düşer. Reel para arzının düşmesi enflasyon oranının artması demektir. Kamu otoriteleri bu durumda para basma yoluna gittiklerinde de reel para stoklarında düşüş gerçekleşir. Nihayet finansal kontrol ve baskılar neticesinde ortaya çıkan kısıtlamalarda, istikrarsız bir makro ekonomik ortam doğar. Bu durum da, gelişmekte olan ülke ekonomileri için olumsuz sonuçlar doğurur. Güney Kore'yi örnek olarak gösterecek olursak; 1960'li ve 70'li yıllar boyunca finansal sistem kontrol altında tutuluyordu. Güney Kore'nin sanayileşme politikasının ana noktası yoğun bir biçimde kontrol altında tutulan finansal sistemdi. Fakat 1970'li yılların sonları ve 80'li yılların başlarında finansal sistemde uygulanan bu kontrollerin finansal sistemi gelişmekten alıkoyduğu görüşü ortaya atıldı. Çünkü Güney Kore ekonomisinde makro ekonomik dengesizlikler gözlemlendi. Kamu otoriteleri bu durumda kontrol politikalarını değiştirme yoluna gitmek zorunda kaldı. Bugün Güney Kore, makro ekonomik istikrarını sağlamış bir ülke konumuna gelmiştir.

2. Azgelişmişlik

Gelişmekte olan ülkelerde finansal kontrol ve baskıların oldukça yaygın bir uygulama olduğunu yukarıda ifade ettik. Bu tür ülkelerde finansal sistemin bir diğer özelliği de azgelişmişliktir. Gelişmekte olan ülkelerde finansal sistemleri kamu otoriteleri tam anlamı ile yerine oturtamamışlardır.

Gelişmekte olan ülkelere baktığımızda, az gelişmişliğin finansal sistem üzerinde oluşturduğu olumsuzluklar rahatlıkla görülebilir. Ekonomide yaşanan üretim kayıpları, tasarrufların yatırımlara kanalize edilemeyip, yatırım miktarlarının azalması ve yatırımların etkinliğinde görülen azalışlar.... gibi nedenler az gelişmişliğin birer göstergeleridir.

Finansal sistemde yaşanan bu olumsuzluklar, yani kontrol mekanizması ve buna bağlı olarak az gelişmişlik; finansal sistemin büyüklüğü üzerinde olumsuz etki yapar, finansal sistemi daraltır. Finansal sistemin daralması, ise, kredi arzında bir daralmaya neden olur. Bu durumda, hızlı yaşanan enflasyonist bir ortamda düşük düzeydeki faiz oranları nedeni ile kredi talebinde büyük gelişmeler olur. Sonuçta ise ortaya kıt bir kaynak olan sermayenin paylaşımında yer alan fiyat mekanizması, yerini kredi tayinlemesine bırakır. Söz konusu olan kredi tayinlemesi ise; açılacak kredinin büyüklüğü, açılan bu kredi karşılığında alınacak olan teminatın niteliği, kredi verilecek firmanın piyasada yer alan imajı, ayrıca bankacılık sistemi üzerindeki kamu otoritelerinin politik baskıları ve kredinin açılmasına karar veren yetkililere sağlanacak çıkarlar, şeklinde görülebilir. Bütün bunlar yatırımların etkinliğinde bir azalmaya neden olmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerin genelde, kredi veren kurumları ve bankacılık sistemleri geleneksel olarak, düşük miktarlarda gereksinimi olan yatırımlara kredi vermeyi tercih ederler. Böylece risk yüklenmekten kurtulurlar. Bu tür ekonomilerde

ayrıca sermaye birikimi gerektiği biçimde yapılamadığı için; tasarruflarda ve buna paralel olarak sermaye birikimlerinde azalma gerçekleşir. Bu azalma neticesinde de ekonomik büyüme durur ve ekonomi olumsuz yönde etkilenir.

Ayrıca mevduat faiz oranlarının düşük düzeyde olması ve faiz oranları üzerindeki kontroller nedeni ile; yapılan tasarrufları finansal kurumlarda bulundurma isteği azalır, bilakis tasarruf sahipleri tasarruflarını finansal kurumlarda biriktirme yerine taşınır-taşınmaz mallara ve değerli metallere yöneltir. Bu durumda azgelişmişliğin bir göstergesidir. Bütün bunların olmaması için, kamu otoritelerine düşen görev; etkili tedbirlerin alınmasıdır. Tedbirlerin alınması ile finansal sistem azgelişmişlik olgusundan kurtulur. Dolayısı ile finansal sistem azgelişmişlikten kurtulduğu zaman ekonomide kendi yerine oturur. Böylece ekonomik istikrar da sağlanmış olur. Ekonomik istikrarın gerçekleşmesi; geniş olarak makro ekonomik amaçları başarmaya yönelik önlemleri içeren program olduğuna göre, finansal sistem arzu ettiği konuma gelebilir.

3. Verimsizlik

Finansal sistemin özelliklerinden bir diğeri de verimsizliktir. Gelişmekte olan ülkelerde finansal sistem, kontrol ve baskılar altında bulunur. Azgelişmişlik, bunun göstergesidir. Bu duruma verimsizlikte eklenince, finansal sistemin yerine oturmadığı ve arzu edilen işlerliği kazanamadığı görülür.

Az gelişmişlik başlığı altında belirttiğimiz; üretim kayıpları, yatırımların etkinliğinde azalma, tasarrufları caydıracak yatırım miktarını azaltma, ekonomik yapıda düalizmi teşvik etme gibi nedenler, az gelişmişliğin göstergeleri olduğu gibi, verimsizliğinde göstergeleri olmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerde genellikle kredi kullanan firmalar daha çok aile şirketleridir. Ekonomide denge düzeylerinin altında sabit olarak tutulan kredi ve mevduat faiz oranları ekonomik rantın; tasarruf sahiplerinden, firmalara (aile şirketlerine) kaymasına neden olur. Krediyi kullanan firmalar daha çok aile şirketleri olduğu için, gelir dağılımını olumsuz etkiler. Bu da verimsizliği gösterir. Çünkü gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerinde söz sahibi olan aile şirketleri, elde ettikleri gelirlerin büyük bir kısmını kendileri kullanıp yatırımlara yöneltirken, küçük bir kısmında bu gelirleri elde eden bireylere aktarmaktadırlar. Bireylerin elde ettikleri gelirlerin büyük bir kısmını tüketim harcamalarına yöneltmeleri nedeni ile de tasarruf yapamamaları, bu kesimi oldukça mağdur bir durumda bırakmaktadır. Sonuçta gelire ortak olan bireyler, bu gelirin yaratılmasında daha yavaş davranarak iş gücü kayıplarına yol açarlar. Bu durumda da ekonomide yer alan finansal sistem çeşitli olumsuzluklar yaşar. Dolayısıyla finansal sistemde az gelişmişlik yanında bir de verimsizlik ortaya çıkar. Sonuçta da finansal sistem verimsizlik nedeni ile büyük kayıplara uğrar.

Ucuz maliyetli sermaye kullanımı sonucu tercih edilen sermaye yoğun üretim teknikleri de iş gücü piyasasında çeşitli olumsuz dengesizliklere yol açar. Bunun sonucunda iş gücü talebi

büyük bir olasılıkla düşer. İş gücü talebinin düşmesi sonucunda da vasıfsız iş gücü ücretleri azalır. Üretim teknolojisinde yaşanan bu olumsuzluklar neticesinde de ücretlerde büyük farklılıklar kaçınılmaz olarak ortaya çıkar. Sonuçta gelişmekte olan ülkelerde bu durum verimsizliğe yol açar.

Ayrıca, gelişmekte olan bu tür ülkelerin finansal piyasalarının çeşitli kısıtlamalar altında bulunması, ekonomik etkinlikten uzaklaşmasına neden olan önemli bir unsur olduğu için bu tür piyasaların verimsiz olması kaçınılmazdır. Finansal sistemin tam yerleşmemesi, kamu otoritelerinin aşırı baskıları ve kontrolleri neticesinde, ekonomide finansal sistemin hedeflediği yere gelememesi sonucunda, tasarruf sahipleri tasarruflarını çeşitli biçimlerde değerlendirme yoluna gideceklerdir. Tasarruf sahiplerinin tasarruflarını taşınmaz mallara ve değerli metallere yönelterek bu biçimde değerlendirmeleri ile ekonomide olumsuz sonuçların ortaya çıkmasına neden olurlar. Çünkü tasarruflar ekonomik büyüme için zorunlu olan verimli yatırımların finansmanında kullanılamazlar. Bu durumda finansal sistem etkin olarak çalışamaz. Finansal sistemin çalışmaması, ekonomiyi olumsuz etkiler. Finansal sistemin etkin çalışmaması ise, bu sistemin verimli olmadığını gösterir. Sonuçta bu durum; gelişmekte olan ülke ekonomilerini olumsuz etkileyerek, gelişme düzeylerini düşürür.

İKİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL YENİLİKLER

A. FİNANSAL YENİLİK KAVRAMI

Yenilik, her zaman finansal hizmetler sektörünün bir ögesi olarak kabul edilmiştir. Gerçekte ise maliye tarihine kaydedilmesi şeklinde düzenlenebilir. Bir başka deyişle maliye tarihini MÖ. 7. yy. da Yunan devleti Lidya'da ilk kez para basımından ortaçağda tefeciliği yasaklayan hıristiyan ve islami kuralları atmaya yönelik manevralara, 18. ve 19. yy. da modern sigorta sisteminin gelişiminden, dövizli işlem garantisi (foreign currency Exchange Warrants) ve faiz oranı swap'i (Interest rate swap) gibi daha güncel yenilikleri kadar uzanan bir süreçte göstermek mümkündür.¹⁰

"Finansal Yenilik" kavramına geçmeden önce yenilik kavramına kısaca değinildiğinde; Yenilikler (Innovationen), makro düzeyde, ekonomi biliminde dinamik bir rekabetin ögesi olarak görülmektedir. Bu dinamik rekabet, buluş ya da türetme

¹⁰ Mark D. FLOOD, "Two Faces of Financial Innovation", FEDERAL RESERVE BANK OF ST. LOUIS ECONOMOCIS REVIEW, Vol: 74, No:5 September / October 1992, s. 3-17.

(Invention), yenilik (Innovation) ve taklit (Imitation) aşamalarıyla ortaya çıkmaktadır. Schumpeter, buluşun kendisinden daha çok elde bulunan yeni bileşimlerin kullanılması durumunda ekonomik gelişmeden söz etmektedir. Bu anlamda yenilikler, üretim ve yöntem yenilikleri, yeni satış ve alış piyasalarının kazanılması ve aynı zamanda yeni örgütlenme tekniklerinin uygulanması çerçevesinde meydana gelmektedir. Burada; yenilik ölçütü, yenilik derecesinden daha çok ilgili sektörün üreticileri ya da tüketicileri tarafından tanınma derecesine dayanmaktadır.¹¹

Günümüzde finans sektöründe, finansal yenilikler adı altında kullanılan finansal araçlardan birçoğu, 20 yıl öncesine kadar bu sektörde bulunmuyordu. Bugün ise çeşitli finansal araçlar finans sektöründe yer almaktadır. Halka küçük, orta ve büyük miktarlarda yatırım yapma olanağı sağlayan araçların sayısı hızla artmıştır ve yeni finansal araçlar ortaya çıkmıştır. Örneğin; faiz kazanan çeke tabi mevduat (NOW hesapları) hesapları, piyasa indeks yatırım fonları, borsada işlem gören belediye tahvilleri index fonları üzerindeki future anlaşmaları gibi.

Başka sektörlerde olduğu gibi, finans sektöründe de amaç, ürünleri satarak, gelir elde etmektir. Piyasada yer alan sabun firması, aynı piyasada yumuşatıcılı bir çamaşır deterjanına ihtiyaç duyulduğunu anlarsa, bu ihtiyacı karşılamak için yeni

¹¹ Abdurrahman FETTAOĞLU, Finansal Piyasalarda Yenilikler ve 1980 Sonrası Türkiye, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü T. İş Bankası Vakfı Hukuk Fakültesi Cebeci/Ankara, 1991, s.3.

bir ürün geliştirmek yoluna gidecektir. Aynı şekilde finansal kurumlarda, gerek müşterilerinin ve gerekse de kendi gereksinimlerini karşılayacak ürünler geliştirirler. Finansal sektördeki yenilikleri teşvik eden faktörlerin çoğu, diğer sektörlerdeki yenilikleri teşvik eden faktörlerle (teknolojedeki ve piyasa şartlarındaki değişmeler gibi) benzerlikler gösterir. Aynı zamanda finansal kurumlar, diğer sektörlerde faaliyet gösteren firmalardan çok daha fazla ölçüde yasal düzenlemeye tabi olduklarından dolayı, bu düzenlemelerin yapısı ve bunlardaki değişmeler, finansal yeniliklerin ortaya çıkmasında önemli bir faktör olmaktadır.¹²

Finansal yenilikler; yeni ürünleri, yeni teknikleri, yeni kurumları içerebilir. Bu açıdan finansal ürünler ya da finansal teknikler yalnızca bankalar tarafından değil, aynı zamanda bütün kredi kurumları ve bu kurumların dışındaki finansal aracılar tarafından da piyasaya sunulur.

B. FİNANSAL YENİLİKLERİN NEDENLERİ

Günümüzde uluslararası finansal piyasalar yapısal olarak değişmektedir. Bu yapısal değişim süreci, aşağıdaki gelişmelerle kendisini göstermektedir:

1. Finansal yeniliklerin gözlenmesi,
2. Kredilerin finansal varlıklara dönüştürülmesi (securitisation),
3. Finansal işlemlerin belirli merkezlerde, örneğin New

¹² Frederic S. MISHKIN, The Economics of Money, Banking, and Financial Markets, 2nd Ed., Scott. Foresman and Company, Boston 1989.s.233.

York, Londra ve Tokyo yanında Zürich ve Frankfurt'ta toplanması,

4. Finansal piyasaların bütünleştirilmesi. Bir başka deyişle ticaretin sınırlar ötesine yayılması ve bunun sonucu olarak birçok yan piyasanın tek bir dünya finans piyasası altında toplanması.¹³

Yukarıda sıraladığımız bu gelişmeler bize uluslararası finans piyasalarının değişmekte olduğunu göstermektedir. Bu gelişmeler arasında sayılan finansal yenilikleri ortaya çıkaran birçok neden bulunmaktadır. Bu nedenlerin ortak noktası, bireylerin istekleri ve işletmelerin kurlarını maksimize etme amaçlarıdır. Diğer bir deyişle ekonomi açısından son derece faydalı olabilecek bir yeniliğin ardında yatan faktör zengin olma ya da zengin kalma arzusudur. Bu nedenle genel olarak finansal yenilikleri ortaya çıkaran nedenleri dört ana başlık altında toplayıp incelemek mümkündür.

1. Ekonomik Gelişmeler

Finansal yeniliklerin temelinde yatan ekonomik nedenler, istikrarsız çevre koşulları ve özellikle de bu koşullara bağlı olarak artan riskten kaynaklanmaktadır. Finansal sektörde faaliyet gösteren birey ve kurumlar 1960'lı yıllardan itibaren özellikle ekonomik şartlarda ve yapıda önemli değişikliklerle karşı karşıya kaldılar. Enflasyon ve faiz oranlarının hızlı bir biçimde yükselmesi ve bunun neticesinde enflasyon ve faiz

¹³ A. FETTAOĞLU, Finansal Piyasalarda ..., s.5.

oranlarını önceden tahmin etmenin güçleşmesi ile yeni birtakım finansal yeniliklerin ortaya çıkması kaçınılmaz oldu. Böyle bir ortamda bilinçli hareket etme gittikçe yaygınlaşmıştır. 1970 ve 80'li yıllarda finansal piyasalar daha riskli bir hale gelmiştir. Örneğin ABD'de 1950'lerde üç aylık Hazine Bonosunun faiz oranı %1-3.5 arasında dalgalanırken, bu oran 1970'lerde %4-11.5 ve 1980 lerde de %5-15 arasında değişim göstermiştir. Bilindiği gibi faiz oranlarında yaşanan büyük dalgalanmalar, önemli sermaye kazançlarına ya da sermaye kayıplarına neden olmaktadır. Bunun yanı sıra yatırımların getirisi konusunda da birtakım belirsizliklerin artmasına yol açmaktadır ki, sonuçta; faiz oranları ve yatırımların getirisinde ki değişmelerin yol açtığı belirsizlik neticesinde ortaya çıkan risk de faiz oranı riski olarak adlandırılmaktadır.¹⁴

Son 20 yılda faiz oranlarının artması, faiz oranı riskinin de artmasına neden olmuştur. Bu değişim sonucunda yeni finansal piyasalar ve yeni menkul kıymetler teşvik edilip, yaratılmışlardır. Örneğin; daha önceki dönemlere oranla özellikle 1980'li yıllardan itibaren daha yüksek bir faiz oranı riski yatırımcılar açısından borç senetlerinin (uzun vadeli mevduat sertifikaları gibi) çekiciliğini yitirmesine neden olmuştur. Sonuçta ise bu tür borç senetlerini finans piyasasına çıkaran yatırımcılar, bunların satın alınmasını sağlayabilmek için daha yüksek faiz ödemek zorunda kalmışlardır. Bu gibi nedenlerden dolayı gerek bankalar ve gerekse finansal aracı kurumları daha düşük faiz oranı riskine sahip senetleri geliştirerek faiz oranlarını düşürmek arzusuna sahiptirler.

¹⁴ M. İlker PARASIZ, Para, Banka ve Finansal Piyasalar, Ezgi Kitabevi, Bursa 1993, s. 4.

Yatırımcılar içinde aynı durum söz konusudur. Yani onlarda düşük oranlı faiz riskine sahip finansal piyasalarda yatırım yapmayı isterler. Bu durumda da ortaya yeni finansal araçlar çıkar. Bu finansal araçlardan üçü 1970'li yıllarda ortaya çıkmıştır.

a) **Değişken Faiz Oranlı Mevduat Sertifikaları ve İpotekli Krediler:** 1977 yılına kadar tüm mevduat sertifikaları sabit faiz oranlı olarak piyasaya arz ediliyordu. Örneğin %10 faiz oranlı 10.000 dolarlık 3 yıllık vadeli bir mevduat sertifikası, her yıl %10 faiz veriyordu. Fakat faiz oranlarının artması (örneğin %10'dan, %12 çıkması gibi) ile daha önceden düşük faiz ile alınan mevduat sertifikasını geri verip yeni faiz oranına göre düzenlenmiş mevduat sertifikası alınmak istendiğinde ortaya birtakım problemler çıkıyordu. Mevduat sertifikası devredilebilecek türden bir mevduat sertifikası ise bu sertifika satılabilirdi. Fakat bu durumda da satıştan dolayı ortaya bir sermaye kaybı çıkıyordu. Faiz oranlarının sık sık değişmesi durumunda, yüksek faiz oranı riski nedeni ile yatırımcılar sabit oranlı mevduat sertifikası satın almak konusunda kararsız kalacaklardır. Bu nedenle yatırımcılara bu tür sertifikaları cazip kılmak ve daha düşük maliyetle fon sağlayabilmek için 1977 yılında ilk defa Değişken Faiz Oranlı Mevduat Sertifikaları piyasaya çıkarılmıştır. Bu tür sertifikaların faiz oranları Hazine Bonosu faiz oranlarına bağlandığı için, faizlerin yükselmesi sonucunda yatırımcı daha yüksek bir faiz gelirine sahip olacaktır. Değişken faiz oranlı sertifikalar ilk olarak ABD'de 1977 yılında New York'un Morgan Guaranty Bank¹⁵ 'ında satılmaya

¹⁵ F.S MISHKIN, The Economics ..., s.236.

başlanmıştır. Bu tür sertifikalar kısa süre içinde çok popüler olmuştur.

İpotekli kredilere gelince; bilindiği gibi gerek yatırımcılar ve gereksede finansal kurumlar faiz oranı riskinin az olduğu durumlarda kredi açmanın cazip olduğunu bilirler. Bu nedenle 1975 yılında California'da bulunan Tasarru-Kredi Birlikleri, değişken faiz oranlı ipotek karşılığı kredi uygulamasına başladılar. Bu tür kredilerde Hazine Bonosu faiz oranına bağlıdır.¹⁶

Genellikle, Hazine Bonosu, faiz oranı değiştiği zaman bu tür kredilerin faiz oranı da değişir. Örneğin; bu tür kredilerin başlangıçtaki faiz oranı %10 olsun, 6 ay sonra 6 ay vadeli Hazine Bonosu faiz oranındaki artış veya azalış miktarına bağlı olarak, bu tür kredilerin faiz oranı da artar veya azalır ve geri ödeme de bunlara bağlı olarak değişim gösterebilir. Genelde bu tür krediler faiz oranları yükseldiği zaman finansal kurumlara daha çok faiz geliri getirme imkanı tanıdığı için bu tür kurumların kârlarının da yüksek olmasına neden olur.

Kredi veya kurumlar, değişken faiz oranlı ipotek karşılığı kredilerin bu özelliğinden dolayı başlangıçta düşük faiz oranlı krediler açmışlardır. Bu tür kredilerin açılması ise halk arasında olumlu karşılanmış ve bu tür krediler kısa sürede popüler hale gelmiştir. Fakat bu tür kredilerde geri ödeme miktarının artabilir olması nedeni ile de kredi talep edenlerin bir bölümü yine sabit

¹⁶ F.S MISHKIN, The Economics ..., s.236.

oranlı faiz oranlı ipotek karşılığı kredileri tercih etmeye devam etmektedirler. Bu nedenden ötürü, gerek sabit faiz oranlı ve gerekse de değişken faiz oranlı ipotek karşılığı krediler yaygın olarak kullanılmaktadır.

b) Finansal Araçlar İçin Future Piyasalar: Bir Future Piyasa, gelecekle ilgili sözleşmelerin yapıldığı bir piyasadır. Bu piyasada satıcı belli bir malı gelecekte belirli bir tarihte ve anlaşmaya varılan fiyattan alıcıya sağlamayı taahhüt eder¹⁷.

Özellikle 1975 yılından sonra finansal araçlara ilişkin yapılan future sözleşmeleri gündeme gelmiştir. Finansal future piyasası, gerek sözleşmeyi satanlara ve gerekse bu sözleşmeyi alanlara, faiz oranı riskine karşı bir koruma sağlamaktadır. 1970'lerden itibaren faiz oranlarının hızlı bir biçimde artması sonucunda, faiz oranı riskine karşı korunma ihtiyacı büyük önem kazanmıştır. Bu nedenle de çok sayıda yatırımcı finansal future piyasalarına girerek bu piyasalarda alışveriş yapmaya yöneldi. Sonuçta bu tür piyasalar gelişme trendine girdi. Bunun göstergesi de 1975 yılında buğday, mısır, soya gibi tarımsal ürünler için future piyasalarının oluştuğu Chicago Board of Trade'te ilk kez Government National Mortgage Association'a ait

¹⁷ Future sözleşmeleri ile iş yapmanın önemli bir özelliği, sözleşmenin yapıldığı günden sonra sözleşme fiyatı üzerinden elde edilecek kârın veya uğranılacak zararın hergün belirlenebilmesidir. Yani, gün sonunda sözleşmenin fiyatı 100\$ düşerse alıcı satıcıya derhâl 100\$ ödemek zorundadır. Eğer fiyat 100\$ yükselirse bu kez satıcı alıcıya 100\$'ı derhal ödemekle yükümlüdür. Malın tesliminin kararlaştırıldığı günde sözleşmeyi satın alan taraf satıcıya anlaşılan fiyatla o ana kadar ödemediği miktar arasında kalan farkı öder ve böylece ödenen toplam miktar anlaşılan orjinal fiyata eşit olur.

tahviller için future piyasasının yaratılmış olmasıdır. Günümüzde bu piyasalarda ticaret hacmi çok büyümüştür. Bugün future piyasalarında işlem gören mallar arasında ilk 10'a girenler Hazine Bonoları ve Tahvillerdir.¹⁸

c) Borç Araçları İçin Option Piyasası: Yatırımcılara cazip gelen bir başka finansal araçta optiondur. Option sözleşmesi ile bir tahvili belirli bir fiyattan satın alma (call option) veya satma (put option) hakkı elde edilmektedir. Söz konusu "belirli fiyat" işlem fiyatı olarak adlandırılmaktadır.¹⁹ Option sözleşmesi faiz oranı riskine karşı bir sigorta işlevi görmektedir. Optionların sigorta işlevi görmelerinden dolayı yatırımcılar option sözleşmeleri satın aldıklarında bu işlem için bir fiyat ödemek zorundadırlar. Bu fiyat "prim" olarak adlandırılır. Option piyasası faaliyetlerini 1973 yılında hisse senetleri için yürütmeye başlamıştır. Daha sonraları 1981'den itibaren borç araçları içinde option işlemlerinin yapılmasına gerek duyulmuştur. Bu işlemler Chicago Option Borsasında gerçekleşmiştir. Günümüzde gerek Chicago ve gerekse diğer büyük option borsalarında yalnızca Hazine Tahvilleri ve Bonoları değil aynı zamanda da future sözleşmeleri de option faaliyetlerine konu olmaktadır.²⁰

2. Teknolojik Gelişmeler

Finansal yenilikleri yaratan nedenlerden biri de teknik gelişmelerdir. Yani diğer bir deyişle bilgisayar ve iletişim alanında yaşanan teknik gelişmelerdir. Teknik alandaki bu

¹⁸ F.S. MISHKIN, The Economics ..., s. 238-239.

¹⁹ M. İ. PARASIZ, Para, Banka ..., s. 4-5.

²⁰ F.S. MISHKIN, The Economics ..., s.240.

gelişmeler aracı finans kurumlarının daha etkin bir biçimde ve verimli çalışmasını sağlar. Aynı zamanda da finansal işlemlerin gerçekleştirilmesini kolaylaştıran bilgisayar teknolojisi, maliyetleri azaltır. Özellikle bilgisayar teknolojisinde yaşanan hızlı gelişim, finansal kurumların lehine olmaktadır. Bilgisayarların ekonominin her alanına girip faaliyet göstermeleri sonucu, işlemler kısa ve hızlı bir sürede gerçekleşerek, zaman kaybını ortadan kaldırmakta ve etkinliği arttırmaktadır.

Teknolojik gelişmeler neticesinde ulusal piyasalar büyüyerek, uluslararası piyasalara dönüşebilmiştir. Gelişmeler uluslararası genelinde bilgi teminini ve iletişimini kolaylaştırdığı için finans piyasaları daha şeffaf bir hale gelmiştir. Aynı zamanda teknolojik gelişmeler sonucu bilgisayar kullanımına yönelik finansal yenilikler ortaya çıkmıştır. Bu yeni finansal hizmet ve araçlardan üçü aşağıda sırası ile ele alınmıştır:

a. Banka Kredi Kartları: Kredi kartları İkinci Dünya Savaşı'ndan çok önceleri birçok bireysel mağaza tarafından müşterilerine, kendi mağazalarında nakit olmaksızın alışveriş yapma olanağı sağlamak amacı ile yaratılmıştı. Daha sonraları özellikle İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra kredi kartları ulusal ölçüde büyük gelişim göstermeye başladı. Bu gelişimin öncülüğünde Diner' s Club yaptı. Diner' s Club tüm dünya bankalarında nakit kullanmaksızın restoranlarda yemek yeme olanağı sağlamak amacı ile kredi kartı yarattı. Diner' s Club'un

getirdiği bu yenilik daha sonra American Express ve Carte Blanche tarafından da başlatıldı. Fakat bu programların o zaman için yüksek maliyetli olması nedeni ile kartlar yalnızca pahalı alışveriş yapan seçkin kişiler ve ünlü iş adamlarına verilmiştir. Bu kredi kartı programınının maliyeti çalınan kartlar, geri ödenmeyen krediler, kartla gerçekleştirilen işlem maliyeti gibi nedenler sonucu arttıbilir.

Bankalar 1950'lerde sınırlı kesime hitap eden Diner's Club American Express ve Carte Blanche'nin kredi kartı uygulamalarını daha geniş bir yelpazeye yaymak istediler. Fakat yüksek maliyet nedeni ile bu uygulamaya yönelik çalışmalarında başarısız sonuçlar elde ettiler.

Daha sonraları 1960'ların sonları ve 1970'lerin başlarında ise bilgisayar teknolojisinde yaşanan hızlı gelişmeler sonucu kredi kartı maliyetleri çok düştü. Sonuçta da bankaların çıkardıkları kredi kartları oldukça karlı bir hale geldi. Banka kredi kartlarınının ne kadar kârlı oldukları Bank Americard ve Master Card uygulamaları ile görülebilir. Bank Americard, önce Bank of Amerika tarafından başlatılmış, fakat günümüzde tüm dünyada VISA olarak bilinen bağımsız kuruluş tarafından geliştirilmiş ve kabul ettirilmiştir.

Kredi kartları özellikle yurtdışında yapılan alışverişlerde normal banka çeklerinden daha yaygın bir biçimde tüketiciler tarafından kullanılmaktadır. Bugün tüm dünyada 200 milyon dolayında kredi kartı kullanılmaktadır. Bu da göstermektedir ki, kredi kartları başarılı bir uygulamadır.

b. **Menkul Kıymetleştirme (Seküritizasyon):** Menkul kıymetleştirme, likit olmayan finansal varlıkların, pazarlanabilir sermaye piyasası araçlarına dönüştürülmesidir²¹ Teknolojik gelişmeler neticesinde bilgisayar alanında yapılan gelişmeler bu dönüşümü hızlandırmıştır. Bilgisayarda gerçekleştirilen elektronik kayıtlar sonucunda finansal kurumlar bir gerçeği gördüler: Müşteriler için açılan ucuz krediler portföyü (ipotekler gibi) yine düşük maliyet ile bir araya getirilebilir. Bu ipoteklere ait olan faiz ve anapara ödemeleri toplanıp, kredi portföyleri üçüncü bir gruba ikinci kez satılabilir. Yalnız bu satış ancak bir menkul değer şeklinde gerçekleşebilir. Finansal kurumlar bu durumda yani menkulleştirilmiş krediden başkasının adına bu faiz ve anapara ödemelerini toplar ve bu toplama karşılığında da belli bir komisyon alır. İşte bu komisyon miktarı finansal kurumlar için bir kardır.

Menkul kıymetleştirmeye 1970'li yıllarda başlanılmıştır. Özellikle ipotek garantili senetlerin kıymetleştirilmeleri çok yaygın uygulanmıştır. Örneğin, kamu ipoteklerinin 2/3'ü menkul kıymetleştirilmiştir (ABD'de). Menkul kıymetleştirme yalnızca ipotek garantili senetlerle sınırlı kalmamıştır. Aynı zamanda otomobil kredilerinin, ticari kiraların ve bilgisayar kiralarının menkul kıymetleştirilmesi 1980'li yıllarda yayılmaya başlamıştır. Daha sonraları özellikle de ülkemizde 1992 yılı ortalarından itibaren çıkartılan **Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler, (VDMK)** (SPK tarafından 31. 07. 1992 tarihli Resmi Gazete'de bir tebliği ile

²¹ M. İ. PARASIZ, Para, Banka ..., s. 5.

Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Kurul Kaydına Alınmasına ve Genel Finans Ortaklıklarının Kuruluş ve Faaliyet İlkelerine Dair Esaslar uygulanmıştır.) bunun en tipik örneklerinden biridir.

Menkul kıymetleştirme, teknolojik gelişmeler özellikle de bilgisayar teknolojisi olmaksızın uygulanması mümkün olmayan bir araçtır. Fakat menkul kıymetleştirmenin günümüzde bu kadar yaygınlaşmasının tek faktörü de kesinlikle teknolojik gelişmeler değildir. Bu konuda teknolojik gelişmeler yanında devletde önemli bir rol oynamaktadır. Menkul kıymetleştirme konusundaki ilk uygulamalar devlete ait olan uygulamalardır. Günümüzde de bu piyasadaki varlıkların çoğu dolaylı ve dolaysız olarak devlet garantisine sahip olan varlıklardır. Devletin bu etkin rolü yanında vergi düzenlemelerinde gerçekleştirilen değişiklikler de unutulmamalıdır. Çünkü yapılan değişiklikler sonucu gayrimenkul ipotegine yatırım yapmak mümkün olmaktadır.

c. Finansal Piyasaların Uluslararasılaşması (Globalization): Bilgisayarlar ve gelişmiş telekomünikasyon olanakları, finansal piyasaların uluslararasılaşmasında temel faktördür. Euroequity'lerin (uluslararası işlem gören hisse senetleri) gözlenen başarısı son teknolojik olanakları kullanma, hisse senedi fiyatlarını ve bilgileri anında tüm dünyaya ulaştırma olanaklarına sahip araçlardan kaynaklanmaktadır. (Euroequity, esas olarak yurtdışındaki kurumsal müşterilere satılan hisse senedir²²) New York ya da Tokyo'da faaliyette bulunan araçlar, borsaların aksine (bilindiği gibi borsaların

²² F.S. MISHKIN, The Economics ..., s. 243.

çalışma saatleri sınırlıdır) günün yirmidört saatinde alışveriş yapabilirler. Uluslararası telekomünikasyon olanakları sayesinde maliyetlerin ucuzlaması, yatırımların yurtdışında da yatırım yapmasını kolaylaştırıp, cazip bir hale getirmektedir.

Günümüzde artık hisse senetleri ve tahviller günün yirmidört saatinde uluslararası piyasalarda alınıp satılmaktadır. Bu da dünyanın globalleştiğinin bir göstergesidir.

3. Yasal Düzenlemeler

Alınan yasal düzenlemeler sonucunda da ortaya finansal yenilikler çıkabilir. Yasal düzenlemeler, bankacılık sektörünün kâr elde etmesini olumsuz etkileyecek önemli sınırlamalar getirmiştir. Bunun sonucunda da ortaya birtakım finansal yenilikler çıkmıştır. Örneğin, ABD'de finansal yeniliklerin ortaya çıkmasında bankacılık sektöründe alınan yasal önlemler, özellikle de yüksek faiz uygulamaları etkili olmuştur. 1980'li yıllara kadar enflasyon oranının artması sonucu, yüksek faiz oranları bu sektöre getirilen kısıtlamaların daha da zorlaşmasına neden olmuştur. Neticede bu sektörde finansal yeniliklerin ortaya çıkması kaçınılmaz olmuştur.

Bankacılık sektöründe; bankaların ellerindeki mevduatların belirli bir oranını rezerv olarak tutmak zorunda oldukları karşılık bulundurma zorunlulukları ve mevduatlara verilen faiz oranlarına getirilen kısıtlamalar sonucu son yıllarda finansal yenilikler ortaya çıkmıştır. Bu finansal yenilikler mevcut yasal

düzenlemelerden kaçınmak amacı ile doğmuştur. Aşağıda sırası ile bu tür yenilikler ele alınmıştır.

a. Eurodollar'lar ve Banka Ticari Senetleri: Eurodollar'lar; yurtdışında dolar üzerinden açılmış olan ABD vatandaşlarına ait mevduatlardır. Bu mevduatlar ABD dışındaki bankalara yatırıldığı için, bunların karşılık bulundurma zorunluluğu yoktur. Bu nedenle cazip bir finansal yeniliktir. Aynı şekilde herhangi bir bankanın yan kuruluşu tarafından çıkartılan ticari senetler (finansman bonosu) bir mevduat değildir. Dolayısıyla bu tür senetler içinde karşılık bulundurma zorunluluğu yoktur. Bu nedenle 1960'ların sonlarından itibaren gerek Eurodollar'lar ve gerekse de banka ticari senetleri hızlı bir biçimde yaygınlaşmıştır.

b. NOW Hesapları: ABD'de çek hesaplarına faiz ödenmesinin yasak olması nedeni ile 1970 yılında Massachusetts'deki bir Tasarruf Bankası bu konuda yeni bir girişimde bulundu. Banka, çeki devredilebilir çekiş emri (negotiable order of withdrawal-NOW) olarak adlandırılan, bu tür hesapları yasal çek hesabı tanımının dışında bıraktı. NOW hesaplarına faiz ödenmesi sözkonusuydu. 1980 yılında ise; ABD'de de NOW hesaplarının yasallaşması ile tüm bankalar bu hesap çeşidine yöneldiler.

c. ATS Hesapları: Çek hesabına efektif olarak faiz ödenmesine olanak veren bir diğer yenilik, ATS (Automatic-Transfer Savings-Tasarruf Hesabından Otomatik Transfer) hesaplarıdır. Bu hesaba bir çek yazıldığında, çekteki yazılı

miktar, otomatik olarak tasarruf hesabından çek hesabına transfer edilir. Nitekim tasarruf hesabına yatırılan ankesler faiz geliri elde eder. Aynı zamanda bu hesap mevduat sahibinin çek hesabında bir parçasıdır.

d. Bir Gecelik Repo: Ticari bankalar ATS hesapları dışında başka bir hizmette sunarlar. Bu hizmet Bir Gecelik Repo'nun yapılması için "sweep (süpürge) hesapları" adı verilen ara hesapların kullanılmasıdır. Bu hesap biçiminde; bir şirketin çek hesabında tutulan miktar belli bir oranı aştığında günün sonunda aşan miktar bu çek hesabında silinmekte ve faiz getirisi sağlayan bir gecelik repo için yatırım yapılmaktadır. Repo, bir şirketin bankayla yaptığı anlaşma sonucu satın almayı kabul ettiği Hazine Bonolarını bankanın ertesi gün az da olsa daha yüksek bir fiyatla geri satın alma anlaşmasıdır. Sonuçta yasal olarak çek hesabı faiz geliri sağlamazken, şirket bir faiz geliri elde etmektedir. Bu da şirketler için önemlidir.

e. Para Piyasası Yatırım Fonları: Para piyasası yatırım fonları; mevduatlar için faiz sınırlaması getirilmesi, karşılık bulundurma zorunluluğu ve mevduatlar için vergi ödeme zorunluluğundan kurtulmak için geliştirilmiştir. Sonuçta yeni bir finansal kurum oluşturulup, bu kurum pay satmaktadır. Para piyasası yatırım fonları, toplamış oldukları fonları kısa vadeli para piyasası menkul kıymetlerine dönüştürmektedirler' ki, bu menkul kıymetler arasında Hazine Bonosu, Finansman Bonosu sayılabilir. Bunlara ilave olarak kişilerde bu yatırım fonuna, ellerinde bulunan paylar nispetinde çek yazabilirler. Para

piyasası yatırım fonu, karşılık ayırma yükümlülüğünde olmadığı için, bankaların karşılaşmış olduğu faizle ilgili katlamalar nedeni ile bankalardan daha yüksek oranda faiz verebilme durumundadırlar.

Para piyasası yatırım fonu 1971 yılında Bruce Bent ve Henry Brow tarafından kurulmuştur. Günümüzde bu fon kapsamında toplanan miktar 300 milyar doları aşmaktadır. Bu da göstermektedir ki; en başarılı finansal yenilik, para piyasası yatırım fonudur.²³

f. Varlığa Dayalı Menkul Kıymet (VDMK): İşletmelerin aktiflerinde yer alan ve gelecekteki bir zaman dilimine dağıtılmış nakit girişlerini menkul kıymete dönüştürmek suretiyle alım satım konusu yapabilmelerini sağlamaktır,²⁴ şeklindeki bir tanımlama Varlığa Dayalı Menkul Kıymetleri ifade eder.

Varlığa Dayalı Menkul Kıymet ihracını ilk olarak, Amerika Birleşik Devletleri başlatmıştır. 1970'li yılların sonlarında başlanan bu uygulamaya en yaygın kullanım alanı yine bu ülkede sağlanmıştır. 1990 yılı sonu itibarı ile ABD'de yalnızca kredi kartı ve otomobil kredileri ile ilgili olarak toplam 90 milyar dolarlık menkul kıymet ihraç edilmiş ve tüm kredilerin 1/3, den fazlası menkul kıymete bağlanmıştır. ABD, dışındaki ülkelerde bu olay daha yenidir. VDMK'lerin, ABD dışında yaygın olduğu ülkelerin başında İngiltere ve Japonya gelmektedir.

²³ F.S MISHKIN, konu ile ilgili daha geniş bilgi için bkz. s.243-247.

²⁴ Tefik GÜNGÖR, "Olayların İçinden-VARLIĞA DAYALI MENKUL KIYMETLER", Dünya Gazetesi, 22.07.1992, s.2.

VDMK'ler 1992 yılı ortalarından itibaren de Türk sermaye piyasasına girmiştir. Ülkemiz açısından yeni bir finansal araç olan VDMK'ler kısa bir süre içinde büyük bir ilgi görerek kabul edilmiş ve özellikle bankacılık sektöründe ihraç edilmiştir.

Mevcut yasal düzenlemelerden kaçınmak amacı ile ortaya çıkan finansal yenilikler yanında, getirilen yeni yasal düzenlemeler ile de yeni tür finansal faaliyetler karlı hale getirilerek, finansal yeniliklerin teşvik edilmesi mümkün olmuştur. Aşağıda 1970'li yıllar boyunca gerçekleştirilen yasal düzenlemelere ilişkin değişiklikler sonucu ortaya çıkan bazı finansal yenilikler (para piyasası sertifikaları iskonto komisyonculuğu, düzenlemelerdeki değişiklikler) ele alınmıştır.

g. Para Piyasası Sertifikaları: ABD'de piyasa faiz oranlarının bankaların mevduatlara verdiği maksimum faiz oranları düzeyinin çok üstüne çıkması sonucu bu kurumların önemli ölçüde mevduat kaybetmelerine neden oldu. Kuruluşların bu nedenden ötürü 6 aylık para piyasası sertifikaları çıkarmalarına izin verildi. Para piyasası sertifikaları, tasarruf mevduatlarının çok üstünde faiz getirisi sağladığı için, kaynak toplama konusunda oldukça başarılı olmuşlardır.

h. İskonto Komisyonculuğu: ABD'de de 1975 yılına kadar, hisse senedi borsalarında sabit ve yüksek düzeyde aracılık komisyonu alınması bir kuraldı. Fakat 1975 yılı içinde SEC (Securities and Exchange Commission-Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu) yüksek aracılık komisyonu alma uygulamasına son vererek aracı firmaların fiyatlarda birbirleri ile rekabet

etmelerine imkan tanıdı. Sonuçta "İskonto Komisyonculuğu" adı verilen yeni bir komisyonculuk türü ortaya çıktı. İskonto komisyoncularının ortaya çıkmasından sonra aracılık komisyonları büyük oranda düşüş göstermiştir.

1. **Düzenlemelerdeki Değişiklikler:** Finansal kurumlar nasilki kendilerine getirilen düzenlemelere yanıt olarak yeni yenilikler geliştirmişlerse, aynı şekilde düzenlemeleri yapan yetkililerde finansal yenilikler karşısında yasal düzenlemeleri değiştirebilirler.

Son 20 yıl içinde yasal düzenlemeleri yapan otoritelerin amacı; finansal sistemde istikrarın sağlanması için banka iflaslarına engel olmaya yönelik yeni önlemlerin alınması ve konutu olmayanlara, konut sahibi olmaya teşvik etmeleridir. Bunun içinde ipotek karşılığı kredi veren kurumlara kaynak yaratılması için yeni ve değişik önlemlerin alınması söylenebilir.

ABD'de 1960'lı ve 70'li yıllarda bankacılık sektörü ile ilgili yasal düzenlemeler değiştirildi. Çünkü bir gecelik repo anlaşmaları ve para piyasası yatırım fonları bu dönemde çok başarılı olurken, ipotek karşılığı kredi veren kurumlar özellikle de bankacılık sektörü, bundan olumsuz etkilenirken yeni birtakım yasal düzenlemelerin gerçekleştirilmesi kaçınılmaz oldu. Faiz oranlarındaki artışta ticari bankaların güç finansal problemlerle karşı karşıya kalmasına neden oldu. Sonuçta kapsamlı bir finans reformu gerekliliği ortaya çıktı. Bu konudaki

yasal düzenlemelerden ilki 1980 tarihli Mevduat Kurumları Deregölasyonu ve Parasal Kontrol Yasası (DIDM CA) ile 1982 tarihli Mevduat Kurumları (Garn-St Germain) Yasası'nı sıralayabiliriz.²⁵

4. Davranış Değişiklikleri

Finansal yenilikler; yeni ürünleri, yeni teknikleri, yeni kurumları içerir demiştik. Bütün bunlar zamanla beraber değişim ve gelişim gösterirler. Aynı şekilde finansal yenilikleri kullanan bireylerin gereksinimleri de zamana bağılı olarak değişim gösterir. Finansal yeniliklerin ve dolayısıyla da finansal kurumların amacı, bu gereksinimleri karşılayacak yeni yenilikler bulmaktır. Bireylerin davranış değişiklikleri nedeni ile; ekonomik ve teknolojik gelişmeler sonucu ortaya çıkan yasal düzenlemelerle banka kredi kartları, option sözleşmeleri, future piyasaları... vb. oluşturulmuştur. Finansal yeniliklerin nedenleri başlığı altında incelediğimiz yeni finansal yenilikler, zamanla beraber değişen ödeme ve tüketim alışkanlıklarının birer göstergesi olmaktadır.

C- FİNANSAL YENİLİKLERİN HEDEFLERİ

Finansal yeniliklerin başlıca hedefi; enflasyonun yaşandığı bir ortamda, enflasyondan kaynaklanan riskin taraflara dağıtılması ya da bu riskin ortadan kaldırılmasıdır. Günümüzde, özellikle 1980'li yıllardan itibaren sermaye piyasasında yatırım kararlarını etkileyen önemli nedenler arasında faiz ve enflasyon

²⁵ Ayrıntılı bilgi için bkz. F. S. MISHKIN, "The Economics ...", s. 247-251.

oranları ile kambiyo rejimi yer almaktadır. Bu nedenle yatırımcı için olduğu kadar, bu yatırımdan yararlanacaklar için de aynı öneme sahiptir. Bu durumda gerek yatırımcı ve gerekse de borçlu için, faiz ve enflasyon oranları ile kambiyo rejimi en iyi biçimde dağıtan, aktaran veya bunları sınırlayan finansal araçlar önemli olmaktadır. Unutulmaması gereken ise; finansal yenilikleri ortaya çıkaran başlıca hedefin yalnızca riske karşı koruma veya riski aktarma ve spekülasyon amacıyla riski sınırlandırmanın imkansız olduğudur. Bunların yanında yatırım esnekliği, maliyet esnekliği, maliyeti düşürme, likidite gibi hedefler de sayılabilir. Bankacılık sektörü, yatırımlar ve tabiki borçlular gibi taraflara yararlı olabilme ölçüsü de bu hedeflerin bileşimine bağlı olmaktadır.

D- FİNANSAL ALANDA YENİ TEKNİKLER

1. Varlığa Dayalı Menkul Kıymet (VDMK) ler

1970'li ve özellikle 1980'li yıllarda mali piyasalar bir dizi yeniliğe sahne oldu. Bu yeniliklerden biri de **Varlığa Dayalı Menkul Kıymet (VDMK)**'lerdir. VDMK, ilk olarak 1978 yılında ABD'de ortaya çıktı. ABD'yi sırası ile İngiltere, Japonya gibi gelişmiş ülkeler takip etti. Fakat ABD dışındaki ülkelerde VDMK çok sonraları uygulamaya konulmuştur.

Finansal piyasalarda artan rekabet, yüksek sermaye gereksiminini gerektirirken, var olan munzam karşılık oranları ve disponibilitate gibi yasal yükümlülükler faiz marjlarını giderek daralttı. Mali piyasalarda bir yenilik olarak da menkul kıymetlere bu engelleri aşmak amacı ile ortaya çıktı. Menkul

kıymetleşme ile bilanço dışına çıkarılan alacaklar, yükseltilmiş sermaye yeterlilik oranlarına ulaşılmasını mümkün kılarken, aynı zamanda VDMK karşılığında sağlanan fonlar, mevduat munzam karşılığı ve dispozi-bilite gibi yükümlülüklerden kurtulurken, fon maliyetini azaltmıştır.²⁶

VDMK'lerde her türlü düzenli nakit girişi karşılığında menkul kıymet çıkarmak mümkün olmakla birlikte, en yaygın kullanım alanı alacaklar karşılığında olmaktadır.

Düşük tutarlı senet veya sözleşmelerden oluşan ancak çok sayıda borçlunun bulunduğu alacak portföyleri bu tür menkul kıymet ihraçlarının esas kaynağını teşkil etmektedir. Bu nedenden ötürü daha çok tüketici kredileri, kredi kartı alacakları, konut kredileri, otomobil kredileri, menkul kıymet ihracına konu olmaktadır.

Gelişmiş ülke ekonomilerinde menkul kıymetlere dönüştürülmüş bu tür alacak portföyleri büyük meblağlı ticaret alacaklardan daha az riskli olarak görülmekte ve daha kolaylıkla tedavül edilmektedir. Bunun nedeni çok sayıda alacaktan oluşan sözkonusu havuzlarda, riskin çok dağılması ve önceki tecrübelerle dayanarak geri dönmeme oranının kesine yakın bir şekilde tahmin edilmesidir. Riskin somut bir şekilde hesaplanabilmesi alım satım konusu yapılacak alacaklar için bir pazar fiyatı oluşturmakta ve tıpkı bir meta gibi alım satımını mümkün kılmaktadır.²⁷

²⁶ Kürşat AYDOĞAN, "Varlığa Dayalı Menkul Kıymet ve Yurtdışı Uygulamaları", İktisat İşletme ve Finans Mali ve Ekonomik Sorunlara Yönelik Aylık Yayın, Yıl:8, Sayı: 84, Mart 1993, s.27.

²⁷ T. GÜNGÖR, Olayların İçinden ..., s.2.

Daha öncede belirttiğimiz gibi VDMK'lerin ihracının şimdiye kadar en yaygın olarak kullanıldığı ülke ABD olmuştur. ABD bu bakımdan VDMK ihracında dünyada birinci durumda bulunmaktadır. Örneğin Bank Of Amerika, 1987 yılında kredi kartı alacakları karşılığında çıkarmış olduğu VDMK'ler 653 milyon dolardır (863 bin adet hesabın toplamını ifade etmektedir).²⁸

Ülkemizde özellikle bankalar son bir yıl içinde VDMK ihracına yönelmişlerdir. Çünkü, bankalar ayırmak zorunda oldukları yasal karşılıklar ve genel disponibilite gibi maliyetleri yükseltici düzenlemeler yüzünden kurtulmak amacı ile VDMK ihracına yönelmişlerdir.

VDMK ihracı, yalnızca bankalarla sınırlı olan bir uygulama değildir. Aynı zamanda bu uygulama sınai işletmeler içinde geçerlidir. Elllerinde önemli miktarlarda alacak senedi bulunan ve nakit gereksinimleri olan firmalar, alacaklarını vadelerinden önce paraya çevirme yoluna başvurabilirler. Bu nedenle gerek firmalar ve gerekse de bankalar açısından VDMK ucuz bir finansman kaynağıdır.

Yukarda VDMK ihracının yalnızca bankalarla sınırlı olmadığını, bu uygulamanın sınai işletmeleri için de geçerli olduğunu belirtmiştik. Gelişmiş batı ülkelerinde VDMK genellikle güçlü sanayi kuruluşları tarafından çıkarılıp, bu yoldan satış ve ihracat finansmanına kaynak yaratırlar. Bu konuda ABD'de

²⁸ K. AYDOĞAN, Varlığa Dayalı ..., s.28.

General Motor Acceptance Corporation (GMAC)'u²⁹ örnek gösterebiliriz. Bir sonraki bölümde bu konu daha detaylı bir biçimde ele alınıp, incelenecektir.

2. Swap İşlemler

Uluslararası piyasalarda ortaya çıkan döviz rizikosunu azaltmak amacı ile Swap İşlemleri'nden yararlanılır. Swap işleminde; bir döviz tutarı, taraflarca belirlenen vade üzerinden satın alınmakta ve yine aynı alım satım sözleşmesinde yer alan aynı taraflarca döviz tutarı vadesinden önce ya da sonra satılabilmektedir. Anlaşmaya varılan süre için farklı vadelere sahip, birbirine zıt iki döviz işlemi birleştirilerek ve farklı iki para birimi taşıyan tutarlar taraflar arasında değiş tokuş edilerek yeni bir finansal işlem gerçekleştirilir.

Swap işleminde karlılık en önde gelen neden olmakla birlikte, bunun yanında; para birimi, süre, tutar gibi nedenlerde etkili olmaktadır. Swap işlemleri, faiz değişimleri, döviz kuru rizikolarının paylaşılması gibi nedenler için kullanılır. Özellikle de finansal kredilerde döviz kurunun korunmasına yönelik olarak kullanılır. Aynı zamanda swap işlemleri destekleyici ve güçlendirici bir rolde üstlenmektedirler. Bilindiği gibi kredi tek yönlüdür. Kredi olayında bir taraf diğerine kaynak aktarır. Oysa swap işlemlerinde durum farklıdır. Taraflar karşılıklı olarak birbirlerine satış yapmaktadırlar. İki taraftan biri, diğerine belirli bir süre için bir para birimi üzerinden satış yaparken, diğeri de birincisine başka bir para birimi üzerinden karşılığını satmaktadır. Sonuçta iki tarafında

²⁹ K. AYDOĞAN, Varlığa Dayalı ..., s.29.

parası artmaktadır. Swap işlemleri, kredi açılmasına hizmet etmemekle birlikte paranın artmasına neden olmaktadır.

Swap işlemleri, para, faiz ve para-faiz swapı olmak üzere üçe ayrılarak incelenir:

a. **Para Swap'ı:** 1970'li yılların başında döviz rizikosunu azaltmak amacı ile geliştirilip kullanılmış bir tekniktir. Para-swap'ı; bir para birimindeki sermayenin ve bu sermayeden doğan faizin, diğer bir para birimindeki bir sermaye ve bu sermayenin yarattığı faize dönüştürülmesini ifade eder.

b. **Faiz Swap'ı:** Uluslararası sermaye piyasalarında faiz-swap'ı önemli bir konuma sahiptir. Faiz swap'ı finansal piyasalarda, farklı kredibiliteye sahip iki tarafın aynı para birimli, fakat farklı faiz tabanına dayalı ödeme yükümlülüklerinin değiş tokuş işlemidir.

Faiz-swap' ları farklı ilgi alanlarını birleştirmektedir. Fonları geniş piyasa kesimlerine veya üçüncü piyasalara yönlendirmektedir. Çoğu kez faiz-swap' ı, bir banka ile bir üretici işletme arasında meydana gelmektedir.

c. **Faiz- ve Para-Swap'ı:** Bu swap türünde, taraflar yıllık olarak karşılıklı ödenmesi gerekli olan faiz yükümlülükleri yanında, finanse edilen sürenin başında cari faiz döviz kuru üzerinden sermaye tutarlarını değiş tokuş ederek, sürenin sonunda aynı kur üzerinden döviz tutarının geri değiş tokuşunu yapmaya yükümlüdür.

3. Option İşlemler

Genelde Option; bireyin elinde tuttuğu, belirlenen süre (option süresi) içinde ve önceden varılan anlaşmaya dayalı kur (temel kur) üzerinden, cins ve miktarına göre belirlenen sayıda finansal varlığı satın alma ya da satma yetkisi veren bir haktır, fakat yükümlülük değildir. Bu amaca yönelik olarak, menkul değer borsalarında option ticareti için birçok yerli ve yabancı menkul değer kote edilmektedir. Option işlemler, borsadaki işlem hacmini genişleten bir işlem yöntemidir. Bu açıdan da finansal yenilikler içinde önemli bir pozisyona sahiptir. Option işlemler de kendi aralarında döviz- ve faiz- optionları olmak üzere ikiye ayrılarak incelenirler:

a. Döviz-Option' ları: Bir primin ödenmesi karşılığında alıcısına, önceden anlaşılan fiyat (temel fiyat) üzerinden belirlenen sürenin sonuna kadar satın alma (call-option) ya da satma (put-option) hakkının sağlanma-sıdır. Son yıllarda uluslararası piyasalarda işlem görmeye başlamışlardır. Döviz-option' ları 1982 yılında Euro-piyasa'da, 24 Ocak 1984'de de Chicago Borsası'nda işlem görmeye başlamıştır.

Para birimli döviz-optionları çeşitli alanlarda kullanılmaktadır. Özellikle yabancı para birimli borç ve alacakların döviz rizikosunu ortadan kaldırmak amacı ile finans yöneticileri, döviz optionlarını kur koruma aracı olarak kullanmaktadır. Bunun yanında yabancı ülkelerde ihalelerde de döviz optionları geniş bir kullanım alanı oluştururlar. Aynı zamanda özel yatırımcılar için de cazip bir araç konumundadır.

b. Faiz-Option' u: Faiz-option' u, bu optiona sahip olana belirlenen bir zamanda bir faiz oranı ya da belirlenen bir fiyat üzerinden bir menkul değer alma ya da satma olanağı sağlayan haklardır. Aynen döviz-optionlarında olduğu gibi, faiz-optionunda da, bu optiona sahip olan option satıcısına bir prim ödenmektedir. Bu ödenen primin tutarı da; geçmiş dönemlerin faiz değişkenliği, temel fiyatın cari piyasaya oranına yakınlığı gibi etmenlere bağlıdır. Faiz dalgalanmalarından kaynaklanan rizikolardan korunmaya yarayan bir araçtır. Faiz-optionları genelde esnek bir araç konumundadır. Gerek borsa içinde ve gerekse de borsa dışında işlem görebilirler. Borsa dışında işlem gören faiz-optionları, büyük ölçüde bankalar tarafından satılmaktadır.

Genelde faiz-optionları piyasasında geçerli olan kural; düşen faiz oranlarında ve bunlara uygun olarak gerçekten yüksek sözleşme fiyatlarında alım optionlarının edinilmesi uygundur. Ya da bunun tüm tersi durumunda, yükselen faiz oranlarında ve bunlara uygun olarak düşen sözleşme fiyatlarında satış-optionlarının alınması önerilmektedir.³⁰

4. Değişken Faizli Tahviller (Floating-Rate-Bonds)

Özellikle 1983 ve 1984 yıllarında dolar ve faiz oranlarının artan bir eğilim göstermesi, faizlerin artması, kur dalgalanmaları ve bunlara paralel olarak ortaya çıkan belirsizlikler neticesinde klasik, değişmez faizli tahvillere alternatif olarak ABD ve Euro-piyasalarda yeni, **Değişken Faiz Oranlı Tahviller** çıkarılmıştır.

³⁰ Konu ile ilgili daha geniş bilgi için bkz: Abdurrahman FETTAOĞLU, Finansal Piyasalarda..., s.13-33.

Değişken Faizli Tahviller (FRB)'in, başarılı olmasında bankalar özellikle de Euro-piyasalarda çalışan bankalar önemli bir rol oynamışlar-dır. FRB'lerin süreleri normal olarak 5 veya 10 yıllıktır. Yalnız yakın zamanlarda bu sürenin 15 yıla ve bunun da üstüne çıkarıldığı görülmüştür.

FRB, faiz oranlarının dalgalandığı, sonuçta yatırımcıların kısa süreli yatırımlardan kaçındıkları zamanlarda borçlanma uzun süreli kaynağa sahip olma imkanı sağlamaktadır. Bu nedenle FRB'ler emisyoncular açısından üstün bir araç konumundadır. Buna karşın FRB'nin sakıncaları da vardır. Örneğin, gelecek dönemlerde faiz ödeme zorunluluğuna göre tahvil çıkaran yatırımcılar için oluşacak belirsizliklerin yanı sıra faiz düzeyinin yükselmesi sonucu artacak olan faiz maliyeti söylenebilir.

5. Çift Para Birimli Tahviller (Dual Currency Bonds)

Bir yandan emisyon bedeli ve faiz ödemelerinin, öbür yandan itfasının olmak üzere iki farklı para birimi üzerinden yerine getirilen tahvillerdir. Bu tür tahviller ilk olarak 1982 yılında Transamerica Finanse tarafından çıkarılmıştır. İki para birimi üzerinden farklı emisyon verimliliğinin bulunması nedeni ile de emisyoncular ülke içindeki yüksek faiz yükünü azaltmak amacı ile Çift Para Birimli Tahviller (DCB)'i, kullanırlar. Bu bağlamda da DCB ilginç bir finans seçeneğidir. DCB'lerin en yaygın olduğu sermaye piyasalarından biri, İsviçre Sermaye Piyasası'dır. Bu piyasanın belirlediği koşullara uygun olarak çıkarılıp, bu piyasada kote edilmektedir.

DCB'nin emisyoncular açısından üstün tutulmasının önemli bir nedeni, faiz düzeyleri arasındaki fark nedeni ile kaynak maliyetini düşürmesidir. DCB, rizikoya istekli olan ve uluslararası yatırımlara yönelik yatırım yapan yatırımcılar için uygun bir araçtır.

6. Kuponsuz Tahviller (Zero Coupon Bonds)

İlk olarak PEPSİCO tarafından 1981 yılında ABD'de çıkarılan **Kuponsuz Tahviller**, uluslararası sermaye piyasalarında ilgiyle karşılandıkları için Euro-piyasalarda başarılı bir biçimde satılmışlardır. Sonuçta yatırımcıların istekli olması ve bu tür tahvilleri satın almaya yönelmesi ile 1982 yılında diğer işletmelerde (American General Motors, Dünya Bankası, IBM... gibi) kuponsuz tahvilleri çıkarma yoluna gitmişlerdir.

Bu tür tahvillerin kısa sürede büyük bir ilgi ile karşılaşmasının en önemli etmeni de; son yıllarda işletmelerde görülen likidite darlığıdır. Kuponsuz Tahviller, faizleri vade sonunda çıkarıldığı andaki tutarla birlikte yatırımcılara ödendiği, borçlanma senetleridir. Faizler düzenli bir biçimde (yani faiz ödemelerine uygun olarak altı aylık ya da yıllık) ödendiği için işletmeler açısından cazip bir araçtır.

7. İndirimli (İskontolu) Tahviller (Discount Bonds)

Uluslararası piyasalarda kuponsuz tahvillerin gelişmesine ve yaygınlaşmasına öncülük eden **İndirimli Tahviller**, ilk olarak 1981 yılında ABD de Martin Marietta Corporation İşletmesi

tarafından çıkarılmıştır. Faiz oranının çıkarıldığı andaki piyasa faiz oranının altında olan ve toplam süre boyunca değişmeyen nominal faiz oranlı olarak düzenlenen ve uygun bir çıkarım indirimi ile çıkarılan tahvillerdir. Bu tür tahviller vade sonludur ve getirisi de, vade sonunda ya da tahvillerin satışından elde edilmesinden dolayı ödenmesi yüksek olan tahvillerdir. Bu açıdan da avantajlı olmaktadır.

8. Döviz Optionlu Tahviller (Multiple-Currency Clause Bonds)

İlk olarak 1982 yılında çıkarılan Euro-piyasalarda yaratılan yeni senetler arasında yer almaktadır. Döviz Optionlu Tahviller, yatırımcıya faiz ve itfa bedellerinin ödenmesi aşamasında iki veya daha fazla para birimi arasında seçme hakkı tanır. Yatırımcı bu para birimleri arasında seçeceği ve çıkarıldığı anda kararlaştırılmış olan dövizler, Option Dövizler olarak adlandırılır. Sonuçta tahvil, çıkarıldığı anda iki veya daha fazla para birimi üzerinden belirlenmiş döviz kuruna sahip olmaktadır.

Bu tür tahviller uluslararası tahvil alanında yatırımcıların yüksek, döviz rizikoları ile karşı karşıya kalmalarına neden olan döviz kuru dalgalanmaları sonucu ortaya çıkmıştır. Bu tür tahviller çoğunlukla, dikkatli olan ve rizikodan kaçınan yatırımcılara uygun olmakla beraber sakıncalı tarafı da, oldukça düşük olan ve sonuçta yoksun kalınan faiz getirilerinden kaynaklanmaktadır.

9. Ecu* Tahviller

Ecu (European Currency Unit) yapay bir para birimidir. 1958 yılında Ecu, Euro-tahvillerde US-\$ ve DM'den sonra üçüncü önemli para birimi olarak piyasaya sunulmuştur. 1981 yılında Ecu Tahviller, Euro-piyasalarda önemli bir yere sahip olmuştur. Yabancı para birimli tahvillerle bağlantılı bulunan döviz rizikolarını ortadan kaldırmak ya da bu rizikoları en aza indirmek amacı ile yapılan çalışmalar sonucunda uluslararası sermaye piyasalarında, emisyon kurumları tarafından yeni birtakım tahvil sistemleri geliştirilmiştir. Bu tür tahvillerde yapay bir para birimi sözleşme dövizini olarak esas alınmıştır. Sonuçta ortaya bir para birimine bağlı olmayan ancak yapay bir para biriminin değerini gösteren tahviller çıkmıştır. Bu bağlamda Ecu'da yapay olarak geliştirilen para birimlerinden biri olmuştur.

Ecu Tahviller, genel olarak halka sunulmakta ve Lüksemburg borsalarında kote edilmektedir. 1984 yılından itibaren kuponsuz ya da değişken faizli tahviller şeklinde çıkarılmaya başlanmıştır. Bu tahviller 3-15 yıl arasında değişmez süreli olarak belirlenmiştir.

10. Mevduat Sertifikası (Certificates Of Deposits)

İlk olarak 1966 yılında First National City Bank tarafından çıkarılan Mevduat Sertifikaları (CD), para piyasalarının önemli bir aracıdır. Bankalar tarafından gerek kaynak temini ve gerekse de yatırım hedefleri için kullanılmaktadır.

(*) Avrupa Para Birimi

Mevduat Sertifikaları, genelde değişmez faizli, yasal yapısı açısından, taşıyan adına düzenlenen ve aynı zamanda süre ve standartlarına göre esneklik gösteren kağıtlardır. Bu tür sertifikalar bankalarda bulunan mevduatlar üzerinden düzenlenen ve para piyasalarında işlem gören belgelerdir. Mevduat Sertifikalarının süresi normalde 20 gün ile 5 yıl arasında değişebilir. Sertifikalar süre sonunda nominal değerleri üzerinden itfa edilirler. CD'ler yatırımcılar için ilginç bir seçenek olmaktadır. Müşterilerin istekleri doğrultusunda çıkarıldıkları için aranılan kağıtlar niteliğindedir. Mevduat Sertifikaları satın alanın adına çıkarılabildiği için, gizliliğe önem veren yatırımcılar tarafından cazip bulanmaktadır.

11. Finansman Bonosu (Commercial Paper)

Finansman Bonosu, para piyasasında görülen bir yeniliktir. Enflasyonist bir ortamda, sıkı para politikasının uygulanması sonucunda emisyon olanakları daralmakta ve kredi olanakları azalmaktadır. Bunun yanı sıra enflasyonist ortamda; işletmeler çalışma sermayesi de artmaktadır. Kredi olanaklarının daraldığı bir ortamda da işletmeler, çalışma sermayesi finansmanına gereksinim duyarlar. Bunun içinde Finansman Bonosuna (CP) başvururlar.

Finansman Bonosu, kredibilitesi yüksek güçlü işletmelerin kısa süreli, genel olarak güvencesiz ve taşıyanın adına çıkarılan borçlanma senetleridir. Bu özelliklere sahip işletmeler, çalışma sermayesine olan gereksinimlerini sağlamak amacı ile bu tür

senetleri çıkarma yoluna başvururlar. Finansman Bonosunu daha çok likidite fazlalığı olan kişi ve kurumlar satın alır. Emekli Sandığı'nı, Finansman Bonosu satın alanlar arasında gösterebiliriz.

Finansman Bonosu, kısa süreli bir finans aracıdır. Süreleri 270 gündür. Fakat uygulamada vade daha çok 50 ile 90 gün arasında yoğunlaşmaktadır. CP'leri vade sonuna kadar elinde bulunduran yatırımcı, değişmez faiz oranları nedeni ile rizikosuz ve de güvenli bir gelir elde edebilmektedir. Bu nedenle yatırımcılar açısından güvenli ve yüksek verimli yatırımlar, niteliğini taşımaktadır.

12. Euro-Borçlanma Senetleri (Euronotes)

Euro-borçlanma piyasasının oluşması ile son zamanlarda önemli yenilikler yaratılmıştır. Birçok uluslararası banka, bu piyasada ödeme gücü bulunan işletmelerin, **Borçlanma Senetlerini** yükümlenerek satışını gerçekleştirmektedir.

Borçlanma Senetleri içinde, emisyon gücü bulunan kredi alıcılarının kısa süreli, borsada işlem görmeyen değerli kağıtları yer almaktadır. Bu kağıtlar, Euro-piyasada satışa sunulmaktadır. Borçlanma Senetleri bu piyasada en az 1 ay, en çok da 6 ay süreli olmak üzere çıkarılmaktadır. Euro-Borçlanma Senetleri piyasasının doğuşu 1980'li yılların başına rastlamaktadır.

13. Euro-Finansman Bonoları (Euro-Commercial Papers-ECP_s)

1985 yılının sonlarına doğru Euro-piyasada çıkarılan senetlerin %50'sinden fazlasının Euro-Finansman Bonoları oluşturmuştur. O tarihten bu yana da bu piyasanın genişleme eğilimi sürmüştür. Euro-Finansman Bonoları (ECP_s), değişken ve kısa süreli para piyasası kağıtlarıdır. ECP_s'lerin süresi 1, 3 ya da 6 ay ile sınırlı olmaktadır. Fakat zorunlu olduğunda 1 hafta ile 12 ay arasında bu süre değişebilmektedir. Çünkü, bankalarca, herhangi bir kredi kullanım güvencesi taşımamaktadır. Yani burada bankaların işlevi yalnızca değerli kağıt ticareti ile kısıtlanmış olmaktadır.

14. Birleşik Finans Olanakları (Multiple Component Facilities-MCF_s)

Uluslararası finans piyasalarında görülen yeni bir finans olanağıdır. Birleşik Finans Olanakları (MCF_s), bir taraftan klasik kredi olanaklarını, diğer taraftan da para piyasası olanaklarını (Euro-Borçlanma, ECP_s) içine almaktadır. MCF_s para piyasası ve kredi piyasası arasında yer alan bir finans modelidir. Modelin içinde bir option olanağıda yer almaktadır. Bunun yardım ile krediyi kullanan, para piyasasında kısa süreli kaynak sağlarken, aynı zamanda da bankalardan sağlanan güvence ile istenilen kaynak uzun süreli olarak güvence altına alınmaktadır.³¹

³¹ Konu ile ilgili daha geniş bilgi için bkz: Abdurrahman FETTAOĞLU, Finansal Piyasalarda..., s.35-83.

E- FİNANSAL YENİLİKLERE YÖNELİK UYGULAMALAR

1. Finansal Yeniliklerde Bir Başarısızlık: Kanada Bozuk Para Future

İnceleyeceğimiz ilk yenilik, Uluslararası Para Piyasası (IMM) tarafından sunulan torbalanmış Kanada bozuk parası üzerindeki future anlaşmasıdır. Bu finansal yenilik başarısızlıkla sonuçlanmıştır. IMM, 13 ay süren bu uygulama sonunda tutulmayan ve karlı olmayan anlaşmayı sona erdirmiştir. Bu anlaşmanın başarısız olmasının nedeni, hedging *yapanların aynı sonuçları daha düşük maliyetle elde edecekleri, daha fazla likit gümüş future piyasasında iyi bir çapraz koruma (cross-hedge) mevcuttu. Diğer bir deyişle; Kanada bozuk para future'ine iyi bir alternatifin olması bu anlaşmanın başarısız olmasına neden olmuştur.³²

Bu finansal yenilikle ilgili olarak aşağıda önce aracın tanımı yapılacaktır, ardından bu aracın gereksizliği üzerine bilgi verilecek ve uygulama sonunda da aracın performansı üzerinde durulacaktır.

(*) Döviz, menkul kıymet veya mal piyasalarında belirli bir süre sonra alım ve satım işlemi yapacak olan iş adamlarını ve üreticileri bu süre içinde fiyatlarda olası bir değişimin doğuracağı zararlara karşı korumak için başvurulan bir yöntemdir.

³² M. D. FLOOD, Two Faces ..., s.5.

a. **Aracın Tanımı:** IMM, 1 Ekim 1973 tarihinde Kanada, gümüş paraları üzerinde yeni bir future anlaşması uygulamaya koymuştur. Yapılan anlaşmaya göre alıcı; gelecek belirli bir vade tarihinde belirli ABD doları future miktarını ödemeye söz vermiştir. Buna karşılık yine alıcı; her biri 1000 Kanada doları (CAD) nominal değerine sahip yarım dolar, çeyrek dolar ve dime (doların onda biri) içeren toplam 5 torba Kanada gümüş bozuk parasını ileri bir tarihte alacaktır. Bunların yanında yapılan anlaşmaya göre, bir torba içinde farklı cinsler karıştırılmayacak ve torbalardan her biri en azından %50 gümüş içeren 1967 ve 1968 yılı basımı paralardan %2 oranında içerecek ve diğer torbalar da 1967 yılından önce basılmış paralardan oluşacaktır.³³

Bu şartlara göre anlaşma, ticari bankaların gümüş bozuk paraları kendi kasa envanterlerinde tutarak pozisyonlarını koruma fırsatı sağlamaya çalışmıştır. 1960'lı yılların ortalarından itibaren gerek Kanada ve gerekse de ABD bozuk paralardaki gümüş kullanımını kademe kademe azaltma yoluna gitmişlerdir. Gresham Kanunu'nun uygulanması sonucunda, hem bankalar hem de özel girişimciler gümüş bozuk paraları stok etmişlerdir. Bu paraların stok edilmelerinin nedeni ise; gümüş bozuk paraları, gümüş çubuklara dönüştürme eğilimidir. Bu nedenle gümüş bozuk para yerine, piyasada değişim aracı olarak içinde gümüş olmayan bozuk paralar kullanmışlardır. Stoklanmış olan Kanada gümüş bozuk paraları iki önemli değere sahiptir:

1. Gümüş bozuk paralar, Kanada parasıdır ve Kanada da mal ve hizmet alımında kullanılırlar.

2. Gümüş bozuk paralar, büyük oranda çok sayıda endüstriyel kullanım alanı olan gümüş madenini içermektedir.

³³ M. D. FLOOD, Two Faces ..., s.6.

b. Gereksizlik (Redundancy): Aracın tanımını yaptıktan sonra; IMM'nin gümüş bozuk paralar üzerindeki future anlaşmalarının başarısızlığına neden olan faktörleri inceleyebiliriz. Yapılan anlaşmanın başarısızlıkla sonuçlanmasının açıklamasını, aynı risk dağılımını daha ucuz bir biçimde gerçekleştiren başka menkul değerlerin varlığıdır, şeklinde yapabiliriz. Ya da; yapılan anlaşmanın başarısızlığı future anlaşmalar için etkin bir çapraz koruma (cross-hedge) oluşturarak açıklayabiliriz. Sonuçta da bazı şartlarda gümüş para basımı anlaşmasının (coinage contract) aslında gereksiz (redundancy) olduğunu gösterebiliriz.

Bozuk paralar, ya ham gümüş stoku olarak ya da değişim aracı olarak kullanılmıştır. Çünkü bozuk paralar bu amaçların her ikisi için aynı anda kullanılamaz. Bunun nedeni; para olarak kullanım gümüş paraların eritilmemesini gerektirirken, endüstriyel kullanım ise gümüş paraların eritilmesini gerektirir. Bu durumda da bozuk paralar banka kasalarından çıkartılıp kullanıma konulursa, iki kullanım alanından hangisi daha değerli ise o yolda paraların kullanılması beklenir.

Yapılan anlaşmaya göre; ABD doları 1 Kanada doları (CAD) döviz kuru ve gümüşün ABD cinsinden değerinin bir fonksiyonu olarak bozuk paraların değerini şöyle ifade etmektedir.

$$V_{ct} = \max \{0.05 V_{dt}, 0.579 V_{st}\}$$

Bu fonksiyonda V_{ct} beş torba gümüş bozuk paranın t zamanında ki ABD doları cinsinden değerini ifade eder. V_{dt} ise, 100.000 Kanada dolarının, ABD doları cinsinden değerini gösterir.

Fonksiyonda yer alan V_{st} ise 5000 troy ons* gümüşün ABD doları cinsinden değeridir.³⁴

Yukarıdaki eşitlik üç malın spot fiyatları* arasındaki ilişkileri gösterir. Fakat para basımı future anlaşmaların (coinage future contract) fiyatını doğrudan doğruya göstermez. Bu noktada ortaya iki gerçek çıkıyor. Birincisi, gerek Kanada dolarları ve gerekse de gümüş için future anlaşmalar aynı zamanda aktif olarak alınıp satılmıştır. İkincisi ise, her future anlaşmasının fiyatı vade tarihindeki ilgili spot fiyatına yakınsak olmalıdır.

 (*) Spot piyasada geçerli olan fiyatlar. Spot piyasalar nakit karşılığında ve satılan mal, döviz veya menkul kıymetin derhal teslimi koşuluyla, satışların yapıldığı piyasalardır.

³⁴ (*) 1 troy ons = 31.103 gramdır.

0.05 ve 0.579 katsayıları sırası ile 100.000 Kanada doları ve bozuk para torbasında yer alan 5000 troy ons gümüşün yüzdeleridir. Anlaşma bozuk paraların 5000 Kanada doları yazılı değerine sahip olmasını veya 100.000 Kanada dolarının %5'i değerinde olmasını şart tutmaktadır. Anlaşma aynı zamanda bir torba hariç dört torbadaki bozuk paraların 1966 veya önceki basım tarihlerini taşımalarını şart koşturmaktadır. Kalan bir torbadaki bozuk paraların %2'sinin, en azından %50'si gümüş olan 1967 veya 1968 basımlı bozuk parası olacaktır. Anlaşmaya göre her 1000 Kanada doları nominal değeri (üzerindeki basılı miktar) için her torbanın etiketi dahil brüt ağırlığı 50.75 pounddan** az olamayacağı orjinal IMM (1976) s. 2'de belirtilmiştir. (1967 öncesinde basılmış bozuk paralar ağırlık olarak %80 gümüştüler) Burada torbanın ağırlığı olan 0.75 pound'u düşerek ve bankanın Gresham Kanunu' na başvuracağını varsayarak (yani bankanın anlaşmanın sınırları içinde bozuk paraları her torbadaki gümüş miktarını minimize edecek şekilde seçeceğini varsayarak) her bir torbanın (1000 Kanada değerine sahip) 578.9 troy ons gümüş içerdiğini hesapladık. Böylece 5 torbanın 5000 troy ons gümüşün %57.89'unu içerdiği hesaplanmıştır.

(**) Bir pound=0.454 kg.dır.

Bu şartın nedeni de; vade zamanında arbitraj** gelecekte teslimli (future delivery) bir anlaşmanın etkin bir biçimde spot teslimli (spot delivery) bir anlaşma olmasını mümkün kılar. Sonuçta yukarıdaki eşitlik, future anlaşmalar açısından yaklaşık olarak şöyle ifade edilebilir.

$$V_{CT} \approx \max \{0.05V_{dT}, 0.579V_{sT}\}$$

Bu eşitlikte de V_{ct} , T vadesi tarihindeki para basımı future'sinin ABD doları cinsinden değerini ifade eder. V_{dt} ise, CAD future'sinin ABD doları cinsinden değerini gösterir. V_{st} ise, gümüş future'sinin ABD doları cinsinden değeridir. Teslim ve işlem maliyetlerinin ihmal edilecek kadar önemsiz oldukları varsayıldığında da bu fonksiyon;

$$V_{CT} = \max \{0.05 V_{dT}, 0.579V_{sT}\}$$

şeklinde kesin bir ilişkiyi gösterir. Unutulmaması gereken ise, bu eşitliğin sadece future anlaşmaları vade tarihinde geçerli olmasıdır.

Kanada da para basımı future anlaşmaları uygulandığı süre sonunda anlaşılmıştır ki, bozuk paralar değişim aracı olarak asla gümüş olmalarından daha kıymetli olmamışlardır.

 (**) Bir mali varlığın (döviz, menkul kıymet, ödünç verilebilir fon) ucuz olduğu piyasadan satın alınıp, pahalı olduğu piyasada satılarak kâr sağlanmaya çalışılmasıdır.

c. **Aracın Performansı:** Şimdi de yapılan anlaşmaya yatırımcının perspektifi açısından bakalım IMM'nin meydana getirmiş olduğu bu yenilik, IMM borsa üyelerinin sahip oldukları iyi organize olmuş bir future borsası idi. Borsanın üyelerini de, alışveriş hacminin artması sonucu daha çok kârın tedavülü yolu ile yarar sağlayan alışverişçiler oluşturuyordu. Yapılan alışverişin likit olmayışı (**illiquidity**) ise, alışveriş yapanlara yeni maleyetlerin yüklenmesine neden olmuştur. Nedenlerden biri, borsada alışverişini gerçekleştirenler partnerlerini (**counterparties**) araştırmaya aktif bir biçimde zorlayabilirler. Bu durumda ortaya zaman ve kaynak kaybı çıkabilir. İkinci neden, borsada tüccarların araştırma yapmayı erteleyerek fiyat riski olgusu ile karşılaşmalarıdır. Bilindiği gibi mal fiyatları yerine bir yenisi konulmadan değişebilir. Yine bilindiği gibi genel olarak bir tüccarın böyle bir riski (fiyat riskini) gözardı etmemesi için bir karışıklık elde etmesi gerekir. İyi organize olmuş bir future borsasında değişimin yapılabilmesinin temel ekonomik fonksiyonlarından biri, satıcı ve alıcıların aynı yerde toplanarak, araştırma maliyetlerini ortadan kaldırma olayıdır. Bu da bize ekonomik mantıkta bir kısır döngü olduğunu göstermektedir. Piyasa eğer likit değilse, alışverişleri etkileyemeyecektir. Yine alışveriş edenleri etkilemediği sürece de piyasa likit olmayacaktır.

IMM'nin Haziran ve Aralık ayı para basımı anlaşmaları sonucu ortaya çıkan alım satım hacimleri hiçbir zaman büyük boyutlarda gerçekleşmemiştir. 13 aylık zaman zarfı içinde pek çok günde beş taneden az anlaşma el değiştirirken, çoğu günde de hiçbir satım gerçekleştirilememiştir.

Yapılan anlaşmaların neden başarısız oldukları konusunda daha sonraki yıllarda konuyu teorik olarak açıklamak mümkün olmuştur. Kanada'nın gümüş bozuk paralar için yaptığı future anlaşmaların, bu gümüş bozuk paraların değerini, fiyat değişmelerine karşı korumak isteyen gümüş bozuk para sahipleri ve yine bu fiyat değişmelerinin piyasasının tümünde daha karlı bir biçimde tahminde bulunma konusunda bahse girmeye hevesli borsa spekülörleri tarafından cazip bulunmuş olması gerekirdi. Fakat gerçekte ise böyle olmadı. Fiyatlar karşılaştırıldığı zaman gümüş future'nin, hedging ve spekülasyon aracı olarak para basımı future'ye yakın bir ikame olduğu açıkça görülmektedir. Bunlara ilave olarak, uzun süreli yapılan gümüş anlaşması (**longestablished silver contract**) genelde likit bir piyasada alınıp satılmıştır. Sonuçta hedging yapanlar ve spekülörler likidite yokluğundan dolayı, yaşanan olumsuzlukların çoğundan kaçınmışlardır. Dolayısı ile bir hedging aracı olan para basımı future anlaşmalarının sonucu ortaya çıkan yararların çoğunu gümüş anlaşmalar ile elde etmişlerdir. Bundan da şu sonuç ortaya çıkıyor. Gümüş future, para basımı future'ye göre daima tercih edilmektedir.³⁵

2. Finansal Yeniliklerde Bir Başarı: Piyasa İndeks Yatırım Fonları (Market Index Mutual Funds)

Bu bölümde de başarılı bir finansal yenilik olan piyasa indeks yatırım fonlarını inceleyeceğiz. Örnek olarak seçilen bu fonun boyutları ilk olarak 1976 yılında ortaya çıkıyor. O yıldan itibaren de düzenli olarak günümüze kadar geliyor. İndeks

³⁵ Konu ile ilgili daha geniş bilgi için bkz: Mark D. FLOOD, Two Faces ..., s.5-11.

yatırım fonlarında fon yönetimine karar almada az yetki verilmiştir. Ayrıca bu fonlar diğer menkul kıymetlerin yeniden paketlenmesinden çok fazla farklılık göstermezler. İndeks yatırım fonlarının bu tür özelliklerinin olmasına karşın, bu tür fonlar bireysel yatırımların, işlem maliyetlerini düşürdükleri için başarılı olmuşlardır.

a. **Menkul Değerin Tanımlanması:** 31 Ağustos 1976 yılında, Vanguard Grubu³⁶ özel amacı, Standard ve Poors'un 500 hisse senedi indeksi (S & P 500) ni izlemek olan bir hisse senedi piyasası yatırım fonu "500 Portföy"ü ortaya çıkarmıştır. Fonun broşüründeki ifadesinde; 500 Portföy'ün toplam fiyatları katlayarak (**replicate**) Standart ve Poors'un 500 Bileşik Hisse Senetleri fiyat indeksinin performansına ulaşmayı amaçlamaktadır. S&P 500'de yer alan 500 hisse senedinin hepsine yaklaşık olarak indekste gösterilen oranda yatırım gerçekleştirilmektedir.

Piyasa indeks yatırım fonlarının, yatırımcılara cazip gelmemesinin nedenleri arasında, bu fonun esnek olmaması (**inflexible**) sayılabilir. Örneğin; elinde petrol hisse senetleri olan bir yatırımcı, bu senetleri fondan çıkarmak isterse, fonun tamamını elden çıkarmak zorunda kalacaktır.

Diğer taraftan yatırımcıların bir yatırım fonunu cazip bulmaları içinde çeşitli nedenler vardır. Örneğin; kurala dayanan indekslerin esnek olmamasına karşın, bazı yatırımcılar

³⁶ Vanguard Grubu, yatırımcılara S&P 500 indeks yatırım fonları sunan pekçok şirketten birinin adıdır.

belirli bir indeks tarafından etkilenebilirler. Yatırımcılar için indeksin esnek olmaması engelleyici bir kısıt değildir. Örneğin, standart sermaye aktif fiyatlandırma modeli (**The Standard Capital Asset Pricing Model**) sonucuna göre bütün yatırımcılar en iyi risk-getiri-değiş tokuşunu (**trade-off**) sağlayabilmek için bütün mevcut değerlerin, değerlerine göre ağırlıklandırılmış portföyünü buldurmalarıdır. Bu anlamda, S&P 500 bütün menkul değerleri bünyesinde bulundurmamakla beraber iyi dağıtılmış, değer ağırlıklandırılmış ve büyük oranda tanınan bir indekstir. Bu bağlamda da S&P 500 bir endüstri benchmarkı (ölçüm noktası) durumuna gelmiştir.³⁷

b. Gereksizlik (Redundancy): Birinci örnek olayda Kanada para basımı future anlaşmalarının fiyatları hemen hemen tamamıyla gümüş future tarafından izlenmiş ve sonuçta para basımı future'nin gereksiz (**redundancy**) olduğu anlaşılmıştı. İkinci örnek olayımızda da bu durum söz konusudur. Yani, piyasa yatırım indeks fonları üzerinde de birinci örnek olayda yapılan çalışmalar gerçekleştirildiğinde aynı sonuç ortaya çıkmaktadır: Gereksizlik.

Fon değeri, yatırım indeks değeri tarafından yakından takip edilmiştir. Bunun yanında bu olayda fon yöneticileri, söz konusu olan korelasyonun tam anlamı ile belirtilmiş ve aktif olarak elde etmeye çalıştıkları amaçları olduğunu ileri sürmüşlerdir. Yapılan çalışmalar neticesinde, fonun fiyatının indeks değeri ile sıkı

³⁷ Örnek olayımızda S&P 500 benchmark indeksini kullandık. Bunun dışında S&P 100, Wilshire 5000 indeksi gibi diğer benchmark indeksleri de vardır.

sıkıya bağlantılı olduğu ve ikisinin birlikte hareket ettiği gözlenmiştir. Bunun yanı sıra zaman içinde hisse senetleri fiyatları artma eğilimi göstermişlerdir. Nispeten uzun bir zaman dilimi içinde indeks değeri, yatırım fonu değerinden az da olsa daha çok büyümektedir.

c. **Menkul Değerin Performansı:** İncelediğimiz örnek olayda yapılan finansal yeniliğin başarılı olup-olmadığı sorusunu yanıtlayabilmek için bir ölçüye ihtiyaç vardır. Vanguard Grubu, bu olayda yeniliği meydana getiren fonun yöneticisi pozisyonunda idi. Dolayısıyla da başarı bu gruba kâr sağlayan bir yenilik olarak tanımlanabilir. Yatırım indeks fonunda yönetici, ücretler yolu ile kâr sağlar. Fon; hisse senetleri alım satımı, ödemelerin yapılması, alacakların toplanması, muhasebe gibi maliyetlerle karşı karşıya kalırken, hisse senedi sahiplerinden de periyodik ücretler alır. Yalnız, yönetim maliyetleri ile ilgili olan veriler mevcut olmadığı için de karların direkt olarak hesaplanması ne yazık ki mümkün olmamıştır. Bu nedenle incelenen dönem için; fonun gelirleri arttığında, fonun karlarının da buna paralel olarak arttığı varsayımı yapılmaktadır. Sonuçta, fon büyüklüğü başarı ölçüsü olarak kullanılmaktadır.

Piyasa indeks yatırım fonları 1976 yılında başladı, demiştik. O yıldan itibaren fon büyük oranlarda artmıştır ki, üssel rakamlarla ifade edilebilecek biçimde bir büyüme göstermiştir. Fon 1983 yılı sabit rakamları ile 3.176 milyar dolara ulaşmıştır.

Bir indeks yatırım fonunun başarılı olması, işlem maliyetleri ile açıklanabilir. Pek çok harcama gibi hisse senedi alımının yatırımcıya yüklediği maliyetler, değişken maliyetler ve sabit maliyetler diye ikiye ayrılabilir:

Her hisse senedinin fiyatı x hisse sayısı + broker komisyonu

Çok sayıda yatırımcı yatırım indeks fonunu elinde tutmak isterse, ve broker komisyonunun (borsa aracısı komisyon ücreti) büyüklüğü de sabit ya da işlem gören miktara karşı hassas değilse, bu durumda ödenen toplama komisyon miktarını azaltmak için işlemleri bir araya toplam yoluna gidilebilir. İşte buda yatırımları bu biçimde toplamayı başarmanın yöntemlerinden biridir.

Finansal yeniliklere yönelik yapılan uygulamalar sonucu incelediğimiz iki yeniliğin şu özelliği ortaya çıkıyor: Her iki yenilikte fiyat hareketleri diğer menkul değerlerin fiyat hareketleri tarafından çok yakın bir biçimde izlenir. Bu nedenle teknik anlamda her iki yenilik gereksizdir (redundancy). Birinci yenilik olan Kanada bozuk para future'si gereksiz olduğu için başarısız olmuştur. İkinci yenilik olan piyasa indeks yatırım fonları ise başarılı oldukları için gereksiz olmuştur.

Gereksiz fiyata sahip iki menkul değer verildiği zaman (yani birbiri için mükemmel koruma olan iki menkul değer) işlem ve likidite maliyeti daha düşük olan yatırımcıları bu alana yöneltir. Sonuçta işlem ve likidite maliyetleri gibi finansal sürtünmeler

(frictions) bir ekonomide reel kaynakların yok olmasına neden olduğu gözönünde bulundurulduğunda başarılı bir mali yeniliğin normal refahı yükseltici bir unsur olduğu kabul edilmelidir. Ekonomide yapılan başarılı yenilikler hantal ya da etkin olmayan değişim (exchange) yöntemlerini değiştirerek bireylerin refahını olumlu yönde etkileyebilirler. Bu durum da, prareto optimumu açısından geliştirici bir unsur olmaktadır ³⁸.

³⁸ Konu ile ilgili daha geniş bilgi için bkz: Mark. D. FLOOD, Two Faces ..., s. 11-16.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

VARLIĞA DAYALI MENKUL KIYMETLER VE TÜRKİYE UYGULAMASI

İkinci bölümde Finansal Alanda Yeni Teknikler başlığı altında, Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler üzerinde kısaca durmuştuk. Bu bölümde ise; finansal yeniliklerde yeni bir araç olan Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler üzerinde daha detaylı durulacaktır.

A. GENEL OLARAK VARLIĞA DAYALI MENKUL KIYMETLER

Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler, işletmelerin aktiflerinde yer alan ve gelecekteki bir zaman dilimine dağıtılmış nakit girişlerini menkul kıymete dönüştürmek sureti ile alım satım konusu yapabilmelerini sağlamaktadır⁽³⁹⁾.

Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler, tasarrufçudan kredi kullanana parayı verimli bir şekilde aktarmaya yarayan bir araçtır. Bu araç sayesinde, hane halkı bir taraftan tasarrufuna iyi kazanç sağlarken, borçlanma ihtiyacını duyan diğer bir kesim hane halkı nisbeten daha ucuz krediden yararlanabilecektir⁽⁴⁰⁾.

³⁹ T. GÜNGÖR, Olayların İçinden ..., s.2.

⁴⁰ Özer ERTUNA, Borsa Size Yakın Semineri, Yazılı Metin Notları, Eskişehir, 01.12.1992, s.2.

Ödenmeme riski az olan ve belli dönemler itibarı ile sürekli yinelenmekte olan kredi türlerine dayanılarak oluşturulan bu sistemde, belli varlıklara likidite sağlanırken, aynı zamanda da ek kaynak yaratma imkanı doğmaktadır. Gerek ihracçı kuruluşlara gerekse de yatırımcılara önemli bazı avantajları olan bu uygulama Türkiye’de Varlığa Dayalı Menkul Kıymet (VDMK) şeklinde düzenlenmiştir.

Türk mali piyasalarına çeşitlilik getirme, derinlik kazandırma ve bu sektörde tek lider konumunda olan bankalara çeşitli alternatifler yaratma amacı ile yeni finansal araçlar piyasaya sunulmuştur ve bu araçlar desteklenmiştir. Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), bu amaçla 31 Temmuz 1992’ de “Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Kurul Kaydına Alınması, Genel Finans Ortaklıklarının Kuruluş ve Faaliyet İlkelerine Dair Esaslar Tebliği’ni” çıkartmıştır. Tebliğde düzenlenen önemli konular aşağıda kısaca özetlenmiştir.

VDMK’leri ihraca yetkili kuruluşlar olarak genel finans ortaklıkları, finans kiralama şirketleri ve bankalar belirlenmiştir. Finans kiralama şirketleri yalnızca kendi alacakları karşılığında VDMK’leri ihraç edebileceklerdir. Bankalar ve genel finans ortaklıkları ise; kendi alacakları dışında, başkalarının alacaklarını da temellük ederek VDMK ihraç edebileceklerdir. Ödenmesi banka garantisine dayanmayan VDMK’ler ihraç edilmeyecektir. İhraç tutarı ise; alacak portföyünde yer alan alacakların ihraç tarihindeki toplam tutarının % 90’ını geçmeyecektir. VDMK’lerin getiri türü ve vadeleri konusunda herhangi bir sınırlama bulunmamaktadır. VDMK’ler bu çerçeve içinde iskonto esasına göre satılabileceği gibi (uygulamada iskonto esası gözönüne alınmıştır) dönemsel faiz ödemeli (değişken faizli) olarak da satılmaktadır. Yayınlanan tebliğde VDMK’leri ihraç edenlerin alacak portföyünü özel hesaplarda izlemek ve bunlar için ayrı muhasebe kayıtları tutmakla yükümlü oldukları da belirtilmiştir.

SPK'nın VDMK ile ilgili yayınladığı tebliğde, Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler, alacaklar karşılık gösterilerek ihraç edileceğine göre; işleme konu olabilecek alacak türleri ve zorunlu unsurları aşağıda ele alınmıştır.

1. İşleme Konu Olabilecek Alacak Türleri:

Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler' in ihracında işleme konu olabilecek alacak türleri aşağıda sıralanmıştır:

a) **Tüketici Kredileri:** Bankaların gerçek kişilere, ticari amaçla kullanılmamak kaydıyla mal ve hizmet alımları dolayısıyla, açmış oldukları bireysel krediler,

b) **Konut Kredileri:** Bankaların, 2985 sayılı Kanun ve bu Kanuna dayalı mevzuat çerçevesinde, Toplu Konut İdaresi Başkanlığı ile yapılan çalışma hükümlerine göre kendi kaynaklarından hazır konut alan kişilere açtıkları bireysel krediler, bankaların verdikleri ipoteğe dayalı bireysel konut kredileri ile konut sektörünü kredilendirmeye yetkili Kamu İktisadi Teşebbüsü statüsündeki bankaların kendi mevzuatları çerçevesinde açtıkları krediler,

c) **Finansal Kiralama Sözleşmelerinden Doğan Alacaklar:** 3226 sayılı Finansal Kiralama Kanunu ile ilgili mevzuat çerçevesinde finansal kiralamaya yetkili kuruluşların yaptıkları finansal kiralama sözleşmelerinden doğan alacakları,

d) **İhracat İşlemlerinden Doğan Alacaklar:** Factöring işlemleri yapan anonim ortaklıklarca temellük edilen ihracat karşılığındaki belgeye dayalı alacaklar,

e) **Diğer Alacaklar:** Bankalar dışındaki, mal ve hizmet üretimi faaliyetlerinde bulunan anonim ortaklıklar ile mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınanlar dahil Kamu İktisadi Teşebbüslerinin müşterilerine yaptıkları taksitli satışlardan doğan, senede bağlanmış alacaklar⁽⁴¹⁾.

⁴¹ Resmi Gazete, Sayı:213001, 31.07.1992, s.22-23.

2. Zorunlu Unsurlar

Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler' in metinlerinde aşağıda belirtilen unsurların bulunması zorunludur.

- a) Varlığa dayalı menkul kıymet ibaresi,
- b) İhraç edilen menkul kıymetlere dayanak teşkil eden alacakların türü,
- c) İhraç edecek şirketin ünvanı ve merkez adresi,
- d) Belirli bir meblağı kayıtsız şartsız ödeme taahhüdü,
- e) Tanzim yeri,
- f) Tanzim tarihi,
- g) Vade,
- h) Ödeme yeri,
- i) Sıra numarası,
- j) Senet hamiline yazılı ise hamiline yazılı olduğu ibaresi, nama yazılı ise ilk lehdarın ad ve ünvanı,
- k) Getiri türü,
- l) Saklama kuruluşu,
- m) Garanti veren banka (Bankalar tarafından ihraç edilen Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler' de bu unsur aranmaz) ⁽⁴²⁾.

Sermaye Piyasası Kanunu, VDMK tebliğini yayınlayarak mali kuruluş ve şirketlere ilave fon sağlama imkanını yaratırken, tasarruf sahiplerine de yeni yatırım alternatifleri sunulmasını sağladı. Zaten bu da bu konuda yapılan düzenlemenin ana hedefi idi. Fakat SPK'nın yukarıda da ifade edildiği gibi VDMK'leri banka garantisi altında çıkarma zorunluluğunda

42 Resmi Gazete, ..., s.23.

bulundurması, bankacılık sektörü dışında kalan mali kuruluş ve sanayi şirketlerini güç durumda bıraktı. Bu nedenle SPK, VDMK tebliğini yayınladıktan kısa bir süre sonra aldığı eleştiriler doğrultusunda tebliğde bazı yeni düzenlemelere gitmek zorunda kaldı.

Türkiye’de VDMK’lerin kısa sürede popüler olmasının nedenlerinin başında; VDMK’lerin mevduat gibi disponibilite ve munzam karşılık yükümlülüklerine tabi olmaması, gelmektedir. Bu nedenle bankalar, VDMK kağıtlarına daha fazla faiz ödeyebileceklerdir. Bankalar mevduat yatırmaya gelen tasarrufçulara VDMK’leri önererek, fonlarını mevduatla değil, bu kağıtlar yolu ile toplamaya çalışacaklardır. Bankaların bu girişimi ile mevduatlarda büyük bir düşüş yaşanırken, tasarrufçular VDMK’lerin ihrac edilmesi ile ilk dört ay içinde 11.8 trilyon liralık VDMK’ler piyasaya çıkarılıp satıldı ve hazine bu durumdan 3.8 trilyon zarar etti. Çünkü bankalar VDMK ihrac ederek topladıkları fonlarda, munzam karşılık ve disponibilite gibi yükümlülükler olmadığı için fonların % 100’ünü kendileri kullandılar (43). Türkiye’deki uygulamanın özelliği nedeni ile kısa bir sürede, bankacılık sektöründe VDMK’ler vadeli mevduata alternatif oldu. VDMK’lerin ihracı ile birlikte vadeli mevduatlarda bir azalma gerçekleşti. Öyleki özel mevduat bankalarının mevduatına bakıldığında resmi bankaların vadeli mevduatları Ocak 1993 tarihi itibarı ile 50.4 milyar iken bu rakam Mayıs 1993 tarihi itibarı ile 40.1 milyar, ticari bankaların vadeli mevduatları da Ocak 1993 tarihi itibarı ile 1.354.2 milyarken, Mayıs 1993 tarihi itibarı ile bu rakam 912.1 milyar lira olmuştur.(44)

VDMK’lerin avantajlı olmalarının bir başka nedeni ise; VDMK’ler için belirlenecek faizin, aynen hazine bonolarında olduğu gibi satış anında

43 Hürriyet Gazetesi, Ekonomi Sayfası, 16.11.1992, s.8.

44 T. C. Merkez Bankası Aylık İstatistik Bülteni, Mayıs 1993, s.18.

iskonto yapılarak tasarrufçuya peşin ödenmesidir. Bu durum tasarrufçu açısından cazip olmaktadır. Tasarrufçu aldığı VDMK'leri, satış anında iskontolu fiyattan aldığı ve vadesinde ya da vadesinden önce yani istediği her zaman işlenmiş faizi ile birlikte paraya çevirebileceği için tercih etmektedir. Ayrıca normal şartlarda VDMK, mevduat faizlerini düşürücü etki yapmaktadır.

Bu tür avantajları yanında VDMK'lerin dezavantajları da vardır. VDMK'leri çıkaramayacak olan bankaların var olması nedeni ile bu tür bankalar, kaynak kaçışına yol açmamak için mevduat faizlerini yükseltme yoluna gidebilirler. Bu durumda da VDMK'ler beklenenin aksine mevduat faizlerini yükseltici bir etki yapabilirler. Türk sermaye piyasasında VDMK ihracı ile ilgili olarak özel küçük bankalar VDMK uygulamasına eleştiri getirmektedirler. Bu tür bankalar, VDMK'ler için bazı bankalara ayrıcalık ve öncelik tanındığını belirterek, kendi kasalarında bolca bulunan ihracat kredileri, turizm kredileri, KİT kredileri, senet avansları (Tütünbank'ın kasasında bunlardan bolca var) için de VDMK çıkarma ve ihraç izninin verilmesini istediler. Bu konuda SPK'ya başvurarak çıkan tebliğin daha detaylı olmasını ve kendilerini de kapsamasını istiyorlar.

Bankacılık sektörü dışında belediyeler ile İstanbul Su ve Kanalizasyon İdaresi (İSKİ), verdikleri hizmetlerden doğan alacakları karşılığında VDMK çıkarmak için SPK'ya başvuruda bulunarak bu konudaki tebliğin hazırlanmasını bekliyorlar. Bu durumda VDMK; su, havagazı, doğalgaz sertifikaları ve diğer hizmetlerden doğan alacaklar içinde çıkarılabilecektir. Uygulanacak bu sistem ileride gerek belediyeler ve gerekse de İSKİ gibi kuruluşlar finansman sıkıntısından kurtularak daha kolay yatırım yapma olanağına kavuşacaklardır⁽⁴⁵⁾.

⁴⁵ Dünya Gazetesi, 03.12.1992, s. 2.

Türkiye’de sanayi sektörü VDMK ihracına ilgi göstermemiştir. Çünkü VDMK’lerin tahvil ve bono ihracından daha ucuz olmadığını aksine pahalı bir finansman aracı olduğunu savunarak, VDMK’lerin halka % 78 gibi faizlerle pazarlandığını, % 9 oranında sabit giderleri bulunduğunu ve % 5 oranında damga pulu vergisinin (46) alınması gibi nedenlerden ötürü, diğer finans araçlarından daha pahalı olduğunu belirtmektedirler. Bu sektör, başlangıçta VDMK’lerin kredi faizlerini düşürmek amacı ile bir kaldırma vazifesi görmesi için uygulama alanına sokulduğunu ve bankaların ucuz bir kaynak olarak gördükleri VDMK’leri çıkardıklarını belirterek, kısa bir süre içinde de VDMK ihracının bankacılık sektörünün tekeline girdiğini ifade etmektedirler. Türkiye’deki şirketlerin de gerek ABD ve gerekse de Avrupa’daki gibi kendi finansmanlarını, kendilerinin yaratabilmesi gerektiğini belirterek, şirketlerin finansal kiralama yapabilmeleri için çeşitli çalışmalara yönelmelerini istemektedirler. SPK’nun da bu konuda banka garantisini kaldırması, sermaye şartını yumuşatması (tebliğde “sermayenin 20 katına kadar menkul kıymet çıkarılır” ibaresi yer alıyor), sanayicileri bu konu ile ilgili eğitmesi gibi çalışmalar sanayi sektörünün VDMK ihracı olayına daha olumlu yaklaşmasına neden olmaktadır.

VDMK ihracının bankaların tekelinde kalmasından factoring şirketleri de endişe ediyor. Factoring şirketlerinin en önemli problemlerinden biri olan fonlamaya bu konuda çözüm olabilecek VDMK uygulamasından yararlanamamışlardır. Çünkü VDMK, banka garantisi altında çıkarılmaktadır. Bunu kullanmak isteyen diğer sektörler için ise; Banka Sigorta Muamele Vergisi ve Kaynak Kullanımı Denetleme Primi gibi % 11’lik bir maliyetin sözkonusu olmasından dolayı ucuz fon sağlamak mümkün değildir (47).

46 Dünya Gazetesi, 03.12.1992, s. 2.

47 İsmail EMEN, Dünya Gasetesi, 11.12.1992, s. 3.

SPK tebliğinin 6. ve 16. maddesi “bankalar haricindeki her kuruluş, genel finans ortaklıkları ve leasing kuruluşları bir bankadan teminat mektubu getirir” ibaresinin yer alması nedeniyle leasing şirketleri de VDMK'lere eleştiri getirmektedirler. Çünkü leasing şirketleri teminat mektubunu istememektedirler. Örneğin; 10 milyar liralık VDMK ihraç etmek için aynı zamanda bir 10 milyar lirayı bir bankaya temlik olarak bırakacaklardır. Bu nedenle kendilerine haksızlık yapıldığı görüşünü savunmaktadırlar.

Yukarıda VDMK'leri için ifade edilen olumlu yaklaşımlar yanında olumsuz yaklaşımların fazlalığı yüzünden SPK tebliğ üzerinde birtakım değişikliklere giderek VDMK'leri daha geniş çevrelerin çıkarması ve daha geniş kitlelere yayılması amacı ile 08.07.1993 tarihinde yeni bir tebliğ yayınlamak zorunda kaldı.

Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler, Türk sermaye piyasasında 1, 5, 10, 50 ve 100 milyonluk küpürler halinde basılmaktadır. Oniki ayrı vadeye sahip bulunmaktadır.

SPK'nın Ocak ayı itibarı ile yaptığı çalışma sonucunda, VDMK ihraçlarının vadelerine göre değerlendirilmesinde kısa vadenin ağırlık kazandığı belirtilmiştir. Toplam tutar içinde 1 aylık vadeli VDMK'lerin payı % 13 iken, 2 aylık VDMK'lerin payı % 9, 3 aylık VDMK'lerin payı % 17, 4 aylık VDMK'lerin payı % 9 iken 12 aylık VDMK'lerin payı da % 5 düzeyinde kalmıştır. Vadelerin uzaması ile beraber toplam içindeki payda gerileme göstermiştir (48).

48 Dünya Gazetesi, 02.01.1993, s. 1.

VDMK'lerin getirisi mevduat getirisinin üzerinde, hazine kağıtlarının ise gerisinde kalmıştır. Tablo 3. 1 bu durumu göstermektedir.

TABLO 3.1

Vade	V.D.M.K	Banka	Hazine	V.D.M.K	Banka	Hazine
	Yıllık Basit Faiz	Yıllık Basit Faiz (ortalama)	Yıllık Basit Faiz	Yıllık Efektif Net Getiri	Yıllık Efektif Net Getiri (Ortalama)	Yıllık Efektif Net Getiri
1.Ay	0.630	0.59	--	0.73	0.68	--
3.Ay	0.715	0.69	0.696	0.81	0.77	0.90
6.Ay	0.731	0.72	0.756	0.76	0.75	0.90
9.Ay	0.761	--	0.760	0.73	--	0.83
12.Ay	0.781	0.75	0.800	0.70	0.67	0.80

Not: Net efektif getiriler vergi oranları dikkate alınarak düzeltilmiştir ve yıllık baza getirilmiş oranları ifade eder.

B- VARLIĞA DAYALI MENKUL KIYMETLERİN YURTDIŞI UYGULAMALARI

Mali piyasaların bir aracı olan VDMK'ler ilk olarak Amerika Birleşik Devletleri'nde 1978 yılında ortaya çıktı. Kısa bir sürede de yaygınlaşarak mali piyasaların önemli bir finansman aracı durumuna geldi. VDMK'lerin ilk olarak ortaya çıkması ve bu ülkede kısa sürede yaygınlaşması yüzünden VDMK'lerin yurtdışı uygulamaları ile ilgili örnekler kaçınılmaz olarak ABD'nden verilecektir.

Aşağıda vereceğimiz örneklerden ilki bir banka olan Bank Of America'nın çıkarmış olduğu VDMK'lerdir. İkincisi ise; banka dışı bir kuruluş olan General Motors Acceptance Corporation (GMAC) tarafından çıkartılmış olan VDMK'lerdir.

1. Bank Of America ve Çıkardığı Varlığa Dayalı Menkul Kıymet:

Birinci örneğimiz Bank Of America'nın 1987 yılında kredi kartı alacakları karşılığında çıkardığı VDMK'lerdir. Bank Of America, sermaye yeterliliği oranını yükseltmek amacı ile 1978 yılında, bilançosunda yer alan Visa Kredi Kartı hesaplarını kendisinin oluşturduğu özel amaçlı bir kuruluşa (California Credit Cart Trust) devrediyor. Banka bu kuruluşa 863 bin adet Visa Kredi Kartı toplamının karşılığı olan 653 milyon doları aktararak, kendi bilançosunun dışına çıkartıyor. Banka aynı zamanda da bu kuruluşa müteveli olarak Manufactures Hannover'i tayin ediyor.

Bank Of America'nın, California Credit Trust'a devrettiği Visa Kredi Kartlarının belli bir takım özellikleri bulunmaktadır. Hesapların her biri en az 2 yıllık bir geçmişe sahip olup 30 günden çok temerrüde düşmüş olan hesaplar paketinin içine dahil olmamalıdır. Yani, devredilen kredilerin kalitesinde bir asgari seviye belirlenmiştir. Kredi riskinin daha da iyileştirilmesi için Bank Of Switzerland toplam meblağın % 15'i için bir teminat mektubu vermiştir. Buna göre Bank Of Switzerland kredi borçlarının ödenmesi durumunda toplamın % 15' ine kadar olan bölümünü kendisinin ödeyeceğini taahhüt etmektedir. Kredi paketinin temlik edilmesi karşılığında, özel amaçlı kuruluş tarafından çıkarılan VDMK'lerin derecelendirilmesini Standart α Poors firması gerçekleştirmiştir ve VDMK'lere AAA derecesini uygun görmüştür. Bu derecelendirme (AAA) Standart α Poors firması tarafından verilen en yüksek derecedir ve yatırım kalitesinde menkul kıymetlere takdir edilmektedir. Yalnız, Bank Of America, menkul kıymetleşme olayına gitmeden, doğrudan doğruya kendi adına tahvil ihraç ederek borçlanma durumunda kalsaydı, elde edeceği derece Standart α

Poors'un derecesinden daha az bir seviyede olacaktı. Kredi iyileşmesi böyle gerçekleşmektedir. Bank Of America, Visa Kredi kartı alacaklarını kendi kurduğu özel amaçlı kuruluşa devrederek bunun neticesinde aldığı VDMK'leri bir yatırım bankası sendikasyonu ile yatırımcılara satmıştır.

Yukarıda da ifade edildiği gibi, çeşitli aşamalara ayrılan menkul kıymetleştirme süreci içinde her aşama başka bir kuruluş tarafından üstlenilip uygulanmaktadır. Bu aşamalar sırası ile;

- a) Mütevellî olan Manufactures Hannover,
- b) Kredi riskini iyileştiren Bank Of Switzerland,
- c) Kredileri değerlendiren Stardart \propto Poors.

Hiç kuşkusuz ki, bu kuruluşlar yaptıkları hizmetler karşılığında bir ücret almaktadırlar. Alınan bu ücrette VDMK maliyetine eklenmektedir. Bu arada VDMK'lerin vadesini uzatmak amacı ile de 18 aylık anapara ödemesiz süre oluşturulmuştur. Bunun nedenine gelince, VDMK'lerin munzam karşılığa konu olup-olmayacağı belirsizliğidir. Yürürlükte olan düzenlemede, bankanın fon kaynağının (mevduatı, faiz) vadesi 18 aydan çoksa fon kaynağı munzam karşılığa tabi olmamaktadır. Sonuçta kredi kartı anapara ödemelerine uygun olmamasına karşın VDMK'lerin nakit akımları yeniden düzenlenmiştir. VDMK sahipleri yıllık % 6.9 olan faizi ayda bir olmak üzere alacaklardır. 18 ayın bitiminden itibaren de faizle birlikte anapara geri ödemeleri yapılacaktır.

Menkul kıymetleşmenin Bank Of America'ya iki yararı olmuştur. Bunlardan birincisi devredilen kredi kartı alacakları bankanın bilançosu dışına çıktığı için, sermaye yeterlilik oranı güçlenmiştir. İkincisi; menkul kıymetleşmenin, mevduata kıyasla maliyetinin daha düşük olmasıdır.

2.General Motors Acceptance Corporation (GMAC) ve Çıkardığı Varlığa Dayalı Menkul Kıymet:

Bir finansman firması olan General Motors Acceptance Corporation (GMAC), General Motors (GM)'un ürettiği araçlara finansman sağlamak amacı ile GM, otomobil alanlara, otomobil kredisi vermektedir. GMAC banka dışı bir kuruluş olduğu için bankalara getirilen kısıtlamalara (munzam karşılık oranı, sermaye yeterlilik oranı ...) tabi değildir. Bu nedenle VDMK ihraç etmek daha avantajlı olmaktadır. Çünkü, bu yeni finansal aracın maliyeti diğer araçlara oranla daha düşüktür. Maliyetin azalması, VDMK yolu ile marjinal fon kaynaklarının içindeki öz sermaye payının azalması sonucunu ortaya çıkarmaktadır (Bilindiği gibi bir firmanın sermaye maliyeti, sermayeyi oluşturan fon kaynaklarının ağırlıklı ortalama maliyetidir).

GMAC toplam 4 milyar dolara ulaşan 38.944 adet otomobil kredisini oluşturduğu özel amaçlı kuruluşa devrediyor. Bu özel kuruluşa mütevellî olarak Morgan Guaranty Trust atanıyor.

GMAC'ın verdiği otomobil kredilerinin belirli özellikleri bulunmaktadır. Örneğin, bu tür kredilerin yıllık ortalama faiz oranları % 11.82' dir. Geri ödeme süresi ise ortalama olarak 1.9 yıldır. Özel amaçlı kuruluş devralmış olduğu alacakları için yatırımcılara satılmak üzere GMAC'a VDMK kağıtlarını veriyor. VDMK'lerin yıllık kupon faizi oranı % 6.85, anapara ödemeleri de ayda bir kez yapılmaktadır. Otomobil kredilerinde borçlunun, erken geri ödeme optionu bulunduğundan, anapara ödemelerinin aydan aya farklı olması doğaldır. Bunların yanısıra GMAC toplam kredi paketinin % 5'ini garanti ederek, kredi iyileştirmesi yapıyor. Otomobil kredilerinde geri ödememe riskinin % 1 gibi çok düşük bir oran olduğu düşünüldüğünde, verilen garantinin çok geniş bir güvence sağladığı gerçeği ortaya çıkmaktadır.

GMAC'ın otomobil kredilerine karşılık ihraç ettiği VDMK'lerin bu avantajları yanında tek dezavantajı olarak banka teminatının olmaması gösterilebilir. Banka teminatının alınmamış olması nedeni ile dir ki, Standart & Poors firması VDMK'lerin kredi riskini AA derecesi ile değerlendirmiştir. Bu derecelendirme GMAC'ın doğrudan ihraç ettiği tahvillerle aynı dereceyi ifade etmektedir.

GMAC'ın ihraç ettiği VDMK'ler First Boston öncülüğünde oluşturulan bir yatırım sendikasyonu aracılığı ile pazarlanmaktadır. Alacakların servisi GMAC tarafından yapılmaktadır. GMAC her ayın 15'inde faizi ve topladığı anaparayı özel amaçlı kuruluş adına yatırmaktadır. Müteveli konumunda olan Morgan Guaraty de bu paraları VDMK sahiplerine ödemektedir⁽⁴⁹⁾.

Özellikle ABD'de güçlü sanayi şirketleri VDMK'leri ihraç ederek bu yoldan satış ve ihracat finansmanına kaynak yaratırlar. Güçlü sanayi şirketleri arasında biraz önceki örnekte verdiğimiz General Motors Firması'nın yanısıra; Ford Otomobil Firması, Beckhtel Mühendislik Firması, Boeing Uçak Şirketi, Caterpillar İnşaat Makineleri Firması sayılabilir. Bu firmaların birer finansman kuruluşu vardır. Bunlar taksitli satışları, kredili ihracat işlemlerinin finansmanını VDMK ihracı ile karşılamaktadırlar⁽⁵⁰⁾.

49 K. AYDOĞAN, Varlığa Dayalı ..., s. 26-30.

50 F. GÜNGÖR, "Olayların İçinden - BANKALAR VARLIĞA DAYALI MENKUL KIYMETLERE YÜKSEK FAİZİ KİMİN KESESİNDEN VERECEK?", Dünya Gazetesi, 26.08.1992, s.2.

C- VARLIĞA DAYALI BİR FİNANSMAN TEKNİĞİ FACTORİNG VE VARLIĞA DAYALI MENKUL KIYMETLER

Factoring, varlığa dayalı bir finansman tekniğidir. Bilançoların aktiflerinde yer alan alacaklarla ilgilidir. Alacakların bir factoring kuruluşuna temlik edilerek satılması ve bunun karşılığında factoring kuruluşundan dört tane hizmetin alınması anlamına gelir. Bu hizmetler sırası ile;

- a) Bu alacakların tahsil edilmesi,
- b) Alacakların ödenmeme riskinin üstlenilmesi,
- c) Bu alacaklar karşılığında ön ödeme yapılarak finansman sağlanması,
- d) Bu alacaklarla ilgili tüm muhasebe kayıtlarının tutularak gerekli raporların yapılmasıdır.

Factoring'ın genel tanımı böyle yapılmaktadır. Bu dört hizmetin ikisi ya da üçü birden verilebilir. Uluslararası literatürde, bir işlemin factoring olabilmesi için en az iki hizmetin verilmesi şarttır.

Türkiye'de varlığa dayalı bir finansman tekniği olan factoring kısa bir süre önce başlamış, fakat çok hızlı bir gelişme göstermiştir. 1991 yılındaki factoring 700-800 milyar lira iken, 1992'de 4.5 trilyon liranın üzerine çıkmıştır. 1993'de de bu rakamın 15 trilyon liranın üzerine çıkacağı tahmin edilmektedir.

Factoring, dünyada çok hızlı gelişmiş bir tekniktir. Factoring şirketleri sermaye ile kurulurlar. Fakat bu sermaye gelişen işlem hacmine yeterli olmayınca dış kaynak imkanları aranmaya başlanır. Herkesin bildiği gibi dış

kaynak imkanları sınırlıdır. Dış kaynaklar arasında; banka kredileri, sermaye piyasası aracılığıyla çıkarılacak birtakım kağıtlar, yurtdışından temin edilecek döviz cinsinden oluşan fonlar sıralanabilir. Dış kaynakların temini ile maliyetler ön plâna çıkar. Her türlü kaynak kullanımını sonucu oluşan maliyetler de genel giderlerin üzerlerine eklenir. Yapılan işlerden dolayı factoring şirketleri kar amacını da güderlerse o zaman kar marjını da bütün bu giderlerin üzerine eklemek gerekir. Bu durumda krediyi kullanmak isteyen müşteri banka ile factoring şirketi arasında bir tercih yapmak durumu ile karşı karşıya kalacaktır.

Factoring şirketleri bu yüzden sermaye piyasasında çeşitli araçlara başvurmak durumunda kalırlar. Bu araçlardan biri de VDMK'lerdir. Fakat SPK'nın ilk hazırladığı tebliğde banka dışında kalan kuruluşların VDMK ihraç etmeleri için "banka garantisi şartını" vermesi nedeni ile gerek factoring ve gerekse de leasing şirketleri bu yeni araçtan gerektiği gibi yararlanamamışlardır. VDMK'lere ilişkin yayınlanan tebliğde bir takım değişikliklere gidilmesi önerilmektedir. Bu konudaki öneriler şöyle sıralanmaktadır:

a) VDMK ihracı yetkisi, temel faaliyet alanlarının özellikle sanayi kuruluşlarının alacaklarını temellük ederek bu kuruluşlara, alacakların ödenmeme garantisi, tahsilat ve fon sağlama hizmetleri vermek olan factoring şirketlerine mutlaka verilmelidir.

b) Bu factoring kuruluşlarının VDMK ihraçlarında banka garantisi ve alacaklarının bankalara saklanma şartı kaldırılmalıdır.

c) Söz konusu alacakların sadece senete bağlı olması yerine vadeli, çekli ve açık hesaplı alacaklarda dahil edilmelidir.

Bu önerilerin daha gerçekçi olabilmesi için de şu konularda dikkate alınmalıdır.

a) Yetki verilecek factoring kuruluşunun yapısı, sermayesi, ortakları ve yöneticileri SPK tarafından incelenmelidir.

b) İzin için müracat edecek factoring kuruluşunda en az "3 yıllık kâr" şartı aranmalıdır.

c) İlgili factoring kuruluşunu son 2 yılda "alacakları" ile ilgili performansı incelenmeli ve tahsil edilememe oranı tesbit edilmelidir.

d) Factoring kuruluşunun kendi portföyündeki alacaklarını ve riskini takip sistemi incelenmeli ve bu konuda yeterli ve tecrübeli kadrosu olup olmadığı tesbit edilmelidir.

e) Alacakların ne şekilde teminatlandırıldığı, geri dönüşlerde ne gibi uygulama yapıldığı incelenmelidir.

Bu öneriler ışığında hazırlanacak tebliğ değişikliği ile gereksiz yere bankalara ödenen teminat, aracılık, saklama komisyonları ile bu komisyonlara uygulanan vergiler VDMK'lerin nihai maliyetine yansımacaktır (51).

SPK yayınladığı ikinci tebliği ile bu tür kısıtlamaları kaldırarak, VMK'leri banka dışındaki kuruluşlarda ihraç etme olanağını sağlamıştır. Factoring kuruluşlarının genel giderleri çok düşük olduğu için bu maliyet avantajını müşterilerine yansıtacaklardır. Diğer bir deyişle factoring şirketleri maliyet avantajlarını sanayi kuruluşlarına yansıtarak, finansman maliyetlerini önemli ölçüde düşüreceklerdir.

51 Ferruh TANAY, "Varlığa Dayalı Bir Finansman Tekniği Factoring ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler", İktisat İşletme ve Finans Maliye ve Ekonomik Sorunlara Yönelik Aylık Yayın, Yıl: 8, Sayı: 84, Mart 1993, s. 31-35.

D- LEASİNG SEKTÖRÜ AÇISINDAN VARLIĞA DAYALI MENKUL KIYMETLER

Türkiye’de 1980’li yıllarda sermaye piyasası büyük gelişmeler gösterdi. Bu gelişmelerden biri leasing sektörü ve bu sektör içinde yer alan leasing şirketleridir. Leasing-finansal kiralama- sektörü de en hızlı gelişen sektörlerden biri olmuştur. Ülkemizde 1986 yılında kurulan **İktisat Leasing Şirketi** bu alandaki ilk finansal kiralama şirketi oldu. Kısa bir süre içinde de (7 yılda) leasing firmalarının sayısı 42’ye ulaştı. Şirketlerin bu kadar artış göstermesi de bu sektörün ne kadar önemli olduğunu ve hızlı gelişimini ifade etmektedir.

Sermaye piyasasının gelişmesine paralel olarak, geleneksel yatırım araçlarında da değişimler oldu. Piyasaya yeni finansal araçlar girdi. Bu araçlardan biri de VDMK’lerdir. Finansal kiralama açısından VDMK’ler önemlidir. Çünkü, finansal kiralamanın alacakları, menkul kıymet olmaya uygun yapıdadır. Leasing şirketleri VDMK gibi bir aracı fonlama amaçlı kullanabilirlerse, bu fonların tamamı yatırımlara gidecektir.

Finansal kiralama şirketlerinde VDMK’lere konu olabilecek, aktif bir maldır. Bu aktif malda yerine göre bir uçak olabilirken, yerine göre bir gemi de olabilir. Bu aktifin finansal kiralamaya konu olmasından dolayı kira vadelerine uygun bir alacak vardır, bu alacak sonunda teminat mektubu ile, ipotekle malın ikinci değerliliği ya da finansın mali yapısına bağlı olarak teminata ayrıca bağlanmıştır. Finansal kiralama şirketi VDMK ihraç ettiği zaman, gerek malını gerekse kira alacağını yani bütün teminatını ortaya koymaktadır. Bu nedenle banka teminatının aranması finansal kiralama şirketlerini olumsuz etkilemektedir (52).

52 Esat ERKUŞ, “Leasing Sektörü Açısından Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler’ in Önemi”, Uzman Gözüyle / Bankacılık, Banka Uzmanları Derneği Yayını, Mart 1993, s. 22-25.

E- TÜRK SERMAYE PİYASASI VE VARLIĞA DAYALI MENKUL KIYMETLER

Türkiye’de 1980 sonrasında sermaye piyasası alanında çeşitli gelişmeler yaşanmış ve yaşanmaktadır. Türk Sermaye Piyasası, 30 Temmuz 1981 tarihinde Resmi Gazete’ de yayımlanan 2499 sayılı yasaya dayanmaktadır. Bu yasa hükümlerine göre Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) 1 Şubat 1982 tarihinde faaliyete geçmiştir. 12 yıllık süre içinde Türk sermaye piyasasına çeşitli yenilikler girmiş, yeni araçlar bu piyasada kısa sürede gelişip yaygınlaşmıştır. Sermaye piyasasına giren yeni araçlardan biri de **Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler’** dir.

Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler (VDMK), finansal yeniliğin önemli araçlarından biridir. Menkul kıymetleştirme olarak adlandırılan ve belirli varlıklar, özellikle belli niteliklere sahip alacaklar gösterilerek ihraç edilen menkul kıymetler 15 yıl önce ilk olarak ABD’ de piyasaya arz edildi. 1980’li yıllarda da özellikle batıda gelişmiş sermaye piyasalarına sahip ülkelerde yaygınlık kazanmaya başlamıştır.

Türkiye’de, gerek ihraççı kuruluşlara gerekse de yatırımcılara önemli avantajları olan bu uygulama Varlığa Dayalı Menkul Kıymet (VDMK)’ler olarak düzenlenmiştir. SPK’nın VDMK’lere ilişkin tebliğinin yayınlanmasının ardından bir yıl gibi kısa bir süre geçmesine rağmen VDMK’ler Türk sermaye piyasasının önemli bir aracı durumuna geldi. Öyleki VDMK’ler bankalar tarafından büyük oranlarda ihraç edilmeye başlandı. Bankaların ardından finansal kiralama şirketleri ve finansal aracı kurumları da VDMK ihracı için SPK’ya başvurular ve ihraç iznini alarak

VDMK'leri ihraç etmeye başladılar.

Tebliğin 31 Temmuz 1992 tarihindeki Resmi Gazete'de yayımlanmasından sonra SPK, VDMK çıkarmada ilk izni İnterbank' a verdi. İnterbank' da 21.08.1992 tarihinde 4 milyar 250 milyon liralık VDMK'leri Türk sermaye piyasasında satışa çıkardı⁽⁵³⁾. İnterbank'ı ilk aşamada; Pamukbank, Yapı ve Kredi Bankası, T.İş Bankası, T.C. Ziraat Bankası ve T.Emlak Bankası takip etti. Pamukbank ilk etapta 100 milyar TL'lık VDMK çıkarırken, Yapı ve Kredi Bankası 1 trilyon 0.61 milyar TL'lık, T.İş Bankası 1 trilyon 205 milyar TL'lık, T. Emlak Bankası 1 trilyon 500 milyar TL'lık VDMK ihraç etti. T.C. Ziraat Bankası 4 trilyon 500 milyar TL'lık VDMK ihraç etmek için SPK'ya başvurarak bu alanda ilk rekoru kıran banka oldu ve ilk etapta 3 trilyon TL'lık VDMK ihracını gerçekleştirdi.

Türkiye'de ilk kez Pamukbank tüketici ve konut kredilerini menkul kıymetlere dönüştürürken, T.C. Ziraat Bankası'da 31.07.1992 tarihinde çıkarılan tebliğe Eylül ayında ek madde getirterek (ek madde de T.C. Ziraat Bankası'nın direkt adı geçmektedir ki; bu diğer bankalarca eleştirilerek -özellikle de Şekerbank da tarım kredisi verdiği için- haksız rekabete yol açtığı ileri sürülmektedir) ilk kez tarım kredilerine karşılık VDMK çıkardı.

SPK'nın VDMK'lere ilişkin hazırlayıp Resmi Gazete'de çıkan tebliğinin ardından, kısa bir süre sonra bankalar bu yeni enstrümana büyük bir ilgi gösterdiler. Bu ilgi sonucu VDMK'ler Türk sermaye piyasasına yeni bir soluk getirdi. Öyleki 1992 yılı içinde rekor düzeyde menkul kıymet ihracı gerçekleşti. 1990 yılında 6.3 trilyon TL. olan menkul kıymet ihracı 1991 yılında 6.7 trilyon TL'ye ulaşırken, bir yıl sonra 1992 yılında ise; bu rakam

⁵³ Dünya Gazetesi, 20.08.1992, s. 1.

büyük bir patlama göstererek 22.529 milyar TL'ye ulaştı. Bu rakamın da yaklaşık % 64'ünü oluşturan bölümü de aynı yılın Ağustos ayında (bu ay içinde 1.2 milyar TL'lik VDMK ihracı gerçekleştirildi) başlanan uygulama ile bankaların ihraç ettiği VDMK'ler oluşturdu. Öyleki 92 yılının son beş ayı içinde ihraç edilen VDMK toplamı 14 trilyon 480.6 milyar TL'ye ulaştı⁽⁵⁴⁾.

VDMK'lere ilişkin olarak SPK'nın 31.07.1992 tarihinde yayımladığı tebliğin ardından geçen 10 ay içinde (10.05.1993 tarihi itibarı ile) tamamı bankalar tarafından olmak üzere toplam 22 trilyon TL'lik VDMK ihracı gerçekleşmiştir. Bunlara ilişkin genel bilgiler aşağıda verilmektedir.

TABLO 3.2 (55) VDMK İhrac Tutarları:

Vade	İhrac Tutarı (Bin TL)	(%)	Birikimli (%)
1.Ay	3.142.250.000	14.23	14.23
2.Ay	2.135.665.000	9.67	23.91
3.Ay	3.868.720.000	17.52	41.43
4.Ay	1.849.175.000	8.38	49.81
5.Ay	1.546.525.000	7.01	56.82
6.Ay	1.831.950.000	8.30	65.11
7.Ay	1.377.540.000	6.24	71.35
8.Ay	1.213.950.000	5.50	76.85
9.Ay	1.293.615.000	5.86	82.71
10.Ay	1.224.520.000	5.55	88.26
11.Ay	920.626.000	4.17	92.43
12.Ay	1.421.094.000	6.44	98.87
12.+	249.950.000	1.13	100.00
	<u>22.075.580.000</u>	<u>100.00</u>	

54 Cumhuriyet Gazetesi, 21.01.1993, s. 6.

55 "Vergi Dünyası", Aylık Dergi, Maliye Hesap Uzmanları Derneği Yayını, Sayı: 143, Temmuz 1993, s.91.

Bu ihraclara dayanak olan alacak türleri ise şöyledir;

TABLO 3.3 Alacak Portföyü

Türü	Tutar (Bin TL)	(%)
Finansal Kiralama Sözleşmeleri	131.491.405	0.51
Tüketici Kredileri	15.065.949.823	58.56
Konut Kredileri	2.507.356.068	9.75
Otomobil Kredileri	1.188.692.008	4.62
Kredi Kartları	2.067.925.854	8.04
Diğer Alacaklar	206.641.700	0.80
Tarım Kredi Kooperatifleri	4.559.879.704	17.72
	25.727.731.562	100.00

Görüldüğü gibi, Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler' e dayanak teşkil eden alacak portföyü içinde birinci sırayı % 58.56 ile tüketici kredileri almaktadır. İkinci sırada % 17.72 ile tarım kredi kooperatifleri gelirken, üçüncü sırada %9.75 ile konut kredileri gelmektedir.

VDMK'lere uygulanan faizlerde aşağıdaki oranlarda gerçekleşmektedir.

TABLO 3.4

Vade (Ay)	Vadeye Uygun Brüt Faiz Oranı (%)	Yıllık Basit Faiz Oranı (%)	
		Brüt	Net
1	5.25	63	56.26
2	11.00	66	58.94
3	17.75	71	63.40
4	23.67	71	63.40
5	30.00	72	64.30
6	36.50	73	65.19
7	43.17	74	66.08
8	50.00	75	66.98
9	57.00	76	67.87
10	63.33	76	67.87
11	70.58	77	68.76
12	78.00	78	69.65

Kaynak : SPK

VDMK'lerin vadeleri 1 ay ile 12 ay arasında değişmektedir. Tasarrufçuların daha çok kısa vadeli VDMK'leri satın almaları nedeni ile bankalar kısa vadeli VDMK ihracını ön planda tutmuşlardır⁽⁵⁶⁾.

31 Ağustos 1992 tarihi itibarı ile ihraç edilen VDMK tutarı 1.165.250.000.000 TL. iken, bir yıl sonra yani 31 Ağustos 1993 tarihinde ihraç edilen VDMK tutarı; 39.680.180.000.000. TL. olmuştur. Bu meblağın 24.932.010.000.000 TL'si itfa* edilmiş tutardır. Tedavülde bulunan VDMK'lerin toplam tutarı da 14.747.870.000.000 TL.dir ⁽⁵⁷⁾. Bu rakamlar bize, sermaye piyasasına yeni bir soluk getiren VDMK'lerin bir yıl gibi kısa sürede ne kadar popüler bir finansal araç olduğunu göstermektedir. Yine SPK'nın yayınladığı bülten verilerine bakıldığında T. Emlak Bankası'nın 8.100.000.000.000 TL. ile VDMK ihracında birinci durumda olduğu görülmektedir. T. İş Bankası 8.058.100.000.000 TL'lık tutar ile ikinci sırada yer alırken, Yapı ve Kredi Bankası üçüncü gelmektedir. Yapı ve Kredi Bankası'nın ihraç ettiği toplam VDMK tutarı 6.342.515.000.000 TL'dir. T.C. Ziraat Bankası 4.500.000.000.000 TL. ile dördüncü gelirken, Pamukbank'da 3.791.500.000.000 TL.'lık VDMK ihraç tutarı ile beşinci sırada yer almaktadır.

Türkiye'de halen ticari faaliyet gösteren 46 banka bulunuyor (Türkiye'de şube açan yabancı bankalar hariç). Bunlardan 27'si VDMK ihraç edebiliyorki, bu 27 banka içinde yukarıda yer alan 5 banka Eylül ayı itibarı ile kayda alınan VDMK'lerin % 77'sini ihraç etmişlerdir.

(*) Sabit bir borcu temsil eden tahvil ve bonolar genellikle belirli bir süre sonunda, üzerinde yazılı fiyat (ihraç fiyatı) üzerinden paraya dönüştürülebilir (itfa edilebilir) niteliktedir.

56 "Vergi Dünyası", ..., s. 91-92.

57 Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) Bülten Verileri, 06.09.1993.

Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler (VDMK), Türk sermaye piyasası literatürüne bankacılar tarafından kısaca VIDIMIK olarak girdi. VDMK bir yıllık bir süre içinde Türk sermaye piyasasında önemli bir konuma geldi. Yayınlanan tebliğde, VDMK'lerin; bankalar, genel finans ortaklıkları, finansal kiralama şirketleri, KİT'ler, Mahalli İdareler ve bunların istirakleri, mali güçlülük oranları, ayrıca SPK tarafından belirlenecek olan anonim ortaklıklar tarafından çıkarılmasına yetki verildi. Fakat bu olaya önce bankalar girdi. Bankacılık kesimi tarafından büyük bir ilgi gösterildi. Bir yerde bankalara yönelik çıkarılmış bir araç durumuna geldi.

Ülkemizde bankaların öncelikle VDMK'leri ihraç etmelerinin birinci ve en önemli nedeni; VDMK'leri ihraç ederek topladıkları fonlarda munzam karşılık oranları, disponibilite gibi yükümlülüklerin yer almamasıdır. Bankalar VDMK aracılığı ile topladıkları bütün fonları kendileri kullabilmektedirler. Bu nedenle mevduatlara uygulanan faizlerin üzerindeki bir faizi de rahatlıkla vermektedirler. Aşağıdaki tabloda mevduatlarla ilgili olarak aylar itibarı ile gerçekleşen gelişmeler görülmektedir.

TABLO 3.5 1992 Yılında Vadeli Mevduatın Aylık Gelişmesi (%)

	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim
Vadeli Tasarruf Mevduatı	3.0	3.8	3.5	2.7
Vadeli Toplam Mevduat	2.7	3.3	3.7	2.2

TABLO 3.6 1992 Yılında Vadeli Mevduatın Aylık Mutlak Artışları (Milyar TL.)

	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim
Vadeli Tasarruf Mevduatı	1896	2511	2377	1864
Vadeli Toplam Mevduat	2558	3172	3640	2289

Tablolardan da görüldüğü gibi, VDMK'lerin vadeli tasarruf mevduatı ve vadeli toplam mevduat üzerinde etkili olduğu görülmektedir. 1992 Ağustos ayında Türk sermaye piyasasına giren VDMK ihracı ile; gerek vadeli tasarruf mevduatı ve gerekse de vadeli toplam mevduatın, bankaların mevduatları içindeki oranının düştüğü görülmektedir (58).

VDMK ihracının mevduat üzerinde etkileri vardır. VDMK'lerin yeni bir yatırım aracı olarak Türk bankacılık ve finans alanında yerini alması ile mevduatlarda düşüşler yaşandı. Bu yöntemle toplanan fonlarda, mevduatın tersine münzam karşılık oranları ve disponibiliteler gibi yükümlülüklerin olmaması nedeni ile ortalama maliyeti mevduattan düşük olduğu için büyük bir ilgi ile karşılanıp hızlı bir gelişim gösterdi. Oysaki mevduatların toplanmasında ve kullanılmasında bazı zorunlu yükümlülükler vardır ve bu yükümlülüklerin maliyeti arttırıcı etkileri bilinmektedir. Türk bankacılık sistemi mevduat esasına dayanmaktadır. Bu nedenle bankacılık sektörü için VDMK'ler çok cazip bir finansal araç olmuştur.

Türk bankacılık sistemi mevduat esasına dayanır dedik. Bankalar mevduat toplarken % 30 disponibiliteler ayırırlar. Bu % 30'luk oranı her ne kadar Hazine Tahvili ve Hazine Bonosu ile değerlendirirler de bu bir sınırlamadır. Yine bankalar topladıkları vadeli mevduatta % 7.5 oranında kanuni karşılık ayırıp Merkez Bankası'na vermektedirler. Ayrıca mevduat olarak toplanan paranın % 2'sini de Merkez Bankası'nın serbest hesabına yatırıp % 3'ünü de kasalarında saklamakla yükümlüdürler. Sonuçta ortaya %42.5 gibi yüksek bir rakam çıkıyor. Bankalar topladıkları mevduatın ancak % 57.5'ini istedikleri gibi kullanabiliyorlar. Bankalar topladıkları

58 Aydın AYAYDIN, "Varlığa Dayalı Menkul Kıymet İhracının Mevduat Üzerindeki Muhtemel Etkileri", Banka Uzmanları Derneği Yayını, Mart 1993, s.8.

mevduatlarının ancak % 57.5'ini istedikleri gibi kullanabilmeleri sonucu yeni alanlara kaynak aktarmak zor ve pahalı olmaktadır. Bu nedenle kredi maliyetlerinde herhangi bir düşüş olmamaktadır.

Önceki yıllarda munzam karşılıklarda küçük de olsa biraz düşüşler gözlenirdi. Ancak son yıllarda mevduat munzam karşılıklarında bankacılık kesiminin tüm karşı çıkışlarına rağmen bir düşüş görülmedi. Merkez Bankası bankalardan önemli ölçüde vergi almaktadır. Bu durumda kredi faizlerinin düşmemesine neden olmaktadır. Bankacılık sektörü topladığı mevduatın %75'ini kaynak aktarımında kullanabilirse kredi faizleri düşer Türk bankacılık sektörü mevduat ağırlıklı çalıştığı için bazı oranların zorunlu olarak düşürülmesi gerekmektedir. Bankacılık sektörü, VDMK'lerin kredi faizlerini düşüreceğini belirtiyor. Sektöre göre; VDMK ihracı büyük oranlarla gerçekleştiği zaman kredi faizleri düşerse de, artışı duracaktır.

Bizim gibi gelişmekte olan ülkelerde genellikle fon fazlası olan ekonomik birimlerden, fon gereksinimi olan ekonomik birimlere yapılan aktarım büyük ölçüde bankalar tarafından gerçekleşir. SPK bu amaçla, VDMK ihraç iznini banka dışında kalanlar için ancak "banka garanti şartı" yerine getirildiği takdirde vermektedir. Bu da diğer aracı kurumları -leasing, factoring- olumsuz etkilemektedir. VDMK'lerin ihracı bu açıdan bankaların tekelinde kalmıştır.

Bankaların VDMK'leri çıkarmalarının ikinci nedeni de; VDMK'lerin alacaklar karşılığında çıkarılmasıdır. Bankalar VDMK'leri alacaklar karşılığında çıkardıkları için, alacaklar bilançolarda yer almaz. Dolayısı ile banka bilançoları bu yüzden daha güzel görünür. Sonuçta bu durumda yıl sonu banka karlarında artışlar gözlenir.

Bankalar tarafından önemli bir finansal araç olarak görülen ve benimsenen VDMK'ler, yatırımcılar tarafından da tercih edilmektedir. Bunun nedeni ise; aynı vadeye ve riske sahip diğer sabit getirili değerlerden daha fazla getiri getirmesidir.

VDMK'ler Türk sermaye piyasasında yeni bir yatırım aracı olarak yerini almış ve kısa bir sürede gelişip yaygınlaşmıştır. Fakat VDMK'lerin ihracı ile ilgili olarak bazı noktalar gözardı edilmiştir. Bu noktalar üzerinde kısaca duralım:

1. Tebliğde belirtilen yasal düzenleme bankacılık sektörü dışında kalan, finansal kiralama şirketleri, finansal aracı kurumlar gibi işletmelerin VDMK ihracını büyük ölçüde zorlaştırmaktadır. Bu nedenle bankacılık sektörü dışında kalan kesim VDMK olayına fazla sıcak bakmamıştır. Bu durum aynı zamanda batıdaki uygulamaya da ters düşmektedir.

2. Ülkemizde % 70'ler düzeyinde bir enflasyon yaşanmaktadır. VDMK'ler ile ilgili yapılan yasal düzenlemelerin zamanlaması bu açıdan önemlidir. Yani, enflasyonu düşürücü politikaların meyvelerini vermelerinden sonra VDMK ile ilgili yasal düzenlemeler yapılmış olsaydı, ortaya çıkan olumsuzluklar azalacaktı.

3. VDMK'ler Türkiye'deki gibi yoğunlukla tüketici kredileri şeklinde değilde İSKİ, ASKİ gibi kuruluşların kesin alacakları şeklinde çıkarılmalıydı. Çünkü batıdaki uygulama daha çok bu yönde olmuştur. Bilindiği gibi Türk ekonomisinde bir talep baskısı vardır. Bu talep baskısının da enflasyon üzerinde etkisi bulunmaktadır. Bu açıdan VDMK'lerin tüketici kredilerine dayanarak verilmesi de hükümetin enflasyon ile yaptığı mücadele politikaları ile çelişmektedir.

VDMK'ler gibi hızlı gelişim gösteren bir finansal araç iki sorunuda gündeme getirmiş bulunmaktadır:

1. Munzam karşılık oranları ve disponibilitate gibi yükümlülükleri olmayan bu aracın para arzı denetimi üzerinde yarattığı olumsuzluklardır. Bu açıdan bakıldığında da VDMK'ler Merkez Bankası'nın bankalar üzerindeki denetimini ve yasal yükümlülüklerini gizli olarak ortadan kaldıran bir uygulama olmuştur.

2. VDMK'ler mevduata rakip bir fon toplama aracı olmuştur. Bu nedenle mevduat üzerinde yavaşlatıcı bir etkiye sahip bulunmaktadır.

Gerçekten de Ocak ayı itibarı ile bankaların toplam mevduatları 172 trilyon 496 milyar lira iken, bu rakam Temmuz ayında 198 trilyon 881 milyar liraya ulaştı. Aradaki artış yalnızca % 15 olarak gerçekleşti. Yine Ocak ayında tüm banka kredileri 170 trilyon 570 milyar lira düzeyindeydi. Aradan geçen 7 ayda bankaların kullandıkları krediler % 40.01'lik bir artış ile 238 trilyon 966 milyar liraya ulaştı. Bu toplam rakamların anlamı, artan kredi talebini karşılayacak kaynağın yaratılması için mevduat faizlerinin yükselmesi gerektiği idi. Fakat böyle olmadı. Yıl içinde mevduat faizlerinde bir yükseliş gözlenmediği gibi aksine düşüş yaşandı. Banka mevduatlarında yaşanan düşüşün VDMK ihraçlarında görülen patlamadan kaynaklandığı anlaşılmaktadır (59). Öyleki Ocak ayında ihraç edilen VDMK tutarı 14 trilyon 647 milyar lira iken bu rakam Temmuz ayında % 90.8 artış göstererek 27 trilyon 950 milyar liraya ulaştı.

SPK'nın yayınladığı ilk tebliğde (31.07.1992) ihraca yetkili kuruluşlar olarak bankalar, genel finans ortaklıkları, finansal kiralama şirketleri belirlenmiştir. Fakat yine bu tebliğde bankacılık kesimi dışında kalanlara

59 Dünya Gazetesi, 19.08.1993, s. 7.

VDMK ihraç etmek için “banka garantisi şartı” nı yerine getirmekle yükümlü oldukları, ifadesini sık sık belirtmiştik. Bu nedenle VDMK’lerin uygulama şekli finansal kiralama şirketleri ve genel finans ortaklıklarınca benimsenmemiştir. SPK bu amaçla çeşitli zamanlarda tebliğ üzerinde, değişiklikler yapmak zorunda kalmıştır. Nihayet 08.07.1993 tarihinde yeni bir tebliğ yayımlamak durumunda kalmıştır. Yapılan tebliğ değişikliği ile VDMK ihracındaki banka tekeli kırılacaktır. Böylece genel finans ortaklıkları, finansal kiralama şirketleri ve sanayiciler de holdinglerinin yan kuruluşları ile VDMK çıkarıp, bunları rahatlıkla ihraç edebileceklerdir. Ayrıca VDMK ihracına konu olabilecek alacak kapsamı genişletilmiştir. Buna göre kambiyo seneti, diğer bir deyişle de vadeli çek, senet ve bono karşılığında VDMK çıkarılabilecektir. VDMK’lerin gelişmelerinin önündeki engeller kaldırılacaktır.

“Banka garantisi şartı” gösterilen tepkiler üzerine SPK tarafından yumuşatılmıştır. Genel finans ortaklıkları tarafından tüketici ve konut kredileri alacak türlerine dayalı olarak ihraç edilen VDMK’lerin anapara ve faiz tutarlarının en az % 10’unu finansal kiralama sözleşmeleri, ihracat işlemlerinden doğan alacaklar ve diğer alacak türlerine dayalı olarak ihraç edilen VDMK’lerin anapara ve faiz tutarlarının da en az % 20’sini içerecek şekilde banka garantisi sağlamaları zorunlu olmuştur. Finansal kiralamaya yetkili kuruluşlar tarafından doğrudan ihraç edilen VDMK’lerin anapara ve faiz tutarının da en az % 20’sine kadar banka garantisi sağlamaları zorunlu olmuştur.

Genel finans ortaklıklarının sermaye şartı düşürülmüştür. (Önceki tebliğde VDMK ihraç edebilecekleri alacaklar portföyünün tutarı, özkaynaklarının 20 katı iken bu tebliğde özkaynakların tutarı 50 katına çıkartıldı). Doğrudan ihraç kapsamı genişletilmiştir. (Önceki tebliğde

kalkınma ve yatırım bankaları ile diğer kuruluşlar doğrudan VDMK ihraç edemiyorlardı).

Yeni tebliğde yukarıda ifade edilen değişikliklerin yapılması ile birlikte bankacılık kesimi dışında kalanların da VDMK ihraçları kolaylaşacaktır. Türk sermaye piyasasına yeni bir soluk getiren VDMK'ler böylece daha geniş bir yelpazeye yayılıp, ihraçlarını gerçekleştirebileceklerdir. VDMK'lerin ihracı yalnızca bankalara özgü bir uygulama olarak kalmayacaktır.

Amaç; sermaye piyasasına yenilikler getirmek ve bu yenilikler yelpazesini genişletip çoğaltmaksa, bu yeniliklerin uygulayıcıları da çok ve çeşitli olmak zorundadır.

SONUÇ:

Son 20 yılda finansal alanda birçok gelişmeler yaşanmıştır. Gelişmiş batı ülkelerinin finansal piyasalarına baktığımızda bu gelişmeyi ve bu gelişmenin sonucu olan değişmeyi rahatlıkla görebiliriz. 1970'li yılların başından itibaren faiz oranlarının artması, faiz oranı riskinin de artmasına neden olmuştur. Bu değişim sonucunda yeni finansal piyasalar ve yeni araçlar teşvik edilip, yaratılmışlardır.

Finansal yeniliklerin temelinde yatan ekonomik nedenler, istikrarsız çevre koşulları ve bu koşullara bağlı olarak riskin artmasından kaynaklanmaktadır. Finansal yenilikleri yaratan nedenlerden biri de teknolojik gelişmeler olmuştur. Diğer bir deyişle bilgisayar ve iletişim alanında yaşanan teknik gelişmeler. Bunlara ilaveten yasal düzenlemeler sonucunda da ortaya birtakım finansal yenilikler çıkmıştır.

Finansal yeniliklerin başlıca hedefi; enflasyonist bir ortamda, enflasyondan kaynaklanan riskin taraflara dağıtılması ya da bu riskin ortadan kaldırılmasıdır. Türkiye'de 1980'li yıllardan itibaren sermaye piyasasında yaşanan gelişmeler sonucu finansal alanda yeni araçlar ortaya çıkmıştır. Bu araçlar kısa süre içinde sermaye piyasasının önemli araçları arasına girerek gelişip yaygınlaşmıştır. Finansal alanda yaşanan bu gelişmeler sonucu ortaya çıkan yeniliklerden biri de **Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler** olmuştur.

Varlığa Dayalı Menkul Kıymet ihracı, Amerika Birleşik Devletleri ve batı ülkelerinde, Türkiye'deki uygulamasından daha farklı bir biçimde gerçekleşmektedir. Gelişmiş ülkelerin sermaye piyasalarına baktığımızda yapılan uygulamalarda kredi veren kurumların aktiflerinde biriken alacaklar (tüketici kredileri, konut kredileri, otomobil kredileri... gibi) faaliyetleri menkul kıymet ihracı ve alacakların tahsili ile sınırlandırılmış olan özel bir kuruma satılır. Kurum bu alacaklardan bir havuz oluşturarak, havuzdaki değerlerin belirli bir miktarına karşılık gelen menkul kıymetleri ihraç eder. Menkul kıymetleri satın alacak yatırımcılara yapılacak ödemelere karşılık olarak da, menkul kıymetin bağlı olduğu alacak havuzuna düzenli olarak gelen faiz ve anapara ödemeleri teminat olarak gösterilir. Bu arada ihraç edilen menkul kıymet içinde derecelendirme şirketleri bir not verir. Menkul kıymet ihracını gerçekleştiren kurumun görevi, ödemelerin düzenli yapılacağına dair güvence vermek ve bu mekanizmayı çalıştırmaktır. Derecelendirme şirketlerinin verdikleri notlardan daha yükseğini elde etmek amacı ile de ihraç edilen menkul kıymetlere birden fazla kurumun garantisi de sağlanabilmektedir. Sonuçta da şu ortaya çıkmaktadır: Menkul kıymet ihraç eden şirketin sağlamış olduğu garantinin yanı sıra alacakların tahsilinde herhangi bir aksama olması halinde garantör şirketlerin güvencesi de devreye girmektedir. Bunlara ek olarak, ilave teminat mektupları ile de garanti daha da sağlamlaştırılmaktadır. Alacaklı kurum alacaklarını tahsil ettikçe veya faiz ödemeleri yapıldıkça bunları aracı kuruma devreder. Aracı kurum da pay sahiplerine ödeme yapar. Havuzdaki tüm alacaklar ödendiği zaman, Varlığa Dayalı Menkul Kıymet, **itfa olmuş** kabul edilir.

Türkiye'deki Varlığa Dayalı Menkul Kıymet uygulaması ise şöyle gerçekleşmektedir: Türk bankacılık sistemi, finans sektöründe oynadığı öncü

rolünü Varlığa Dayalı Menkul Kıymet konusunda da üstlenmiştir. Ülkemizde bankalar bir özel şirket kurmadan ya da bir tröst oluşturmadan ve bir derecelendirme şirketine başvurmadan yalnızca Sermaye Piyasası Kurulu'ndan izin almak koşulu ile Varlığa Dayalı Menkul Kıymet ihraç etmektedirler. Bu yola başvurma nedenlerinden birincisi; Türkiye'de, hâlâ bir derecelendirme şirketinin olmaması veya garanti sisteminin kurulmamış olması gösterilebilir. İkinci neden ise; batıda ve Amerika Birleşik Devletleri'nde Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler'i ihraç eden kurum iflas (geri ödememe) riskinin belirli bir bölümünü üstlenmekte ve geri kalan kısım da menkul kıymete sahip yatırımcının getirisine yansıtılmaktadır. Oysaki Türk finans sisteminde bankalar çok güçlü ve güvenilir kuruluşlar olarak bilinmektedir. bu nedendendir ki bankalar aracı kurum veya garantör şirket güvencesi olmaksızın menkul kıymet ihraç edebilmektedirler.

Türkiye'de Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler'in daha çok gelişip yaygınlaşması için banka dışındaki şirketlerce de -factoring, leasing gibi ihraç edilebilmesi için önce bir derecelendirme sisteminin kurulması gerekmektedir.

Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler, gelişmiş piyasalarda büyük bir hızla süren menkulleştirme sürecinin doğal bir ürünüdür. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler, gerek yatırımcı ve gerekse de alacakları satan kurumlar açısından cazip olmaktadır. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler'in alacaklarını satan kurumlar açısından cazip olmasının başlıca sebebi, likit olmayan değerlerin likide çevrilmesidir. Böylece işletme sermayesi ihtiyacı azalmaktadır. Diğer yandan yatırımcılar açısından cazip olmasının nedeni ise; aynı riske ve aynı vadeye sahip diğer sabit getirili menkul değerlerden daha yüksek bir getiri vermesidir.

Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler, ucuz bir fon kaynağı niteliğindedir. Disponibilite ve munzam karşılık gibi yükümlülüklerin kapsamı dışında kalmasından dolayı vadeli mevduatlara alternatif olduğu için bankaların çok cazip bulduğu bir araç olmuştur. Bunda Sermaye Piyasası Kurulu'nun da rolü vardır. Varlığa Dayalı Menkul Kıymet'lerin "banka garantisi" şartı altında çıkarılması nedeni ile; bankalar finans sektöründe oynadıkları geleneksel öncülük rolünü bu konuda da göstermişlerdir ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler'in piyasada daha kolay kabul görmesini sağlamışlardır.

Finans sektöründe geleneksel öncü rolünü üstlenen bankacılık kesiminin geçmişi eskidir. Bu nedenle bankacılık kesimine güven tamdır. Factoring ve leasing şirketlerinin kurulması ve işlerlik kazanması ise çok yenidir. Sermaye Piyasası Kurulu, bu nedenle piyasada tam bir güven oluşturan bankacılık sektörüne Varlığa Dayalı Menkul Kıymet çıkarmada öncelik vermiştir. Fakat unutulmamalıdır ki, gerek factoring ve gerekse de leasing gibi finansal kiralama şirketleri de geçmişleri çok yeni olmakla beraber sağlam ve güvenilir kuruluşlardır. Öyleki, leasing şirketleri arasında bugün Avrupa sıralamasında ilk 100'e girenler bulunmaktadır. Bu nedenle Sermaye Piyasası Kurulu, bankaların yanında bu tür finans kiralama şirketlerine de daha toleranslı davranmak durumundadır.

1970'li yıllardan itibaren finans sektörü büyük bir canlılık göstererek sektöre yenilikler getirmiştir. Finansal yenilik olarak piyasaya sunulan Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler'in ve diğer finansal araçların sermaye piyasasındaki hedefi, sermaye piyasasını canlandırmak, yatırımcıları bu piyasaya çekerek kaynak maliyetini azaltmak ve faiz oranlarını düşürmektir. Bu nedenle yeni bir finansal araç olan ve kısa sürede popüler duruma gelen Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler, banka dışı kurum ve kuruluşlardaki ihraç

edilebilir duruma gelmelidir. Burada da görev Sermaye Piyasası Kurulu'na düşmektedir. Kurul yapacağı yeni düzenlemeler çerçevesinde Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler'in finans sektörü içinde yalnızca bankacılık kesimi tarafından değil, aynı zamanda diğer kurum ve kuruluşlarca da ihraç edilebilmesini olanak vermelidir. Bu durumda da sermaye piyasasında çok çeşitli finansal yenilikler yaratılırken ortaya birçok finansal araç çıkacak ve bunları çok ve çeşitli kurum ve kuruluşlar ihraç edebileceklerdir.

YARARLANILAN KAYNAKLAR

- AYAYDIN, Aydın : “Varlığa Dayalı Menkul Kıymet İhracının Mevduat Üzerindeki Muhtemel Etkileri”, BANKA UZMANLARI DERNEĞİ YAYINI, Mart 1993, s.6-9.
- AYDOĞAN , Kürşat : “Varlığa Dayalı Menkul Kıymet ve Yurtdışı Uygulamaları”, İKTİSAT İŞLETME ve FİNANS MALİ ve EKONOMİK SORUNLARA YÖNELİK AYLIK YAYIN, Yıl:8, Sayı:84, Mart 1993, s.26-30.
- EMEN, İsmail : “Eximbank, factoring gelişmesini engelliyor”, DÜNYA GAZETESİ, 11.12.1992, s.3.
- ERKUŞ, Esat : “Leasing Sektörü Açısından Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler’in Önemi”, UZMAN GÖZÜYLE BANKACILIK, BANKA UZMANLARI DERNEĞİ YAYINI, Mart 1993, s.22-25.
- ERTUNA, Özer : “Borsa Size Yakın Semineri”, YAZILI METİN NOTLARI, Eskişehir, Aralık 1992, s.2.
- FETTAOĞLU, Abdurrahman : “Finansal Piyasalarda Yenilikler ve 1980 Sonrası Türkiye”, BANKA VE TİCARET HUKUKU ARAŞTIRMA ENSTİTÜSÜ T. İŞ. BANKASI VAKFI HUKUK FAKÜLTESİ, CEBECİ ANKARA, 1991.
- FLOOD, Mark D : “Two Faces of Financial Innovation”, FEDERAL REŞERVE BANK OF ST.LOUIS ECONOMIC REVIEW, Vol.74, No:5, September/ October 1992, s.3-17.

- GALBRAITH, K.J. : "Money: Whence it Came, Where it Went", Penguin Books, London 1975, s.99.
- GÜNGÖR, Tefvik : "Olayların İçinden", Dünya Gazetesi, 26.08.1992 ve 22.07.1993, s.2.
- KITCHEN, Richard L. : "Finance for the Developing Countries", John Wiley and Sons New York 1986, s.16-21.
- MIRACLE M.P.
- MIRACLE D.S. VE COHEN L. : "Informal Savings Mobilisation in Africa", ECONOMIC DEVELOPMENT AND CULTURAL CHANGE, Vol:28, No:4, Temmuz 1980, s.701-724.
- MISHKIN, Frederic S : "The Economics of Money, Banking and Financial Markets, 2nd Ed., Scott", Foresman and Company, Boston 1989, s.233-253.
- PARASIZ, İlker M. : "Para, Banka ve Finansal Piyasalar", Ezgi Kitabevi, Bursa 1993, s.3-8.
- ŞIKLAR, İlyas : "Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Liberalizasyon ve Ekonomik İstikrar", Eskişehir 1991, s.15-40.
- TANAY, Ferruh : "Varlığa Dayalı Bir Finansman Tekniği Factoring ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymet", İKTİSAT İŞLETME ve FİNANS MALİYE VE EKONOMİK SORUNLARA YÖNELİK AYLIK YAYIN, Yıl:8, Sayı:84, Mart 1993, s.31-35.

_____ : "Vergi Dünyası", Aylık Dergi, Maliye Hesap Uzmanları Derneği yayını, Sayı:143, Temmuz 1993, s.91-92.

_____ : Resmi Gazete, Sayı: 213001, 31.07.1992, s.22-23.

-----: T.C. Merkez Bankası Aylık İstatistik Bülteni, Mayıs 1993, s.18.

-----: Sermaye Piyasası Kurulu Bülten Verileri.

-----: Dünya Gazetesi, "Belediyelere de VDMK İhraç İmkânı Verilecek", 03.12.1992, s.2.

-----: Dünya Gazetesi, "Varlığa Dayalı Menkul Kıymet 5 Bankaya Yaradı", 02.01.1993, s.1.

-----: Cumhuriyet Gazetesi, "Menkul Kıymet İhracında Patlama", 21.01.1993, s.6.

-----: Dünya Gazetesi, "Mevduattaki Düşüş VDMK ile Dengelendi", 19.08.1993, s.7.

-----: Dünya Gazetesi, "Yapı Kredi'den Rekor", 20.08.1992, s.1.

-----: Hürriyet Gazetesi, "Devlet VIDİMİK'la 3.8 Trilyon Kaybetti", 16.11.1992, s.8.