

T.C.
TRAKYA ÜNİVERTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
YÜKSEK LİSANS TEZİ



**KONUT KREDİSİNİN KULLANIMINI
ETKİLEYEN FAKTÖRLER ve
YATIRIMCILARIN FİNANSAL
DAVRANIŞLARININ ANALİZİ**

DERYA HİLAL KARAHAN

TEZ DANIŞMANI
DOÇ.DR. ENGİN DEMİREL

EDİRNE, 2014

T.C.
TRAKYA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
YÜKSEK LİSANS TEZİ

DERYA HİLAL KARAHAN tarafından hazırlanan **KONUT KREDİSİNİN KULLANIMINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER VE YATIRIMCILARIN FİNANSAL DAVRANIŞLARININ ANALİZİ** Konulu **YÜKSEK LİSANS** Tezinin Sınavı, Trakya Üniversitesi Lisansüstü Eğitim-Öğretim Yönetmeliği'nin 15.-16. maddeleri uyarınca **20.03.2014 Perşembe** günü saat **16.00'**da yapılmış olup, tezin* Kabul Edilmesine **OYBİRLİĞİ/OYÇOKLUĞU** ile karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYELERİ	KANAAT	İMZA
Doç. Dr. Engin DEMİREL (Danışman)	Kabul Edilmesine	
Doç. Dr. Adil OĞUZHAN	Kabul Edilmesine	
Doç. Dr. Süleyman Gökhan GÜNAY	Kabul Edilmesine	

*Jüri üyelerinin, tezle ilgili kanaat açıklaması kısmında "Kabul edilmesine/Reddine" seçeneklerinden birini tercih etmeleri gerekir.

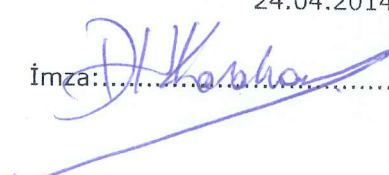
T.C
YÜKSEKÖĞRETİM KURULU
ULUSAL TEZ MERKEZİ

TEZ VERİ GİRİŞİ VE YAYIMLAMA İZİN FORMU

Referans No	10032799
Yazar Adı / Soyadı	DERYA HİLAL KARAHAN
Uyruğu / T.C.Kimlik No	TÜRKİYE / 34516753082
Telefon	5468655220
E-Posta	derya_karahan86@hotmail.com
Tezin Dili	Türkçe
Tezin Özgün Adı	Konut Kredisinin Kullanımını Etkileyen Faktörler ve Yatırımcıların Finansal Davranışlarının Analizi
Tezin Tercümesi	Analysis of the Factors Affecting Mortgage use and the Investor's Financial Behaviour
Konu	İşletme = Business Administration
Üniversite	Trakya Üniversitesi
Enstitü / Hastane	Sosyal Bilimler Enstitüsü
Bölüm	İşletme Bölümü
Anabilim Dalı	İşletme Anabilim Dalı
Bilim Dalı	
Tez Türü	Yüksek Lisans
Yılı	2014
Sayfa	142
Tez Danışmanları	DOÇ. DR. ENGİN DEMİREL 33610420784
Dizin Terimleri	
Önerilen Dizin Terimleri	
Kısıtlama	36 ay süre ile kısıtlı

Tezimin, Yükseköğretim Kurulu Ulusal Tez Merkezi Veri Tabanında arşivlenmesine izin veriyorum. Ancak internet üzerinden tam metin açık erişime sunulmasının 24.04.2017 tarihine kadar ertelenmesini talep ediyorum. Bu tarihten sonra tezimin, bilimsel araştırma hizmetine sunulması amacı ile Yükseköğretim Kurulu Ulusal Tez Merkezi tarafından internet üzerinden tam metin erişime açılmasına izin veriyorum. NOT: Erteleme süresi formun imzalandığı tarihten itibaren en fazla 3 (üç) yıldır.

24.04.2014

İmza: 

Tezin Adı: Konut Kredisinin Kullanımını Etkileyen Faktörler ve Yatırımcıların Finansal Davranışlarının Analizi

Hazırlayan: Derya Hilal KARAHAN

ÖZET

Gelişen dünya ekonomisi beraberinde birçok piyasanın da gelişimini zorunlu kılmıştır. Son dönemlerdeki bu gelişimle, hükümetlerin konut piyasasına yönelik politikaları önem kazanmıştır.

Bu çalışmanın birinci bölümünde mortgage ortaya çıkış sürecinden, gelişimi ve içeriği detaylı olarak anlatılmaktadır. İkinci bölümde ise öncelikle ABD ve Avrupa Birliği ülkelerindeki uygulanan mortgage sistemi daha sonra gelişmekte olan ülkelerdeki mortgage sistemi anlatılmaktadır. Bununla birlikte bireyler konut alımına barınma ihtiyacının yanı sıra farklı amaçlar içinde yönelmektedir. Bireylerin bu yönelimleri, çalışmanın üçüncü bölümü olan davranışsal finans kısmında ve son bölüm olan uygulama kısmında yapılan anket çalışmasıyla analiz edilmeye çalışılmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Mortgage, Davranışsal Finans, Konut Yatırımı

Name of Thesis: Analysis of the Factors Affecting Mortgage use and the Investor's Financial Behaviour

Prepared by: Derya Hilal KARAHAN

ABSTRACT

Together with the evolving world economy, development became a compulsory for many markets. With this development in recent years, government policies have gained importance for the housing market.

In the first part of this study, you can find details about emergence proces, development process and contents of the mortgage system. In the second part, firstly the mortgage system in United States and European countries, later the system in developing countries are described respectively. Furthermore, without housing requirements, individuals are interested in housing purchases for different purposes. The tendencies of these individuals are being analysed by surveys in the third and at the same time the last part of the study, which is named "Behavioral Finance".

Key-Words: Mortgage, Behavioral Finance, House Investment

ÖNSÖZ

Tez çalışma ve araştırma sürecinde, değerli bilgi ve deneyimleri ile desteğini eksik etmeyen, sorduğum sorulara içtenlikle cevap veren, tecrübelerini benimle paylaşan değerli tez danışmanım sayın Doç. Dr. Engin DEMİREL'e teşekkürlerimi sunarım. Değerli hocam Doç. Dr. Adil OĞUZHAN'a, Doç. Dr. Süleyman Gökhan Günay'a ve üniversite eğitimim boyunca bana emek harcayan bütün hocalarıma teşekkürü bir borç bilirim.

Anket çalışmalarım süresince hep yanımda olan değerli arkadaşım Onur ÖNER'e ve anket çalışmama katılarak yardımcı olan tüm arkadaşlarıma, kişi ve kurumlara verdikleri destek için teşekkür ederim.

Son olarak bu zorlu süreçte benden desteklerini, inançlarını eksik etmeyen ve her zaman benim yanımda olan sevgili aileme ve Demet Yeşilcennet'e en içten dileklerimle teşekkür ederim.

İÇİNDEKİLER

ÖZET.....	i
ABSTRACT	ii
ÖNSÖZ.....	iii
İÇİNDEKİLER	iv
TABLolar LİSTESİ.....	ix
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	x
GRAFİKLER LİSTESİ.....	xi
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

MORTGAGE KAVRAMI VE SİSTEMİ

1. Kavram ve Sistemin İşleyişi

1.1. Kavram.....	3
1.2. Tarihsel Gelişimi.....	4
1.3. Önemi.....	5
1.4. İşleyişi	6
1.4.1. Piyasanın Tarafları	7
1.4.2. Birincil Piyasanın İşleyişi.....	8
1.4.3. İkincil Piyasanın İşleyişi	9
1.5. Çeşitleri	10
1.5.1. Faiz Yapılarına Göre Sınıflandırma	11
1.5.1.1. Sabit Faiz Oranlı Mortgage	12
1.5.1.2. Değişken Faiz Oranlı Mortgage	13
1.5.1.3. Faiz Tavanı ve Tabanı Belirlenmiş Mortgage.....	14
1.5.1.4. İskontolu Mortgage	15
1.5.1.5. Basamak Faiz Oranlı Mortgage.....	15
1.5.1.6. Geri Nakit Ödemeli Mortgage.....	16
1.5.1.7. Cari Hesaba Bağlı Değişken Faizli Mortgage.....	16

1.5.2.Geri Ödeme Özelliklerine Göre Yapılan Sınıflandırma.....	16
1.5.2.1.Anapara Ödemeli Mortgage	16
1.5.2.2.Faiz Ödemeli Mortgage.....	17
1.5.3.Diğer Mortgage Kredileri	17
1.5.3.1.Balon Krediler	17
1.5.3.2.Çift Oranlı Krediler	18
1.6. Konut Finansman Sistemleri	18
1.6.1.Doğrudan Finansman Sistemi	19
1.6.2.Sözleşme Yöntemi	19
1.6.3.Mevduat Sistemi Yöntemi	20
1.6.4.İpotek Bankacılığı Yöntemi	21
1.7. Sistemin Riskleri	21
1.7.1.Erken Ödeme Riski.....	21
1.7.2.Faiz Oranları Riski.....	22
1.7.3.Kredi Riski.....	22
1.7.4.Likidite Riski	23
1.8.Sistemden Alınan Ücretler Masraflar ve Kefalet Cezaları.....	23
1.9.Sistemin Türkiye’de Alınan Ortaya Çıkışı ve Gelişimi	24
1.9.1.Türk Mortgage Kanunu.....	27
1.9.2.Türk Mortgage Kanunu ile Yapılan Düzenlemeler.....	28
1.10. Sistemin Başarı Koşulları	29

İKİNCİ BÖLÜM

GELİŞMİŞ VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE MORTGAGE VE MORTGAGE KRİZİ

2. Gelişmiş Ülkelerde Mortgage	
2.1.ABD’de Konut Finansmanı.....	32
2.1.1. Federal Ulusal İpotek Birliği	33
2.1.2. Hükümet Ulusal İpotek Birliği.....	34
2.1.3. Federal Konut İpotek Kredisı Şirketi	35

2.2.Avrupa’da Konut Finansman Sistemi	36
2.2.1. Almanya	36
2.2.2. İngiltere	38
2.2.3. Danimarka	39
2.2.4. Fransa	40
2.2.5. Hollanda	40
2.3.Gelişmekte Olan Ülkelerde Mortgage Sistemi.....	41
2.3.1. Brezilya	43
2.3.2. Kolombiya.....	44
2.3.3. Meksika	46
2.3.4. Polonya.....	47
2.3.5. Arjantin	48
2.3.6. Nijerya.....	49
2.3.7. Malezya	50
2.3.8. Kore.....	52
2.4.ABD ve Mortgage Krizi	53
2.5.Krizin Nedenleri	54
2.5.1. Mortgage Kredilerinin Yapısının Bozulması	54
2.5.2. Faiz Yapısının Uyumsuzlaşması	55
2.5.3. Saydamlık Eksikliği	56
2.5.4. Kredi Türev Piyasalarının Genişlemesi.....	56
2.6.Krizin Türkiye’ye Etkileri.....	57
2.6.1. Dış Ticaret	57
2.6.2. GSYH ve Sektörel Büyümler	58
2.6.3. Açılan ve Kapanan İşletme Sayıları	59
2.6.4. İstihdam Durumu.....	60

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

DAVRANIŞSAL FİNANS

3.1. Finansın Tanımı	61
3.2. Finansal Karar Kavramı ve Kapsamı	61
3.3. Yatırımcı Psikolojisini Etkileyen Faktörler	62
3.3.1. Aşırı Güven	62
3.3.2. Çıpalama	65
3.3.3. Akli Muhasebeleştirme	65
3.3.4. Batık Maliyet Etkisi	67
3.3.5. Temsilcilik.....	67
3.3.6. Pişmanlıktan Kaçınma.....	68
3.3.7. Olasılık Hesaplamaları	69
3.3.8. Aşırı Reaksiyon ve Düşük Reaksiyon.....	70
3.3.9. Sürü Davranışı ve Çeşitleri	71
3.3.10. St. Petersburg Paradoksu.....	74
3.4. Davranışsal Finans	75
3.4.1. Davranışsal Finans Kavramı	75
3.4.2. Davranışsal Finansın Anlaşılabilmesi İçin Bazı Temel Kavramlar	78
3.4.3. Rasyonalite ve İnsan.....	78
3.4.4. Etkin Piyasa Hipotezi.....	80
3.4.5. Fiyat Anomalileri	82
3.4.6. Risk ve Belirsizlik.....	85
3.5. Davranışsal Finansın Tarihsel Gelişimi	85
3.6. Davranışsal Finansın Amaçları	87
3.7. Geleneksel Finans ve Davranışsal Finansın Karşılaştırılması.....	88
3.8. Davranışsal Finansın Temelleri.....	90
3.8.1. Optimum Yatırım Kararların Alınmasını Engelleyen Kısıtlar.....	90
3.8.1.1. Optimum Karar Almayı Engelleyici Kısayollar (Hevrestikler).....	91
3.8.1.2. Optimum Karar Almayı Engelleyici Bilişsel Yanlılıklar.....	94
3.9. Davranışsal Finans Teori ve Modelleri	97

3.9.1. Kahneman ve Tversky'nin Beklenti Teorisi	97
3.9.1.1. Genel Hatlarıyla Beklenti Teorisi	97
3.9.1.2. Beklenti Teorisi'nin İşleyişi	99
3.9.1.3. Değer Fonksiyonu	100
3.9.1.4. Ağırlıklı Olasılık Fonksiyonu	102
3.9.2. Davranışsal Finans Modelleri	103
3.9.2.1. Temsili Yatırımcı Modeli	104
3.9.2.2. Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam Modeli	105
3.9.2.3. Hong ve Stein Modeli	105

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

KONUT KREDİSİNİ BELİRLEYEN FAKTÖRLERLE İLGİLİ BİR ALAN ARAŞTIRMASI

4.1. Araştırmanın Konusu ve Amacı	106
4.2. Araştırmanın Metodu	107
4.3. Araştırma Sonuçlarının Değerlendirmesi	107
4.3.1. Genel Değerlendirme	107
4.4. Sonuç	121
KAYNAKÇA	124

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 2.1. Gelişmekte Olan Ülkelerin İpotekli Konut Finansman Sistemindeki Deneyimi	42
Tablo 2.2. Konut Mortgage Kredilerinin Gecikme Sayıları.....	55
Tablo 2.3. Büyüme Hızları (1998 Fiyatlarıyla % Değişen).....	59
Tablo 2.4. Türkiye’de İşgücü Durumu 1 Ağustos 2008 (15+ yaş, Bin Kişi)	60
Tablo 4.1: Anket Katılımcılarının Cinsiyetlerine Göre Dağılımı	108
Tablo 4.2: Anket Katılımcılarının Medeni Duruma Göre Dağılımı	108
Tablo 4.3: Anket Katılımcılarının Yaşlarına Göre Dağılımı	108
Tablo 4.4: Anket Katılımcılarının Eğitim Düzeylerine Göre Dağılımı	109
Tablo 4.5: Anket Katılımcılarının Çalışma Durumu.....	109
Tablo 4.6: Anket Katılımcılarının Çalıştığı Kurum	109
Tablo 4.7: Anket Katılımcılarının Aylık Gelir Düzeyi	110
Tablo 4.8: Daha Önce Konut Kredisi Kullandınız Mı ?	110
Tablo 4.9: Şuan Sahip Olduğunuz Konutunuz Var Mı?	111
Tablo 4.10: Konut Bedelinin % Kaçına Kadar Kredi Kullanmayı Tercih Edersiniz?	111
Tablo 4.11: Tasarruflarınızın Toplam Değeri Kaç TL’ye Ulaştınca Konut Almayı Düşünürsünüz?	112
Tablo 4.12: Sizce Konut Kredisi Kullanmak İçin En Uygun Dönem Hangisi?.....	112
Tablo 4.13: Sizce Aylık Kira Maliyeti Kaç TL’ye Ulaştınca Konut Kredisi Kullanmaya Karar Verirdiniz?	113

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1 Piyasa İşleyişi	7
Şekil 1.2 İpotekli Konut Finansman Sisteminin Tarafları	10
Şekil 2.1 Meksika Konut Kredisi Piyasası.....	47
Şekil 2.2 Cagamas Modeli	51
Şekil 3.1 Net Kazanan İşlem Miktarına Göre Oranı (% Değişimi)	64
Şekil 3.2 Davranışsal Finans İle Etkileşimde Olan Bilimler	77
Şekil 3.3 Anormal Fiyat Değişimlerine Yatırımcıların Tepkisi.....	81
Şekil 3.4 Değer Fonksiyonu.....	101
Şekil 3.5 Ağırlıklı Olasılık Fonksiyonu	102

GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 1.1. Konut Kredilerinin Faizle İlişkisi	11
Grafik 1.2. Sabit Oranlı Mortgage - Piyasa Faiz İlişkisi.....	13
Grafik 1.3. Değişken Oranlı – Sabit Oranlı Mortgage İlişkisi	14
Grafik 1.4. Yıllara Göre Şehirleşme Oranı	25
Grafik 1.5. Konut Kredisi Karşılaştırması	26
Grafik 2.1. Konut Kredilerinin GSYİH’ya Oranı	31

KISALTMALAR LİSTESİ

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ARM	: Değişken Faiz Oranlı Mortgage
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BFT	: Beklenen Fayda Teorisi
BH	: Banco Hipotecario
BM	: Birleşmiş Milletler
BNH	: Banco Nacional da Habitação
CEF	: Caixa Economica Federal
CRIs	: Certificados de Recebíveis Imobiliários
EP	: Endowment Policy
FHA	: Federal Housing Administration
FHLMC	: Federal Home Loan Mortgage Corporation
FMBN	: Federal Mortgage Bank of Nigeria
FNMA	: Federal National Mortgage Assosiation
FRM	: Sabit Faiz Oranlı Mortgage
GNME	: Government National Mortgage Assosiation
GSYH	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
ISA	: Individual Saving Account
İDMK	: İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler
KOMOCO	: Korea Mortgage Corporation
LTV	: Loan to Value
PP	: Pension Plans
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TÜİK	: Türkiye İstatistik Kurumu

GİRİŞ

İnsanlığın var olmasıyla birlikte barınma ihtiyacı hayatı devam ettirmenin en önemli parçası olmuştur. En temel ifadeyle konut barınma ve bireylerin gelecekleri için bir güvence olarak görülse de aslında birçok farklı amaç için kullanılmaktadır. Örneğin yatırım aracı, ekonomik gelişim açısından önemli bir kaynak olma ve bununla birlikte sosyal gelişim içinde artan önemiyle birbirine bağlı birçok faktör sıralanabilir.

Günümüzde ise ihtiyaç olmanın yanı sıra bireylerin yatırım amaçlı olarak da konuta yönelimleri artarak devam etmektedir. Özellikle gelişen konut piyasası konutun yatırım aracı olarak görülmesinde etkili olmaktadır. Gelişen konut piyasasıyla devletlerin konut politikalarıyla ilgili önemli değişiklikler yaşanmaktadır. Bu değişikliğin önemli nedenlerinden biri ise ülkelerin gelişme ve kalkınmalarında inşaat sektörünün payının giderek artması olarak görülmektedir. Konut piyasasında zamanla oluşan bu farklılık bu tez çalışmasının da çıkış noktasını oluşturmaktadır.

Çalışmada detaylı olarak incelenmiş olan *ipotek karşılığı menkulleştirilmiş krediler(mortgage) sistemi* nin gelişim süreci ve ortaya çıkışıyla birlikte gerek finansal piyasaları gerekse ekonomiye etkileri, kullanıcı ihtiyacına göre çeşitleri, Türkiye’ de ortaya çıkışı birinci bölümün temel konuları olmaktadır.

A.B.D.’de ve Avrupa Birliği ülkelerinde son derece gelişmiş olan mortgage sistemi ve bu sistemin işleyişi, ülkeler arasındaki farklılıkları ikinci bölümü oluşturmaktadır. Konut finansman sistemi sosyal yapıya, ekonomik kalkınmaya ve kentleşmeye bunun yanı sıra inşaat, gayrimenkul, ulaşım, sigorta ve finans gibi ekonominin bağlantılı diğer sektörlerini de harekete geçirmesiyle ülke ekonomisine katkı sağlayacağından konut sektöründeki canlılık tüm ülke geneline yayılacaktır. Bununla birlikte gelişmiş ülkeler yanı sıra gelişmekte olan ülkelere de yine bu bölümde inlenmektedir.

Üçüncü bölümde ise mortgage sisteminden ve sistemin işleyişinden, ülkeler arasındaki farklılıklarından yola çıkarak son dönemlerde önem kazanan davranışsal finans incelenmiştir. Finans, davranışsal finans ve davranışsal finansın model, teori ve amaçları detaylı olarak açıklanmaktadır. Bunun yanı sıra geleneksel finans teorisinde bireyler, rasyonel yatırımcı olarak görülmektedir. İnsanların rasyonel davrandığı varsayımı tercihlerin doğru matematiksel olgular üzerine oturduğunu, aynı hataların tekrarlanmadığını, yeni bilgi karşısında insanların beklentilerini doğru bir şekilde oluşturduğunu kabul etmektedir. Bu çalışma içinde de ifade edileceği gibi insan davranışları geleneksel finansın öngördüğü ölçüde basit olmayıp her zaman mantıksal temele dayanmamakta, rasyonellikten sistematik olarak uzaklaşabilmektedir.

Son bölümde bireylerin konut edinmedeki amaç, tercih ve değer farklılıkları üzerinde karşılaştırmalı olarak bir alan çalışması yapılmıştır. Bireylerin sistematiklikten uzaklaşmalarına etki eden faktörler ve farklılıkları uygulanan anket çalışmasıyla araştırılmaya çalışılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

MORTGAGE KAVRAMI

1.Kavram ve Sistemin İşleyişi

1.1.Kavram

Mortgage kavramı, Fransızca “ölü” ya da “taşınmaz” anlamına gelen “mort” sözcüğü ile Alman Hukuku’nda, ”verilen bir sözün karşılığı olarak bırakılan depozit” anlamına gelen “gage” sözcüklerinin birleşmesinden meydana gelmektedir (Baloğlu,2007:16). Ayrıca ipotek ya da rehin anlamına da gelen mortgage “kira öder gibi ev sahibi olma” yöntemi olarak da bilinmektedir. ABD ve İngiliz Hukuku’nda ise ipoteğe denk düşlen bir taşınmaz teminatı olarak ifade edilmektedir (Doğru,2007:14).

Konut kredisi, uzun vadede konut sahibi olmak isteyen bireylere verilen kredilerdir. Alınan bu kredi faizi ile birlikte belirli bir dönem içerisinde geri ödenir. Finansman kurumları bu tür kredilerde, krediye konu olan konutlara ipotek tesis ederler ve böylece kredilerini teminat altına alırlar. Kredi alanın sözleşmedeki ödemeleri yapmaması durumunda, krediyi veren borçla ilgili rehinin paraya çevrilmesi yoluyla alacağını tahsil etme imkanına sahip olur (Özyüksel,2007:13).

İpotekli konut finansman sistemi, kredi, finansal kiralama ve diğer finansal işlemlerle konut alımı, yenilenmesi ve güçlendirilmesi için ipotek teminatlı kaynak kullanılması anlamına gelmektedir ve sistemin temelinde taşınmazın alınan borç karşılığı ipotek verilmesi vardır.

Mortgage sisteminin tarihsel süreci oldukça eskilere dayanmaktadır. Ancak ülkemizde çeşitli tartışmalara konu olması 2005 yılında başlamıştır. “Tut sat konut

finansman modeli” olarak da adlandırılan bu sistem, 21 Şubat 2007 tarihinde TBMM Genel Kurulu’nda görüşülerek kabul edilmiştir (Apak: Demirel,2009:107).

1.2. Tarihsel Gelişimi

İlkel anlamda mortgage sistemi, Ortaçağ Avrupası’ndaki uygulamalarla karşımıza çıkmaktadır. Toprak sahibi olma kavramının değiştiği dönemlerde, özellikle İngiltere’de şekillenmeye başlamıştır. Dünyadaki ilk uygulamaları 1190’lı yılların başlarında Avrupa’da görülmüştür. O dönemde İngiltere’de, gayrimenkul satın almak isteyenlere kredi verirken, kreditorler bu gayrimenkulün mülkiyetini üzerlerinde tutarlardı. Eğer borcun ödenmemesi söz konusu olursa, gayrimenkulü satarak alacaklarını tahsil etme yoluna giderlerdi. İngiliz Hukuku’nda bu uygulamaya ilişkin düzenlemeler yer almaktaydı. Sistemin ilk örneklerinin görüldüğü döneme baktığımızda, toprağın/gayrimenkulün sahibinin, sattığı kişiye vade tanınması ve ödemeleri taksitlendirmesiyle birlikte aslında satış bir çeşit temlik sözleşmesi niteliği taşımaktaydı (Berbercuma,2001:9).

1900’lü yıllara doğru, Avrupa’dan yapılan göçlerin etkisiyle mortgage sistemi ABD’de de yaygınlaşmaya başlamıştır. 1930’larda ABD’de başlayan düzenli mortgage uygulamaları, bankaların değil sigorta şirketlerinin aracılığıyla başlamıştır. O yıllarda sistemle ilgili çeşitli sorunlar ortaya çıkmıştır ve ABD Kongresi inşaat ve mortgage piyasasında ki bu olumsuz durumu düzeltmek için FHA’yı (Federal Housing Administration) kurmuştur. FHA’nın kuruluşuyla, düşük gelirli bireylerin konut sahibi olmalarına yönelik fon sağlamak ve mortgage piyasasında istikrar yaratmak temel amaçları arasında yer almıştır. ABD’de FHA ‘nın kurulmasıyla ilerleyen yıllarda, özellikle 1940’lı yıllardan sonra, inşaat sektöründe iyileşme ve mortgage hacmi de artmaya başlamıştır (Özyüksel:13).

Mortgage sisteminin süreci incelendiğinde, ortaya çıkışı çok eskilere zamanlara dayandırılrsa da, modern ve sistemli olarak işleyişi yakın tarihimizde oluşabilmiştir. Ülkemizde ise 2005’li yıllarda uygulamaya geçilebilmiştir.

1.3. Önemi

Ülkeler, varoluşlarından itibaren sürekli olarak ekonomik büyüme ve gelişme içerisinde. Gelişmiş olan ülkelerin makroekonomik koşullarına bakıldığında konut finansmanın ortaya çıkışı önemli rol oynamaktadır. Bununla birlikte, uzun bir tarihsel perspektif içinde devam eden diğer önemli faktör ise konut piyasasının serbestleştirilmesidir (Chiquier:Lea,2009:2). Bu süreçte özellikle finansal piyasalara olan ihtiyaç giderek artmaktadır. Finansal piyasalarda derinleşme sistemin ilerlemesi ve gelişmesi için oldukça önemlidir.

Finansal derinleşme, finans sektöründe yaratılan fon kaynaklarının, reel kesime aktarılma oranıdır. Bu oranın yüksek ya da düşük olması ekonomik büyümenin düzeyini göstermektedir. Oranın yüksek olması, finansal derinleşmenin güçlü ve bunun ekonomik büyüme oranını artırması demektir. Oranın düşük olması ise, finansal derinleşmenin zayıf ve dolayısıyla reel sektörde kaynak yetersizliği nedeniyle ekonomik büyüme istenilen düzeyde olamayacak demektir (Oksay,2000:4).

Finansal piyasalardaki kurum ve araç çeşitliliği, finansal derinleşmenin en temel göstergelerinden biridir. Çünkü finans piyasalarındaki kurum ve araçlar ne kadar çeşitli ise fon arz ve talebinin artması ve çok daha fazla fon talebinin karşılanabilmesine imkan verecektir. Mortgage kredilerinde de, gerek birincil gerekse ikincil piyasalardaki kurum ve araç çeşitliliği ile finansal piyasaların derinleşmesine ve büyümesine katkı sağlayacaktır. Bunun sonucunda ise ekonomik büyümede giderek artacaktır (Özyüksel:15).

Mortgage kredilerinin en önemli özelliği ise uzun vadeli ve düşük faizli olmasıdır. Bu sayede insanların, özellikle genç ve orta gelirlilerin, konut sahibi olma imkanlarını önemli düzeyde arttırmaktadır. Konut piyasasının birçok sektörü birbirine bağlaması nedeniyle, bu sektörün büyümesi talebi, üretimi, istihdamı, ticareti ve birçok ilgili sektörü harekete geçirerek ekonomik büyümeyi

sağlamaktadır. Ayrıca bu büyüme finansal piyasalarında gelişmesini artıracak için ülkeye giren yabancı sermaye oranı da giderek artacaktır.

1.4. İşleyişi

Mortgage sisteminin uygulaması ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir. Ancak sistem her ne kadar değişiklik gösterse de gerekli olan bazı temel koşullar vardır:

- * Makroekonomik ve siyasi istikrar.
 - * Düşük ve durağan faiz oranları.
 - * Yasal altyapı (kredi tahsisi, kıymetlendirmesi ve ödeme aralıklarının tayini).
 - * Teknik altyapı (tapu kadastro kayıtları, bakalar ve yardımcı kuruluşlar)
- (Apak:Demirel,2009:108)

Bu koşulların oluşması sistem için gereklidir. Sistemin uygulamasında ise piyasa da iki ana uygulaması söz konusudur. Bu uygulamadan ilki ipotek bankacılığıdır. İpotek bankacılığında, fonlama sürecinde ipotek bankaları menkul kıymet ihraç ederek fon toplamaktadır. Daha sonra topladığı bu fonları gayrimenkul kredisi olarak kredi ihtiyacı olan bireylere vermektedir. Ayrıca bu piyasalarda faizler serbest olarak belirlenmektedir.

İkincil konut piyasası ise sistemin diğer bir uygulamasıdır. Bu modelde bankalar ve benzeri kuruluşlar servis ücreti kestikleri konut kredilerini tüm haklarıyla birlikte ipotek merkezlerine devretmektedirler. Sistemin uygulanmasının ülkeler arasında farklılık göstermesinin yanında, gerek ABD gerekse çoğu gelişmiş ülkede, konut alımı için verilen ipotek kredilerinin başlangıçta devlet öncülüğünde kurulmuş olan yetkili kurumlarca yönetilmesidir (Baloğlu: ve diğer,2007:21).

1.4.1. Piyasanın Tarafları

Konut finansman sistemi bir kredi işlemi olması, sözleşmeyle ilgili olan tarafları ortaya çıkarmaktadır.

Uzun vadeli ipotek kredisi sistemini kullananlar genellikle;

*Kaynak sağlayanlar (sermaye yatırıncılar, yatırımcılar),

*Kredi kurumları (bankalar, finans şirketleri),

*Kullanıcılar (hane halkı, taşınmaz yatırım şirketleri),

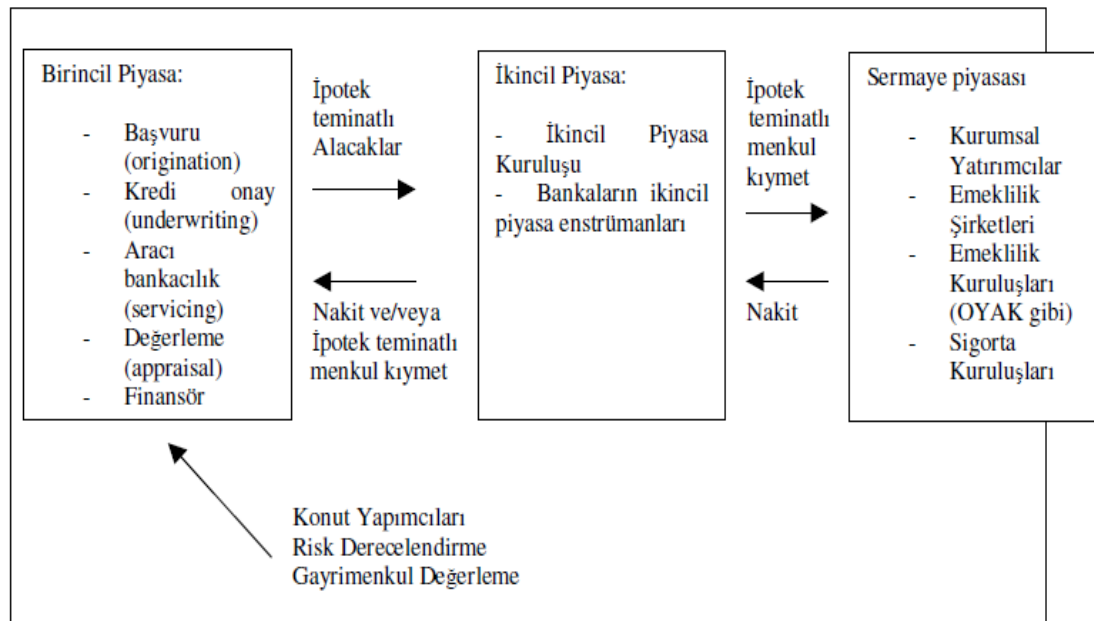
*Devlet (düzenleyici, destekleyici ve denetleyici olarak)

*Sigorta şirketleri

Olmak üzere beş bileşenden oluşmaktadır (Demir: Kurt Palabıyık,2005:7).

Sistem, kredi kulanlar ile kredi ihtiyacını sağlayanların birincil, ikincil ve sermaye piyasalarında karşılaşmasıyla işler.

Şekil 1.1: Piyasa İşleyişi



Kaynak: Onur ÖZSAN, Mortgage Sisteminin Temelleri, Active Dergisi, İstanbul, Temmuz-Ağustos 2005, s.3.

1.4.2. Birincil Piyasanın İşleyişi

Kredi veren kuruluş olan banka ya da diğer kredi kuruluşları ile kredi alanın karşılaştığı ve aralarında geçen ticari ilişkiler alanı, birincil piyasalar olarak adlandırılmaktadır.

5582 sayılı yasanın 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'na eklenen 38/a maddesi ile konut finansmanı düzenlenmiştir. Bu maddeye göre konut finansmanı *“konut edinmeleri amacıyla tüketicilere kredi kullandırılması, konutların finansal kiralama yoluyla tüketicilere kiralanması, sahip oldukları konutların teminatı altında tüketicilere kredi kullandırılması”* olarak tanımlanmış ve *“bu kapsamdaki kredilerin yeniden finansmanı amacıyla kullandırılan kredilerinde konut finansmanı kapsamında olduğu”* belirtilmiştir (Can,2011:239)

Konut finansman sistemi içerisindeki konutları; tamamlanmış ya da henüz yapım aşamasında olan konutlar, finansal kiralama yoluyla edinilen konutlar, kredilerin yeniden finansmanı amacıyla kullandırılan konutlar olarak sıralanabilir (Ayrıçay:Yıldırım,2007:61).

Konut finansman sisteminde, almak istediği konutu seçen tüketici ilk olarak bankaya başvurmaktadır. Banka, konutun değerlendirme çalışmalarını yapması için ekspertiz¹ görevlendirmektedir. Bu çalışmalar yapılmasının ardından, konut kredisinin belli bir kısmı tüketici tarafından ödendikten sonra (en az %25) kalan kısım banka tarafından ödenerek ilgili konut satın alınmaktadır. Alınan konutun mülkiyeti tüketici üzerinedir. Ancak aldığı kredi karşılığı olarak, alınan konuta banka tarafından ipotek konulmaktadır. Konut bedelinin bankadan karşılanan kısmına uzun vadeli taksitlendirme yapılmaktadır. Taksit tutarları tüketicinin gelirine göre değişmektedir. Alınan para faiziyle birlikte belirlenen süre içerisinde ödenmektedir. Ayrıca uygulanacak olan faiz de sabit ve ya değişken faizli kredi olarak değişebilmektedir (Oy,2007:103-104).

¹ Gayrimenkul Değerleme Raporu

Mortgage birincil piyasasında işlemde bulunan kurum ve kuruluşlar, mortgage kredilerini belirli bir sistem içerisinde inceledikten sonra paketler halinde bir diğer piyasa olan ikincil piyasalarda işlem yapan kurumlara satmaktadır (Kabataş,2007:74).

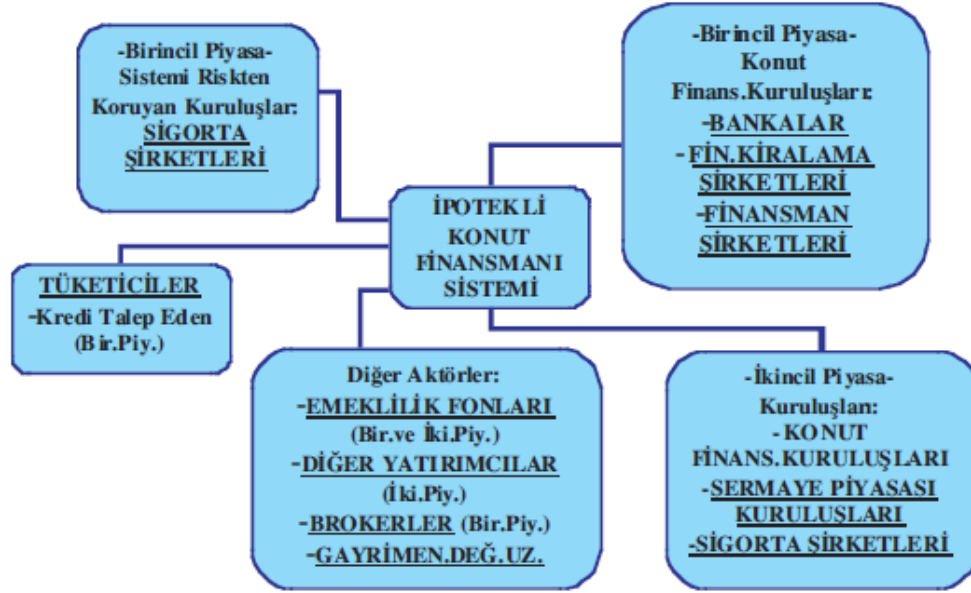
1.4.3. İkincil Piyasanın İşleyişi

İkincil piyasa, sermaye piyasalarından birincil konut piyasalarına doğru fon akışını sağlayan piyasalardır. İyi yapılandırılmış olan bir birincil piyasa ve ipoteğe konu olan gayrimenkullerin doğrudan likiditesi, bu piyasaların etkinlik düzeyini göstermektedir (Berberoğlu,2009:120).

İkincil piyasalar, ipotek belgesine dayalı olarak menkul kıymetlerin (tahvil, bono ya da fon) ihracının yapıldığı, alınıp satıldığı piyasalar şeklinde de tanımlanmaktadır. Kredi verenden kredi alana doğru ipotek transferinin olduğu piyasalardır. İpotek tesis eden kuruma borçlu olan kişi tarafından yapılan ödemeleri, bu kurum ipoteği devrettiği kurum ya da kurumlara aktarır (Yetgin,2007:15).

Banka tarafından kurumlara aktarılan ve kurum tarafından kullanılan krediler aracı kurumlara ya da doğrudan yerli veya yabancı yatırımcılara uzun vadeli olarak satılmaktadır. Bu şekilde gayrimenkul, menkul hale getirilerek ihracı ve dolaşımı kolaylaştırmaktadır.

Şekil 1.2: İpotekli Konut Finansman Sisteminin Tarafları



Kaynak: Yaşar Kabataş,“ İpotekli Konut Finansman(Mortgage) Sistemi ve Değerleme Uzmanlığı“,Mali ÇözümüSMMMÖ Yayın Organı,Sayı:80,Yıl:2007.

İki alt bölümden oluşan ipotek piyasasının bölümleri arasında güçlü bir ilişki olduğu görülmektedir. Birincil piyasaya aktarılabacak olan fonlarda aksaklık olmaması ve gelişmesi ikincil piyasayla doğrudan bağlantılı olmaktadır. İkincil piyasanın sorunsuz bir biçimde devam etmesi de birincil piyasaya bağlıdır. Birincil piyasadaki ipotek kredilerinin düzenlenmesinde belirli bir düzen olmaması, ikincil piyasalarda ipotekli kredilerin işlem görmesini zorlaştırmaktadır. Piyasaların gelişiminde de olumsuzluklar yaratmaktadır.

1.5. Çeşitleri

Günümüzde bakıldığında mortgage kredi çeşitliliğinin oldukça fazla olduğu görülmektedir. Bu çeşitliliğin oluşmasında ekonominin durumu, kredi talebinde bulunan kişi, kurum ve kuruluşların tercihleri, beklentileri gibi birçok unsur etkili olmaktadır.

Çok çeşitli olan mortgage kredilerinin içerisinde en iyi olanı seçebilmek, ödünç alanın kişisel durumuyla ilgili olmaktadır. Başlıca faktörler ise kişinin geliri, ödeme gücü ve aldığı krediyi ne kadar vadede ödeyebileceğidir (Philips,1994:70).

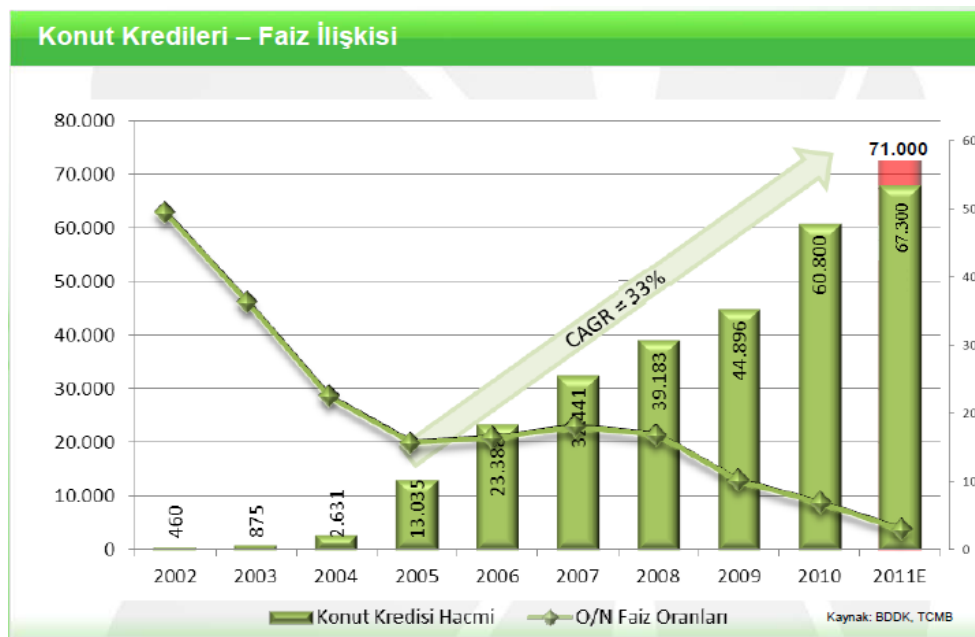
Temel olarak üç tür altında sınıflandırılmaktadır:

- 1.Faiz yapılarına göre sınıflandırma
- 2.Geri ödeme özelliklerine göre sınıflandırma
- 3.Diğer mortgage kredileri

1.5.1. Faiz Yapılarına Göre Sınıflandırma

İpotekli konut finansman kredilerinin faiz açısından sınıflandırılmasına bakıldığında sabit oranlı, değişken oranlı, faiz tabanı veya tavanı belirlenmiş, basamaklı faiz oranlı, geri nakit ödemeli ve cari hesaba bağlı değişen faiz oranlı mortgagedir. Ülkemizdeki son 10 yılın verilerine bakılarak da mortgage da faiz oranlarının etkisinin önemi görülmektedir.

Grafik1.1:Konut Kredilerinin Faiz ile İlişkisi



Kaynak: Mortgage Sektörünün Kısa Analizi,GYODER.

1.5.1.1. Sabit Faiz Oranlı Mortgage

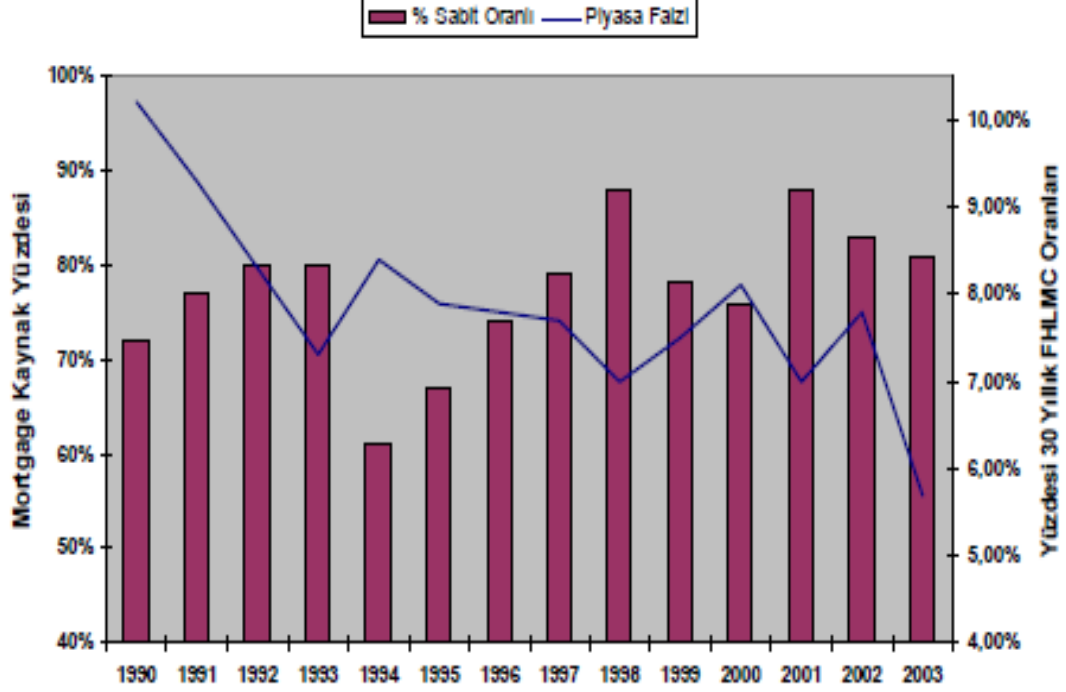
Sabit faiz oranlı sistemde (FRM), alınan kredinin geri ödenmesinde faiz oranı, kredi tutarı ve süresi sözleşmenin kurulması sırasında düzenlenir ve ödeme süresi içerisinde değiştirilmez.

Genellikle sabit faizli kredilerin verilme süresi 1 ile 5 yıl arasında olsa da, 10- 15 yıla kadar verilebilenleri de bulunmaktadır. Bu sistemde kural olarak kredilerde başlangıç faiz oranları yüksek hesaplanmaktadır.

Tüketicilerin bu kredileri tercih etmelerinde faiz oranlarının ilerleyen yıllarda değişebileceğini düşünmeleri oldukça etkilidir. Böyle bir dönemde kredi geri ödeme süresince her şey önceden belirleneceğinden tüketiciler ileride oluşabilecek bir riskle karşılaşmayacaktır. Diğer yandan sabit faiz oranına göre faizlerin artması durumunda tüketiciler daha fazla faiz ödemesi yapacaklardır (*Mortgage İpoteğe Dayalı Uzun Vadeli Konut Kredisi*,2001:19).

Sabit faiz oranlı mortgage kredisinde, tüketici için herhangi bir risk içermezken, aksine kredi veren kurum ya da kuruluşlar için oldukça risklidir. Bu risklerden en önemlisi borcun vadesinden önce ödenmesidir (erken ödeme riski). Diğer bir ifadeyle erken ödeme seçeneği olmaksızın sabit faizli mortgage sözleşmesi oldukça risklidir çünkü sermayenin enflasyona duyarlılığı çok yüksektir. Ön ödeme seçeneği olduğunda oluşan riske karşı konut sahiplerini korumaktadır. Çünkü konut sahipleri, mortgage da nominal faiz oranlarının görünen değerine göre düştüğünü söyleyip, düşük nominal oranla yeni bir mortgage sözleşmesi ortaya çıkartabilirler (Campbell:Cocco,2003:3).

Grafik 1.2: Sabit Oranlı Mortgage-Piyasa Faizleri İlişkisi



Kaynak: Zuhal ŞAHİN, "İpotekli Konut Finansman Sistemi (Mortgage Sistemi) ve Türkiye Açısından Değerlendirilmesi", Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi, Eğitim Bilimleri Enstitüsü, 2008, Ankara.

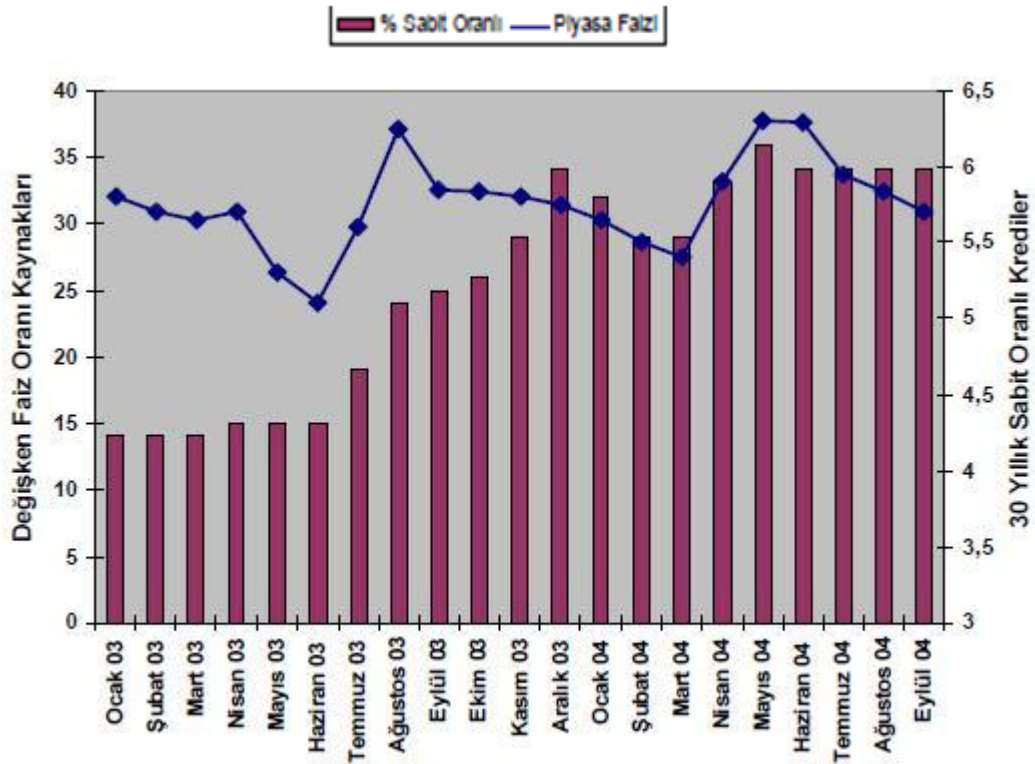
1.5.1.2. Değişken Faiz Oranlı Mortgage

Ayarlanabilir ipotek kredisi olarak da adlandırılan değişken faiz oranlı mortgage (ARM) da adından da anlaşılacağı üzere ödemelerde ve faiz oranlarında esneklikler sağlamaktadır. Dikkat edilmesi gereken unsur, alınan borç süresi boyunca oranlar değişkenlik gösterebilmektedir. Değişken faiz oranlı mortgage da alınan borçların vadesi büyük çoğunlukla 30 yıllık bir dönemi kapsamaktadır (Fabozzi, 2006:4-5).

Değişken faiz oranlı mortgage, sabit faiz oranlı mortgage göre en önemli özelliği alınan borcun süresi boyunca faiz oranının belirli bir endekse bağlanmamasıdır. Endekste ki değişimlere göre alınan borcun faiz oranı artıp ya da azalabilmektedir. Faiz oranları yeniden düzenlenebilmektedir. Böylece, kredi veren

kurum ya da kuruluş faiz oranı riskine karşı korunmaktadır ve mevcut risk kredi borçlusuna aktarılmaktadır (*Bir Finanslama Yöntemi Olarak Menkul Kıymetleştirme: İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetleştirme ve Türkiye Uygulaması*,2005).

Grafik 1.3: Değişken Oranlı-Sabit Oranlı Mortgage İlişkisi



Kaynak: Zuhal ŞAHİN, "İpotekli Konut Finansman Sistemi (Mortgage Sistemi) ve Türkiye Açısından Değerlendirilmesi", Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi, Eğitim Bilimleri Enstitüsü, 2008, Ankara.

1.5.1.3. Faiz Tavanı ve Tabanı Belirlenmiş Mortgage

Sabit ve değişken faiz oranlı mortgage kredilerinin türev ürünüdür. Bu mortgage türünde, faizlerin yukarı ve aşağı doğru değişme oranları belirlenmektedir. Belirlenen alt ve üst faiz oranları arasında, mortgage oranlarında değişiklik olmasına izin verilmektedir.

Faiz tavanı, bu üründe faizin çıkabileceği en üst düzeyi göstermektedir. Yapılan sözleşmede belirlenen bu oran sayesinde, reel faizlerin tavan faiz oranının üzerine çıkması durumunda, en yüksek oran belirlenmiş olduğundan sözleşmeye bağlı kalınarak tavan faiz oranı uygulanmaktadır. Faiz tabanı da, faizin düşebileceği en alt düzeyi ifade etmektedir. Bu durumda reel faizlerin taban faiz oranının altında olduğunda, yapılan sözleşmedeki taban faiz oranı dikkate alınmaktadır (*Mortgage İpoteğe Dayalı Uzun Vadeli Konut Kredisi*,2001:20). Böylece mortgage faiz oranı sözleşmede belirlenen tavan faiz oranıyla reel faizin altında, tavan faiz oranıyla da reel faizin üzerinde kalmaktadır.

1.5.1.4. İskontolu Mortgage

Esnek veya faiz tavanı belirlenmiş olan mortgage sözleşmelerinin bazılarında, belirli dönemlerde faiz iskontosunun yapıldığı bir sistem olarak bilinmektedir. Sistemde, ödenecek faiz oranı reel oranlara bağlı olarak aşağı ya da yukarı doğru değişim gösterirken diğer yandan belirlenmiş olan süreçler içerisinde iskontodan yararlanma garantisi verilmektedir. Sistemin, dikkat çeken dezavantajı, kredi veren kurum veya kuruluşların erken zamanlı uyguladıkları kefarete cezalarıdır. Bu mortgage türünde iskontolu dönem sonunda sözleşmeyi yeniden düzenleme, kefarete cezası veren kurumla şartları daha iyileştirme imkanı bulunmamaktadır (Caka,2007:21).

1.5.1.5. Basamak Faiz Oranlı Mortgage

Faiz oranları, cari piyasa oranlarına bağlı olarak değiştirilebilmekte ya da ayarlanabilmektedir. Borçlu, diğer taraftan, ayar tarihindeki değişken faizli veya sabit bir faiz oranı arasında seçim yapabilmektedir (Types of Mortgage,2007).Bu ürün hem sabit hem de iskontolu faiz oranlı mortgage da kullanılabilmektedir.

1.5.1.6. Geri Nakit Ödemeli Mortgage

Kredi alma işlemi tamamlandıktan sonra kredi borçlusuna, mortgage tutarının belli kısmı nakit para olarak ödenmektedir. Bu ürün özellikle, normal değişken oran üzerinden mortgage borcunda herhangi bir arttırma olmayıp belirli bir miktar ekstra paraya ihtiyaç duyanlar için uygun olmaktadır. Sistem uygulanırken herhangi bir iskonto işlemi yapılmamaktadır ve nakit ödeme mevcut olan değişken faiz oranı üzerinden, alınan kredi miktarının belirli bir yüzdesi oranında yapılmaktadır. Bu ürünlerde yapılan ödemelerin esas amacı mortgage düzenleme masraflarını karşılamaktır (Caka,2007:22).

1.5.1.7. Cari Hesaba Bağlı Değişken Faizli Mortgage

Bu ürünler çoğu zaman borçlunun ilgili bankadaki cari hesabı ile ilişkili olmaktadır. Yapı olarak esnek olan ürünlerdir. Bu ürünler de temel özellik rekabetçi değişken faiz oranı sunmak olsa da faiz oranına dayalı çalışmamaktadır. Bazı ürünlerde borçlunun kredi veren kurumdaki hesabında bulunan nakit tutarı mortgage borcundan düşülür ve bakiye üzerinden faiz alır. Bu durumda hesaptaki paraya faiz işlemez (*Mortgage İpoteğe Dayalı Uzun Vadeli Konut Kredisi*,2001:24).

1.5.2. Geri Ödeme Özelliklerine Göre Yapılan Sınıflandırma

İpotekli konut finansman sisteminin geri ödeme özelliklerine göre sınıflandırılması ikiye ayrılmaktadır: Anapara ve faiz ödemeli mortgage.

1.5.2.1. Ana Para Ödemeli Mortgage

Bu sistemde kredi alındıktan sonra, kredinin aylık ödemeleri faiz ile birlikte anaparayı da içermektedir. Aylık olarak yapılan kredi ödemeleri hem anaparayı hem

de anapara faiz ödemesini kapsamaktadır. Belirli bir yıla kadar düzenlenebilen bu üründe, aylık ödemeler sona erdiğinde krediye ait tüm borçlarda sona ermektedir.

Sistemin işleyişine bakıldığında, basit olması ve geri ödemelerin düzenlenen tarihlerde usulüne uygun olarak yatırılmış olması durumunda mortgage'ın dönem sonunda tamamen ödenmiş olacağının garanti edilmesi avantajları arasında gösterilmektedir. Ancak mortgage'ın ilk yıllarında aylık ödemelerin büyük bir kısmının faiz ödemelerine gitmesi ve anapara borcunun çok az bir kısmının ödenmiş olması ise dezavantaj olarak ortaya çıkmaktadır. Diğer taraftan bu ürün esnek olduğundan, ödemeleri arttırmak koşulu ile mortgage dönemini kısaltma imkanı vermektedir (*Mortgage İpoteğe Dayalı Uzun Vadeli Konut Kredisi*,2001:25).

1.5.2.2. Faiz Ödemeli Mortgage

Faiz ödemeli sisteminde aylık olarak yapılan kredi ödemeleri sadece faizi içermektedir, anapara ödemesini kapsamamaktadır. Vade sonunda anapara ödemesi tek seferde ödenerek kapatılmaktadır. Sistemde anapara ödemesini garanti altına almak için, örneğin İngiltere'de Emeklilik Planları-Pension Plans ve Hayat Poliçeleri-Endowment Policy veya Bireysel Tasarruf Hesapları-Individual Saving Accounts gibi finansal araçlar kullanılmaktadır (Caka,2007:23).

1.5.3. Diğer Mortgage Kredileri

Diğer mortgage kredileri de balon ve çift oranlı krediler olarak sınıflandırılabilir.

1.5.3.1. Balon Krediler

Bu kredilerde anapara dönem sonunda tek seferde ya da dönem içinde birkaç taksit halinde ödenebilmektedir. Borçlu sadece faiz öderken, anapara borcunu

belirlenen vade bitiminde kapatmaktadır. Sistemde anapara ödemesinin yapılacağı zaman, borçlu olan kişinin bunu karşılayacak maddi durumunun olmaması taşınmazın satışına neden olmaktadır. Taşınmazın satışı ile birlikte eğer satıştan elde edilen tutar kredi borcunu karşılayamaz ise borçlu cari faiz oranıyla karşılanamayan tutar üzerinden tekrar borçlandırılmaktadır. Satış ile elde edilen tutarın fazla olması durumunda ise artan tutar borçluya aktarılmaktadır. Bu durumun belirsiz olması hem kredi alan için hem de kredi veren için risk unsurunu oluşturmaktadır (Dolun,2007:9).

1.5.3.2. Çift Oranlı Krediler

Bu krediler, enflasyona göre ayarlanabilmeleriyle değişken oranlı kredilere benzemektedir. Ancak farklı olarak ayrıca borçlunun gelir artışını da hesaba katan bir kredi türü olarak karşımıza çıkmaktadır. Örneğin fiyat artışı %12 iken kişinin gelir artışı bir önceki yıla göre sadece %8'de kalmış ise aradaki fark kredi bakiyesine ilave edilebilmekte, bu da önceden belirlenmiş vadeyi uzatma olanağı vermektedir. Kredi tutarı enflasyon oranına göre, aylık taksit miktarı ise borçlunun gelir artışına göre hesaplanmaktadır. Kredi borçlusu isterse aylık taksitlere ek ara ödemeler yaparak vadeyi uzatmaksızın borcu kapatılabilmektedir. Bu tip kredilerde kredinin geri ödenememe riski daha az olmaktadır (Dolun,2007:10).

1.6. Konut Finansman Sistemleri

Konut finansmanının temel amacı konut satın almak isteyenlere bunu ihtiyaçları olan fonları tedarik etmektir. Birçok ülkede büyük ölçüde hükümetlerin, ekonomik ve sosyal yapılarının farklı olması nedeniyle finansman sistemleri oldukça geliştirilmiştir ancak her finansman sisteminin ortak noktası, fon fazlasına sahip olan kesimlerden bu fonları çekip borçlanmak isteyenlere transfer etmektir.

Borç para almak niyetinde olanlarla uzun dönemler boyunca borç verme niyetinde olanları, etkin bir piyasa sisteminde bir araya getirmek için kurulmuş olan konut finansman sisteminde 4 türden söz edilmektedir. Bunlar;

- 1.Doğrudan finansman yöntemi (The Direct Route),
- 2.Sözleşme yöntemi (The Contractual Route),
- 3.Mevduat finansman yöntemi (The Deposit Financing Route) ve
- 4.İpotek bankacılığı yöntemidir (The Mortgage Bank Route)(Boleat,1984:7).

1.6.1. Doğrudan Finansman Sistemi

Konut sahibi olmak isteyenlerin kişisel birikimlerinin yetersiz olması durumunda ek kaynağa ihtiyaç duymaktadırlar. Bireyler bu ihtiyaçlarını genellikle aile bireylerinden, yakın çevresinden, akrabalarından karşılamaya çalışmaktadır ve burada kişiler arasında güven ilişkisi bulunmaktadır.

Doğrudan finansman sistemi konut edinmek için kaynak ihtiyaçlarını, kişisel, ailesel ya da iş ilişkileri nedeniyle, finansal varlık fazlası olan kişilerden doğrudan doğruya sağlamalarıyla oluşmaktadır. Genellikle gelişmekte olan ülkelerde yaygın olarak kullanılan bu sistem, gelişmekte konut sektörü için tek yöntem olarak görülmektedir. Bu finansman yönteminde bireylerin tasarruf eğilimleri ve yardım görebilme olanakları konut sahibi olabilmelerinde önemli olmakla birlikte, sahip oldukları imkanlar da birbirlerinden çok farklı olabilmektedir. Ayrıca düşük gelir gruplarındaki bireylerin içlerinde bulundukları sosyal çevre benzerlik gösterdiği için bir takım olanakları yeterince bulamayacakları söylenebilmektedir (Cebe,2007:25).

Doğrudan finansman yönteminde, sistemin etkinliğinde fon kapasitesi oldukça önemli olduğu söylenmektedir. Ayrıca fon miktarının sınırlı olması nedeniyle de yaygın bir kullanım alanına sahip olmamaktadır.

1.6.2. Sözleşme Yöntemi

Bu sistem gelişmiş birçok Avrupa ülkesinde uygulanmaktadır. Sistemde konut sahibi olmak isteyen bireyler, piyasa faiz oranlarının altında faiz getirisi elde ederek, ellerindeki tasarruflarını bu konuda uzmanlaşmış olan kredi kurumlarına yatırmaktadırlar ve bu birikimleriyle orantılı olarak konut satın almak için gerekli krediye hak kazanmaktadırlar. Daha sonra almış oldukları krediler için piyasa faiz oranlarının altında bir faiz ödemektedirler. Diğer bir ifade ile kişiler belirli sürelerle, piyasa faiz oranlarının altındaki maliyetlerle birbirlerini finanse etmektedirler. Bu yöntem, konut sahibi olmak isteyen kişilerin birikimleri ile birbirlerine destek olmaları ve böylelikle üretimi ya da satın almayı sırasıyla yararlanmak üzere hızlandırmaları esasına dayanmaktadır (Özübek,2008:16).

Sözleşme yönteminin etkin bir şekilde uygulanabilmesi için sisteme sürekli katılım olması ve katılanların uzun süre sistemde kalmaya istekli olmaları gerekmektedir. Çünkü diğer durumda fonlama maliyeti artmakta ve bireylerin sözleşme sistemine katılımı azalmaktadır. Bu sistemin en önemli avantajlarından biri, devlet sübvansiyonları tarafından desteklenmekte olmasıdır. Dezavantajı ise konut alımında tamamını finanse edememektedir (Ersan,2008:8).

1.6.3. Mevduat Sistemi Yöntemi

Bu sistemde fon toplayan, sosyal güvenlik kurumları, ticari ve tasarruf bankaları gibi kurumlar, piyasa faiz oranından topladıkları mevduatları tekrar piyasa faiz oranından ipotek kredisi olarak sunmaktadırlar. Örneğin İngiltere'deki Building Societies ve A.B.D.'deki Loan and Saving Associations mevduat finansman kurumlarındandır. Bu kurumlar topladıkları fonları konut finansmanına aktarmaktadırlar (Öztürk,2008:75).

1.6.4. İpotek Bankacılığı Yöntemi

Bu yöntem sabit malları ipoteklendirerek orta ve uzun vadeli kredi veren, daha sonra bu mallar karşılığında sermaye piyasasına tahvil ve pay senetleri sunarak kredilere finansman kaynağı sağlayan bir kurum olarak tanımlanmaktadır. İpotek bankaları, mevduat kabul etmeden konut alanlar ile ipotekli krediye ve bunlara dayalı menkul kıymetlere yatırım yapanlar arasında finansal aracılık yapan kurumlar olarak tanımlanmaktadır. Ayrıca ipotek bankacılığı, özel bir piyasası olan ve belli bir sektörün finansman ihtiyaçlarını karşılamaya yönelik, fon temini ve tahsisi şeklindeki klasik finansal aracılık ile doğrudan fon aktarımına yarayan menkul değerlendirme işlerini birlikte yapan ve kredi süresince sürekli bir hizmet ilişkisinde bulunan bir bankacılık türüdür. İpotek bankacılığı sisteminin en önemli özelliği ise krediler için gerekli finansmanın ipotek bankası kurumları tarafından karşılanmakta olmasıdır. En önemli gelir kaynakları da ipotek kredilerinden oluşturdukları havuzları ikinci piyasada satmalarından elde ettikleri gelirler ile kredi geri ödemeleridir (Cebe,2007:30).

1.7. Sistemin Riskleri

Mortgage sistemimi uygulanırken krediler çeşitli risklerle karşılaşmaktadır. Kredi veren kurumlar temel olarak 4 riskle karşılaşabilmektedirler.

1.7.1. Erken Ödeme Riski

Mortgage kredilerinde krediyi kullandıran kurum açısından ortaya çıkabilecek bir risk türüdür. Peşin ödeme riski olarak da bilinmektedir. Kredi borçluları, vade tarihinden önce, geri ödeme tutarından daha fazla ödeme yaparak ya da borcun tamamını ödeyerek kapatma hakkına sahip olmaktadır. Erken ödeme sonucunda ortaya çıkacak olan nakit akımındaki belirsizlik erken ödeme riski olarak tanımlanmaktadır. Erken ödemenin çeşitli nedenleri bulunmaktadır. Alınan gayrimenkulün satışı ya da yangın veya benzeri sebepten hasar görmesi, borçlunun

düşen faiz oranlarıyla birlikte yeniden finansman imkanı bulması gibi nedenler sayılabilmekte (Bolay Gerçek,2007:105).

1.7.2. Faiz Oranları Riski

Faiz oranlarındaki hareketlilikten dolayı gelir ve kazanç üzerinde oluşan risktir. Ekonomik öngörüşler bugün, bankaların içinde bulunduğu şartlardaki faiz oranlarına ve faiz oranlarındaki değişime olan duyarlılığına odaklanmaktadır (Mortgage Banking,1998:3).

Alıcısına dönemsel bir getiri vaat eden finansal araçlar, faiz oranı riskinden etkilenmektedir. Faiz oranı riski, piyasadaki faiz oranlarının değişmesi ile karşılaşılabilecek zarar riskidir. Faiz oranlarına bağlı olarak yükselmesiyle ipotek kredisinin fiyatının düşebilmekte faiz oranlarının azalmasıyla ipotek kredisinin fiyatı yükselebilmektedir. Mortgage kredileri uzun vadeli bir yatırım türü olduğundan faiz riski her zaman bulunmaktadır. Bu riskten korunmak için sigorta yaptırılabilmekte ve faiz oranı sigortasının yapılmasıyla oranlarda meydana gelebilecek aşırı değişmeden oluşacak farklarda uğranılan zararı sigorta şirketi karşılamaktadır (Gülşen,2008:11).

1.7.3. Kredi Riski

Konut kredisini kullanan kişinin ödeme güçlüğü içine düşmesi durumundaki zarar kredi riski olarak ifade edilmektedir. Verilen kredilerin sigortalanmasıyla kredi riskinden korunmaya çalışılmaktadır. Ayrıca kredi geri ödemelerindeki aksaklıklarda, kredi kurumlarınca üzerine ipotek konulmuş olan gayrimenkulün satılıp kredinin tahsil edilmesi yoluna da gidilmektedir. Ancak bu aşamada ülkede mevcut olan yasal takip prosedürlerinin göz önünde bulundurulması gerekmektedir (Kabataş,2007:191).

1.7.4. Likidite Riski

Likidite riski gelişmekte olan ÷lkeler konut finansman sisteminde uygulama ve s÷rd÷rme aşamasında önemli bir risk olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu risk uzun vadeli konut finansman borçlarıyla kısa vadeli mevduat kaynaklarının vade uyumsuzluğundan kaynaklanmaktadır (Günay:Apak,2011:1704). Kredi veren kurumların aktifleri ve pasifleri arasında yaşanan vade uyumsuzluğu nedeniyle maruz kalınabilecek risktir.. Bu sebeple bankaların, kaynakları ile varlıkları arasındaki süre boşluğunu dikkatle izleyerek, sürekli ölçmeleri ve kendi kurumlarına uygun etkin risk yönetimini geliştirmeleri gerekmektedir (Doğan,2006:24).

1.8. Sistemde Alınan Ücretler, Masraflar ve Kefaret Cezaları

Mortgage başvururken ya da var olan mortgage yeniden düzenlenmesi gerekli olduğunda, sistem bazı harcamaları beraberinde getirmektedir. Bu harcamaları; kredi veren kurumunun işlem maliyetleri, mortgage teminat primleri, broker ücretleri ve araştırma/değerleme ücretleri olarak sıralanabilmektedir. Mevcut olan mortgage borcunun erken kapatılmasında da kefarete cezaları söz konusu olmaktadır.

İşlem maliyetleri, genellikle mortgage tutarının %1'inin altında olmaktadır. Ayrıca faiz oranının, rekabetçi ve kefarete cezalarının düşük olduğu kredilerde, düzenleme ücreti daha yüksek olabilmektedir. Bazı kredi veren kurumlar, kredi talebini kabul etmeseler bile, aldıkları ücretleri geri ödememektedirler. Bazı kredi verenler işlem maliyetlerini başvuru yapıldığında talep etmektedirler ve diğerleri ücretleri de kredinin içine eklemektedirler. Bu ücretin kredinin içine ilave edilmesiyle birlikte, alınan mortgage süresi boyunca bu tutar için de faiz işletilmektedir.

Mortgage teminat primleri her zaman değil karşılaşılan değil, mülkün değerinin %75'inden daha fazla kredi kullanıldığında ortaya çıkan masraflar olarak

tanımlanmaktadır. Alınan bu primlerin temel amacı, alınan mortgage borcunun ödenememesi durumunda, kredi veren kurumu koruma altına almaktır.

Broker ücretleri, bir mortgage işleminde kredi veren ile kredi alan arasında aracılık yapan brokerlere, mortgage tutarının en fazla %1'i oranı tutarında ödenen ücrettir. Bu ücret, genel olarak mortgage işlemi tamamladıktan sonra talep edilmektedir. Eğer mortgage kabul edilmez ya da satın alma işlemi gerçekleşmezse, herhangi bir ücret ödeme yapılmamaktadır.

Arastırma/ değerlendirme ücretleri, alınacak olan mülkün değerinin hesaplanması için, gayrimenkul değerlendirme uzmanlarına (eksperlere) ödenen ücrettir. Kredi veren kurumlar, mülkün talep edilen mortgage bedeli için yeterli teminatı oluşturup oluşturmadığını öğrenmek amacı ile mortgage teklifi sunmadan önce, mülkün değerinin hesaplanmasını talep etmektedirler. Değerleme ücretleri, genellikle kredi alanlar tarafından karşılanacağı için mortgage başvurusuyla birlikte, kredi veren kuruma pesin olarak ödenmektedir.

Kefaret cezaları, alınan mortgage kredilerini vadesinden önce kapatılması sonucunda kişilerin ödediği cezalardır. Bu cezaların temel amacı ise mortgage'ın süresinden önce geri ödenmesini önlemektir. Cezalar, bir aylık faiz tutarından başlayarak on iki aylık faize kadar çıkabilmektedir. (Nural,2006:59).

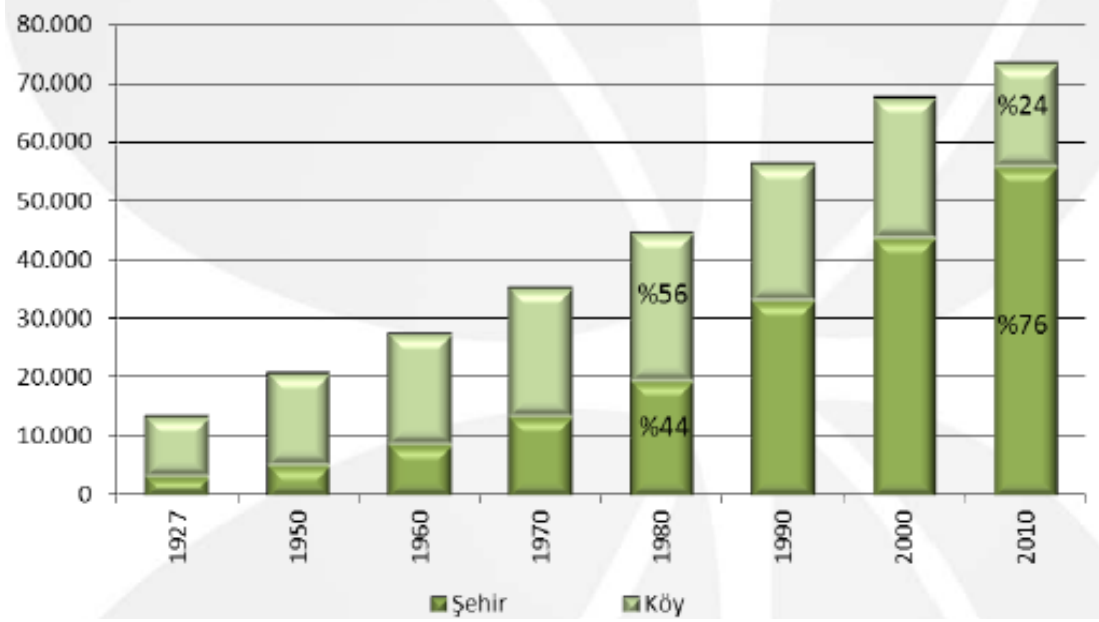
1.9. Sistemin Türkiye’de Ortaya Çıkışı ve Gelişimi

Mortgage ABD de ve birçok Avrupa ülkesinde çok uzun yıllardır kullanılmaktadır. Ancak ülkemize bakıldığında sistemin oluşması çok eskilere dayanmamaktadır. Mortgage ya da Tut-Sat yasası olarak da bilinen yasa tasarısı 2007 yılında yürürlüğe girmiştir.

Özellikle gelişmekte olan ülkelerde konut gereksiniminin karşılanması en önemli sorunlardan biri olduğu bilinmektedir. Bu durum Anayasamızda da ilgili

maddede açıkça belirtilmiştir. “Devlet, şehirlerin özelliklerini ve çevre şartlarını gözeterek bir planlama çerçevesinde, konut ihtiyacını karşılayacak tedbirleri alır, ayrıca toplu konut teşebbüslerini destekler.” diyerek hükme bağlanmıştır.

Grafik1.4: Yıllara Göre Şehirleşme Oranı



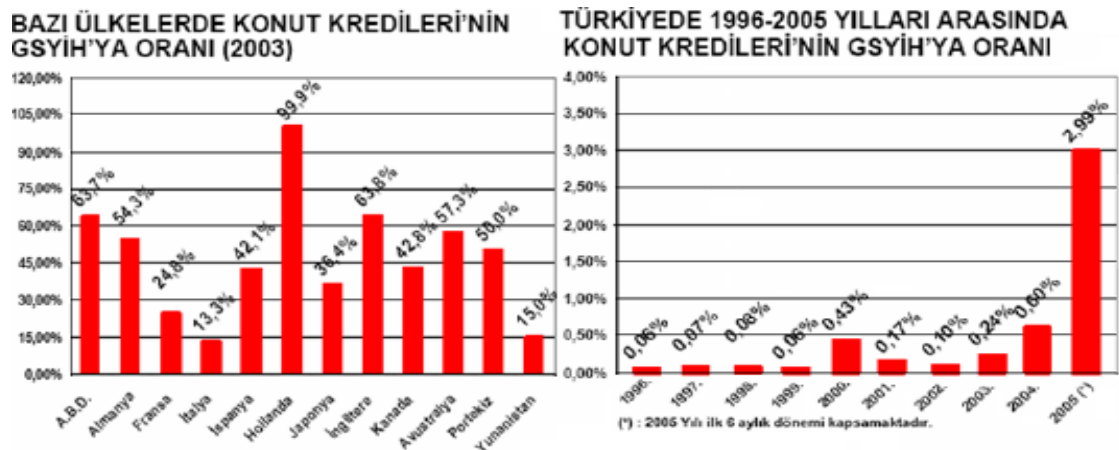
Kaynak: Mortgage Sektörünün Kısa Analizi, GYODER.

Ülkemizde konut sorununun çözümüne yönelik çok çeşitli politikalar izlenmiştir. Günümüze kadar olan süreci 4 dönem içerisinde incelenebilir. İlk olarak 1923-1950 dönemde öncelikle başkent olan Ankara'nın konut sorunu ele alınmıştır. Memur konutlarının yapımına yönelik girişimleri desteklemek, gerekli kredileri sağlamak amacıyla 1926 yılında Emlak ve Eytam Bankası kurulmuştur ve 1946 yılında Emlak Kredi Bankası adıyla konut finansman kaynağı olmaya devam etmiştir. 1950 -1963 arası olan dönem kentleşme oranının hızla arttığı ve yeni konut üretimini arttırmak için 10 yıl süreyle bina vergisinden muaf tutulmuş krediler sunularak özendirme politikaları izlenmiştir. Belediyelere konut yapmak, kiraya vermek veya satmak gibi işleri belediye hizmetleri arasına koyma yetkisi tanınmıştır. Ayrıca 1958 yılında İmar ve İskan Bakanlığı kurulmuştur. Daha sonra Devlet Planlama Teşkilatı'nın kurulmasıyla 1963- 1980 arası dönemde kalkınma planlarıyla

yeni bir döneme girmiştir. Hazırlanan kalkınma planlarında, konut sorununa çözüm olabileceği düşüncesiyle toplu konut artışı sağlanması amaçlanmıştır ve arsa fiyatlarında oluşan aşırı artışın önüne geçebilmek için de devlet tarafından ucuz arsalar satın alınmış, bu arsaların konut, sanayi, turizme ayrılması amacıyla 1969'da Arsa Ofisi Genel Müdürlüğü kurulmuştur. Son olarak 1984 ve sonrası liberal dönemde toplu konut yönündeki politikalar önem kazanmıştır. 1984 yılında Toplu Konut Yasası kabul edilmiştir. Daha sonra Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından 1995 yılında Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'nın (GYO) temelleri atılmıştır (Demir: Kurt Palabıyık,2005:5).

Ülkemizde farklı dönemlerde uygulanan politikalarla konut ihtiyacına yönelik sorunların çözüme ulaştırılması istenmiştir ancak gerekli olan yapılanmalar kurulmuş olsa da yanlış zamanlama ve yapılanmaların birbirleriyle olan eşgüdüm içerisinde olamaması süreç boyunca değişen koşullara uyum sağlayamamıştır. 2005 yılına kadar olan süreçte konut kredilerinin GSYH'deki payına bakılırsa ortaya çıkan gelişme açıkça görülmektedir.

Grafik 1.5: Konut Kredisi Karşılaştırma



Kaynak: Berberoğlu, 2009: 125

2005' den itibaren uygulanan konut politikalarında özellikle yasalaşması ve belirli bir düzen içerisinde sistemin koşullara uygun işleyebilmesi için SPK

tarafından hazırlanan “Konut Finansmanı Sistemine İlişkin Çeşitli Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun” ile birlikte ülkemizde mortgage ile konut sahibi olabilmenin yasal düzeneği hazırlanmıştır. Bu kanunla konut finansmanının sermaye piyasalarından karşılanabilmesi, sermaye piyasalarına yeni araçlar kazandırılabilmesi, konut üretiminde niteliğin artırılması, inşaat sektöründe ve bu sektöre bağlı olan sektörlerde de büyüme ve gelişmenin sağlanması politikalar hedeflenmiştir (Oksay,2007:45).

Türkiye’de konut piyasası yasalaşan konut finansman sistemiyle (mortgage) bu dönemin başlangıcını teşkil etmektedir. Bu finansman sistemiyle konut arz ve talebi birbirlerini etkileyerek sistem içinde yerini almaktadır. Konut sektörünün etki alanının giderek yayılması onun ekonomik önemini de hızla arttırmaktadır. Finansal piyasalar, enflasyon, ödemeler dengesi ve bütçe etkili olduğu, öneminin artmasını sağladığı faktörlerdendir (Yetgin,2007:156).

1.9.1. Türk Mortgage Kanunu

Etkin bir konut finansman sistemi, hem bireylerin konut ihtiyacının karşılanması açısından hem de inşaat ve finans sektörlerinin, ayrıca ilişkili olduğu diğer sektörlerin de gelişimi açısından çok önemlidir. Ülkemizde gayrimenkul sektöründe ortaya çıkan kaçak yapılaşma, nitelsiz konut üretimi, plansız kentleşme, kayıt dışılık, kiraların yüksekliği gibi konular gayrimenkul sektörü ile ilgili olarak yaşanan önemli sorunlardır. Yaşanan bu sorunların modern finansal yöntemlerle çözümü, konut sahibi olmanın getirdiği olumlu birçok sosyal etkinin yanı sıra, ekonomik kalkınma ve planlı kentleşmeyi de olumlu yönde etkilemektedir (TSPAKB,2004). Konut piyasasındaki bu sorunlar resmi düzenlemelerin gerekliliğini ve önemini ortaya çıkarmıştır.

Ülkemizde “mortgage” ya da “tut-sat” yasası olarak da bilinen yasa tasarısı 21.02.2007 tarih ve 5582 sayılı Konut Finansmanı Sisteminde Değişiklik Yapılması Hakkında Kanunla kabul edilerek yasalaşmıştır. 5582 sayılı Kanun, 06.03.2007 tarih

ve 26454 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Yasal altyapıda yer alan konut finansmanı sistemini iyileştirmek amacıyla beraberinde çeşitli kanunlarda değişiklikler yapılmıştır: Sermaye Piyasası Kanunu, İcra ve İflas Kanunu, Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun, Finansal Kiralama Kanunu, Toplu Konut Kanunu ve çeşitli Vergi Kanunları (Dönmez:8).

Yeni kanunun temel amacı yatırımcılar ile tüketiciler arasında oluşan bağı kurumsallaştırarak uygun şartlarda konut kredisi sağlamak ve birincil piyasanın gelişmesine destek olacak olan ikincil piyasanın kural ve finansal araçlarıyla oluşturması olmuştur (Topaloğlu,2011:457).

1.9.2. Türk Mortgage Kanunu ile Yapılan Düzenlemeler

2007 yılında yürürlüğe giren Mortgage Kanunu ile yapılan değişiklikler karşılaştırıldığında, eski sistem konut alımı, refinansman² ve inşaat projelerini kapsamaktayken yeni sistemde Leasing³ ve İpotek Teminatlı İhtiyaç Kredileri de eklenmiştir. Uygulanan faiz oranı sabitken, değişken faiz oranı da seçenekler arasına alınmıştır. Ayrıca yeni sistemde damga vergisinden muafiyet ve mortgage sözleşmesinden önce tüketicileri bilgilendirme, sözleşmenin içeriğinin genişletilmesi gibi hususlara dikkat edilmiştir.

Yapılan düzenlemelerle eski sistemde olmayan Kredi Değer Oranı (LTV), yeni sistemde 16/12/2010 tarihinde ve 3980 sayılı Kurul Kararı ile 01/01/2011 tarihinden itibaren *“bankalar tarafından konut edinmeleri amacıyla tüketicilere kullandırılacak krediler ile konut teminatı altında kullandırılacak tüketici kredilerinde, kredi tutarının teminata konu olan gayrimenkulün değerinin %75’i, ticari gayrimenkul alımı amaçlı kullandırılacak taksitli ticari kredilerde ise kredi tutarının teminata konu olacak gayrimenkulün değerinin %50’si ile*

² Refinansman: Mevcut olan kullanılmış bir kredinin, daha avantajlı başka bir kredi kullanılarak kapatılmasına Kredi Yeniden Yapılandırma(Refinansman) denir.

³ Leasing : Bir yatırım malının mülkiyeti leasing şirketine kalması şartı ile belirlenen kiralar karşılığında, kullanım hakkının sözleşmede belirtilen süre boyunca kiracıya verilmesi ve sürenin sonunda mülkiyetinin kiracıya geçmesini sağlayan bir finansman yöntemidir.

sınırlandırılmasına ve teminata konu olan bu gayrimenkulün değerinin BDDK veya SPK tarafından yetkilendirilmiş değerleme şirketlerince tespit edilmesinin ve sınırlamada bu değerlerin kullanılmasına karar verilmiştir.” diyerek eklenmiştir (BDDK:2010).

Mortgage kanunu ile konut piyasasındaki eksiklikler giderilmeye çalışılmış ve daha güvenilir, istikrarlı bir konut piyasası oluşturulmaya çalışılmıştır. Ayrıca uzun vadede sistemin işlerliğinin sağlanması için finans kuruluşlarına yönelik düzenlemeler yapılmıştır. Böylece Finans kuruluşlarının sistemden sağlayacakları avantajların tüketiciye yansıtılması amaçlanmıştır.

1.10. Sistemin Başarı Koşulları

Günümüz koşullarında güvenli ve yaşanılabilir bir konuta sahip olmak genellikle uzun vadeli kredi koşullarıyla mümkün olmaktadır. Buda etkin bir konut finansman sistemiyle bağlantılıdır. İlk önemli koşul ekonomik istikrarın olmasıdır. Mortgage yasası çıkana kadar geçen dönemde enflasyonist bir ülke olmamız konut piyasasının gelişimini negatif yönde etkilemekteydi. Bundan dolayı düşük enflasyon olması alınan kredilerin faiz yükünü azaltmaktadır. Ülkemizde de enflasyon oranı, reel faiz, istihdam gibi değişkenler gelişmiş ülkelerin düzeyinde olmasa bile mevcut düzeylerde istikrarlı bir şekilde gitmesi gerekmektedir. Daha sonra verilen kredilerin menkul kıymetleştirilmesi, birincil piyasalardaki kredilerin ikincil piyasalara satılmasıyla yeni konut kredileri için likidite sağlanmaktadır. İkincil piyasaların etkin olması birincil piyasalardaki hacimlere ve standardizasyonlara bağlı olmaktadır. Piyasalardaki etkinle birlikte tamamlayıcı unsur olan yasal çerçeve de, tapu kayıtlarının güvenilirliği, güncellenmesi ve erişim hızı, değerlemenin doğruluğu, kanuni takip süreç hızı gibi önemli konularda standardizasyona gidilmesi gerekmektedir. Her geçen gün konut sahibi olmanın artan önemiyle birlikte bu talep paralel olarak konut üretimine de yansıtılmalıdır, konut arzı da geliştirilmelidir. Aksi durumda konut fiyatları artacaktır ve orta gelir düzeyine sahip bireylerin alım gücü düşecektir buda gayrimenkul balonlarının oluşmasını sebep olacaktır. Konut arz ve

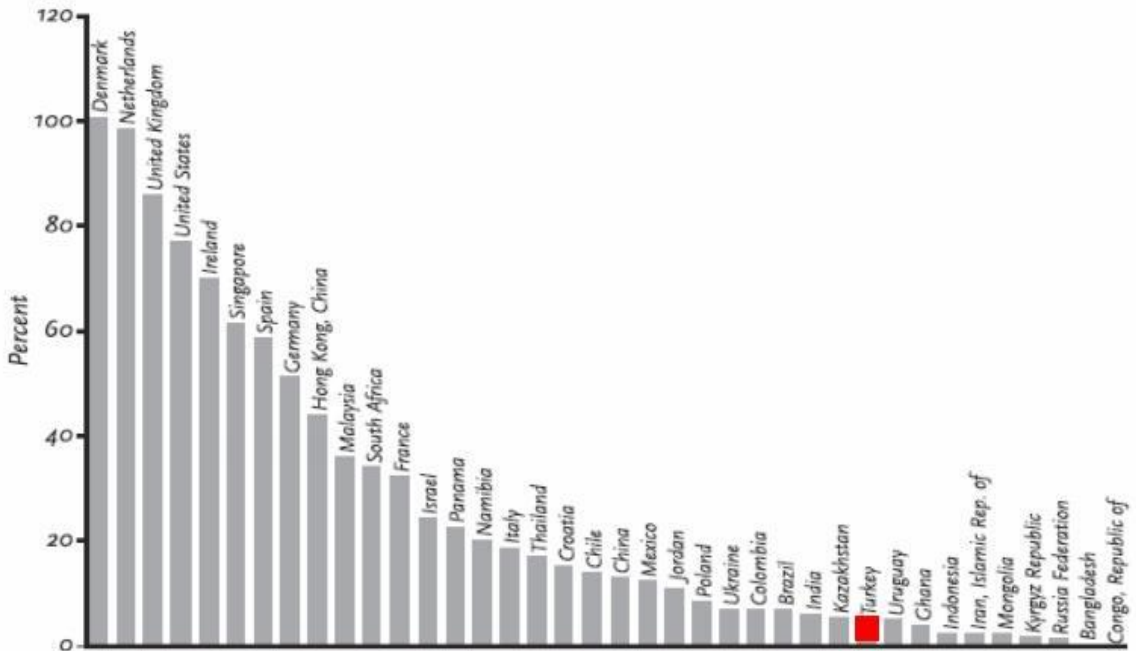
talebini dengede tutmak gerekmektedir. Son olarak devlet teşvikleri, vergi muafiyeti, kredi taksitlerine destek, alt gelir gruplarındaki bireylere düşük faizli ve peşinatsız kredi gibi seçeneklerle kredilerinin alımı arttırılabilmektedir. Böylece konut piyasasının büyümesi, kayıt dışılığın azalması ve vergi gelirlerinin artması beklenebilmektedir (Demirkol,2007).

İKİNCİ BÖLÜM

GELİŞMİŞ VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE MORTGAGE SİSTEMİ

Gelişmiş ülkelere bakıldığında ilk olarak Amerikan modeli daha sonra ise özellikle Almanya ve Danimarka’da başarılı bir biçimde uygulanan Avrupa mortgage bankacılığı modeli bilinmektedir. Hiçbir ülkenin mortgage modeli, bir diğer ülke ile benzer özellikler göstermemektedir. Her ülkenin uyguladığı sistem kendi ihtiyaçları doğrultusunda şekillenmektedir. Bu sebeple ülke sayısı kadar çeşitli mortgage sisteminden bahsedilebilmektedir (Berberoğlu,2009:122). Ayrıca ülkelerin GSYİH oranlarına bakıldığında, ülkelerin ekonomilerinde konut kredilerinin payının ne kadar önemli düzeyde olduğu görülmektedir.

Grafik 2.1: Konut Kredilerinin GSYİH’ ya Oranı



Kaynak: Mortgage Sektörünün Kısa Analizi, GYODER, 2011.

2.1. ABD’de Konut Finansmanı

Mortgage sisteminin en yaygın olduğu ülke olan ABD’ de bu durum birçok nedene bağlı olmaktadır. Ancak bu nedenlerden en önemlilerinin, ABD’deki enflasyonun dünya ortalamasına göre daha düşük olması ve yıllar itibariyle büyük dalgalanmalar yaşanmamış olması gösterilmektedir (Aktaş,2013:3).

ABD’de oturmaya konu olabilecek gayrimenkullerin yaklaşık % 66’sı hane halkı sahiplerince mülk olarak edinilmiştir. Bu yüzdenin oluşturduğu değer 7,000 milyar dolarlık bir gayrimenkulü ifade etmektedir. Dolayısıyla ABD’de bir ailenin konut sahibi olma isteği en önemli yatırım kararlarından birisini oluşturmaktadır. Konut kredisi geri ödemeleri ise tipik bir Amerikan hane halkının en büyük aylık borç ödeme yükümlülüğü olmaktadır (Abdul-Rahman ve Tug, 1999: 2).

Genel olarak bir konut sahibi olmak isteyenler, alacağı konutun bedelinin % 85 - % 90’ı kadar borçlanabilmektedir. Mortgage kredisi kullanma süresi 30 yılı bulmaktadır. Ancak alınan mortgage kredilerinin büyük bir kısmı 30 yıldan önce kapatılmaktadır. Nedeni ise Amerikan halkının, ABD’deki iş piyasasındaki hareketlilik, çalışma şartlarının değişmesi ve daha iyi şartlardaki yerleşim yerlerinde daha geniş ve modern konut imkanlarının ortaya çıkma olarak sayılmaktadır (Abdul-Rahman ve Tug, 1999: 2).

ABD’de de konut finansman sisteminin kurulup sorunsuz bir şekilde işleyebilmesi için çeşitli devlet kuruluşları kurulmuştur:

- 1-Fannie Mae (FNMA-Federal National Mortgage Assosiation)
- 2-Ginnie Mac (GNMA-Goverment National Mortgage Assosiation)
- 3- Freddie Mac (FHLMC-Federal Home Loan Mortgage Corporation)

ABD piyasalarında oluşturulan bu sistem uzun yıllar sonrasında oluşturulmuştur ve geliştirilmiştir. Ayrıca sistemdeki riskin çeşitli araçlara yönlendirilmesi ve böylece riskin azaltılmaya çalışılması, sürdürülebilirlik açısından oldukça önemlidir (Durmaz,2007:27).

İpoteğe dayalı kredilendirmenin önemli rol oynadığı ABD'de sistemi destekleyen bu 3 kurumdan en eskisi FNMA'dır. Bu kurum, 1960'lı yıllarda halka arz edildikten sonra kurulan kurum ise GNMA'dır. Sistemde bankalar müşterilerine konut kredisi verdikten sonra bu krediyi FNMA'ya satmaktadırlar(bankaların bilançolarından çıkıyor). Ardından FNMA da bu ipotekleri benzer şekilde vadelerle 25, 50, 100 bin dolarlık menkul kıymetlere dönüştürüp, kurumsal ve bireysel yatırımcılara satmaktadır. Bu döngünün sonucunda bankaların riskleri bu menkul kıymeti alanlara devredilmektedir. Bu kurumların devletle ortak olmaları nedeniyle batmayacakları düşünülmektedir ve bu sayede daha düşük faizle menkul kıymet çıkartarak satabilmektedirler. Üçüncü kurum olan FHLMC ise, yine tahvillerle toplamış olduğu fonları bankalara kredi olarak vermekte ve bankalar da bu kredileri müşterilerine aktarmaktadır. Bu kurumun finansmanlarında kredi, bankaların bilançolarında kalmakta ancak finansmanı daha dengeli ve risk yaratmayacak şekilde yapılmış olmaktadır. Tüm kurumlar ilgili devlet kurumları tarafından denetlenmektedir. Ayrıca bu üç kurumun tahvillerine de vergi teşvikleri uygulanmaktadır (Mortgage Sistemi Nasıl Çalışır,:2013).

2.1.1. Federal Ulusal İpotek Birliği

1929 bunalımından sonra finans sistemini korumak amacıyla Amerikan Kongresi tarafından 1938 yılında kurulan ve imtiyaz verilen devlet destekli bir girişim olarak tanımlanmaktadır. Fannie Mae(FNMA), ipotekli konut kredilerinin alınıp satıldığı ikincil ipotekli konut finansmanı piyasasında likidite ve istikrarı desteklemek amacıyla kurulmuştur (Yılmaz,2011:42).

Federal Ulusal İpotek Birliği (FNMA), ikincil konut kredi piyasasını geliştirmek için özellikle fon fazlasının bulunduğu bölgelerdeki fonları ve özel sermayeyi çekerek, bu kaynakların konut kredisi piyasasına yönlendirilmesine yardımcı olmak amacını da taşımaktadır. FNMA aynı zamanda, sigorta işlemlerinde bulunabilmesi ve konut kredilerini satın alabilmesi için hazineden kredi alabilme hakkı tanınmıştır. FNMA'nın etkinliğini artırabilmek amacıyla, 1968 yılında bu kurum ikiye ayrılmıştır. Bu ayrımla birlikte FNMA, özel sektörün sahip olduğu özel mülkiyetli ve hisseleri Newyork Borsası'nda işlem gören bir yapıya dönüştürülmüştür. Ayrıca FNMA, 1981'den itibaren "İpoteğe Dayalı Menkul Değerler" ihraç etmeye başlamıştır (Çetin,2002:146).

2.1.2. Hükümet Ulusal İpotek Birliği

1968 yılında ABD'de çıkarılan yasa ile FNMA ikiye ayrılmıştır ve GNMA kurulmuştur. Bu yapının kurulmasıyla birlikte ikincil piyasa işlemleri tamamıyla bu kuruma bırakılmıştır. Aynı zamanda Federal Konut İdaresi ve Emekliler İdaresi garantili ipotekleri için ikincil piyasa oluşturma görevi de GNMA' ya verilmiştir. FNMA' dan farklı olarak bu kurumun ihraç ettiği menkul kıymetlere ait ana para ve faiz ödemelerinin zamanında yapılacağı da hükümet tarafından garanti edilmektedir (Durmaz.2007:34).

GNMA'nın ihraç ettiği menkul kıymetlerin çekici olmasının üç nedeni vardır:

a)Güvenlik: GNMA'nın ihraç ettiği menkul kıymetler ABD'nin garantisi altındadır ayrıca ABD'nin güvenilirliğine ve tam güvenine sahiptir.

b)Likidite: 1970 yılından itibaren 2,6 trilyon \$ tutarında ihraç edilen menkul kıymetlerin yaklaşık olarak 427,6 milyar \$'lık kısmı halen ikincil piyasalarda işlem görmektedir. Bu nedenle GNMA'nın menkul kıymetleri en çok işlem gören ve kolay alınıp satılabilen menkul kıymetler olarak ifade edilmektedir.

c)Getiri: GNMA'nın menkul kıymetleri tarihsel olarak incelendiğinde aynı vadeye sahip menkul kıymetlere göre cazip getirilere sahip olduğu ortaya çıkmıştır. Genelde yatırımcılarına 50 baz puan ile 100 baz puan daha fazla getiri sağladığı görülmüştür (Ersan,2008:49).

2.1.3. Federal Konut İpotek Kredisi Şirketi

Freddie Mac(FHLMC) 1970 yılında kurulmuştur. Kurumun amacı ipotekli konut finansman piyasalarını stabilize etmek, ev sahipliğini artırmak ve konut kiralılarının ucuzlatılmak olarak sıralanabilmektedir. Yasal görevi ise ABD konut piyasasına likidite, stabilite ve düşük faizli kredi koşullarını sağlamaktır. İpotekli konut kredilerini kredi kuruluşlarından satın alarak, ipoteğe dayalı menkul değer şeklinde değerlendirme yaparak ve ikincil konut kredisi piyasasında konut finansmanına dayalı menkul değerlere yatırım yaparak işleyişini sürdürmektedir. Ayrıca ipoteğe dayalı menkul değerleri ve ipotekli kredileri satın alarak, bunların faiz oranını ve diğer piyasa risklerini, sermaye piyasalarında borca dayalı çeşitli finansal araçlar ihraç ederek ve türev kontratları yaparak yönetmektedir (Yılmaz,2011:43).

ABD hükümetinde kurulan bu kurumlarla ve uyguladığı politikalara bakıldığında, ipotek pazarlarında önemli roller üstlendiği görülmektedir. İlk olarak ortaya çıkan ve gelişmekte olan bu pazarın başlangıç aşamasında istikrarını sağlamaktır. Piyasada oluşturulacak istikrar ve güven diğer politikalar için uygun zemininin oluşmasını kolaylaştırmaktadır. İpotek kredilerine uygulanan istisnalar, örneğin ipotek kredisi faiz ödemelerinin vergiden düşürülmesini sağlamak, bu piyasaya yönelmeyi teşvik etmektedir. Ayrıca FHA, VA ve Kırsal Konut İdaresinin (Rural Housing Service) açmış olduğu ipotek kredilerini hükümetin sigortalaması güven ortamı yaratmaktadır. Bir başka önemli rolü ise ikincil ipotek pazarlarındaki kredileri satın alabilecek kurumlar oluşturmaktır. Gelişmiş ikincil ipotek pazarlarının istikrarını sağlamak ve bu pazar için gerekli araçları üretmektir. Bununla birlikte

ipoteke kredilerini düşük ve orta gelirli kesimin yararına menkul kıymetleştirerek ikincil pazar araçlarına destek sağlamaktır (Çetin,2002:130).

2.2. Avrupa Konut Finansman Sistemi

Genel olarak Avrupa’ da ki konut finansman sektörüne bakıldığında gayrimenkul finansman pazarlarının en çok geliştiği ülkeler olarak İngiltere, Almanya, Fransa ve Hollanda olduğu görülmektedir. İngiltere’nin piyasasında 4000’e yakın finansal üründen bahsedilmekteyken, bazı ülkelerde bu rakamların çok sınırlı olduğu söylenmektedir. Avrupa ülkelerindeki ipotekli konut kredilerinin vadeleri incelendiğinde özellikle Danimarka, İngiltere ve Almanya’da 30 yıla kadar uzamaktadır. Avrupa’da 1980’li yıllara kadar ipotek bankaları, inşaat kuruluşları tarafından finanse edilen konut sektörü, değişen ekonomik koşullarla ve gelişen bankacılık faaliyetleriyle birlikte artık genellikle ticari bankalar tarafından fonlanmaktadır. Danimarka ve İsveç’te ipotek konut finansmanının payı %80-90’ a varan oranları bulmaktadır. Buda mortgage piyasasının Avrupa ülkeleri içindeki önemli payını göstermektedir. Avrupa’da ipoteğe dayalı menkul kıymetler fonlama aracı olarak en çok İngiltere ve İrlanda’da kullanıldığı, Yunanistan Avusturya ve İskandinav ülkelerinde ise ipoteğe dayalı menkul kıymetler (IDMK) piyasalarının çok gelişmediği görülmektedir (Kömürlü,2006:104).

2.2.1. Almanya

Konut ve kentleşme politikaları Almanya’nın tarihi boyunca her zaman için sürekli ve öncelikli konulardan biri olduğu görülmektedir. Almanya’nın konut politikaları sayesinde halkın önemli oranda bir kısmı için konut edinmek olanaklı hale gelmiştir. Ayrıca bu politikalar her zaman farklı ihtiyaçlara yönelik konut taleplerini de kapsayacak şekilde olması dikkat çekmektedir. Almanya’nın çok yönlü

bu politikaları içinde yapı tasarruf sandıklarının (YTS)⁴ (Bausparkassen) önemli bir yeri vardır (Kılıç,2007:237).

2.Dünya Savaşı'ndan sonra önemli ölçüde tahribat yaşayan Almanya'da, o dönemde konutların yaklaşık olarak %80'i yıkılmıştır. Bununla birlikte önemli ölçüde konut finansman problemi ve konut açığı sorunu ortaya çıkmıştır. Bu süreçten sonra ülkedeki konut finansman sistemi, İpotek Bankacılığı ve Mukavele sistemi bir araya getirilerek düzenlenmiştir. Ayrıca Alman ekonomisindeki istikrar, konut finansmanı probleminin ve konut açığı sorununun çözümünde rol oynamıştır. “İpotek Bankaları”, “Tasarruf Bankaları”, “Yapı Tasarruf Sandıkları”, “Merkezi Ciro Kurumları”, “Kredi Kooperatifleri”, “Bölgesel ve Diğer (Özel) Ticari Bankalar” örneğin Schwäbisch Hall, Wüstenrot, Deutsche Bank Bauspar AG ve “Özel Fonlu Bankalar” Almanya konut finansmanında, ipotekli konut kredisi veren kurumlar olarak sıralanmaktadır (Gülbüz,2002:14).

Almanya'da menkul kıymetleştirme uygulamasında ilk olarak kredi alacakları bir araya toplanarak bir havuz oluşturulmaktadır ve bu havuzlar bankaların ihraç ettiği menkul kıymetlerin teminatı olarak görülmektedir. ABD uygulamasından farklı olarak Almanya'daki sistemde ihraç edilen bu menkul kıymetler, bankaların bilançolarından çıkarılmadığı için bu kuruluşların sorumluluğu devam etmektedir. Almanya İpotekli Tahvil Yasasına göre, menkul kıymet ihraç eden bankaların faiz oranı riski alma yetkileri bulunmamaktadır. Bu şekilde nakit akımlarını yatırımcılarına aynen yansıtmak biçimde menkul kıymet ihraç edebilmektedirler. Ayrıca konut kredisi kullanan borçlularının belirli dönemler hariç olmak üzere erken ödeme yapmasına yasal olarak imkan verilmemektedir. Erken ödeme riskinin önüne geçilmiştir. Ancak banka için durum farklı olmaktadır. İhraç da bulunan bankalara faiz ve geri ödenmeme riskini özel amaçlı kuruluşa devretmesine olanak tanınmaktadır. Almanya uygulamasındaki bu katı kurallar nedeniyle, yaklaşık olarak

⁴ Yts: Konut için gerekli kredi gereksinimini piyasa koşulları dışında çözmek olarak bilinen klasik uygulaması yapı tasarruf sandıkları (YTS)'dir. YTS'ler kamu ve özel sektör kaynaklarının uygun bir kombinasyonu da sağlayarak konut üretiminde etkinliği artırmaktadır

100 yılı bulan ipotekli tahvillerin ilk ihraç tarihinden itibaren temerrüt olayı çok düşük bir seviyede gerçekleşmiştir (Ersan,2008:57).

2.2.2. İngiltere

ABD’den sonra dünyada en gelişmiş, rekabetçi ve yenilikçi ipotek piyasasına sahip olan ülke olarak İngiltere gelmektedir. İngiltere’de diğer ülkelerden farklı olarak hükümetin, ipotek kredilerinin büyük bir kısmını güvence altına almış olması ya da hükümet tarafından desteklenen organizasyonların fonlanma yapmasıdır. İpotek piyasalarındaki gelişmişlik ile birlikte İngiltere, Amerika’da olduğu gibi piyasaya birçok yeni ürün sürülebilmekte, yeni kavramlar ortaya çıkabilmekte, yeni mortgage türleri yaratabilmektedir (Berbercuma,2006:64)

İngiltere’deki ipotekli konut piyasasının hacmi yaklaşık olarak 1,1 trilyonu bulmaktadır. Bu hacim ile Avrupa Birliği(AB) ülkeleri içerisindeki sıralamasına bakıldığında Almanya’dan sonra gelmektedir ve ikinci sırada yer almaktadır. Almanya’da olduğu gibi İngiltere’de de büyük bir ipotekli konut kredisi piyasası bulunmaktadır. Ancak, 2007 yılı itibariyle ipotekli konut kredisi piyasasının yüzde 12’lik bir kısmı menkul kıymetleştirilebilmiştir. Bu durumun nedenlerine bakıldığında en önemli sebebin, 1850’li yıllardan itibaren İngiltere’de konut finansman piyasasında faaliyet sürdüren ve ülkede kullandırılan ipotekli konut kredilerinin yaklaşık olarak yüzde 70’lik kısmını sağlayan “Yapı Toplulukları”⁵ (Building Societies) olduğu görülmektedir. Bu yapı toplulukları ipotek bankalarında olduğu gibi hizmet sunmaktadır. Ancak faaliyetleri yalnızca ipotekli konut kredisi vermek ve emlak komisyonculuğu yapmak olarak sınırlandırılmıştır. Yapı Toplulukları, alınmak istenen konutun satış bedelinin yüzde 90’ına kadar ve 20-25 yıl vadeli kredi vermektedir. Bununla birlikte verdikleri bu kredilerin şartları her yılın ekonomik koşullarına göre değişebilen değişken faizli ipotek kredileri şeklinde olmaktadır (Gülşen,2008:60).

⁵ İngiltere’de önde gelen bazı yapı toplulukları; Halifax, Nationwide, Bradford & Bingley, ve Leed Permanent’dir.

Genel olarak İngiltere'deki menkul kıymetleştirme piyasasına bakıldığında ABD'nin gerisinde kaldığı görülmektedir. ABD'de konut kredileri sabit faizli olarak kullandırılmasına rağmen; İngiltere'de değişken faizli olarak kullandırılması piyasanın ABD gelişiminin gerisinde kalmasının nedenlerinden biri olarak görülmektedir. Ayrıca kredi kurumunun kendi bilançosu dışına çıkaracağı alacakları üzerinde her hangi bir söz hakkının bulunmaması ve aynı zamanda borçlunun onayının alınması zorunluluğu piyasanın gelişimde geride kalmasının bir diğer nedeni olarak sayılmaktadır (Çalışkan,2006:31).

2.2.3. Danimarka

1795 yılında Kopenhag'da çıkan yangın sonucunda şehrin büyük bir kısmı hasar görmüştür. Yangının ardından şehri yeniden inşa edebilmek için büyük tutarlarda paraya ihtiyaç duyulmuştur. Daha sonraki yıllarda konut finansman sistemi oluşmaya başlamıştı. Oluşumdaki temel amaç, yatırımcıların sağlayacağı faydaları mortgage kredi havuzlarına dayalı olan yatırımlar aracılığıyla korumaktır. 1797 yılında bir grup zengin Kopenhag vatandaşı ilk Danimarka Mortgage Kredi Kurumunu (Husejernes Kreditkasse) kurdu. Mortgage Yönetmeliği 2003 yılında değiştirildi ve Danimarka Mortgage Kredi Kanunu yerine Danimarka Mortgage Kredileri ve Mortgage Tahvilleri Kanunu getirildi. Daha önce uygulamada olmayan tüm değişiklikler ile birlikte yeni kanun 1 Ocak 2004 yılında yürürlüğe girdi (Gerçek,2007:102).

İpotek Bankacılığı sistemi Danimarka'da da hakim bir sistem olduğu bilinmektedir. Krediler "Realkredit Institutter" kurumları tarafından ipotek karşılığı olarak verilmektedir. Kredi finansmanı da borsaya kota olan ipotekli tahvillerin ihraç edilmesiyle sağlanmaktadır. Danimarka'da kullanılan konut kredilerinin özelliklerine bakıldığında ise yayın olan türün sabit faizli geleneksel ipotek kredisi olduğu ve vadesinin 30 yıl olan kredilerdir. Ancak son yıllarda yapılan düzenlemelerle 10 ile 30 yıl vadeli ve 1 ila 10 yılda bir faiz ayarlamalı ipotek kredisi

uygulamasına da geçilmiştir. Ayrıca ipotekli konut finansman kuruluşları tarafından kullanılan konut kredilerinin tamamının yine bu kuruluşlarca ipotēğe dayalı tahvil olarak ihraç edilmesi yasal bir zorunluluk olmaktadır. Bu durumun bir sonucu olarak Danimarka dünyanın en büyük ipotēğe dayalı tahvil pazarına sahip olmaktadır. Alman ipotekli tahvil (Pfandbrief) sisteminden farklı olarak Danimarka’da ipotek bankaları ipotek teminatlı tahvillerin ihraç eden değil aracılık yapan taraf olmaktadır. Danimarka’da son yıllarda konut piyasasında konut fiyatları oldukça yükselmektedir. Nedenlerine bakıldığında faiz oranlarındaki düşüş, harcanabilir gelirin yükselmesi, yeni konut kredisi çeşitlerinin pazarlanması ve konut alım-satım vergilerinin azaltılması, fiyatların yükselmesi sayılabilmektedir (Ersan,2008:65).

2.2.4. Fransa

1852 yılında Fransa’da kurulan Credit Foncier de France, uzun vadeli kredi veren bir finansman kurumu olarak hala devam etmektedir. Credit Foncier de France vadeli ipotek karşılığı borç vermektedir ve ipotek tahvilleri ihraç etmektedir. 20 yıllık vadeler şeklinde borç vermektedir. 1996 yılında kurulan Gayrimenkul Sermaye Piyasası ile konut finansman piyasası çeşitlenmiştir. Fransa’da Konut–tasarruf projeleriyle devletten onay alan herhangi bir finansman kurumu, bu konuda faaliyette bulunabilmektedir. Credit Agricole, faaliyette bulunan en gelişmiş kurum olarak bilinmektedir. Konut finansmanında piyasasında Credit Foncier ve Credit Agricole dışında, tasarruf bankaları ve ticari bankalar da hizmet vermektedir. Fransa’da menkul kıymetleştirme yapılırken kredi kartları ve tüketici kredileri de kullanılmaktadır (Nural,2006:58).

2.2.5. Hollanda

Hollanda’ da konut sistemi giderek gelişmekte ve uluslararası alanda birçok ülkenin sisteminden ayrılıp öne çıkmaktadır. Bu sebeple birçok ülke konut piyasa sistemlerinde değişim girişiminde bulunurken Hollanda’daki yapıyı örnek almaktadır. Son birkaç yılda Hollanda konut sistemi, akademisyenler, Doğu

Avrupa'daki eski sosyalist ülkeler ve ayrıca bazı Asya ülkelerindeki yetkililer de dahil olmak üzere birçok politikacı içinde ilham kaynağı olmuştur (Boelhouwer,2006:2).

Hollanda'daki konut finansman sistemine bakıldığında ipotek bankalarının öne çıktığı görülmektedir. Ülkede ipotekli konut finansmanı kredisi sağlayan öncelikli olarak Rabobank'dır ve sonra ABN Amro ve ING Grubu gelmektedir. Bu üç bankanın pazar paylarına bakıldığında %60'lık bir oranı kapsamaktadır. Böylece bu üç banka lider konumda olmaktadır ve bu kuruluşları %20 ile diğer bankalar, %10 ile yabancı bankalar ve yine %10 ile sigorta şirketleri ve emeklilik fonları takip etmektedir. Ülkedeki kullanılan kredilerin oldukça çeşitli olduğu görülmektedir. Özellikle faiz ödemeli olan ipotek kredileri çoğunlukla tercih edilmektedir. Bu kredilerde ödemeler sabit faiz oranlı olarak tercih edilmekte ve kullanılan kredilerin %80'lik kısmı sabit faizli kredi olmaktadır. Ayrıca Hollanda'daki ipotekli konut kredilerinin GSYİH'ya oranına bakıldığında %100'ü aştığı görülmektedir (Ersan,2008:62).

2.3. Gelişmekte Olan Ülkelerdeki Mortgage Sistemleri

Günümüzde gelişmekte olan ülkelerde konut finansman sistemleri genellikle küçük çaplıdır. Bu ülkelerde ipoteğe dayalı finansman sistemlerinin geliştirilmesi, genel ekonomik kalkınma çabalarının bir parçası olarak ele alınmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin hepsi için geçerli olan ekonomilerdeki istikrarsızlık, hızlı nüfus artışına paralel olarak konut açıklarının kapatılamaması ve kişi başına gelir düzeyinin düşüklüğü nedeniyle birikimlerin yetersizliği, gelişmiş ülkelerdeki mali piyasaların bu ülkelerde oluşturulamaması gibi birçok konut finansman sistemlerindeki ortak problemlerden dolayı benzerlik göstermektedirler. Bunun içinde fonların daha çok kamu tarafından kullanılması, kredilerin kısa vadeli ve ticari bankacılık kanalıyla verilmesi, ipotek bankacılığı, ipotek piyasası ve menkul kıymetleştirme işlemlerinin gelişmemesi ortak özellikler olarak belirginleşmektedir (Önal ve Topaloğlu, 2007, 244). Öte yandan her ülkenin kendi makroekonomik koşulları, bankacılık sektörünün

yapısı, vergi sistemi, teşvik programları ve konut piyasalarının organizasyon yapısına sahip olduğundan, aynı ipotekli konut finansman sisteminden söz etmek mümkün değildir. Ayrıca bu değişkenler, krediler için gerekli kaynakların teminini, bankacılık sektörü ya da sermaye piyasaları aracılığıyla sağlanması tercihinde de belirleyici olmaktadır. Bu bilgilere göre gelişmekte olan ülkelerin Mortgage deneyimleri ise aşağıdaki tablo 1’de gösterilmektedir (Uğur, 2007, 64). Akabinde de bu ülkelerden bazılarında işleyen mortgage sistemiyle ilgili bilgiler verilmiştir.

Tablo 2.1: Gelişmekte Olan Ülkelerin İpotekli Konut Finansman Sistemindeki Deneyimleri

<i>İpotek Teminatl Tahviller</i>	<i>Ödeme Aktarmalı Menkul Kıymetler</i>	<i>Yapılandırılmış Finansman</i>	<i>İkincil Kuruluşlar</i>	<i>Likidite Arttırıcı Uygulamalar</i>
Şili Kolombiya Polonya Çek Cum. Macaristan Bulgaristan	Hong Kong	Kolombiya Arjantin Şili Meksika G.Afrika Kore Filipinler Trinidad Panama Hindistan	Arjantin Brezilya Kolombiya Hong Kong Kore Tayland	Malezya Trinidad G. Afrika Hindistan

Kaynak: UĞUR, A. (2007). Mortgage, İstanbul: Destek Yayınları, S. 64

2.3.1. Brezilya

Brezilya konut finansman sistemi, 1964 yılında düşük gelirli ailelerin konut edinebilmesi için kurulan Milli Konut Bankası (Banco Nacional da Habitação – BNH) ile başlamıştır (Önal ve Topaloğlu, 2007, 245). Ancak 1967 yılında, bankanın politikası orta gelirli aileleri finanse edecek şekilde değiştirilmiştir. Bu politika değişikliğinin arkasında yatan neden ise düşük gelirli ailelerin almış olduğu kredileri geri ödemede yaşayacağı sıkıntının fark edilmesiydi. Dolayısıyla, o dönem Brezilya’da sadece daha yüksek gelire sahip olan grubun finansmanında başarıya ulaşılmıştır ve yüksek gelirli ailelerin yarısından çoğu 1974 yılına kadar BNH sayesinde finanse edilerek konut sahibi olmuşlardır. Aslında 1964 yılından 1980 yılına kadar olan süreç, Brezilya konut finansmanı sisteminde bir gelişme dönemi olarak algılanabilir. Fakat sonraki dönemde ise ağır dış borç yükü, arka arkaya gelen krizler ve yüksek enflasyon neticesinde 1990’lara kadar neredeyse çöken ekonomik sistemi düzeltmek için uğraşmıştır (Macedo, 2000, 47).

Yukarıda bahsedilen bu makroekonomik bozulmalar da ister istemez BNH’nın faaliyetlerini de olumsuz etkilemiştir. 1980’li yılların ortalarında Brezilya ekonomisi ağır dış borç yükü nedeniyle bozulmaya başlamış ve bu durum reel gelirlerin azalmasına ve kaynakların daralmasına yol açmıştır. Bu durum neticesinde de 1986 yılında BNH’nın faaliyetleri sona erdirilmiş ve bu kurumun görevi Caixa Economica Federal (CEF)’a devredilmiştir. Bu kurum da önce Maliye Bakanlığı’na, ardından Şehircilik Bakanlığı’na bağlanmıştır. Ancak Şehircilik Bakanlığı’nın kaldırılmasıyla tekrar Maliye Bakanlığı’na bağlanması kurumun verimsiz olmasına neden olmuştur (Altınırnak vd., 2013, 42). Temmuz 1994’te ise Plano Real ile uygulanan ekonomik istikrar süreci ile birlikte gayrimenkul sektörü için yeni finansman kaynaklarının geliştirilmiş ve bu durum da Brezilya ikincil mortgage piyasasının oluşturulmasına da imkân sağlamıştır (Rocha, 2000, 1).

1995 yılında Brezilya’da ikincil ipotek piyasasının kurulması için CIBRASEC adında bir menkul kıymetleştirme kurumu kurulmuştur. Bu kurumun

amacı ABD'deki Fannie Mae ve Freddie Mac'a benzemektedir. Kısaca bu kurum ipotekli konut kredilerini birincil piyasalardan satın alarak garantili bir şekilde emeklilik fonlarına, sigorta şirketlerine ve yabancı yatırımcılara CRIs (Certificados de Recebíveis Imobiliários) ihraç etmekteydi. Ancak 1995 Güneydoğu Asya krizi, 1997 yılında Rusya krizi ve son olarak 1999 yılında Brezilya Realinin değerinin düşürülmesi, CIBRASEC kurumunun çalışmalarını zorlaştırmış ve ikincil piyasanın gelişmesini duraklatmıştır. Özellikle 1999 yılının Ocak ayında yaşanan kur ayarlaması (devalüasyon) sonrası ülkeye sermayeyi tekrar çekmek için yerel faizler çok hızlı bir şekilde yükseltilmiştir. Dolayısıyla, 2000'li yıllardan itibaren enflasyon gerileyerek tek haneliye dönüşmüş, ekonomi canlanmaya başlamış ve bu da konut finansman sistemini gelişimini sağlamıştır (Altınırnak vd., 2013, 42).

Brezilya'da İpotekli konut finansman sistemine kullanılacak olan fon, Brezilya Merkez Bankası tarafından yetki verilmiş toplam 41 Federal Tasarruf Bankasında toplanan mevduat ve işveren tarafından tüm çalışanların brüt maaşlarından kesilen %8 payların Konut Finansman Bakanlığına toplanmasıyla sağlanmaktadır. Kullandırılan kredilerin, %60'ı mevduatlardan sağlanmakta, kalan %40'ı da devlet tarafından aktarılan fonlarla sübvansiyon edilmektedir. Devletin karşıladığı kaynak ise, tüm çalışanların brüt maaşlarından kesilen %8 payların toplanmasıyla oluşmaktadır (Gürbüz, 2002, 19).

2.3.2. Kolombiya

Kolombiya'da uygulanan Mortgage sisteminde konut bankaları ile ticaret bankaları ayrıştırılarak iş bölümüne gidilmiştir. Bu iş bölümü neticesinde ticaret bankaları konut kredisi, konut bankaları da ticari kredi veremezler. Ticaret bankalarının mevduat faizlerine nominal faiz oranı uygulanırken konut bankalarının mevduat faizlerine enflasyon endeksi günlük olarak uygulanmaktadır. Konut bankalarına %5 mevduat munzam ve disponibilitate oranı uygulanırken, ticari bankalara %25 gibi yüksek bir oran uygulanmaktadır. Bunun gibi dolaylı teşviklerle

mevduatlar daha çok konut bankalarında toplanmakta ve konut finansmanı için büyük kaynak oluşturulmaktadır (Gürbüz, 2002, 14).

Kolombiya’da uygulanan konut finansman sisteminin en önemli özelliği olarak yaşanan yüksek enflasyonlu ortamda hem tasarruf sahiplerini hem de konut kredisi veren finansal kuruluşları korumak için mevduat ve konut kredilerinin aynı endekse bağlanması gösterilebilir. 1972 yılında uygulamaya konulan ve yüksek enflasyona rağmen başarıyla uygulanan bu sistemde, banka gibi faaliyet gösteren 10 adet Konut Tasarruf şirketleri bulunmaktadır. Bu bankaların toplam 500 şubesi ve 5 milyon da tasarruf sahibi vardır. Bu kurumlar tarafından toplanan mevduatların hepsi ipotek ve inşaat kredilerine aktarılmaktadır. Ayrıca bu şirketlerin en önemli özelliklerinden biri, özel kurum olmaları, piyasa koşullarına göre ve belli bir mevzuat çerçevesinde faaliyet göstermeleridir. Kolombiya’da uygulanan konut finansman sisteminin bir diğer özelliği de toplanan tasarruf mevduatlarına ve verilen kredilere, endeksleme uygulayan uzman konut finansman şirketlerine sahip olmasıdır. Başka bir ifadeyle, konut finansmanına fon transferi, doğrudan, bu uzman kuruluşlar tarafından yapılmaktadır ve bu şekilde kaynakların kısa vadeli fonlamaya yönelmesine, sistemin hedeflediği bireysel konut finansmanından sapmasına bir anlamda engel olmuştur (Ali, 2009, 40-42).

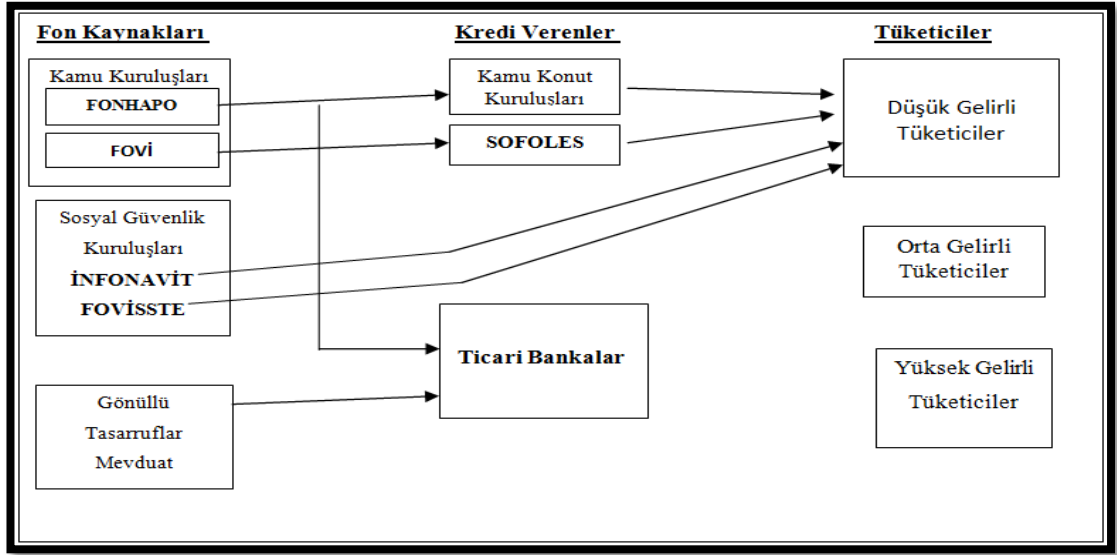
Bu noktada ipotekli konut kredisinde uygulanacak olan değişken faizle ilgili standartların kabul görmesi, İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler (İDMK) gibi ikincil piyasa araçlarının teşvik edilmesi ve ikincil piyasa kuruluşlarının düzenlenmesi sonucu 2001 yılında Titularizadora’nın kurulması önemli gelişmelerdir (Uğur, 2007, 68). Titularizadora, İpotek kredilerini menkul kıymetleştirmede uzmanlaşmış bir kuruluştur. Temel olarak bu kurum kredi veren kurumlardan krediyi devralmakta ve menkul kıymete dönüştürerek yatırımcılara sunmakta veya kendi portföyünde tutmaktadır (Mamashov, 2011, 53).

2.3.3. Meksika

Meksika’da, 1980’lere kadar gayrimenkul finansmanında temel fon kaynağı kamu kurumları olmuştur (Uğur, 2007, 71). Enflasyon oranının %170’lere tırmandığı bu yıllarda, hükümet tarafından çift oranlı ipotek (Dual Rate Mortgage Instrument) uygulamaya konulmuştur. Bu sistemde, ticaret bankalarınca verilen kredinin faizleri piyasa faiz oranına göre ayarlanırken, geri ödeme vade taksit miktarları da ücret artışlarına göre ayarlanmıştır (Önal ve Topaloğlu, 2007, 246).

Günümüz Meksika konut finansmanı piyasasında ise tamamen kamusal ve yarı kamusal kuruluşlar ve onların sunduğu uygulamalar hizmet vermektedir. Bunlardan en belirginini İNFONAVİT Kurumu ve uygulamalarıdır. Ancak bu kurum bir yandan sosyal güvenlik, diğer yandan da konut finansmanı teşvik kurumu olması nedeniyle topladığı paralar ile düşük faizli konut kredisi vermek ve yeri geldiğinde emeklilere yüksek getirili geri ödeme yapmak zorunluluğu taşımaktaydı. Dolayısıyla, bu kurum zamanla açıklar vermeye başlamış ve artık hükümet üzerinde önemli bir yük haline gelmiştir. Bu sistem dışında ayrıca, FOVISSTE, FOVİMİ gibi kamu çalışanlarının ve askeri personellerin yaptıkları zorunlu tasarrufları konut finansmanında değerlendiren emeklilik fonları ve FOVİ, FONHAPO gibi kamu destekli büyük konut finansman kuruluşları da bulunmaktadır (Mamashov, 2011, 54). Meksika konut piyasasının işleyiş yapısı ise aşağıdaki şekilde özetlenmektedir (Mamashov, 2011, 55).

Şekil 2.1: Meksika Konut Kredisi Piyasası



Kaynak: MAMASHOV, B. (2011). “İpotekli Konut Sisteminin Türkiye ve Kazakistan Açısından Değerlendirilmesi”, *Yüksek Lisans Tezi*, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. s.55

Bu şekle göre fon kaynakları olan kamu kuruluşları ve sosyal güvenlik kuruluşları hem kredi veren kurumları, hem de dar gelirli tüketicileri desteklemektedirler. Ayrıca, kredi veren kurumlar da yine düşük gelirli tüketiciye kredi vermektedir. Son olarak da gönüllü olarak biriken tasarruf ve mevduatlar ile kamu kuruluşları da ticari bankalara destek vermektedirler. Bu şekilden hareketle kamu kurumlarının Meksika bankacılık sisteminde çok önemli olduğu sonucuna varılabilir.

2.3.4. Polonya

Polonya’da 1997 yılında ipotekli tahviller ve ipotek bankaları belirlenen mevzuat çerçevesinde şekillendirilmiş ve bu mevzuatla ipotek bankacılığında alman modeli kabul edilmiştir (<http://www.oecd.org>, 7). Bu mevzuatla birlikte Alman hukukunda öngörülen ihtisaslaşmış ipotek bankalarından sekiz adet kurulmuştur. Bu

kuruluşların tamamı Alman bankaları ile Polonya bankalarının kurmuş olduğu ortaklıklardır. 1999 yılında kurulan kamu kaynaklı merkezi ikincil piyasa kuruluşu, kredilerin menkul kıymetleştirilmesi işlemine başlamıştır. Ancak bu dönemde çift endeksli ipotek kredileri verildiğinden çift endeksli sistemlerde varlık akışını ve dolayısıyla net bugünkü değerinin tespitindeki güçlüklerden dolayı kuruluş faaliyetlerini askıya almak zorunda kalmıştır (Karakaş ve Özsan, 2004, 10).

Polonya bankaları tarafından verilen ipotek kredileri genel olarak kısa vadeli mevduatlarla fonlanmaktadır. Bu nedenle menkul kıymetleştirme iyi bir gelişim göstermemiştir. İhraç edilmiş olan ipotek tahvillerinin miktarı düşüktür (<http://www.oecd.org>, 8). 2001 yılında ipotek kredilerinin Gayrisafi Yurtiçi Hasıla içindeki payı %2.8 iken 2004 yılında bu oran %5.5 civarındadır. 2006 yılında ise bu oran %7'ye yaklaşmıştır (Poland, 2006:2). Özetle Polonya etkili bir birincil piyasa oluşturmuş olmasına rağmen ikincil piyasa oldukça yenidir ve yeni yeni gelişim göstermektedir.

2.3.5. Arjantin

Arjantin, ipoteğe dayalı menkul kıymet ihracında Latin Amerika ülkelerinde öncü olmuştur. 1900'lü yıllarda kurulan ve ilk başta devletin mülkiyetinde olan Banco Hipotecario (BH), Arjantin konut finansmanının başlıca kuruluşudur. Banco Hipotecario 1996 yılında ipotek kredilerini ulusal ve uluslararası piyasalarda ihraç ederek ipotekli konut finansman sistemine başlamıştır. Bir kamu kuruluşu olan banka, 1999 yılından sonra özelleştirilmiş, ihraç edilen menkul kıymetler devlet garantörlüğü altına alınmamıştır. 2000 yılından itibaren yapılan yasal düzenlemelerle başka bankalar da ipoteğe dayalı menkul kıymet ihraç etmeye başlamıştır. İhraç edilen kıymetler arasında yoğun olan teminatlı ipotek yükümlülükleri (CMOs), yurtdışı yatırımcıların da ilgisini çekmektedir. 2001 yılında ekonomide yaşanan kriz mortgage piyasasına da yansımıştır. Faizlerdeki artış ile beraber mortgage kredileri olumsuz etkilenmiş ve güvenilirlikleri azalmıştır. 2004 ve 2005 yılında krizin olumsuz etkileri yavaşlamış, 2005-2006 yılları arasında toplam 13,3 milyon \$

ipoteğe dayalı menkul kıymet ihracı gerçekleşmiştir (<http://www.tspakb.org.tr>, 24-25).

2.3.6. Nijerya

Nijerya’da konut probleminin çözülmesi amacı ile 1977 yılında Federal Nijerya İpotek Bankası (Federal Mortgage Bank of Nigeria -FMBN) kurulmuş ve bu kurum 1978 yılında faaliyetlerine başlamıştır. Bu kurumun kurulmasındaki amaç ipotek piyasasının canlandırılması ve devlet vasıtası ile kaynakların arttırılmasını sağlamaktır (Sansui, 2003, 7).

Genel olarak Nijerya’daki konut politikası iki parçadan oluşan bir konut finansman yapısına sahiptir. Birinci parça düzenleyici ve yönetici bir kurum olarak FMBN, ikinci parça ise yapı toplulukları, konut kooperatifleri, konut tasarruf ve kredi kurumlarından oluşan birincil piyasa kurumlarıdır. Bu konut finansman yapısı konut finansman sistemi içerisindeki organizasyonel ilişkilerin ve süreçlerin kolaylaştırılması amacını taşımaktadır (Ajenlekoko, 2001, 9).

Nijerya’daki konut politikasında önemli gelişmelerden biri de 1992 yılında kurulan Ulusal Konut Fonu’dur. Bu politika ile ipotek kurumlarının geliştirilmesi konut piyasası ve diğer piyasalar arasındaki kaynakların bölüştürülmesini sağlamak, dar gelirli hane halkının da bu kaynaklardan faydalanmasını sağlamak, diğer taraftan da FMNB’nin ikincil piyasaları geliştirerek sistemin likiditesini arttırması, birincil piyasa kurumları için bir garantör görevi görmesi gibi sistemin geliştirilmesi amaçlanmıştır. Diğer taraftan Nijerya konut finansman sisteminde kurumsal olmayan konut finansman sektörü de önemli bir paya sahiptir. Bu sektör genel olarak bireysel ve hane halkı tasarrufları ve bireysel olarak borç veren kişilerden oluşmaktadır (Bozkır, 2007, 54-55).

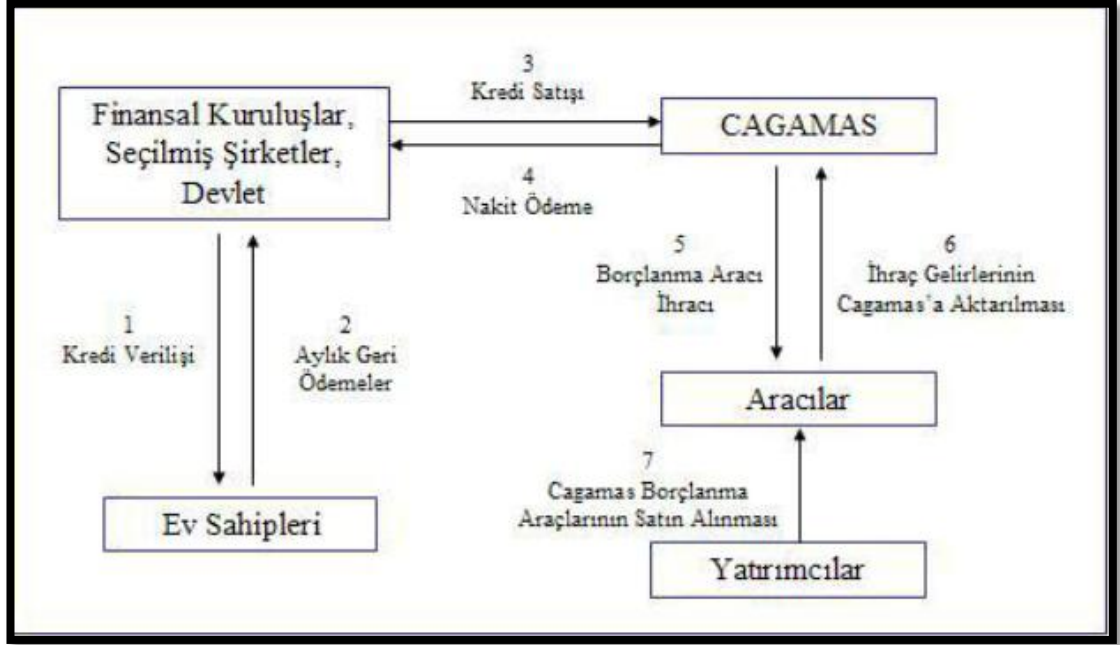
Sonuç olarak, Nijerya’da çok çeşitli finansman kurumları ve finansman enstrümanları bulunmasına rağmen finansal faaliyetlerin düzeyi oldukça düşüktür.

Bu durumun yaşanmasında inşaat maliyetlerinin yüksek olması, gelir seviyesinin düşüklüğü, inşaat sektörünün çok gelişmemiş olması, inşaat yapılması için coğrafi olarak yer sıkıntısı yaşanması gibi nedenler önemli yer tutmaktadır. (Nubi,t.y.,8).

2.3.7. Malezya

Malezya’da konut finansmanı 1970’lerde hükümet tarafından alt gelir gruplarının ev sahibi olabilmelerine yönelik olarak başlatılmıştır. Ancak finansal yapının yeterli derecede gelişmemiş olması, konut finansmanı için gerekli olan kaynakların genelde kısa vadeli olması, verilen kredilerin ise uzun vadeli (10-15 yıl)olmasından kaynaklanan vade uyumsuzluğu, bankaları likidite sorunuyla karşı karşıya getirmiştir. Bununla birlikte sermaye piyasasında hükümet menkul kıymetlerinin etkin olması, bir alternatif olarak özel sektör araçlarıyla fon sağlanmasına engel olmuştur. 1980’ler sonuna doğru ise bankalar hem düşük faizli, hem de maliyetli olan uzun vadeli konut kredilerini veremez hale gelmişlerdi. Dolayısıyla, bankaları bu çıkmazın içinden kurtarmak için ve yeni finansal ürün ve hizmetler üreterek konut finansmanında ikincil piyasayı oluşturmak ve genişletmek adına, özellikle de alt gelir gruplarının ev sahibi olabilmelerine yönelik imkânların artırılması amacıyla 1986 yılında Cagamas Berhad Ulusal İpotek Kurumu kurulmuştur. Cagamas Berhad özel bir şirket olmasına rağmen devlet destekli bir yapıya sahiptir. Şirketin %20’si ülkenin merkez bankasına, %71’i ticari bankalara ve kalan %9’luk payı da yatırım bankalarına aittir (www.cagamas.com, 1-12). Cagamas modeli de ülkenin finansal piyasa yapısına özgü ve mevcut engelleri kaldıracak şekilde geliştirilmiştir. Model ise aşağıdaki şekil 2’deki gibidir (www.cagamas.com, 2):

Şekil 2.2: Cagamas Modeli



Kaynak: <http://www.cagamas.com.my/caga-docs/pictures/evolution.pdf>, s.2

Şekil 2’de gözüktüğü gibi finansal kuruluşlar kullandıkları konut kredilerini Cagamas’a satarak ve bununla birlikte kredi riskini de bu kuruma aktararak fon sağlamaktadır. Cagamas ise, bu kredilere dayalı menkul kıymet ihraç ederek sermaye piyasasından fon sağlamaktadır. Diğer yandan, finansal kuruluşlar bu kredileri kendi bilançosunda bulundurarak ta bu tür kredileri fonlamak için Cagamas” tan kaynak çekebilmektedir. Bu durumda, kredi riskini finans kurumunun kendisi üstlenmektedir ve Cagamas yatırımcılarına aktarılmamaktadır. Kurumun iflası durumunda ise Cagamas alacaklarına öncelik tanınmaktadır. Öte yandan, Cagamas modelinin başarılı olmasının temelinde devlet destekli olması, ona merkez bankası tarafından sağlanan bazı kolaylıklar (likidite ve sermaye yeterlilik Oranlarında ayrıcalık gibi) ve ihraç ettiği menkul kıymetlerin devlet menkul kıymetleriyle aynı ölçüde değerlendirilmesi ve AAA notuna sahip olması yattığı söylenebilir (Mamashov, 2011, 57).

2.3.8. Kore

Kore’de konut finansman sisteminin gelişiminde devlet büyük rol oynamıştır. Nitekim 1967 yılında devlet tarafından Kore Konut Bankası (Korea Housing Bank) kurulmuştur ve bu banka o dönem konut finansmanında önemli rol oynamıştır. 1981 yılına gelindiğinde ise Ulusal Konut Fonu (National Housing Fund) kurulmuştur. Bu fon hem konut yapımını destekleme hem de düşük gelir gruplarına uygun düşük faizli ipotek kredileri sağlama görevini üstlenmiştir. 1999 yılında ise konut finansmanı açısından en önemli gelişmelerden biri olarak devlet tarafından Kore İpotek Kurumu (Korea Mortgage Corporation, KOMOCO) kurulmuştur. Bu kurumun kurulmasındaki amaç da ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin sermaye piyasalarında ortaya çıkarılması ve yatırımcılara satılmasıdır (Lam, 2002, 133). Bu kurum ayrıca finansal kurumlardan ipotekleri satın alarak bunları ipoteğe dayalı menkul kıymet haline getirmekte ve geri ödeme garantisi vererek yatırımcılara satmaktadır (Lee, 2002, 4).

Kore’de uygulanan bir diğer konut finansman sistemi de bir kira sözleşmesine dayanan Chonsei sistemidir. Sistemde konut kiralayan kişi aylık kira ödemeleri yerine konut değerinin %30-70 arasında olan bir mevduata sahip olmak durumundadır ve bu mevduattan doğan faiz geliri konut sahibinin kira gelirini oluşturmaktadır. Belirlenen kira sözleşmesi süresi sonunda bu mevduat kiracıya tekrar geri ödenmektedir. Sistemin kullanımı özellikle orta ve üst gelir grubu hane halkında oldukça yaygındır. Chonsei sözleşmesinin süresi yasal olarak 2 yıldır (Hwang, Quigley ve Son, 2006, 209). 2004 yılında ise Kore Konut Finansman Kurumu, hane halkının uzun vadeli konut finansmanına erişebilmesini sağlamak amacı ile kurulmuştur. Bu kurum, bankaların ve diğer finansal kurumların verdikleri konut kredilerindeki vadelerin daha da uzamasını sağlamaktadır. Bu kurumun genel amacı ise 30 yıllık sabit faizli ipoteklerin yaygınlaşmasıdır (Chan, Davies ve Gyntelberg, 2006, 72-74).

Sonuç olarak gelişmekte olan çoğu ülkenin ipotekli konut finansman sisteminin (Mortgage) aslında gelişmemiş olduğu söylenebilmektedir. Bu durumun birçok nedeni vardır. Genel olarak bakıldığında tüm gelişmekte olan ülkelerde durum hemen hemen aynıdır. Çoğunlukla alt gelirli kesimin desteklenmesi için geliştirilen sistem, mali istikrarsızlık ve kaynak yetersizliğinden veya dış finansal şoklara dayanamadan yürürlüğünü yitirmektedir. Özellikle ülkelerin dış kaynaklara bağımlılığı, gelişmemiş ikincil piyasalar, yüksek enflasyon, yüksek reel faiz ve sistemin gelişmesi için en önemli olan bireylerin gelirlerinin düşük olması nedeniyle tasarruflarının çok az ya da hiç olmaması gibi unsurlar sebep olarak gösterilebilir (Mamashov, 2011, 57).

2.4. ABD ve Mortgage Krizi

1929 yılında yaşanan “Büyük Buhrandan” sonra, 2008 yılında ABD’de ortaya çıkan mortgage krizinin giderek yayılması sonucunda en önemli krizlerden biri sayılmaktadır. Yaşanan 2008 krizinin etkileri sadece ABD’de ABD ekonomisini değil Avrupa, Asya ve Afrika’da çeşitli derecelerde bütün ekonomileri etkilemiştir.

Dünya ekonomisinde “Büyük Buhran” dan sonra en büyük finansal krizi yaşamıştır. Hem ABD hem de dünya genelindeki finansal sisteminde güven ortamı derinden sarsılmış ve mortgage krizinin olumsuz etkileri kısa süre içinde birçok ülkeyi derinden etkilemiştir. ABD’nin konut ve emlak piyasasında başlayan kriz bu piyasa ile sınırlı kalmayıp, ekonomik koşulların zayıflamasıyla birlikte gerek bireysel gerekse kurumsal kredi geri ödemelerinde sorunlar oluşturmaya başlamıştır. Piyasalarda oluşan sorunlar hızla finans piyasalarına da yansımış ve reel piyasaları da etkileyip bütün ekonomilere yayılmıştır. 2007 yılı Ağustos ayında ABD piyasalarında başlayıp ardından ABD bankası olan Lehman Brothers’in 15 Eylül 2008’de iflas etmesi ile derinleşmiş ve önüne geçilemeyerek pek çok ekonomiyi etkisi altına almıştır (Sancak:Demirbaş,2011:172).

2.5. Krizin Nedenleri

ABD’de başlayan ekonomik kriz ilk bakışta bir mortgage krizi olarak başlamıştır. 2006 2007 yılları arasında, geri ödeme gücü zayıf olan ya da kredi geçmişi olumsuz olan kişilere kullandırılan krediler ve daha sonra alınan bu kredilerin ya ödenememesi ya da ipotekli kredilerin paraya çevrilmeye çalışılması krizin başlangıcındaki en önemli nedenlerden biri olmuştur. Mortgage ile başlayan bu kriz sürecin ilerlemesiyle birlikte bir likidite krizine dönüşmüştür (Demyanyk,2008:1).

2.5.1. Mortgage Kredilerinin Yapısının Bozulması

Krizin ortaya çıkış sürecine bakıldığında, faizlerin düşük olduğu dönemlerde artan riskin yarattığı daha fazla kazanç hırsı kişilerin kredi geçmişlerine bakılmadan verilen subprime mortgage⁶ kredilerinde, sonraki dönemlerde faizlerin artmasıyla birlikte temerrütler ve icra yoluyla satışlar artmaya başlamıştır. Konut piyasasında yaşanan bu durum ilişkili olduğu türev araçlarla beraber finansal sisteme de yayılarak dalgalanmaya neden olmuştur. 2007 yılının ikinci çeyreğinden sonra krize dönüşen mortgage kredilerinin geri ödemelerinde yaşanan bu aksaklıklar sistemin tümünü olumsuz yönde etkilemiştir. Bireysel konut mortgage piyasasında 2007 yılı Eylül ayı itibarıyla Mortgage Bankalar Birliği tarafından 53,4 milyon adet mortgage sözleşme olduğu tahmin edilmektedir. Bu sözleşmelerin prime ve subprime ayrımı ele alınarak bakıldığında ise bildirilen rakamların %87’si subprime kredilerine, geri kalan payın ise prime kredilere ait olduğu görülmektedir. Mortgage kredilerinde 45,4 milyon adet gecikme sayısı tespit edilmiştir (BDDK,2008:45).

⁶ Subprime Mortgage: Düşük gelir grubuna yüksek faizle verilen mortgage kredisi

Tablo2.2: Konut Mortgage Kredilerinin Gecikme Sayıları

	2007 Ç1	2007 Ç2	2007 Ç3	2007 Ç4
60 Günlük Gecikme Sayısı (Bin)				
Toplam	1,082	1,158	1,339	1,553
Prime	492	505	585	698
Subprime	590	653	754	855
60 Günlük Gecikme/Toplam Kredi Sayısı (%)				
Toplam	2,15	2,20	2,51	2,91
Prime	1,14	1,12	1,26	1,50
Subprime	8,23	8,85	10,58	12,37

Kaynak: ABD Mortgage Krizi, 2008.

Tablodaki değerlere bakıldığında 2007 yılının dördüncü çeyreğinde mortgage kredilerinde toplam ödenmeme oranı, 2007 yılının ilk çeyreğine göre %35,3 oranında artış göstermiştir. Prime ve subprime mortgage kredi kullanıcılarının kredilerini geri ödemede yaşadıkları sorunlar nedeniyle kredi koşulları ile ilgili düzeltmelere gidilmiştir (BDDK,2008:48).

2.5.2. Faiz Yapısının Uyumsuzlaşması

Mortgage krizinin daha da derinleşmesindeki bir başka önemli faktör ise risk düzeyi yüksek olan konut kredilerinin faiz yapısı olmaktadır. ABD’de konut kredileri piyasasında faiz yapılarına göre iki farklı kredi sistemi uygulanmaktadır. Bu yapılardan ilki sabit faizli olan ve vadeleri 20, 25 ya da 30 yıllık kredilerden oluşmaktadır. Sabit faizli kredilerde gelecekteki faiz oranlarındaki değişimler karşısında riskin, kredi veren finansal kuruluşlar tarafından üstlenmesi anlamına gelmektedir. Diğer kredi sistemi ise değişken faizli kredilerdir. Bu sistemde ise faiz riskini kredi veren kurumdan alıp kredi kullanan borçluya aktarmaktadır. Kredilerin kullanıldığı krizden önceki dönemde kadar ABD’de piyasa faiz oranı son derece düşük bir seviyede seyretmekteydi. Bu sebeple özellikle “yüksek riskli kredilerden faydalanan” orta ve alt gelir grubundaki kişiler değişken faizli kredileri kullanmayı

tercih etmekteydiler. Fakat FED⁷'in özellikle son iki yılda faiz oranlarını aşamalı olarak artırmaktaydı. Bununla birlikte konutların satış fiyatları ile kira getirileri de piyasa düzeyinin altına inmekteydi ve bu krediyi kullanan düşük gelirli gruplar, geri ödemelerini sürdüremez hale gelmekteydi (Birdal,2009:16).

2.5.3. Saydamlık Eksikliği

Gelişmiş ülkelerin finans yapılarına bakıldığında çok detaylı olduğu görülmektedir. Özellikle ABD'nin yapısı incelendiğinde birbirinden ayrı her fonksiyon için ayrı bir mali kurum ve mali araç oluşturulmuştur. Bu kurum ve araçlar birbiri ile irtibatlı ve iç içe geçmiş ilişkilere sahip olduğu görülmektedir. Piyasaya çok fazla finansal araç sunulması sonucunda, yatırımcılar tarafından finansal araçların bu karmaşık yapısının anlaşılmasında önemli bir zorluklar ortaya çıkmaktadır. Sıradan yatırımcılar için her gün değişen ve farklılaşan finansal araçları takip etmek mümkün olmamaktadır. Sonuç olarak bilgi yatırımcılara, firmalara ve diğer aktörlere farklı hızlarla ve farklı biçimlerde ulaşmaktadır. Krizin bir diğer nedeni de saydamlık eksikliği olarak sayılmaktadır. Saydamlık arttıkça daha az finansal kriz oluşmaktadır (Alantar:3).

2.5.4. Kredi Türev Piyasalarının Genişlemesi

Subprime – prime olarak kullandırılan kredilerin ardından kredi sağlayan kurumlar alacaklarını teminat olarak göstermişlerdir. Bu teminatların karşılığında çok büyük meblağları bulan konut tahvillerini piyasaya satmışlardır. Piyasaya satılan bu tahvillerin getirileri Amerikan hazine bonosunun oldukça üzerinde olması özellikle riskli ve yüksek getiri hedefleyen serbest fonların bu tahvillere yönelmesinde etkili olmuştur. Bankalar, kredi alacaklarını menkul kıymetleştirme yoluyla yatırım aracı haline çevirmektedirler. Bu sebeple mortgage piyasaları, sadece kredi veren kuruluşla kredi kullanan arasındaki kredi ilişkisine bağlı bir piyasa

⁷ FED: ABD'de 1913 yılında çıkarılan Federal Reserve yasası ile kurulan sistem içerisinde yer alan bankalardır. Bu sisteme içerisindeki bankaların oluşturduğu organizasyon ABD'nin Merkez Bankası FED'i meydana getirmiştir.

olmamaktadır böylece tüm finansal sistem artan faizler karşısında dalgalanma dönemine girmiştir (BDDK,2008:54).

2.6. Krizin Türkiye'ye Etkileri

2008 yılında küresel bir kriz olarak başlayan mortgage ve kaynağı ABD olan kriz etkisini artırarak dünyanın hemen hemen her bölgesini etkilemiştir. Bu krizden bazı ülkeler derinden bazı ülkeler daha az oranda etkilenmiştir. Küresel bir kriz olmasının sonucunda ülkemizde bu krizden payına düşeni almıştır. 2008 yılının ekonomik verileri değerlendirildiğinde hem mikro hem de makro ekonomide krizin etkileri görülmüştür.

2.6.1. Dış Ticaret

Krizin Türkiye ekonomisine olan etkilerine bakıldığında krizin dış ticarete yansımalarının önemli ölçülerde olduğu görülmektedir. Türkiye'nin toplam dış ticaretinin önemli oranda kısmı Avrupa ülkeleriyle yapılmaktadır.

Türkiye'nin 2008 yılı dış ticaret rakamlarını yayınlayan Türkiye İhracatçılar Meclisi'nden alınan rakamlara göre, 2008 yılının Kasım ayı ihracatı oranı, geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 22 azaldığı görülmektedir. Türkiye İstatistik Kurumunun (TÜİK) açıkladığı dış ticaret verilerine göre ise dış ticaret açığı ise yüzde 75,9 oranında azalarak, 5 milyar 713 milyon dolardan, 1 milyar 379 milyon dolara gerilediği, 2008 Ocak ayında yüzde 65 olan ihracatın ithalatı karşılama oranı, 2009 Ocak ayında yüzde 85,1'e yükseldiği görülmektedir. Özellikle 2008 yılı Ekim ayından itibaren Türkiye'nin ihracat ve ithalat hacminde önemli düzeyde gerileme sürecine girdiği görülmektedir (Danacı:Uluyol,2010:877).

2.6.2. GSYH ve Sektörel Büyümler

2008 ekonomik krizinin bir diğer önemli etkisi de reel sektöre olmuştur. Özellikle reel sektördeki büyüme hızlarını gösteren tablodaki değerlere göre GSYH 2006 yılında %6,9 oranında artış göstermekteyken, 2007 yılında da düşüş göstererek %4,6 oranında artmıştır. GSYH’de artış hızındaki düşüş ile birlikte krizin de etkisiyle 2008 yılı sonunda %0,9’a kadar gerilemiştir. GSYH’yi oluşturan alt sektörler bakımıldığında ise; tarımdaki büyüme hızı 2006 yılında %1,4 oranında iken, 2007 yılında %6,9 oranında küçülme göstermiştir ve 2008 yılı sonu itibariyle %3,5 büyüme gerçekleşmiştir. Tarım sektörü büyüme hızında meydana gelen düşüşle birlikte GSYH içindeki payı da düşmüştür. TÜİK verilerine göre tarımın GSYH’deki payı 2005 yılında %0,8 iken, 2007 yılında %-0,7’ye, 2008 yılında da 0,3’e kadar düşüş göstermiştir. Bir diğer alt sektör olan sanayide ise 2006 yılında %8,3 olan büyüme hızı 2007 yılında krizinde etkisiyle birlikte %5,8’e ve 2008 yılında ise %1,1’e kadar düşüş göstermiştir. Sanayi sektörüyle ilişkili olan imalat sanayisinde ise üretim artış hızı 2006 yılında %8,4 iken, 2007 yılında %5,6’ya, 2008 yılında %0,8’e düşmüştür. Diğer bir önemli sektör olan hizmetler sektöründe ise 2006 yılında %7,2 oranında büyüme görülürken, 2007 yılında %6,0’a 2008 yılında da %0,4’e kadar büyüme hızında düşüş gözlenmiştir. Böylece hizmetler sektörü de krizden önemli ölçüde etkilenmiştir (Yıldırım,2010:51).

Mortgage krizinin Türkiye’deki sektörel etkilerine bakıldığında 2008 yılı rakamları büyümedeki olumsuzlukları göstermektedir. Her ne kadar krizin teğet geçtiği belirtilmiş olsa da tarım, hizmet, yatırım, sanayi ve daha birçok ilişkili sektörün büyüme ve gelişme hızlarında yaşanan düşüşler, krizin başta ABD ve AB ülkeleri olmak üzere ülkemizin de mikro ve makro göstergelerini olumsuz yönde etkilemiştir.

Tablo2.3: Büyüme Hızları (1998 fiyatlarıyla % değişme)

Sektörler	2006					2007					2008				
	I	II	III	IV	Toplam	I	II	III	IV	Toplam	I	II	III	IV	Toplam
Tarım	-2,7	0,5	0,2	6,2	1,4	-4,4	-1,0	-8,2	-10,2	-6,9	5,4	-0,3	5,4	2,4	3,5
Sanayi	6,4	12,2	9,0	5,7	8,3	10,1	4,6	5,0	4,1	5,8	9,0	5,0	0,7	-9,6	1,1
Madencilik	3,6	12,6	11,3	-5,6	5,2	9,3	9,4	10,9	2,7	8,1	8,4	7,7	3,9	2,7	5,4
İmalat	6,1	12,4	9,0	6,0	8,4	10,4	4,1	4,6	4,0	5,6	9,1	4,8	0,3	-10,8	0,8
Enerji	12,1	9,4	8,9	5,8	8,6	6,6	8,3	6,6	5,8	6,8	8,3	5,9	4,0	-1,2	3,7
İnşaat	14,5	20,4	20,2	18,5	18,5	12,7	7,3	3,9	0,3	5,7	-3,3	-5,2	-9,8	-14,8	-8,2
Ticaret	6,0	9,6	5,4	2,5	5,8	7,0	2,4	5,6	6,2	5,3	9,2	4,2	-1,8	-13,9	-0,9
Ulaştırma	7,0	10,4	6,2	3,8	6,8	8,4	5,3	6,7	7,2	6,9	7,9	4,2	1,2	-7,4	1,3
...															
Konut Sahipliği	2,5	2,8	2,2	3,3	2,7	2,6	2,4	2,6	1,0	2,1	1,5	1,6	2,5	3,5	2,3
...															
Hizmetler	6,4	9,9	7,0	5,7	7,2	8,2	4,6	5,8	5,5	6,0	6,5	2,3	0,1	-6,5	0,4
...															
Eğitim	3,4	1,5	10,2	6,4	5,2	8,9	5,1	1,8	3,0	4,8	1,4	0,7	-1,2	1,5	0,7

Kaynak: Yıldırım,2010:51

2.6.3. Açılan ve Kapanan İşletme Sayıları

Ekonomik krizin ülkemiz ekonomisinde yarattığı bir diğer etki ise krizin ardından yeni açılan ve kapanan işletme sayılarındaki değişikliklerdir. 2008 yılında ve krizi takip eden 2009 yılı verilerine bakıldığında ticaret hayatında da birçok şirket kapanmak zorunda kalmıştır.

TÜİK verilerine göre 2009’da açılan şirket sayısı 2008’e göre yüzde 9.25 oranında azalma göstermiştir. Kapanan şirket sayısına bakıldığında ise yüzde 8,53 oranında artış göstermiştir. Ayrıca 2008 yılında 49 bin 3 yeni şirket kurulurken, 2009 yılında 44 bin 472’ye indiği görülmektedir. Kurulan şirketlerin türlerine bakıldığında 2008 yılında 45 bin 569 adet limitet şirket, 2 bin 413 adet anonim şirket, 16 adet kolektif şirket, 1 adet komandit şirket ve 1.004 adet de kooperatif kurulduğu görülmektedir. 2009 yılında ise 41 bin 550 adet limitet şirket, 1.881 adet anonim şirket, 10 adet kolektif şirket ile 1031 adet kooperatif kurulmuştur. Bu rakamlara

göre, 2008 yılında limitet şirkette yüzde 8,8, anonim şirkette yüzde 22, kollektif şirkette yüzde 37,5 düşüş olduğu görülmekteyken, kooperatif sayısında yüzde 2,6 artış yaşanmıştır. Ayrıca 2009 yılında kapanan şirketlerin sayısına bakıldığında ise yüzde 8,53 oranında artış görülmüştür (Danacı:Uluyol,2010:878).

2.6.4. İstihdam Durumu

2008 yılı Ağustos ayında istihdam edilenlerin sayısı geçen yılın aynı dönemine göre artmasına rağmen işsiz sayısında bir azalma olmamış, aksine 207.000 kişi artmıştır. Tablo 3.5'e göre 2007 yılının ağustos ayında 2.232.000 olan işsiz sayısı 2008 yılının aynı döneminde 2.439.000'e yükselmiştir. Başka bir ifadeyle işsizlik oranı 2007 yılı Ağustos ayında %9,2 iken, 2008 yılının aynı ayında %9,8'e yükselmiştir. Tarım dışı işsizlik oranı aynı dönemlerde %11,9'dan %12,7'ye çıkmıştır. Krizin istihdam üzerindeki diğer bir etkisi de genç işsizlerde görülmektedir. Bu kesimde aynı dönemlerdeki işsizlik oranı %19,2 ve %19,1 olmuştur. Genç işsizlerin içerisinde hatırı sayılır miktarda üniversite mezununun olduğu da düşünülürse, kriz döneminde kalifiye elemanlarda önemli ölçüde işsizlik görülmektedir.

Tablo2.4: Türkiye’de İşgücü Durumu (Ağustos 2008) (15 + yaş, bin kişi)

	2005	2006	2007	2008
Kurumsal olmayan sivil nüfus	50.826	48.485	68.989	69.756
İşgücü	24.565	23.250	24.292	24.948
İstihdam	22.046	20.954	22.060	22.509
İşsiz	2.520	2.295	2.232	2.439
İşgücüne katılma oranı (%)	48,3	48	49,3	49,8
İstihdam oranı (%)	43,4	43,2	44,7	44,9
İşsizlik oranı (%)	10,3	9,9	9,2	9,8
Tarımdışı işsizlik oranı (%)	13,6	12,6	11,9	12,7
Genç nüfus işsizlik oranı (%)	19,3	18,7	19,2	19,1
Eksik istihdam oranı (%)	3,3	3,6	2,8	3,2
Atıl işgücü oranı (%)	13,6	13,5	12	13

Kaynak: Yıldırım,2010:52

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

DAVRANIŞSAL FİNANS

3.1. Finansın Tanımı

Finans, kurumun değerini ve paydaşların kuruma yatırdıkları sermayeyi en yüksek noktaya çıkarmak hedefiyle, kurum için gerekli olan kaynakların elde edilmesi ve bunların kurumun hedefleri doğrultusunda verimli bir şekilde kullanılması olarak tanımlamak mümkündür (Yükçü vd., 1999, 1). Kısaca, finans, birey ya da işletmelerin kullanabileceği para, fon, kaynak ya da sermayedir (Aydın vd., 2012, 3). Finansın amacı ise değer belirlenmesi ve bu değeri maksimum seviyeye ulaştırmaktır. Finans, aynı zamanda kurum için en doğru ve tutarlı kararların nasıl alınması gerektiğiyle de ilgilenmektedir (Okka, 2005, 6).

Finansın yukarıda kısaca bahsedilen tanımı ve amaçları çerçevesinde, finansla ilgili yeni kavramlar türetilmiş; yeni teoriler ve metotlar geliştirilmiştir. Bu kapsamda türetilmiş bir kavram olan davranışsal finans konusu ile ilgili açıklamalar da sonraki bölümlerde ayrıntılarıyla açıklanacaktır.

3.2. Finansal Karar ve Kapsamı

Bir işletmenin gelecekte alacağı tüm kararların, mutlaka finansal bir dayanağı olmalıdır. Burada, ihtiyaç duyulan kaynakların, işletme için en az maliyetle bulunması, en kârlı yatırım alanında kullanılması ve ortaya çıkan sonucun denetlenmesi süreci olarak açıklanabilen finans ve alınacak kararlar, finansal kararlar olarak adlandırılabilirler. Finansal kararlar sadece ekonomik ve politik olaylardan değil, aynı zamanda sosyal psikolojik faktörlerden de etkilenebilir. (Tufan, 2006, 11).

Finansal kararları, işletmeler ve bireylerin finansal kararları olarak sınıflandırmak mümkündür. İşletmeler açısından finansal karar; kurumların finans departmanında görevli yöneticilerin, finansal olaylarla ilgili kararlar verirken, paydaşların haklarını ve işletmenin piyasa değerini en yüksek düzeye ulaşmasını amaçlar. Bu amaçla verilecek olan tüm finansal kararlar, kurumun, karlılığı ve bu kâra ulaşma noktasında ortaya çıkan riskleri belirlemektedir (Türko, 1999, 14).

İşletmeler ve bireyler olarak verilecek olan finansal kararlarda, para ve sermaye piyasalarından fon bulma veya bu fonlardan yatırım alanlarına kaynak ayırma olarak iki boyut mevcuttur. Bu kullanılacak olan fonların hangi yatırım noktalarına, nasıl verileceği konularına ilişkin ortaya çıkan süreç de finansal karar alanı denen olayı oluşturmaktadır (Ede, 2007, 4).

3.3. Yatırımcı Psikolojisini Etkileyen Faktörler

Yatırımcı psikolojisinin, finans alanında büyük etkisi olduğu bilmelerine rağmen, bazı ekonomistler bu önemli noktayı zaman zaman gözardı etmişlerdir. Gerçek hayatta yatırımcılar karar alırken kendilerine sadece ekonomik veya finansal göstergeleri kullanmazlar, aynı zamanda kendi iç dünyalarını, geçmiş deneyimlerini ve olaylara bakış açıları da aldıkları kararlarda etkili olmaktadır (Taner ve Akkaya, 2005, 47).

Bu bölümde yatırımcıların karar alırken etkilendiği faktörler üzerinde durulacak ve bu faktörlerle ilgili açıklamalar yapılacaktır.

3.3.1. Aşırı Güven

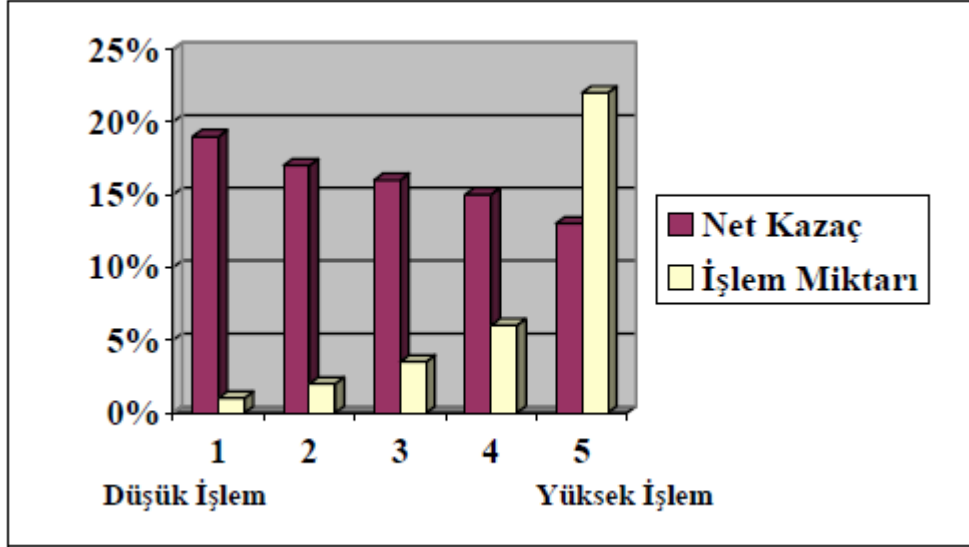
Bireyin, alınacak bir kararda kendine çok fazla inanması, aşırı güvenin nedeni olarak kabul edilebilir. Yatırımcılarda sıklıkla görülebilen bu durum, başarılı oldukları durumda bunun kendi tahminlerinin bir yansıması olduğuna inanmalarına,

başarısız olduklarında ise bu durumu kötü talihe bağlamalarına neden olmaktadır. Bunun sonucunda da yatırımcı başarılı olduğunda kendisini zeki olarak kabul etmekte ve bu yüzden aşırı güven duygusuna kapılmasına neden olmaktadır (Barberis, 2007, 1-45). Bundan dolayı aşırı güven sahibi yatırımcı da tahminlerinin kesinliği konusunda kendinden emin olmaktadır.

Yatırım yapacak kişiler, zaman zaman aşırı bir güven hissine sahip olabilmektedirler. Benzer bir durum girişimciler için de yaşanabilir. Aşırı güven bu noktada alınacak yatırım kararlarında yanlışlıklar yapılmasına veya manipülasyon yaşanmasına neden olabilmektedir. Yatırımcının kendisine ve aldığı kararlara aşırı güvenmesi sonucunda piyasada gereğinden fazla işlem yapması, kârının azalmasına neden olabilmektedir. Genel anlamda yapılan araştırmalar da ortaya çıkan bu sonucu destekler niteliktedir. Şöyle ki, yapılan araştırmalar, piyasada çok fazla işlem yapan, portföyünde sürekli olarak değişiklik yapan yatırımcıların kârdan çok zarar elde ettiği tespit edilmiştir (Barber ve Odean, 2001, 263-264).

Yapılan çalışmalar, finansal piyasalardaki aşırı güvenin en önemli göstergesinin gereksiz olarak yapılan yoğun işlemler olduğunu ortaya koymuştur. Örneğin, Barber ve Odean, 1999 yılında yaptıkları bir çalışmada, bir aracı kurumdaki müşteri hesapları üzerinde bir çalışma yapmışlardır. Buna göre, aşırı işlem yapan yatırımcıların zarar ettiklerini, aşırı işlem yapmamaları durumunda kâr edebileceklerini tespit etmişlerdir. Çünkü onlara göre insanlar kendilerine aşırı güvendiklerinde daha fazla işlem yapmaktadırlar ve bu durum da getirilerini azaltmaktadırlar. Bu araştırma haricinde, yapılan bir başka çalışmada ise erkeklerin kadınlara oranla kendilerine daha fazla güvendiklerini, yaptıkları fazla işlemler sonucunda da getirilerinin daha az olduğu gözlemlenmiştir. Bu durumu gösteren net kazancın işlem miktarına göre yüzdesel değişim oranı ise aşağıdaki Şekil 1’de gösterilmiştir.

Şekil 3.1: Net Kazancın İşlem Miktarına Göre Oranı (% Değişim)



Kaynak: BARBER, B. ve T. Odean, (1999). “The Courage of Misguided Convictions”, *Financial Analyst Journal*, 47-49

Şekil 1 incelendiğinde de işlem miktarının kademeli olarak artırılması durumunda net kazancın yaklaşık olarak yüzde 20’den, yine yaklaşık olarak yüzde 10’a doğru gerilediği görülmektedir.

Araştırmacı ve ekonomist olan Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam’ın 1998 yılında yaptıkları çalışmanın neticeleri incelendiğinde ise bireylerin kendi yaptıkları araştırmalara göre topladıkları bilginin daha değerli olduğunu tespit etmişlerdir. Onlara göre insanlarda abartma eğilimi vardır ve bu nedenle, yatırımcılar kamuya açıklanan mali tablolar gibi verileri dikkate almazken, piyasada bulunan şirketlerle ilgili dedikoduları ve kesinlik kazanmamış tüyolara daha fazla önem verebilmektedirler. Bu noktada doğruluğu kanıtlanmamış olsa bile, insanlar ellerindeki bilginin işlem yapmak için yeterli olduğunu düşünmektedirler. Ayrıca, aşırı güvene sahip insanların elde ettikleri yeni bir veriyi, kendilerine duyduklarını güven neticesinde süzdükleri ve veriyi yanlış yorumladıkları, yine yapılan araştırmalar neticesinde tespit edilmiştir. Bu yüzden insanların kendi fikirleriyle

çelişen kanıtları araştırmak istemedikleri görülmüştür. Böyle bir durumda da birey, ilk önce şüpheli davranış sergilemektedir. Bu tür nedenlerden dolayı bireyler geçmişte verdikleri kararları destekleyen verilerle daha çok ilgilenmektedirler (Bostancı, 2003, 16).

3.3.2. Çıpalama

Davranışsal Finans alanında yapılan çalışmalar; insanların bahsi geçen herhangi bir konu hakkında önceden elde ettiği ve kabul ettiği bir bilgiye sahip olmaları durumunda, bu bilginin karar almayı etkileyebileceğini ortaya koymuş ve bu olaya da çıpalama adı verilmiştir. Çıpalama, özellikle fiyat belirlenmesi konusunda uzman olan stratejistler açısından önemli bir güç haline gelebilir. Burada dikkat edilmesi gereken önemli bir nokta ise deneyimler neticesinde ortaya konan fiyatların yani geçmişe dönük olarak yapılan çıpalama işleminin zarar getirebilmesidir. Örneğin, bir yatırımcı, müşterisine geçmiş 3-4 yıllık getirilere bakarak bir hisse senedi satın almasını teşvik ediyorsa, gelecek 3-4 yılda hiçbir getiri elde edememe riskini de almasına neden olabilmektedir. Bu bilgilerden hareketle çıpalamanın, yatırım yapacak kişilerin davranışlarını sıkça etkileyebileceği sonucunu çıkarmak mümkündür. Çıpalamanın önemli bir diğer etkisinin ise ortaya konan hedef ve beklenti rakamları olduğu söylenebilir. (Yörükoğlu, 2007, 19).

3.3.3. Akli Muhasebeleştirme

Akli Muhasebeleştirme olarak Türkçe'ye çevirebilen "Mental Accounting" terimini Davranışsal Finans alanına araştırmacı ve ekonomist olan Richard Thaler kazandırmıştır. Thaler'a göre insanlar için önemli olan paranın nereden geldiği, nerede korunduğu ve nasıl harcandığıdır ve bu duruma da Thaler, Akli Muhasebeleştirme adını koymuştur (Thaler, 1999, 183).

Büyük işletmelerden, yatırım yapacak olan küçük işletmelere ve hatta bireylere kadar tüm organizasyonların ve kişilerin kendilerine özgü bir muhasebe sistemleri vardır. Kurumlar, parasal konuları, muhasebe hesapları aracılığıyla izlemektedir. Bireyler de eğer bir karar alacaklarsa bunun muhasebesini gerçekleştirirler. Yani birey zihninde bu durumu yorumlayarak bir sonuç elde etmektedir. Böylece zihinsel durum, bireylerin kararlarını etkileyebilmektedir. Buradan hareketle bireylerde akli muhasebe kavramı tanımlanırken, işletmelerin muhasebe sistemleri ile karşılaştırılması, konunun daha net anlaşılması açısından faydalı olmaktadır. Muhasebe, işletmelerin yaptıkları işlemlerin kayıtlara kaydedilmesi ve özetlenmesini, sonuçların analiz edilmesini, denetlenmesini ve raporlanmasını kapsayan bir sistemdir. Benzer biçimde, bireyler de aldıkları kararlar veya yaptıkları işlemlerin ve finansal olayların kayıtlarını tutmak, analiz etmek ve sonuçları raporlamak durumundadırlar. Bunu gerçekleştirmek için de akli muhasebe sistemini kullanmaktadırlar. İşletmelerin muhasebe sistemlerinin işleyişini düzenleyen pek çok kural ve sistem mevcuttur. Ancak akli muhasebe için bu şekilde bir kurallar sistemi bulmak veya oluşturmak mümkün değildir. Akli muhasebe sisteminin işleyişi, ancak bireylerin davranışları gözlemlenerek anlaşılabilir. Bireylerin davranışları gözlemlenerek, akli muhasebe kavramını etkileyen üç temel bileşen ortaya konmuştur. Bu bileşenler de şöyle sıralanabilir (Thaler, 1999, 184):

- Birinci bileşen, sonuçların algılanması ve tecrübe edilmesini, kararların alınış şeklini ve kararların nasıl değerlendirildiğini kapsamaktadır.
- İkinci bileşen, bireyin faaliyetlerinin zihinde oluşturulan ve zihinsel hesap olarak adlandırılan hesaplara aktarılmasını kapsamaktadır. Burada tıpkı gerçek muhasebe sistemlerinde olduğu gibi fon kaynakları ve fon kullanım yerleri kodlanmaktadır. Giderler, kategorilere ayrılmakta, gelirler de giderlere benzer biçimde kodlanmaktadır.

- Akli muhasebenin üçüncü ve son bileşeni ise zihinsel hesapların ne sıklıkta değerlendirilmesidir. Hesaplar, günlük, haftalık, yıllık olarak değerlendirilmektedir.

Sonuç olarak, akli muhasebe sistemine sahip olan bir yatırımcı, irrasyonel finansal kararlar alabilmekte, bu durumun da yatırımcının temel yatırım konularında hatalı kararlar vermesine neden olduğu söylenebilmektedir.

3.3.4. Batık Maliyet Etkisi

Batık maliyet etkisi; büyük yatırımlara girmiş yatırımcı veya kurumların zaman içinde yatırımın verimliliğinin çok düşük olacağını anlamaları fakat firmaların veya yatırımcıların yatırıma devam etme isteklerinden vazgeçmemeleridir. Batık maliyet etkisine örnek olarak Avrupa’da birçok bankanın yaptıkları büyük harcamalar neticesinde Goldman Sachs, Merrill Lynch gibi büyük ve köklü şirketlerle rekabet edememeleri ve zarar etmeleri verilebilir. Ayrıca borsada yatırım yapan bireylerin sıklıkla karşılaştığı “stop loss” satışları; yani zararı minimize etmek amacıyla yapılan satışlar da bu duruma örnek olarak verilebilir. Hisse senedi fiyatlarının sürekli düşmesi veya zamanında elden çıkarılmaması durumunda da danışmanlar “stop loss” satışını önermekte, yani o hisselerin daha fazla zarar etmeden elden çıkarılmasını önermektedir. (Özen, 2004, 16).

3.3.5. Temsilcilik

Temsilcilik, kısaca, bir bireyin ya da durumun, gösterdiği özelliklere göre adlandırılması veya açıklanması şeklinde tanımlanabilir. Bu durum yol gösterici olsa da bazen de hata yapılmasına neden olabilmektedir. Çünkü o birey ya da yaşanan bir olay, gösterdiği özelliklerden çok farklı şekilde tanımlanabilmektedir. Finansal piyasalardaki temsilciliğin bir sonucu da, yatırımcıların herhangi bir alırken çok aceleci davranmalarıdır. Bir şirket birkaç dönemde üst üste kârını arttırmışsa,

temsilcilik kuralı gereği yatırımcıların şirketin uzun vadede yüksek kâr artışı sağlayacağı sonucuna ulaşmasına neden olmaktadır. Bir diğer ifadeyle geçmiş yıllarda elde edilmiş olan kârlar bir anlamda gelecek yıllarda da yüksek büyüme oranı yakalanacağı izlenimini yaratmaktadır. Halbuki, bu durum her zaman gerçekleşmemektedir. Temsilcilik olayı neticesinde, bir şirket yüksek büyüme rakamlarına ulaşabileceği gibi vasat bir şirket de birkaç dönem iyi kâr rakamları elde edebilmektedir. Sonuç olarak finansal bir terim olarak temsilcilik kavramı, yüksek kâr rakamlarına sahip olmuş ve geçmiş dönem performansları başarılı olan firmalara yönelik yatırımcı ilgisi olarak açıklanmaktadır (Barberis, 2007, 1-45) .

3.3.6. Pişmanlıktan Kaçınma

Pişmanlık, farklı bir alternatifin, daha iyi bir sonuç ortaya koyacağı ve tercih edilen seçeneği değiştirememesi durumunda hissedilen acıdır. Pişmanlıktan kaçınma, insanların hatalı davranması neticesinde verdikleri duygusal tepki üzerine yoğunlaşmaktadır (Döm, 2003, 90). İnsanlar hata yaptıklarında pişmanlık hissederler. Bu yüzden de davranışlarını pişmanlık hissetmemek adına sürekli olarak programlamaya ve düzenlemeye çalışmaktadırlar (Bostancı, 2003, 19).

Pişmanlıktan kaçınma, borsada hisse senedi piyasasında yapılan işlemleri de etkileyebilmektedir. Yapılan araştırmalar yatırımcıların zarar ederken ellerindeki hisse senetlerini satmak istemediklerini ortaya koymaktadır. Bu noktada hisse senetleri piyasasında yatırımcıların zarar ederken satış yapmakta isteksiz olmaları; buna karşın kâr elde ettikleri durumda ise bu hisse senetlerini satmakta acele etmeleri de yine pişmanlık hissini yaşamak istememeleri ile ilişkilidir. Araştırmacı Thompson'un 1997 yılında yaptığı bir araştırmanın sonuçlarına göre bir fırsatı kaçırmaktan ve dolayısıyla pişmanlık yaşamak istemeyen yatırımcılar rahatlıkla risk almakta ve yatırımlarına yön verebileceğine inandıkları yatırım uzmanlarına daha fazla güvenebilmektedir (Bostancı, 2003, 20).

3.3.7. Olasılık Hesaplamaları

Klasik ekonomide bireyler herhangi bir konuda seçim yapacağı sırada elde etmiş oldukları bilgiler ve tercihler doğrultusunda rasyonel olduklarını düşündükleri kararları alabilmektedir. Bu teoriye göre, bireyler karar alırken mantıklı davrandıkları ve olasılık hesaplarını doğru yapabildiği ölçüde doğru kararlar verebilmektedir. Fakat, yatırımcılar herhangi bir olasılığı, yatırımcı olmayan bir bireye göre çok farklı bir şekilde algılayabilmektedirler. Bu sonucu da 2002 yılı Nobel Ekonomi ödülü sahibi olan Kahneman'nın çalışmaları ve bu çalışmalara benzer pek çok araştırmada ortaya çıkan sonuçlarla desteklenmiştir. Yatırımcılar örnek olasılığı çok düşük olaylara "imkânsız" şeklinde bakmakta ve benzeri şekilde de olasılığı yüksek olaylara da kesin gözüyle bakmaktadırlar. Bunun dışında ise %20 - %25 gibi oranlar ortaya çıktığında, bu yakın olasılıkları ise "aynı" olarak düşünebilmektedirler. Bu şekilde yapılan olasılık hesaplarında, olasılık toplamaları hesaplandığında 1'den büyük veya küçük çıktığı gözlemlenmektedir (Yörükoğlu, 2007, 25-26).

Yukarıdaki bu durum haricinde yatırımcıların aldıkları ekonomik kararlarda, sezgilerin de akılcı düşüncenin yerini alabildiğini ya da karar alırken olasılık hesapları yerine kestirmeden mantık yürütebilecekleri sonucunu da ortaya koymuştur. Örneğin, bir denek grubuna aşağıdaki iki seçenekten bir tanesini seçmeleri istenmiştir (Döm, 2003, 16-17):

- a) 3000 dolarlık yıllık kazanç
- b) %80 oranla 4.000 dolar kazanma, %20 olasılıkla ise sıfır kazanç ihtimali.

Ardından yine aynı denek grubuna bu sefer zarar getirecek aşağıdaki iki seçenekten birini tercih etmeleri istenmiştir.

- i) 3000 dolarlık kayıp

- ii) %80 oranla 4.000 dolar kaybetme, %20 olasılıkla ise sıfır kayıp ihtimali.

Araştırmanın sonuçları incelendiğinde kâr getiren ilk soruya deneklerin %80'inin, 3.000 dolarlık garanti kazanç yerine 4.000 dolar kazanma ihtimalini tercih ettikleri görülmüştür. Zarar ile ilgili soruya bakıldığında ise, deneklerin %80 oranla, 4.000 dolar kaybetme ihtimalini seçtikleri ve risk olarak düşük olasılıklı kazanma şansları olmasına rağmen şanslarını deneme eğiliminde oldukları gözlemlenmiştir. Bu deneyden de anlaşılacağı gibi, insanlar karar alırken çok da fazla rasyonel davranmamaktadır. (Döm, 2003, 17).

3.3.8. Aşırı Reaksiyon ve Düşük Reaksiyon

Bireyler, karar alma sürecinde yaşanabilecek zorlukları ortadan kaldırmak için, eldeki bilgi ve verilerin tümünü kullanmak yerine, ulaşılan son çarpıcı bilgilere daha fazla önem vermekte, geçmiş bilgileri önemsememekte, kendilerine yeni ulaşan bilgilerin ileriye yönelik etkilerini, olması gerektiğinden çok daha fazla göz önüne almaktadırlar. Nitekim yapılan araştırmalar hisse senedi fiyatlarının firmalarla ilgili haberlere, çıkan söylentilere ve açıklamalara her zaman çabuk tepki veremediğini; fakat yatırımcıların ve uzmanların bu haber ve açıklamalara aşırı tepki verebildiklerini ortaya koymuştur. Diğer bir ifadeyle, yatırımcılar, firmalara ilişkin açıklamalara az veya çok reaksiyon verebilmektedir (Abarbanell ve Bernard, 1992, 1185).

De Bondt ve Thaler, 1985 yılında yaptıkları araştırmalarda, yatırımcıların bazı haberlere aşırı reaksiyon gösterdiği sonucuna ulaşmışlardır. Onlara göre burada, yatırımcılar, yatırım kararları alırken, en son gelen bilgilere daha fazla ağırlık verirken; geçmişe yönelik ortaya konan bilgilere daha az ağırlık vermektedirler. Bu noktada elde edilmiş olan bilgilere gösterilen aşırı reaksiyon, hisse senedi fiyatlarının geçici de olsa gerçek değerlerinden farklı rakamlar almasına neden olmaktadır. Yapılan araştırmalar aşırı reaksiyonun büyük ölçüde yatırımcıların duydukları aşırı iyimser veya aşırı kötümser beklentiler neticesinde oluşabileceğine de ortaya

koymaktadır. Tüm bu bilgilerden hareketle, *aşırı reaksiyon hipotezi*, yatırımcıların beklenmedik olaylara aşırı reaksiyon göstermeleri şeklinde ifade edilebilmektedir (Kandır, 2006, 29).

Düşük reaksiyon veya bir diğer adıyla tutuculuk kavramı, bireylerin ortaya çıkan yeni gelişmeler ve haberler neticesinde inançlarını beklenenden çok daha yavaş bir şekilde değiştirmeleri durumunu ifade etmektedir. Yatırım kararlarında tutucu olan yatırımcılar, rakip firmaların kamuoyunda yaptıkları açıklamaları tamamen değerlendirmek istememektedirler. Bunun nedeni ise yatırımcıların, açıklanan rakamların kesin doğrular olmadığını düşünmeleri ve daha önceden yapılan kâr tahminlerine bağlı kalmanın daha doğru olduğuna inanmalarıdır. Buna bağlı olarak da tutucu yatırımcılar, firmaların kamuoyuna yaptıkları açıklamaları bütünüyle önemsememekte ve değerlendirmelerini buna göre gerçekleştirmektedirler (Kandır, 2006, 36).

3.3.9. Sürü Davranışı

Sürü davranışı, yatırımcıların edindikleri bilgileri kullanmak yerine başka yatırımcıların veya bireylerin işlemlerine göre kendi kararlarını şekillendirmeleridir. Sürü davranışı olarak adlandırılan bu durum, finansal krizlerin yaşandığı piyasalarda olumsuz ve yapılmaması gereken bir davranış olarak kabul edilmektedir (Döm, 2003, 134). Sürü davranışı olarak adlandırılan yatırımcı davranışı tipi, yatırımcıları, çalışacakları piyasaya yönelik araştırmalar yapmak yerine birbirlerini taklit etmeye yöneltmektedir. Ancak burada unutulmaması gereken nokta, yatırımcıların gösterdikleri her kopya davranışın sürü davranışı olarak kabul edilemeyeceğidir. Bir yatırım kararının sürü davranışı olarak kabul edilmesi için ön koşul, yatırımcının verdiği bir yatırım kararının, diğer yatırımcıların verdikleri karara göre değiştirilmesidir (Decamps ve Lovo, 2000, 3).

Sürü davranışı genel olarak *rasyonel sürü davranışı* ve *irrasyonel sürü davranışı* olmak üzere ikiye ayrılabilir. Fakat bazı araştırmacılar bu iki davranış

tipine ek olarak, *bilgiye dayalı sürü davranışı*, *saygınlığa dayalı sürü davranışı*, *ücrete dayalı sürü davranışı* ve *söylenti ticareti* olmak üzere dört farklı sürü davranışı tipi olduğunu öne sürmektedir. Bu davranış tipleriyle ilgili genel bilgiler de aşağıda verilmiştir.

a) Rasyonel Sürü Davranışı: Rasyonel sürü davranışı, temelde temsil problemi sonucunda ortaya çıkmaktadır. Yöneticiler, çıkarlarını ve itibarlarını korumak adına sahip oldukları bilgiyi özellikle kullanmayabilmekte, diğer yöneticilerin davranışlarını taklit edebilmektedirler. Bu duruma benzer olarak, piyasada var olan yatırımcılar da diğer yatırımcıların verdikleri kararlardan etkilenebilmekte ve bu doğrultuda kararlarını değiştirebilmektedir. Bu durumu yaratan birçok neden bulunmaktadır. Bu nedenler sırasıyla (Döm, 2003, 136);

- Diğer yatırımcıların, yaptıkları yatırım sonucunda elde edecekleri kâr konusunda kesin bir bilgiye sahip olmaması,
- Taklit etmenin ödüllendirildiği şirket politikalarının portföy yöneticilerini etkilemesi ve onları bu şekilde davranmaya yönlendirmesi,
- Piyasada bulunan alternatiflerin incelenmesi, onlarla alakalı doğru analizlerin yapılması gibi çabalarının zaman alıcı ve masraflı olması,
- Bireylerin uyum gösterme konusunda içten gelen bir eğilime sahip olmalarıdır.

b) İrrasyonel Sürü Davranışı: Araştırmacılar, sürü davranışının rasyonel olmayan, diğer bir ifadeyle sadece psikolojik nedenlerden ortaya çıkabileceğini de ileri sürmüşlerdir. Bağlı olunan bir grubun aldığı kararlardan çok farklı kararlar almak bazen yatırımcılar için çok cazip olmayabilmektedir. Bireyler, yeri geldiğinde cesur davranamayıp bağlı bulundukları gruptan farklı yani bağımsız kararlar alarak

başarılı sonuçlar elde etmektense, bağlı bulundukları grupla aynı şekilde davranarak başarısız olmayı tercih etmektedirler (Yörükoğlu, 2007, 36).

c) *Bilgiye Dayalı Sürü Davranışı:* Sürü davranışı konusunda çalışmalar yapmış araştırmacılara göre yatırımcıların benzer davranışlar göstermesinin önemli nedenlerinden birisi yatırımcıların bir noktadan sonra benzer yatırım kararlarını vermek zorunda kalmalarıdır. Buna göre yatırımcılar, zaman zaman diğer yatırımcılarla benzer veya birebir aynı bilgiye sahip olmakta; bunun sonucunda da benzer davranışlar göstermekte ve benzer sonuçlar elde etmektedirler. Bu nedenle ilk başta elde etmiş oldukları bilgi aynı olmasa bile, diğer yatırımcılarla aynı sonuçların beklenmesi veya elde edilmesi durumu da sürü davranışının ortaya çıkmasına neden olabilmektedir. Bu durumda yatırımcılar, birbirlerini izlemekte ve gözlemleyebilmektedirler. Buradaki temel konu ise yatırımcıların hangi alternatifin daha iyi olduğunu nasıl belirledikleridir. Her yatırımcı, temelde alternatifleri analiz edip doğrudan karar verebilme imkânına sahiptir. Ancak unutulmaması ve önemsenmesi gereken nokta; doğrudan karar verme yönteminin maliyetli ve zaman alıcı olmasıdır. Bu yüzden de diğer yatırımcıların bilgisine güvenme daha basit, kolay ve ucuz bir yöntem olarak görülmektedir. Bu yüzden de yatırımcılar arasında, bilgiye dayalı sürü davranışı gerçekleşebilmektedir (Bikhchandani vd., 1998, 1-4).

d) *Saygınlığa Dayalı Sürü Davranışı:* Hisse senetleri piyasasının uzmanı olan kişilerin, saygınlıklarına ve kariyerlerine ilişkin yaşadıkları kaygıların en önemli nedeni kendilerinin kabiliyetlerine duydukları güvensizlik ve belirsizliktir. Bu noktada işveren, portföy konusunda uzman olan bireyin çalıştığı konu hakkında net bir bilgiye sahip olmaması ve onu yönlendirmemesi durumunda, söz konusu uzman için en iyi ve en garantili yol diğer uzmanların aldıkları yatırım kararlarını uygulamak; yani bir noktada sürü davranışını gerçekleştirmektir (Bikhchandani ve Sharma, 2001, 290-291).

e) *Ücrete Dayalı Sürü Davranışı:* Kurumsal yatırımcıların sürü davranışı eğilimi göstermelerinin en önemli ve tek nedeni yukarıda da belirtildiği gibi sadece

bilgiye sahip olmak değildir. Özellikle fon yöneticilerinin genel performansları yerine sadece belirli zaman dilimlerini içine alacak şekilde görelî yani kısmî performanslarına göre değerlendirilmesi, söz konusu yöneticileri, diğer yöneticilerin taklit etmeye yöneltmektedirler (Borenzstein ve Gelos, 2001, 5).

f) Söylenti Ticareti: Yatırımcıların hisse senetleri piyasasında yaptıkları davranışlar, değişiklikler ve aldıkları kararların bir kısmının akılcı yani rasyonel olduğu söylenebilir. Talepte yaşanan bu değişimler, kamuya açıklanan bilgilere göre artmakta veya azalabilmektedir. Ancak talepteki tüm değişimler duruma göre rasyonel olmayabilmektedir. Talepteki bazı değişiklikler, yatırımcıların beklentileri ve duyarlılıklarından kaynaklanmaktadır. Doğru olmayan tavsiyelere yani “söylenti”lere dayanarak da işlemler yapılmaktadır. Bu noktada söylentiye dayalı olarak işlem yapanlara “söylenti tacirleri” adı verilmektedir. (Shleifer ve Summers, 1990, 23).

Söylentinin her ne kadar yatırımcılara veya kurumlara zarar vereceği düşünülse de bazı araştırmacılar ve ekonomistler söylentiye olmazsa olmaz bir kavram olarak kabul etmektedirler. Onlara göre söylenti ticareti olmaması durumunda hisse senetlerinin işlem görmesi zorlaşacak, çeşitlendirme yaparak risk azaltmak isteyen yatırımcılar da çok sayıda hisse senedinden portföy oluşturmaktan özellikle kaçınacaklardır (Kandır, 2006, 25).

3.3.10.St. Petersburg Paradoksu

İnsanların çevrelerinde birçok belirsizlikler vardır. Kişilerin ekonomik hayat ve ekonomik durum hakkında tam anlamıyla ve net bilgilerinin olmaması durumu ise bu belirsizliklerin belki de en önemlisi olarak kabul edilmektedir. Burada, bilgi eksikliği, kişilerin karar aldıkları ortamı tam anlamıyla değerlendirmelerini engellemekte, bu nedenle de alınan kararların doğruluğu tartışma konusu olabilmektedir. Bu noktada bilgi, tam olarak var olsa bile, bilginin kişiye ifade ettiği anlam, insanın o bilgiyi ne kadar anladığıyla da ilgilidir. Çünkü, bilgi kişinin aklında

özümser ve buna göre bir anlam kazanır. Bu belirsizlik haricinde ortaya çıkan diğer bir belirsizlik kaynağı ise teknolojik gelişmelerin çok hızlı bir şekilde yaşanması neticesinde, ekonomilerde yaşanan gelişmelerin çok hızlı gerçekleşmesi ve bu gelişmelerin yatırımcılarca tam olarak anlaşılamamasıdır. Değişen teknolojiye ayak uyduramayan veya özellikle teknolojiden uzak duran yatırımcılar ellerindeki ekonomik bilgileri de yenileyemeyeceğinden, etkin ve verimli bir ekonomik karar alma konusunda sıkıntı yaşayabileceklerdir. (Abaan, 1998, 77-78).

Yukarıda anlatılan durumlar neticesinde ortaya çıkan ve özellikle şans oyunlarında karşılaşılan bu duruma araştırmacılar St. Petersburg Paradoksu adını vermiştir. Yani bu karmaşık durumu, tarihi bir kumarhane kenti olan Petersburg kenti ile ilişkilendirmişlerdir. Bunun sebebi, Petersburg kentinin insan davranışlarının analizinde belirsizliklerin çok rahat bir şekilde incelenebilecek bir şans oyunu merkezi olmasıdır. Geleneksel finans teorisi, insanların karar alma sürecinde eylemin neticesinde ortaya çıkacak kâr ve fayda ile bu eylemin zahmetini ve yaratacağı sıkıntıları birlikte karşılaştırdıkları düşüncesini kabul etmektedir. Oysa şans oyunlarında beklenen ödülün oyuna giriş ücretinden yüksek olması, herkesin oyuna katılmayı tercih etmesini garanti etmemektedir. Bu yüzden St. Petersburg çelişkisi olarak adlandırılan bu durum, geleneksel finans teorisine ters düşmektedir (Abaan, 1998, 80).

3.4. Davranışsal Finans

3.4.1. Davranışsal Finans Kavramı

Son yıllarda yapılan araştırmalar, geleneksel finans modellerinin ve teorilerinin gelişen teknoloji ve yeniden yapılanmalar neticesinde finans piyasalarında olup biteni açıklamakta yetersiz kaldığını ortaya koymuştur. O yüzden ekonomistler ve araştırmacılar, geleneksel finans modellerini, sosyal bilimlerin alanında yapılmış olan çalışmalarla destekleyerek ve yeni bulgular ortaya koyarak

zenginleştirmeye çalışmışlar ve finans alanında yeni bir yaklaşım olan “davranışsal finans”ı ortaya çıkarmışlardır (Ertan, 2007, 19).

Davranışsal finans, yatırımcı hareketlerinin hisse senedi piyasasında ortaya çıkabilecek fiyatları ve bu fiyatların getiri oluşumunda ne ölçüde etkili olduğu ile ilgilenen bir disiplindir. Başka bir deyişle, davranışsal finans, piyasalarda yaşanabilecek sapmaları ve karmaşıklıkları, yatırımcıların akılcı olmayan davranışlarla açıklamaya çalışmalarıdır (Ülkü, 2001, 101).

Davranışsal finans, yatırımcıların önemli ekonomik bir konuda karar alması veya yatırımcı için önemli bir pazara giriş stratejisinin belirlenmesindeki psikolojik durum ile ilgilidir. Nitekim bu açıklamayı Lintner’in davranışsal finans kavramı hakkında yaptığı tanımlama da desteklemektedir. Lintner, davranışsal finansı, bireylerin bilinçli yatırım yapma kararı alırken verdikleri kararlar ve o kararları verirken içinde bulundukları ruh halinin bir göstergesi olarak kabul etmektedir. Olsen ise davranışsal finans kavramına farklı bir açıdan yaklaşmış ve bu kavramı yatırımcının rasyonel olmayan veya önyargılı ya da hatalı karar alma pahasına, finansal piyasaların etkilerini anlamak veya tahmin etmek için çalışması olarak yorumlamıştır (Gunay ve Demirel, 2011, 147).

Yukarıdaki açıklamalar haricinde davranışsal finans ile ilgili literatürde pek çok tanım mevcuttur. Bununla birlikte davranışsal finans, en basit haliyle piyasa var olan ve çalışan yatırımcıların davranışlarını ve onların pazara olan etkilerini ortaya koyan çalışmalardır (Sewell, 2010, 1). Daha detaylı olarak açıklanmak istenirse, davranışsal finans, sosyoloji ve psikoloji gibi davranış bilimlerinin de katkılarıyla, beklenen fayda teorisi ve dar tanımlı rasyonel davranış paradigmasının tahminleriyle ölçüşmeyen gözlemlerin ortaya çıkarılması ve bunların açıklanmasıyla ilgilenen bir finans dalıdır (Frankfurter vd., 2000, 201). Davranışsal finans, bu noktada insan gözlemlerinden faydalanarak finans ve yatırım alanlarında ne, nasıl, neden sorularına cevaplar bulmaya çalışır (Ricciardi vd. 2000, 2). Bunu yapmaya çalışırken de bilişsel kusurların karar alma sürecine olan etkileri üzerinde de durur (Bostancı, 2003, 9). Bu

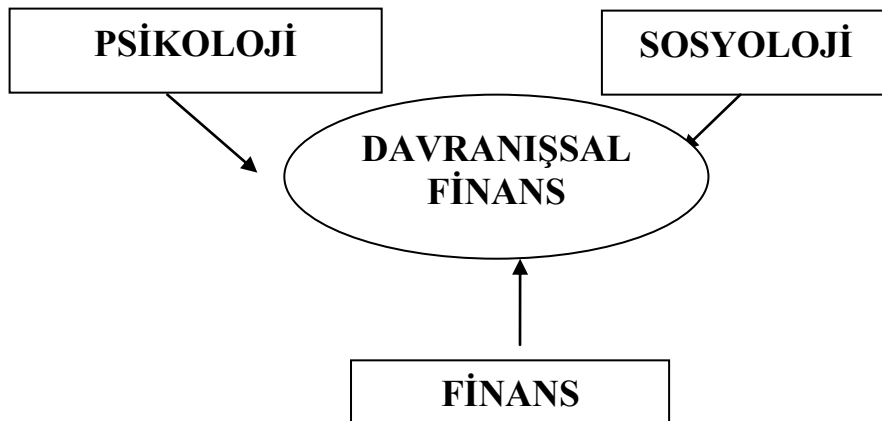
özelliklerinden dolayı davranışsal finansın, neo-klasik iktisat temelli görüşlere bir itiraz olarak ortaya çıktığını söylemek mümkündür.

Yukarıda yapılan tanımlamalara rağmen davranışsal finansın, yeni gelişmekte olan bir kavram olması sebebiyle net bir tanımı henüz yapılamamıştır. Buna göre literatürde yapılan diğer tanımlamalar da şu şekilde sıralanabilir (Fuller, 2000, 5-12):

- Davranışsal finans; klasik iktisat ve finansın, psikoloji ve karar alma bilimlerinin birleşimiyle ortaya çıkan bir daldır
- Davranışsal finans; finans literatüründe ortaya çıkmış bazı anomalilerin nedenlerini açıklamaya çalışan bilimsel bir yaklaşımdır.
- Davranışsal finans; yatırımcıların karar vermede bilinçli olarak ve mantiken yaptıkları hataları inceleyen bir yaklaşımdır.
- Davranışsal finans, yatırımcıların kâr elde etmek amacıyla yapacakları davranışlarla ilgili tahminlerde bulunurken nasıl hatalar yaptıklarını veya yapabileceklerini belirlemeye çalışan bir sistemdir.

Bu açıklamalardan hareketle davranışsal finansın temellerini sosyoloji, psikoloji ve finans oluşturmaktadır. Bu ilişkiyi aşağıdaki şekil de doğrulamaktadır.

Şekil 3.2: Davranışsal Finans İle Etkileşimde Olan Bilimler



Kaynak: RİCCIARDİ, V. ve H. Simon, (2000). “What is Behavioral Finance?”, *Business Education and Technology Journal*, **Vol: 2, No.2.**

Davranışsal finans hakkında yapılan çalışmaların temelini ise Daniel Kahnemann ve Amos Tversky adlı bilim adamları atmıştır. Kahnemann ve Tversky’nin 1979 yılında kaleme aldıkları “Prospect Teory: An Analysis of Decisions Under Risk” (Beklenti Teorisi) adlı kitabı, ekonomistler tarafından sıklıkla kullanılmaktadır. Son dönemde ise 2002 yılında Daniel Kahnemann ve Vernon Smith’in yaptıkları ortak çalışma olan “Foundation of Behavioral and Experimental Economics” ise, ekonomi dalında Nobel ödülü kazanmıştır (<http://www.nobelprize.org>, 1).

Kahnemann ve Tversky’nin ortaya attıkları “Beklenti Teorisi” ile ilgili detaylar sonraki bölümlerde ayrıntılarıyla verilecektir.

3.4.2. Davranışsal Finansın Anlaşılabilmesi İçin Bazı Temel Kavramlar

Davranışsal finansın ve bu alanda yapılan çalışmaların net bir şekilde anlaşılması için davranışsal finans ile alakalı risk, belirsizlik, anomali gibi bazı kavramların bilinmesi gerekir.

3.4.3. Rasyonalite ve İnsan

Tüm dünyada iktisadi bir hayatın oluşturulması için 18. ve 19. Yüzyıllarda birçok model ortaya konmuştur. Fakat bu modeller içerisinde en çok kabul gören; temeli insan olarak kabul edilen “Homo economicus” adlı sistemdir. “Homo economicus” modeli üretim ve tüketim olaylarında hem bugün için, hem de geleceğe yönelik net bilgiler vermeye, karar ve eylemlerinde her zaman tutarlı ve akılcı hareket etmeye çalışmaktadır. Fakat iktisadi faaliyetleri ve ilişkileri anlamayı

kolaylaştırmak adına ortaya konan, homo economicus modeli, gerçek yaşamın karmaşık yapısını anlama konusunda başarısız olmuştur (Yalçınkaya, 2004, 6).

Günümüz toplumsal yapının çok değişkenli ve belirsiz olması, Homo Economicus modelinin tam bilgi sahibi ve yanlış yapmadan karar alma özelliğini geçersiz kılmaktadır. Bu noktada sonuç odaklı olan Homo Economicus, kendisine sunulan seçenekler arasından en akılcı olanı seçerek beklenen faydayı ve kârı en yüksek olan seçeneği seçmeyi hedeflemektedir. Oysa alternatif bir tür olarak yaratılan “Homo Sociologicus” daha çok sebep odaklı olup, bireysel seçimleri şekillendiren konularla ilgili sürece önem vermektedir. Bu iki model karşılaştırıldığında, Homo Economicus sınırlamalara odaklanırken; Homo Sociologicus; din, gelenek, ideoloji, kitlesel eğilimler, gibi çok boyutlu, çok değişkenli yapıları incelemektedir. Yine homo economicus’a alternatif olarak yaratılan diğer bir tür olan homo socioeconomicus ise bireyin iktisadi ve sosyolojik boyutlarının yanında psikolojik boyutlarını da ele almaya çalışmaktadır. Homo Socioeconomicus, her şeyi maksimize etmeye çalışan rasyonel bireyle, karmaşık durumlar neticesinde, zihni dağılmış olan birey arasında bir bağlantı kurmaya çalışmaktadır (Yalçınkaya, 2004: 6, 13-14).

Rasyonel davranış varsayımı, karar verecek olan kişinin kararlarının sonuçlarını tam olarak bildiğini kabul etmektir. Tam bilgi ise, ancak belli ve net bir ortamda ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle, rasyonel davranış varsayımı neticesinde verilen kararların sonuçları kesindir. Ancak, gerçek hayatta insanın çevresi karmaşıktır ve birçok belirsizlikler vardır. Kişilerin mevcut ekonomik durum hakkında kesin bilgiye sahip olmaması ise bu belirsizliklerden en önemlisidir. Bu önemli belirsizlik haricinde var olan diğer bir belirsizlik kaynağı, içinde bulunulan ve bilgi çağı olarak adlandırılan bu dönem ve neticesinde teknolojiye yaşanan hızlı gelişmelerin, ekonominin yapısını çok hızlı değiştirmesi ve bu değişiklikleri bireylerin tam olarak anlayamamış olmalarıdır. Bu durumda yatırımcılar da, hızla değişen teknolojinin ve bilgilerin getirdiği veya getireceği sonuçları tam olarak anlayamayacakları için, etkin ve verimli bir karar almakta zorlanmaktadırlar. Bu ve

buna benzer belirsizliklerle birlikte, siyasi ve doğal olayların getirdiği belirsizlikler de yatırımcılar açısından karar alma sürecini etkilemektedir (Abaan, 1998, 76-77).

Bu bilgilerden hareketle davranışsal finasta insanlar rasyonel değil “normal” olarak kabul edilirler. Davranışsal finansa göre yatırımcılar, yatırım kararlarını alırken risk ve getiri dışında başka faktörleri de dikkate almakta ve sonuç olarak da alınan kararların, faydayı maksimize etmek değil; en iyi ihtimalle karar alıcıyı tatmin etmek adına aldıklarını iddia etmektedir (Estrada, 2001, 6).

3.4.4. Etkin Piyasa Hipotezi

Yaşanan gelişmeler neticesinde ortaya çıkan yeni bilgilerle birlikte, hisse senedi fiyatlarındaki değişiklikleri açıklamaya çalışan pek çok hipotez ve teori vardır. Menkul kıymetlerin piyasa denge fiyatının halka açık tüm bilgileri yansıttığını iddia eden hipotez ise “Etkin Piyasa Hipotezi”dir (<http://www.belgeler.com>).

Etkin piyasa hipotezi, kuramsal olarak aşağıdaki varsayımlara göre oluşturulmuştur (Taner, vd., 2002, 2):

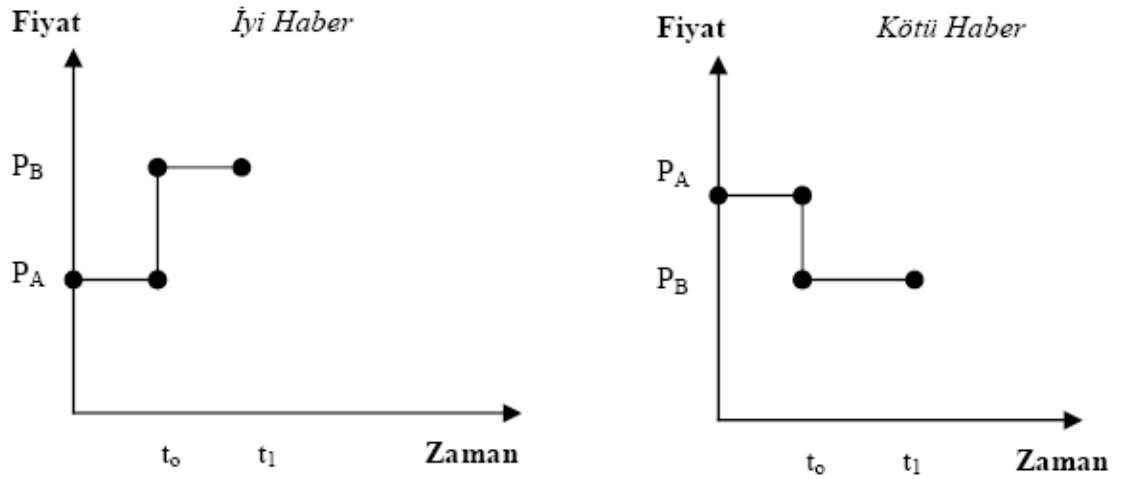
- a) Yatırımcının temel amacı, nihai zenginliğinin faydasını maksimize etmektir.
- b) Yatırımcı, seçimlerini yaparken riske katlanmakta ve buna paralel olarak getiri beklemektedir.
- c) Yatırımcıların risk ve kâr beklentileri paralel ve benzerdir
- d) Yatırımcılar, birbirlerine benzer kararlar verebilmektedirler.

e) Bilgi, piyasada her yatırımcı tarafından farklı şekillerde ve serbestçe elde edilebilmektedir.

Etkin piyasa hipotezine göre, yatırımcılar piyasaya ulaşan olumlu ve olumsuz bilgilerden zamanında haberdar olup doğru kararlar verdikleri için rasyonel davranışlar sergileyebilmektedir. Etkin piyasa hipotezinin tahminlerinin geçerli olduğu bir piyasada, olumlu ve olumsuz bilgilerin piyasada oluşmasının ardından fiyatlarda yaşanacak değişim süreci aşağıdaki Şekil 3

'de gösterildiği gibi gerçekleşecektir (Yörükoğlu, 2007, 7-8).

Şekil 3.3: Anormal Fiyat Değişimlerine Yatırımcıların Tepkisi



Kaynak: Yörükoğlu, (2007). “Davranışsal Finans”, *Yüksek Lisans Tezi*, Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, S.8

Yukarıdaki şekil 3 e göre, piyasanın etkin ve verimli çalışabilmesi için, bu piyasadaki bekleyişlerin akılcı olması gerekir. Portföyünde hisse senedi bulunduran yatırımcılar topladıkları veya edindikleri bilgilere göre satın aldıkları hisse senedinin gelecekteki fiyatına ilişkin tahminlerde bulunurlar. Eğer piyasadaki mevcut fiyat, bu beklentilerin üzerindeyse yatırımcı hisse senetlerini satabilir, fakat tam tersi durumda ise yani fiyatın beklentilerin altında oluşması durumunda ise yatırımcı bu sefer

aldıkları hisse senetlerine ilave olarak yeni hisse senetleri satın almaya devam edebilirler (Yörükoğlu, 2007, 8).

3.4.5. Fiyat Anomalileri

Anomali kavramı literatürde teori ile uyuşmayan gözlem veya gerçeklik olarak tanımlanmaktadır. Hisse senedi piyasalarında, etkin piyasa hipotezi ile bağlantılı olmayan diğer bir deyişle hipoteze aykırı olan fiyat hareketleri söz konusu olabilmektedir. Eğer gözleme dayalı bir bulguyu açıklamak için mantıklı olmayan varsayımlara gereksinim duyuluyorsa; işte bu bulgu “anomali” olarak adlandırılmaktadır (Demirelli, 2008, 224).

Etkin piyasa hipotezindeki yaşanan sapmaları bilimsel olarak açıklamak için farklı anomali türleri geliştirilmiştir. Uluslararası literatürde anomaliler takvimsel ve fiyat anomalileri olarak iki ana başlık altında incelenmektedir. Takvimsel anomaliler saatlik, günlük, haftalık, aylık, yıllık veya belirli bir dönem öncesi ya da sonrası şeklinde meydana gelebilmektedir. Fiyat anomalileri ise, aşırı ve düşük reaksiyon şeklinde ortaya çıkmaktadır (Ege vd., 2012, 176).

Finans literatüründe, hisse senedi getirileri ile ilgili yapılan çalışmalar, yaygın iki anomali üzerinde yoğunlaşmaktadır. Bunlar, hisse senetlerindeki, kazanç duyuruları gibi bazı haberlere yönelik düşük reaksiyon gösterme ve birbirini takip eden iyi ya da kötü haberlere aşırı reaksiyon verme durumudur. Düşük reaksiyon yatırımcıların, hisse senetleri fiyatları ile ilgili verilere, 12 aylık dönem boyunca, fazla ilgi göstermemesi durumudur. Aşırı reaksiyon anomalisinde ise hisse senedi fiyatları, 3 ile 5 yıllık bir süreçte, aynı doğrultudaki haberlere aşırı ilgi gösterme ve bunun sonucunda ortaya çıkacak bir duruma karşı aşırı tepki göstermesi durumudur. Aşırı tepki uzun vadede, gelecekte olumlu haberler getirme ihtimali olan senetlerin, bir süreliğine çok fazla değerlenmesini sağlamakta; fakat takip eden yıllarda ortaya çıkan olumsuzluklar neticesinde ise ortalama kârın düşmesine yol açmaktadır

(Barberis vd., 1998, 1-2). Bu iki anomi haricinde hisse senetleriyle ilgili anomaliler aşağıdaki şekilde özetlenebilir (Demirelli, 2008, 224-225):

- a) *Dönemsel Anomaliler*: Hisse senedi getirilerinin gün, hafta, ay, tatil dönemi gibi çeşitli zaman periyotlarında, farklı bir davranış gösterdiğini ifade etmektedir. Kendi içinde Günlere İlişkin Anomaliler (Gün içi Etkisi, Haftanın Günü Etkisi, On-Üç Cuma etkisi), Aylara İlişkin Anomaliler (Ocak Ayı Etkisi, Ay Dönüşü Etkisi), Tatillere İlişkin Anomaliler (Tatil Etkisi) şeklinde üçe ayrılır (Demirelli, 2008: 224-225).
- b) *Kesitsel Anomaliler*: Bağlı bulunulan veya çalışılan sektör ortalamasının üzerinde veya altında piyasa değerine sahip olan firmaların belli bir zamanda piyasa ortalamasına aykırı davranışlar göstermesi durumudur. Yönetici Ortakların Etkisi, Kazanç Duyuruları Etkisi, Firma Büyüklüğü Etkisi, Fiyat / Kazanç Etkisi, Pazar Değeri / Defter Değeri Oranı Etkisi ve İhmal Edilmiş Hisse Senedi Etkisi olmak üzere 6 farklı kesitsel anomi vardır (Demirelli, 2008, 224-225).
- c) *Teknik Anomaliler*: Temel ve teknik analiz yöntemleri kullanılarak farklı etkinlik düzeyine sahip olan yani teknik anomi oluşan piyasalarda, ortalama piyasa getirisinin üzerinde getiriler sağlanabileceğini söylenebilmektedir (Demirelli, 2008, 224-225).
- d) *Politik Faktörlere Dayalı Anomaliler*: Bu anomaliler, seçim dönemlerinde ve çeşitli siyasi görüşlere sahip partilerin iktidar oldukları dönemlerde elde edilen aşırı getiriye ve kârı incelemektedir (Demirelli, 2008, 224-225).
- e) *Ekonomik Faktörlere Dayalı Anomaliler*: Enflasyon, döviz kuru, hazine bonusu, faiz oranları, para arzı, sanayi üretim endeksi gibi makroekonomik faktörlerdeki değişimler dikkate alınarak yatırım yapıldığında ortaya çıkan yüksek getirilerin ifade edildiği anomi şeklidir (Demirelli, 2008, 224-225).

Anomalilerin nedenlerini ise şu şekilde özetlemek mümkündür (Demirelli, 2008, 225):

- ***İşlem Zamanı Hipotezi:*** İşlem zamanı hipotezine göre, getiri ancak borsa işlemlerinin gerçekleştiği zamanlarda güne aittir. Ortalama getiri sabittir ve ortaya çıkan kâr, diğer günlerden herhangi bir farklılık göstermeyecektir. Ancak gerçek hayatta, yeni bilgi, etkin piyasa oluşmasında önemli bir husus olarak kabul edildiğinden menkul kıymet piyasasının kapalı olduğu zamanlarda bile farklı kurum ve kuruluşlardan birtakım bilgiler sağlanabilmektedir. Bu noktada yeni gelen bilgiyi edinen yatırımcı piyasanın açıldığı ilk anda işlemini gerçekleştirecektir (Demirelli, 2008, 225).
- ***Yapısal ve Kurumsal Etkiler:*** Nakit akımlar ile firmanın para politikalarının yönetimine yönelik yapılan uygulamalar, hisse senedi getirilerinde birtakım anomalilere neden olabilmektedir (Demirelli, 2008, 225).
- ***Bilgilerin Kamuya Duyurulması:*** Firmalar kendi aleyhlerine olan bilgileri kamuya duyurmak için ya yatırımcıların işlem yapamayacakları kadar kısa süren zaman aralığını ya da piyasaların tamamen kapalı olduğu zaman aralıklarını tercih etmektedirler. Bu durumun nedeni yatırımcının yeni gelen bilgidir etkilenmesini en aza indirmeyi hedeflemesidir (Demirelli, 2008, 225).
- ***Psikolojik Faktörler:*** Bireyin yaşadığı kültür, davranış kalıpları, gelir düzeyi, alışkanlıkları gibi sosyal ve ekonomik olgular çeşitli teori ve hipotezlerle açıklanarak, bunların piyasa etkinliğine yansımaları araştırılmıştır. Bu noktada, piyasaların sadece rakamlar ve politikalarla değerlendirilmemesi, insan ögesini de dikkate alınması gerektiğini davranışsal finans ortaya koymuştur. Hızla gelişen bilim ve teknoloji insanları, akabinde bir bütün olarak dünyayı ve bu noktada piyasaları da

birbirine daha yakın hale getireceğinden, teknolojinin ve bilimin birbiriyle ilişkili olarak varlıklarını sürdürdüğünü söylemek yanlış olmamakta, bu durum da anomalilere neden olabilmektedir (Demirelli, 2008, 225).

3.4.6. Risk ve Belirsizlik

Risk, istenmeyen bir olayın meydana gelmesi veya negatif anlamda beklenmeyen bir gelişmenin yaşanması olasılığı şeklinde tanımlanabilir. Risk kelimesini, ekonomik bir kavram olarak tanımlamak gerekirse; ekonomiyi yöneten kişilerin veya yatırımcıların verdikleri kararlar sonucunda ortaya çıkacak ve kârı negatif yönde etkileyebilecek durumların gerçekleşme olasılığı şeklinde ifade edilebilir (<http://www.nenedir.net>).

Risk çeşitlerini, sistematik ve sistematik olmayan riskler olarak iki ana başlıkta incelemek mümkündür. Sistematik risk, savaş, enflasyon, durgunluk ve gibi tüm ekonomiyi ve dolayısıyla şirketleri etkileyen, tamamıyla dış faktörlerden meydana gelen bir risk tipidir. Temelde ekonomik, politik ve sosyal çevrelerde meydana gelen değişiklikler ve olaylar sistematik riski oluşturur. Menkul kıymetler piyasasında işlem gören tüm hisseler ve dolayısıyla şirketler, sistematik riskten etkilenebilirler; fakat bu durum her şirket için aynı oranda gerçekleşmemektedir. Sistematik risklere örnek olarak faiz oranı riski, enflasyon riski, kur riski verilebilir. Sistematik olmayan risk ise, sistematik riskten farklı olarak şirketin veya kurumun kendi işleyişiyle ilgilidir ve piyasaları ile doğrudan bir alakası yoktur. Sistematik olmayan riske; finansal risk, iş ve endüstri riski ve yönetim riski örnek olarak verilebilir. (Dinç, 2006: 5-6, 15).

3.5. Davranışsal Finansın Tarihsel Gelişimi

Psikolojiye yeni bir soluk getiren davranışçılık yaklaşımını ilk kez 1913 yılında, John. D.Watson ortaya atmıştır. Psikoloji alanındaki araştırmalarını,

doğrudan gözlemler yoluyla ortaya koyan araştırmacı, yaptığı çalışmalar neticesinde davranışı belirleyen etmenlerin içsel faktörler yerine dış çevreden etkilendiğini iddia etmiştir. Daha sonraki dönemlerde ise davranışçılık kavramı, B.F.Skinner tarafından geliştirilmeye çalışılmıştır (<http://www.nyu.edu>, 1).

Davranışçılık, 1900'lü yıllardan beri psikolojide araştırma konusu olan bir yaklaşım iken davranışsal finans da aslında literatürde çok yeni bir kavram olarak görülmemektedir. Bu noktada davranışçılık, Adam Smith'in "Ahlaki Düşünce Kuramı" kitabına kadar dayandırılabilir. Bu kitabında Smith, insan psikolojisine vurgu yapmakta ve günümüz davranışsal finansın temelde insan psikolojisi neticesinde şekillendiği hipotezini sunmuştur. Aynı dönemde, yarar kavramıyla neo-klasik ekonomi kuramının kurulmasında önemli katkıları olan Jeremy Bentham, yararın psikolojik boyutu konusunda makale ve çalışmalar yayınlamıştır. Bu yayınların ardından ekonomide insan doğasının homo-economicus olduğu varsayımını kabul eden ve neo-klasik yaklaşım denilen yeni bir devir başlamıştır. Yirminci yüzyıl başlarında Keynes, Irving Fisher ve Vilfredo Pareto gibi yazarların çalışmalarıyla tartışılmaya başlanan davranışsal finans, 20. Yüzyılın sonlarına kadar çok da fazla itibar görmemiş ve önemsenmemiştir (Ateş, 2007, 47).

Araştırmacı Edwards, 1954 yılında, karar verme sürecini psikologlar için bir araştırma sahası olarak gösterecek bir çalışma gerçekleştirmiştir. Bir diğer araştırmacı olan Allais, 1953 yılında belirsizlik altında psikoloji tabanlı pozitif bir seçim kuramının taslağını çıkarırken, Simon, 1956 yılında, sınırlı akılcılığa dayalı bir bilgi işleme ve karar verme yaklaşımını ortaya koymuştur. Bilişsel psikoloji alanında, yargılama ve karar vermeye ilişkin yeni bir dönem başlatan çalışmalara imza atan ekonomist ve araştırmacılar ise Kahneman ve Tversky'dir. Kahneman ve Tversky'nin 1979 yılında yaptıkları çalışma, ekonomi alanında yeni bir dönemi başlatacak kadar önemlidir. Bu çalışmayla, ekonomi ile geleneksel yöntemlerle bağlantı kurmak yerine, ekonomi ile psikoloji arasında bir bağ kurmayı başarmışlardır (<http://www.kva.se>, 11-12).

Kahnemann ve Tversky'nin çalışmalarının ardından 1980'li yıllarla birlikte davranışsal finansın yeniden ekonomi çevrelerinde gündeme gelmeye başlamıştır. Davranışsal finans bu noktada özellikle, Etkin Piyasalar Hipotezi ve geleneksel kuramların açıklayamadığı piyasa anomalilerini ortaya çıkartarak, bu kuramların günümüz ekonomik yapısını artık açıklayamayacağı yönünde kanıtlar sunmuştur. 21. Yüzyıla gelindiğinde de daha önceki bölümlerde de kısaca bahsedildiği üzere, 2002 yılı Ekonomi Nobel ödülü, Davranışçı Finans'ın öncülerinden sayılan Daniel Kahnemann'a verilmiştir. İnsan davranışı, beklentileri ve karar alma süreç ve mekanizmaları üzerine yaptığı çalışmalar ve sunduğu kanıtlarla tüm dünya ekonomilerine yeni bir soluk getiren Daniel Kahnemann; 2002 yılında Ekonomi Nobel'ini almasıyla birlikte davranışçı finans dalının artık akademik çevre tarafından kabul gördüğü iddiasını ortaya koymuştur. Bu olaydan ve kazanılan nobelden sonra davranışsal finans, uluslar arası düzeyde sempozyumlar ve yüksek lisans ve doktora programlarıyla da finans biliminde kendisine sağlam bir yer edinmeyi başarmıştır (Ateş, 2007, 49).

3.6. Davranışsal Finansın Amaçları

Temelde davranışsal finansın ortaya çıkma nedeni, insanların finansal konularda kararlar alırken her zaman rasyonel davranmadıkları ve bu noktada Etkin Piyasalar ve Beklenen Yarar Hipotezi gibi hipotezlerin geçerli olamayacağı noktasıdır. Günümüzde hemen hemen tüm piyasalarda pek çok anomali yani sapma yaşanmaktadır. Bunun sonucunda, yatırımcılar rasyonel kararlar veremeyerek ellerindeki kaynakları kaybedebilmekte ve zarar yaşayabilmektedir. Ancak, tüm bu yaşanan ve ortaya konan kanıtlara rağmen akılcılık yaklaşımı tamamen ikinci plana atılamamaktadır. Bu noktada akılcılık iki faktöre bağlıdır: Bireysel yatırımcıların rasyonel davranması ve fırsat avcılığı denen şansının bulunması olayıdır (Patel, vd. 1991, 232-236).

Son zamanlarda yaşanan gelişmeler neticesinde araştırmacılar finansal literatürde, psikoloji, sosyoloji ve antropolojiyle, finans arasındaki ilişkiyi

araştırmaktadırlar. Burada araştırılan ve daha çok önemsene davranışsal prensipleri ise olasılık kuramı, pişmanlık ve bilişsel bozukluk, çapa atma, zihinsel bölümler, aşırı özgüven, aşırı ve yetersiz tepki, yanılsama temsili, ayırım etkisi, kumarbaz davranışı ve spekülasyon, tarihin önemsiz addedilmesi, büyülu düşünce, sözde düşünme, anomalilere dikkat edilmesi, yanılsamaların elde edilebilirliği, kültürel ve sosyal buluşma ve küresel kültür olarak sıralamak mümkündür (Shiller, 2001, 1307-1308). Bazı ekonomist ve yazarlar tarafından yatırımcı psikolojisini etkileyen faktörler olarak da kabul edilen bu prensipler de konunun ilerleyen kısımlarında ayrıntılarıyla işlenecektir.

Modern ekonomiye göre bireyler her zaman akılcı davranmaktadırlar. Fakat bu şekilde ortaya konmuş bir sonucun her zaman ve kesin olarak gerçekleştiğini söylemek mümkün değildir. Hatta yapılan çalışmalar neticesinde, insanların akılcılıktan sapmaları ve bu şekilde davranışlarıyla oluşan sistematik bir durum olarak kabul gören bir kavram ortaya konmuştur. Bu noktada davranışsal finans yaklaşımı, ekonominin geleneksel öngörülerini, tahminlerini, akılcılık varsayımlarını çok sıkı bir şekilde kullanmanın çok fazla yarar getirmeyeceğini öne sürmektedir. Bu yaklaşıma göre, yatırımcılar, iki temel yanlış yapabilmektedirler. Bunlar; aşırı alım satım yapma ve ellerinden çıkarmaları durumunda zarardan kurtulup kâr elde edebilecekleri yatırımları ısrarla kaybetmeme eğilimidir. Yaşanan bu anomaliler aslında insan psikolojisinden meydana gelmektedir ve insanların kendilerine aşırı güvenmeleri birinci anomaliye, acele etmekten pişmanlık duyma korkusu da ikinci anomaliye neden olmaktadır. Tüm bu bilgiler neticesinde davranışsal finansın amacını, yukarıda bahsedilen psikolojik önyargıları ve dolayısıyla piyasalarda görülen anomalileri yani sapmaları detaylı bir şekilde açıklamaya çalışmaktır (Barber vd. 1999, 41).

3.7. Geleneksel Finans ve Davranışsal Finansın Karşılaştırılması

Geleneksel finans teorileri, daha önce de belirtildiği üzere “homo economicus” modeli çevresinde ortaya konmuştur. Bu modele göre insanlar sadece kendi kârlarını arttıracak düşüncelere önem vermekte ve buna göre hareket etmekte; dolayısıyla ekonomik bir karar alırken tamamen akılcı bir şekilde davranmaktadırlar. Bu noktada davranışsal finans, geleneksel finans teorisine tamamen tezat düşünceler ve iddialar ortaya koymaktadır. Geleneksel finansa ilk itiraz, insanların sürekli olarak bir karar verirken rasyonel olamayacakları üzerinedir. Rasyonel insan, istatistiğe ve matematiğe hâkim, getirisini sürekli olarak en yükseğe çıkarmaya hedefleyen ve bu doğrultuda kendisi için en doğru kararı vermeye çalışan insan modelidir. Davranışsal finans yaklaşımına göre insanlar bir noktaya kadar aldıkları kararlarda rasyonel davranmaktadırlar. Çünkü insanlar karar verirken duygularından ve kendi ruh hallerinden de etkilenebilmekte veya ilişki içerisinde oldukları diğer insanların davranışlarından ve hareketlerinden kolayca etkilenebilmektedirler. Sonuç olarak da verilecek olan bu kararlar, her zaman rasyonel insanların vereceği kararlarla paralellik göstermemektedirler (Bostancı, 2003, 1).

Davranışsal finansın, geleneksel finans modellerine yaptığı ikinci bir itiraz da, rasyonel olmayan kararı bir dereceye kadar kabul eden, ancak bunun piyasaya olan etkisini, piyasadaki akılcı davranışlar sergileyen uzmanların arbitraj yoluyla yok edebileceklerini iddiasını ortaya koyan ve “Etkin Piyasalar Teorisi” adı verilen modele yöneliktir. Davranışsal finans, yukarıda bahsedilen arbitraj imkânlarının, piyasalarda çoğu zaman söz konusu olamayacağını, bu nedenle de piyasalarda hisse senetlerini fiyatlandırılmasında yanlışlıklar yaşanabileceğini savunmaktadır. Buradan çıkan sonuç da, davranışsal finansa göre, Etkin Piyasa Teorisi’nin ileri sürdüğü gibi menkul kıymet piyasalarında sürekli olarak ve etkin bir şekilde gerçekleşmeyeceğidir (Bostancı, 2003, 1-2).

Tüm bu bilgiler dikkate alındığında, davranışsal finansın temsilcilerine göre geleneksel finans, deneylerle ispatlanmayan bir takım tahminler ortaya koyarak, sadece birtakım inançlar çerçevesinde oluşturulan bir bilim dalıdır. Onlara göre son yirmi yılda, finans bilimi ile ilgili olarak yapılan araştırmalarla birlikte kontrollü laboratuvar deneyleri olarak adlandırılan deneyler özellikle ekonomide önemli bir unsur haline gelmiştir. Bu iddialardan farklı olarak davranışsal finansı kabul eden araştırmacılara göre, davranışsal finans metodoloji bakımından da geleneksel finans sistem ve yaklaşımlarından farklı özellikler göstermektedirler. Onlara göre, geleneksel finans araştırmalarına başlanmadan önce genellikle bir model oluşturulur, sonra ampirik çalışmalarla bu modelin doğruluğu ispatlanmaya çalışılmaktadır. Davranışsal finasta ise önce piyasa var olan aktör ve kurumların davranış şekilleri gözlemlenir, sonra bu gözlemlerin sonuçlarına göre bu davranışları açıklamaya çalışan bir model oluşturulmaya çalışılır. Dolayısıyla davranışsal finans modelleri piyasada var olan yatırımcıların ve işletmelerin gerçek ekonomik hayatta nasıl hareket edebileceklerini açıklamaya çalışmaktadır (Ertan, 2007, 25).

3.8. Davranışsal Finansın Temelleri

Davranışsal finans alanında çalışan araştırmacılar, çalışmalarında temel olarak iki noktaya değinmişlerdir. Bunları, bilişsel kusurlar ve bu bilişsel kusurların yatırım kararı alma sürecinde bıraktıkları izler olarak sıralamak mümkündür. Davranışsal finans genel olarak yatırım yapacak olan kurumların veya bireylerin verecekleri yatırım kararlarında hangi faktörlerden etkilendiklerini ve bu faktörler neticesinde nasıl davranışlar gerçekleştirdiklerini incelemektedir. Bu yüzden davranışsal finansçılara göre insanlar akılcı değil normal yani duygularıyla hareket eden bireyler olarak kabul edilmektedirler. Bundan başka davranışsal finans modelini benimseyen yatırımcılar, yatırım kararları verirken risk ve kâr dışında başka faktörlere de önem vermekte; sonuç olarak da verdikleri kararların, getirilerini en yüksek düzeye çıkartmaktan ziyade, kendilerini tatmin edecek kararlar olmasına önem vermektedirler (Bostancı, 2003, 9).

3.8.1. Optimum Yatırım Kararların Alınmasını Engelleyen Kısıtlar

Davranışsal finansın üzerinde durduğu en önemli konulardan biri olan, insanların optimum yatırım kararları almasını engelleyen kısıtlar, optimum karar almayı engelleyici kısayollar ve optimum karar almayı engelleyici bilişsel yanlılıklar olmak üzere iki kısımda incelenebilir.

3.8.1.1. Optimum Karar Almayı Engelleyici Kısayollar (Hevristikler)

Hevristik olarak da adlandırılan optimum karar almayı engelleyici kısayollar, çeşitli problemlerin çözümü için uygulanabilen, ama problemlere kesin çözümler sunamayan yani geçici çözümler ortaya koyan stratejiler şeklinde tanımlanabilmektedir. Bu kısayolların psikoloji dalındaki açıklaması incelendiğinde ise; bir problemi çözmek için bazen deneme yanılma yaparak; bazen de kestirme yollar veya yöntemler deneyerek problemi ortadan kaldırmaya çalışma şeklinde tanımlanmaktadır (<http://www.termbank.net>).

Yapılan çalışmalar ve araştırmalar neticesinde beynin bilgiyi analiz ederken hevristikler ve başparmak kuralı gibi kuralları kullandığını ortaya çıkarmıştır. Bu kurallar, beynin tüm bilgiyi tamamen işlemeden sadece öngörülerde bulunmasına neden olmaktadır. Özellikle hevristikler, bu noktada edinilen tüm bilgiyi kullanmaya çalışmaktadır. Burada unutulmaması gereken nokta, hevristikleri kullanmanın oldukça basit, pratik olmasına rağmen, yeni bir bilginin kesin bir şekilde analiz edilebilmesini engellemekte ve bunun sonucunda yanlış sonuçlara ve dolayısıyla yanlış kararlar verilebilmesine neden olabilmektedir. Bu yüzden burada önemli olan kullanılacak olan kısayolun direkt olarak uygulanmasıdır. Sistematik düşünme; olaylara farklı yollardan da bakabilmekte ve alternatif çözüm yolları üreterek

sonuçlar elde etmeye çalışmaktadır. Bu yüzden hevristik olarak adlandırılan kurallar sistematik düşünmeyle ters düşebilmektedir (Nofsinger, 2001, 113).

Hevristik, literatürde farklı şekillerde çeşitlendirilmişse de genel anlamda Tversky ve Kahneman'ın yaptığı sınıflandırma genel kabul görmüştür. Bu sınıflandırmaya göre, hevristik, mevcudiyet, temsiliyet ve düzeltme ve referans olmak üzere üç farklı şekilde görülür (Ateş, 2007, 65).

a) Mevcudiyet Kısayolu: Mevcudiyet kısayolu, psikoloji bilimi çerçevesinde bir kişinin veya bir olgunun ortaya çıkma ihtimalini değerlendirirken oldukça etkili fakat yanıltma riski de yüksek olan bir karar verme kuralı şeklinde ifade edilebilmektedir. Finans alanında incelendiğinde ise mevcudiyet kısayolu, piyasalarda bir kurum veya yatırımcı hakkında çıkan yorumlar, haberler, çerçevesinde eldeki kesin verilere bakılmaksızın, risk düzeyinin yükselmesine neden olan bir kural olarak tanımlanabilmektedir (Ateş, 2007, 66).

Tversky ve Kahneman'a göre, insanlar elde edecekleri bilginin sıra dışı olmasına özellikle önem vermektedirler. Fakat bu noktaya önem verilirken, bilginin geçerlilik düzeyini ve güvenilirliğini önemsememekte; bu bilgiye güvenmekte ve bu bilgiye yönelik kesin sonuçlar ortaya koyamamalarına rağmen kullanabilmektedirler. Çünkü insanlar, inançlarına göre elde ettikleri bilgilere yönelik yorumlamalar yapabilmekte ve bu yorumlamalara göre hareket edebilmektedirler. Mevcudiyet kısayolunun bu özelliklerinin haricinde belirsizliğin hâkim olduğu piyasalarda da görülebileceğini söylemek mümkündür. Şöyle ki, araştırmacı Biais'in çalışmasında mevcudiyet kısayoluna başvuran deneklerin açılış fiyatı ya da piyasada yaptıkları en son faaliyetler neticesinde elde ettikleri bilgiye aşırı reaksiyon gösterdikleri ve bu yüzden de kârlı olmayan işlemlere bile başvurdukları sonucuna ulaşmıştır (Ateş, 2007, 66-68).

b) Temsiliyet Kısayolu: Temsiliyet kısayolu, yatırımcıların bir karar verirken en son ve en fazla dikkat çeken unsurlara aşırı ağırlık vermeleri ve kesin

olarak tespit edilmiş istatistiksel verileri göz ardı etmeleri şeklinde tanımlanabilmektedir (Ateş, 2007, 68).

Temsiliyet kısıyolu, bireyin ya da bir yatırımcının bir karar alırken, bu kararlar alakalı başka bir bilgiyi kabul etmemesine neden olabilmektedir. Yani bir karar verirken bu olayla ilgili önemli bir bilgiyi göz ardı etmek gibi bir yanılgıya düşülebilmektedir. (Matthew, 1998, 24).

Ekonomi piyasaları göz önüne alınarak temsiliyet kısıyolu açıklanmak istendiğinde, yatırımcıların değeri yüksek hisseler ile bu hisselerle sahip olan şirketleri ilişkilendirmekte ve şirketlerin kârlarına bakılmaksızın, bu hisseleri satın alma durumunu ifade etmektedir. Tam tersi durumda ise çok fazla önemsenmeyen ve ikinci plana atılan hisseler de zarar eden şirketlerle ilişkilendirilmekte ve bu şirketler kâr elde etse bile yine de bu şirketlere yatırım yapılmamaktadır. Çünkü, yatırımcılar için “iyi bir hisse, iyi bir şirketin hisseleridir” ihtimalinin gerçekleşme olasılığı her zaman çok yüksektir. Bu yüzden temsiliyet kısıyolu, her zaman iyi ve güvenilir şirketlerin hisselerinin satın alınmasına yol açmakta ve bunun sonucunda da bu hisselerin olması gerekenden çok daha fazla değerlenmesine neden olmakta; değerli olması gereken hisselerin de değerinin düşmesine neden olmaktadır. (Barber vd., 2000, 1-29).

c) *Düzenleme ve Referans Kısıyolu:* İnsanlar bir karar alırken, bir başlangıç noktası üzerinden çözüm yoluna ulaşmayı hedeflerler. Bu durumda başlangıçta elde edilen bilgilere göre alınan kararların farklı sonuçlar yaratması durumu oluşabilir. Bu noktada, risk içeren kararlarda, insanlardan bu riskten kaçınma konusunda öngörüle bulunması istenildiğinde en basit ve akla yatkın olan seçeneği seçmekte ve bu seçeneği dikkate alarak kararlar verebilmektedir. İşte ortaya çıkan bu duruma düzenleme ve referans kısıyolu denmektedir (Tversky ve Kahnemann, 1974, 1128).

Tversky ve Kahneman, düzenleme ve referans kısayoluyla ilgili yaptıkları bir deneyde, deneklere cevapları yüzde ile ifade edecek şekilde "Birleşmiş Milletlerdeki Afrika Ülkelerinin oranı nedir?" sorusunu sormuşlardır. Bu soruya cevap vermeden önce deneklerden önlerinde duran ve üzerinde 1'den 100'e kadar sayıların bulunduğu çarkifeleği çevirmeleri; daha sonra da sorulan bu soruya cevap vermeleri söylenmiştir. Tversky ve Kahnemann, bu deneye başlamadan önce, sorunun cevabı ile çarkifelekte gelen sayı arasında hiç bir ilişki olmadığını düşünmüşlerdir. Fakat yapılan deney neticesinde deneklerden gelen cevapların çarkifelekten çıkan sayılarla ilişkili olduğu ortaya çıkmıştır. Deneyin sonuçlarına baktıklarında ise BM'deki Afrikalı ülkelerin oranını %25 olarak tahmin eden grubun çarkifelekte çıkan rakamlarının ortalamasının 10, %40 olarak tahmin eden grubun ise çarkifelekte çıkan rakamların ortalamasının 65 olduğunu tespit etmişlerdir (Tversky ve Kahnemann, 1974, 1128).

3.8.1.2.Optimum Karar Almayı Engelleyici Bilişsel Yanlılıklar

Davranışsal finans literatüründe bilişsel önyargıları belirlemek ve bunlarla ilgili açıklamalar yapmak için birçok deneysel çalışma yapılmıştır. Bu çalışmalar içerisinde en önemli olanlar Tversky ve Kahneman'ın 1971, 1973, 1974, 1981, 1989, 1992 yıllarında yaptıklarıdır. Bunların içerisinde özellikle Kahneman ile Tversky'nin birlikte 1979 yılında yayınladıkları makalenin bu alanda yeni bir çığır açtığı söylenebilir. Bu makaleye göre altı tip bilişsel yanlılık vardır. Bunlar, aşırı güven yanlılığı, aşırı iyimserlik yanlılığı, pişmanlıktan kaçınma yanlılığı, Belirsizlikten kaçınma yanlılığı, Temayüle Uyma Yanlılığı (Sürü Psikolojisi) ve yanlış ilişkilendirme yanlılığıdır (Kahnemann ve Tversky, 1979, 263-290).

a) Aşırı Güven Yanlılığı: Aşırı güven yanlılığı, bireylerin elde ettikleri bilgilere olması gerekenden daha fazla önem vermeleri ve dolayısıyla bu bilgilere çok fazla güvenmeleri durumudur. Aşırı güven sebebiyle insanlar elde ettikleri başarıları yeteneklerinin bir sonucu olarak kabul ederlerken; başarısızlıklarını dışsal

birtakım olaylara bağlamaktadırlar. Bireylerin kendilerine aşırı güvenmeleri ve sürekli olarak iyi veya kötü olaylarla ilgili bu tarz değerlendirmeler yapmaları yaptıkları hataları görememelerine, başarılarını da çok fazla önemsemelerine ve fazlaca abartmalarına neden olmaktadır (Cunningham, 2002, 18).

Araştırmacılar Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam da yaptıkları çalışmalar neticesinde bireylerin kendi edindikleri bilgiye çok daha fazla önem verdiklerini ortaya koymuştur, çünkü onlara göre insanlar elde ettikleri bir bilginin değerini abartma eğilimindedirler. Bu nedenle, yatırımcılar kamuoyuna açıklanan bilgilere önem vermezken, şirketler ve kurumlar hakkında ortaya atılan dedikodulara daha fazla önem verebilmektedirler. Hatta doğruluğundan emin olmasalar bile bu dedikodu ve söylentilerle işlem yapabilmektedirler (Daniel vd., 1998, 1839-1885)

Öte yandan aşırı güven yanlılığının, yatırımcıların elde ettikleri bilgileri yanlış yorumlamalarına ve yapılan bu yanlış yorumlamalara bağlı olarak yanlış analizler yapmalarına neden olmaktadır. Aşırı güven aynı zamanda, verilmemesi gereken yatırım kararlarına, gereksiz yere yüksek meblağlarda işlemler yapılmasına, yüksek riskler alınmasına neden olmakta ve tüm bunlar neticesinde de yatırımcıların veya kurumlar zarar etmelerine neden olmaktadır (Nofsinger, 2001, 23).

b) Aşırı İyimserlik Yanlılığı: Davranışsal finans alanında çalışma yapan araştırmacıların, yaptıkları araştırmalar neticesinde elde ettikleri en önemli bulgulardan biri olan aşırı iyimserlik yanlılığı, insanların kazanma ihtimali düşük fakat getirisi çok yüksek olan bahis, piyango ve loto gibi şans oyunlarına fazlaca ilgi göstermelerine neden olmaktadır. Bu noktada aşırı iyimserlik yanlılığı; iyi sonuçların bireye, kötü sonuçların ise şansa veya bireyin dışındaki faktörlere bağlı olduğunu iddia etmektedirler. Yani birey kötü sonuçlar elde etmede kendisini kesinlikle sorumlu olarak görmemektedir. Bu açıklamalardan hareketle aşırı iyimser ve aşırı güven sahibi bir yatırımcı piyasalarda görülen şişmelere ve aşırı alım-satım sonucu ortaya çıkan fazlaca giderlere neden olabilmektedir (Ateş, 2007, 75).

c) *Pişmanlıktan Kaçınma Yanlılığı:* İnsanlar yaptıkları en küçük hatalarda bile pişmanlık hissetmektedirler. Öyle ki, yatırımcılar da değeri düşen hisse senetlerini satmayarak, kazananları da çok çabuk elden çıkararak pişmanlıktan kaçınmaya yönelmektedirler. Çünkü yatırımcılar hisseyi satmaya karar verdikleri anda hissenin satın alındığı ilk fiyattan etkilenebilmektedirler (Ateş, 2007, 75).

d) *Belirsizlikten Kaçınma Yanlılığı:* İnsanlar, verecekleri tüm kararlarda genelde belirsizlikten kaçınmaya çalışırlar yani tanıdık oldukları şeyleri tercih etme eğilimindedirler. Çünkü, insanlar kazanma veya kaybetme ihtimali aynı olan iki seçenek arasından genelde emin oldukları seçeneği seçmektedirler. Gerçek hayatta da bu durum aynen kabul görmektedir. Hatta bireylerin, kazanma ihtimali düşük ve daha fazla risk taşıyan seçeneği seçmek yerine daha fazla bilenen seçeneği tercih ettikleri yapılan çalışmalar neticesinde ortaya çıkmıştır (Nofsinger, 2001, 117).

Araştırmacılar French ve Poterba'nın belirsizlikten kaçınma yanlılığı konusunda yaptıkları bir çalışmada Amerika Birleşik Devletleri'ndeki yatırımcıların %94'ünün, Japonya'daki yatırımcıların %98'inin ve İngiltere'deki yatırımcıların %82'sinin kendi ülkelerine ait şirketlerin hisse senetlerine yatırım yaptıkları sonucuna ulaşmışlardır. Çünkü yatırımcılar genelde farklı ülkelerde yatırım yapma macerasına yönelmek yerine kendi ülkelerindeki bildiği şirketlere yatırım yapmayı tercih etmektedirler (French ve Poterba, 1991, 222-226).

e) *Temayüle Uyma Yanlılığı (Sürü Psikolojisi):* Temayüle uyma yanlılığı, bir grup yatırımcının aynı zaman diliminde aynı sayıda hisse senedini almaları veya satmalarıdır. Sürü psikolojisi olarak da bilinen bu yanlılık aslında toplumda da kabul gören bir yaklaşımdır. Finans sektöründe de bu durum geçerlidir. Şöyle ki, küçük yatırımcıların kâr elde edebilecekleri bilgiye ulaşmaları sıkıntılı ve masraflı olması sebebiyle, piyasadaki diğer aktörleri gözlemlerler ve onların yaptıkları davranışları ve aldıkları kararları uygulayabilmektedirler (Ateş, 2007, 77).

f) Yanlış İlişkilendirme Yanlılığı: Yanlış ilişkilendirme yanlılığı, kısaca bağımsız iki değişken arasında bir ilişki kurma durumudur. Johnson ve Tversky bu yanlılık konusunda yaptıkları bir deneyde, kontrol grubundaki deneklere insanı karamsarlığa itecek olumsuz hikâyeler okunduktan sonra, deneklerden deneyde verilen 18 ölüm nedeninin gerçekleşme olasılığını puanlamalarını istemişlerdir. Olumsuz hikâyeler dinleyen denekler, ruh hallerine paralel olarak bütün ölüm nedenlerinin gerçekleşme olasılığına, diğer deneklere göre daha fazla puan vermişlerdir. Aynı çalışmada kontrol grubundaki deneklere bu kez olumlu hikâyeler okunduğunda ise bu hikâyeleri dinleyen grup, bu sefer hiç hikâye dinlemeyen gruba göre daha iyimser değerlendirmeler yapmışlardır. Aslında bu deneyde deneklere okunan hikâyelerle ölüm nedenleri arasında doğrudan bir ilişki bulunmamaktadır. Buna rağmen Johnson ve Tversky, insanların karar verirken çevrelerindeki olumlu ya da olumsuz havadan etkilendiklerini, ruh hallerinin bu negatif veya pozitif hikâyelere göre değişebileceğini ve tüm bunlar neticesinde kararların değişebileceği sonucuna ulaşmışlardır (Ateş, 2007, 77-78). Sözü edilen bu durum finansal piyasalarda da yaşanabilmektedir.

3.9. Davranışsal Finans Teorileri ve Modelleri

3.9.1. Kahneman ve Tversky'nin Beklenti Teorisi

Yatırımcı psikolojisinin de hisse senedi fiyatlarının belirlenmesinde etkili olduğu yönündeki teori daha önce de kısaca belirtildiği gibi Kahneman ve Tversky tarafından 1979 yılında yaptıkları çalışmalar neticesinde ortaya konulmuştur. Kahneman ve Tversky Beklenti Teorisi (KTBT) olarak adlandırılan bu teori kendisini izleyen ve yatırımcı psikolojisi ile hisse senedi fiyatlarının tahmin edilebilirliği arasında ilişkiyi inceleyen pek çok çalışma için gerekli altyapıyı teşkil etmiştir. Aşağıda öncelikle Kahneman ve Tversky tarafından ortaya konulan teorinin genel özellikleri ve varsayımları incelenmiş; ardından teorinin işleyişi ile ilgili bilgiler verilmiştir.

3.9.1.1. Genel Hatlarıyla Beklenti Teorisi

Beklenti teorisiyle ilgili açıklamalara geçmeden önce, bu teoriyle ilişkili olan beklenen fayda teorisinden bahsetmek; konunun rahatça anlaşılması açısından faydalı olacaktır.

Bireyler etraflarında var olan belirsizlikler neticesinde davranışlarını düzenlemeyi ve bu şekilde faydalarını maksimize etmeye çalışan teori, Beklenen fayda teorisi (BFT) olarak adlandırılmaktadır. Ekonomist ve aynı zamanda araştırmacı olan Bernoulli'nin geliştirdiği BFT'ye göre, insanlar için önemli olan kısa vadede elde edecekleri parasal değer değil, bu parasal değer neticesinde elde edecekleri faydayı en yüksek düzeye çıkarmaktır. Ancak, bu faydanın nasıl ölçüleceği ve nasıl en yüksek düzeye getirileceği konusunda ise Bernoulli, yaptıkları çalışmalar neticesinde herhangi bir somut önermede bulunamamıştır (Abaan, 1998, 125).

Beklenen fayda teorisi, yapılan çalışmalar neticesinde herhangi riskli bir ortamda karar alma konusunda genel kabul görmüş bir teoridir. Buna göre bireyler için önemli olan kendisine en yüksek faydayı getirecek seçeneği tercih etmeleridir. (Kahnemann ve Tversky, 1979, 263-290).

Ortaya atıldığı dönemde oldukça büyük bir ilgi ve kabul gören BFT'nin de yapılan araştırmalar neticesinde bazı eksiklikleri olduğu ortaya çıkmış ve bu eksiklikler giderilmeye çalışılmıştır. BFT'nin bu eksikliklerini gidermeye çalışan teorilerden biri de Kahneman ve Tversky'nin 1979 yılında ortaya koydukları Beklenti Teorisi (KTBT)'dir. KTBT ile BFT bazı yönlerden birbirlerine benzer kurallara sahiptirler. KTBT de BFT gibi bireylerin faydalarını en yüksek düzeye ulaştırmayı amaçlamaktadır. Ayrıca her iki teori de önemli olan bireylerin elde ettiği parasal kazanç değil, sağlanan memnuniyetin en yüksek düzeye ulaştırılmasıdır. Son olarak her iki teoriye göre de yatırımcılar riskten özellikle kaçınmaktadır (Ding vd., 2004, 2-3).

Öte yandan Beklenti Teorisi (KTBT) ve Beklenen Fayda Teorisi (BFT) nin birbirinden farklı özellikleri de vardır. Bu özellikler de aşağıdaki gibi özetlenebilir (Ding vd., 2004, 2-3):

- BFT, bireyler açısından faydayı, bireylerin mal varlığına göre belirlemektedir. Öte yandan KTBT'yi benimseyen yatırımcılar değerlendirilen seçeneğin bireylerin mal varlığında meydana gelecek değişime odaklanmışlar ve bununla ilgili varsayımlar ortaya koymuşlardır.
- BFT'yi kabul etmiş ekonomistler, beklenen faydayı ortaya çıkarmada önceden belirlenmiş olasılıkları dikkate almaktadırlar. Öte yandan KTBT'de ise bu faydayı belirlerken, farklı yöntemler kullanılmaktadır. Kahneman ve Tversky'nin, 1979 yılında geliştirdikleri bir yönteme göre hesaplanan beklenen fayda oranı, BFT'nin belirlediği oranlardan daha düşük değerler almıştır.
- BFT, yatırımcıları riskten kaçınan, riske karşı duyarsız veya riskten kaçınmayan şeklinde üç farklı gruba ayırmıştır. Bu noktada BFT'ye göre, bir yatırımcı aynı anda bu üç özelliği taşıyabilmekte veya taşıyamamaktadır. Öte yandan KTBT'de önemli olan riskten kaçınmak ve buna uygun davranışlar sergilemektir.

3.9.1.2. Beklenti Teorisi'nin İşleyişi

Kahneman ve Tversky'nin Beklenti Teorisi'ne göre bu teorinin, düzeltme ve değerlendirme süreçleri olmak üzere işleyişine etki eden iki temel süreç vardır. Düzeltme sürecinde, karar verirken değerlendirmeye alınan seçeneklerin incelenmesi durumu yaşanmaktadır. Böylece seçenekler çok daha kolay ve anlaşılabilir bir şekilde anlatılabilmektedir. Düzeltme aşamasında ise, karar alırken ortaya konan seçenekler derinlemesine analiz edilir ve yapılacak tercihler en basit hale getirilmeye çalışılmaktadır (Kahnemann ve Tversky, 1979, 274-284).

Yukarıdaki bilgi haricinde düzeltme aşamasında ortaya konan çalışmalar ve bu çalışmalar neticesinde ortaya konan sonuçlar aşağıdaki gibi sıralanmıştır (Döm, 2003, 26-27):

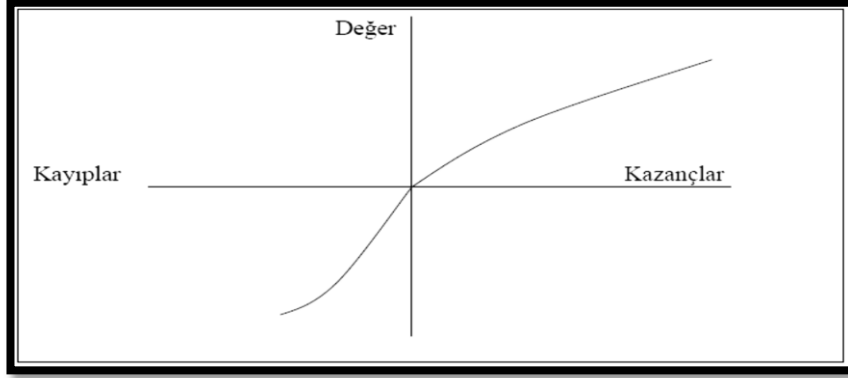
Kodlama: KTBT'ye göre bireyler için önemli olan para değil psikolojik anlamda fayda düzeylerini en yüksek düzeye çıkarmaktır. Bu noktada, elde edilecek kâr veya zararların, Kahneman ve Tversky'nin Beklenti Teorisi'nde hiç etkileri olmamaktadır. Bu noktada her ne kadar kâr veya zararın hiçbir etkisi olmasa da bu durum karar vericinin beklentilerini bir ölçüde etkileyebilmektedir.

Birleştirme veya Ayırma: Yatırımcılar, bir karar alırken birbirine benzeyen alternatifleri birleştirerek, bu benzer alternatifleri basitleştirme yoluna gidebilmektedirler. Bu durum haricinde bazı seçenekler de, riskli veya risksiz olmaları şeklinde iki şekilde değerlendirilebilmektedir ve bu değerlendirme neticesinde belirlenen alternatifler birbirlerinden ayrılabilir.

3.9.1.3. Değer Fonksiyonu

KTBT'nin önemli varsayımlarından biri de yatırımcıların veya kurumların mal varlıklarında meydana gelebilecek değişimlerdir. Bu noktada, KTBT'ye göre değer fonksiyonu iki önemli bileşenin kullanılmasıyla oluşturulmaktadır; bireyin veya kurumların edindikleri varlık düzeyleri ve bu varlıklarda meydana gelebilecek değişimin boyutudur. Buna göre değer fonksiyonu aşağıdaki şekil 4'de gösterilmiştir.

Şekil 3.4: Değer Fonksiyonu



Kaynak: KAHNEMANN, D. ve A. Tversky. (1979). “A Prospect Theory an Analysis of Decision Under Risk”, *Econometrica*, Vol: 47, s. 279

Yukarıdaki şekil 4 incelendiğinde, Değer fonksiyonu, kazanç bölgesinde iç bükey, kayıp alanında dış bükey bir hal almaktadır. Yani yatırımcılar kâr elde ettikleri durumlarda risk almak istememekte, zarar söz konusu olduğunda ise risk almaktan özellikle kaçmamaktadırlar. Çünkü yatırımcılar için önemli olan zarar elde etmemektedir ve zarardan kurtulmak adına risk almaya katlanma durumu ortaya çıkabilmektedir. Bu sebeple kayıp bölgesinin eğiminin kazanç alanına göre daha dik olarak oluştuğunu söylemek mümkündür (Döm, 2003, 29).

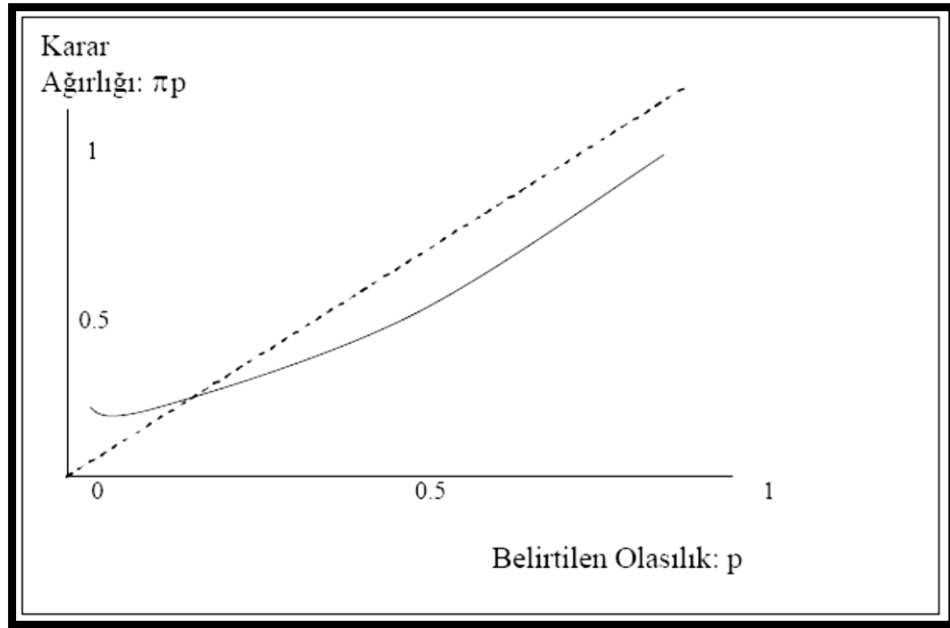
Şekil 4’de var olan nötr noktalarda gerçekleşen kazanç veya kayıplar ise olağan kabul edilmektedir. Burada nötr olan noktalar değişirse, yatırımcının vereceği kararlar da değişebilmektedir. Gerçek ekonomik piyasalarda yatırımcılar için referans noktası olarak yani nötr olarak kabul edilen nokta alacakları hisse senetlerinin piyasaya sunulduğu ilk fiyatlarıdır. Hisse senedi fiyatı arttıkça yatırımcı da kazanç elde edeceğinden, yatırımcı kendisini doğal olarak daha mutlu hissedecektir. Tam tersi durumda da yani hisse senedinin fiyatı düştüğünde de yatırımcı kendisini mutsuz hissedecektir. Bu noktada elde edilecek kârın getireceği mutluluk ile mâruz kalınacak zararın etkisi aynı olmamaktadır. Şekil 4 de bu durumu desteklemektedir. Şekil 4 dikkatlice incelendiğinde değer fonksiyonunun kazançlar kısmı daha az eğimli iken kayıplar için ise çok daha büyük bir eğim ortaya çıkmıştır

Buna göre yatırımcılar elde edecekleri kâra nazaran, uğradıkları zararlardan çok daha fazla olumsuz olarak etkilenebilmekte ve mutsuz olabilmektedir. (Kandır, 2006, 15).

3.9.1.4. Ağırlıklı Olasılık Fonksiyonu

Değerlendirme aşamasındaki önemli noktalardan biri, ağırlıklı olasılık fonksiyonudur. Ağırlıklı olasılık fonksiyonu, bir durumun gerçekleşme olasılığının gerçekleşme neticesinde ortaya çıkacak alternatiflerle olan ilgisini ölçmeye çalışan bir fonksiyondur. (Döm, 2003, 31) Ağırlıklı Olasılık Fonksiyonu aşağıdaki şekil 5’de gösterilmiştir (Kahnemann ve Tversky, 1979, 283).

Şekil 3.5: Ağırlıklı Olasılık Fonksiyonu



Kaynak: KAHNEMANN, D. ve A. Tversky. (1979). “A Prospect Theory an Analysis of Decision Under Risk”, *Econometrica*, Vol: 47, s. 283

Ağırlıklı olasılık fonksiyonu, Şekil 5'te gösterildiği gibi çok düşük olasılık durumları haricinde, doğrusal olmayan bir fonksiyon olarak gözükmemektedir. Bu durum şekilde kesikli çizgi ile ifade edilmiştir. Kesiksiz eğrinin anlamı ise olasılığın artması durumunda karar ağırlığının doğrusal bir şekilde artmadığını ifade etmektedir. Bu durum haricinde şekil 5 incelendiğinde Ağırlıklı olasılık fonksiyonunun, 0 ile 1 arasında değerler aldığı görülmektedir. Değer 1'e yaklaştıkça alınan kararların ve ortaya çıkan sonuçların kesinliği artarken; değer sıfıra doğru geriledikçe ortaya çıkan sonuçların gerçekleşme olasılığı da azalmaktadır (Kandır, 2006, 15-16).

3.9.2. Davranışsal Finans Modelleri

Davranışsal finans ile ilgili olarak çeşitli bilim adamları, araştırmacılar ve bu dala önem vermiş ekonomistler tarafından farklı modeller ve teoriler geliştirilmiştir. Bu modeller temelde yatırımcı kişi ya da kurumların davranışlarını temel almaktadırlar. (Ülkü, 2001, 114).

Örneğin, araştırmacılar Hong ve Stein'in, 1999 yılında yaptıkları çalışmalar ve elde ettikleri bulgular incelendiğinde, bir finans modeli oluştururken, bu modelin geçerlilik ve güvenilirliğini etkileyen ve dolayısıyla her modelde bulunması zorunlu olan kriterleri şöyle özetledikleri görülmüştür (Hong ve Stein, 1999, 1-2):

- Davranışsal finans modelleri, kendilerine yatırımcı birey ya da kurumların davranışlarını temel almalı ve araştırmacı bu durumu yapacağı çalışmalarla desteklemelidir.
- Piyasalarda oluşabilecek veya oluşan sapmaları daha rahat takip etmek adına tek bir model altında toplamalı fakat bu genel model kapsamlı bir şekilde açıklanmalıdır

- Modeller oluşturulurken verilen örnekler haricinde teste tâbii tutulacak ek tahminler de sunulmalıdır.

Yapılan çalışmalar neticesinde bilim adamları tarafından genel kabul görmüş davranışsal finans modelleri ise Tamsili Yatırımcı Modeli, Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam Modeli ve Hong ve Stein Modeli'dir.

3.9.2.1. Tamsili Yatırımcı Modeli

Tamsili yatırımcı modeli incelendiğinde, bu modelde dikkat çeken nokta yatırımcıların muhafazakârlık ve temsil edilebilirlik yanlılığı olmak üzere iki tip hataya düşmeleridir. Muhafazakârlık; bir yatırımcının elde ettiği yeni bilgi ve verilere göre davranışlarını kolay kolay değiştirememesi durumunu ifade eder. Çünkü muhafazakar yatırımcı için önemli olan önceki inanç ve davranışlarının kesinliğidir. Temsil edilebilirlik yanlılığı ise; yatırımcıların herhangi bir karar alırken en yeni, iddialı ve olağandışı gibi görünen seçeneklere aşırı önem vermesi ve bu uğurda kesinlik kazanmış olan istatistiksel verileri önemsememesi durumudur (Ülkü, 2001, 106).

Tamsili yatırımcı modelinde, muhafazakâr yatırımcı yaşanan ekonomik olaylara genelde düşük tepkiler vermekte, temsil edilebilirlik yanlılığı olan yatırımcılar ise ekonomik bir olaya çok fazla reaksiyon gösterebilmektedirler. Modelde, yatırımcıların yapacakları yatırım ile ilgili bir karar verirken değişken olarak kabul ettikleri şirket kârları da muhafazakâr ve temsil edilebilirlik yanlılığı yatırımcılar için önemlidir. (Barberis vd., 2001, 13-14).

3.9.2.2. Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam Modeli

Bu model, aşırı güven ve olayların sonuçlarını kendisi hariç diğer faktörlere bağlamak olmak üzere iki faktöre bağlı olarak kurulmuştur. Aşırı güven; yatırımcının

edindiği bilgiye olması gerekenden çok daha fazla bir şekilde güvenmesidir. Yanlış kendine atfetme olarak da adlandırılabilen yatırımcının yaşanan olayların sorumluluğunu kabul etmeme durumu ise (biased self-attribution) ise; yatırımcının aşırı güveni ile yatırım sonucunda ortaya çıkacak kâr ve zararı ilişkilendirmesi ve bu güvenin kârı arttıracacağı bir duyguya kapılması halidir (Ülkü, 2001, 107).

Bu model, az önce değinilen temsili yatırımcı modeli benzer özellikler göstermektedir. Bu modelde kendi edindiği bilgiye aşırı güven duyan yatırımcı, kamuya yönelik açıklanan bilgileri önemsememekte ve bu güveni neticesinde yatırım yapacağı şirkete olması gerekenden çok fazla önem vermektedir. Bu şekilde de o şirket aşırı şekilde değeri artmaktadır. Burada para kazandıkça yatırımcının güveni daha da artmakta ve alımlar çok daha hızlı bir şekilde gerçekleşmektedir. Fakat bu durumun uzun vadede de gerçekleşeceği kesin değildir. Her piyasada her şirket yatırımcısına kar getirebileceği gibi zarara da uğratabilmektedir. Düzeltme süreci de denen bu durum yavaş da olabileceği gibi aniden de gerçekleşebilir. Sonuç olarak bu model, hisse senedi fiyatlarının yatırımcının duyduğu aşırı güven neticesinde elde ettiği bilgiye aşırı bir şekilde önem vermesine ve kamuoyuna açıklanan bilgilere ise önem vermemesi ile ilgilidir. (Yörükoğlu, 2007, 64).

3.9.2.3. Hong ve Stein Modeli

Bu model, yukarıda bahsedilen diğer iki model ile aynı yönde hareket etmekle birlikte, temsili yatırımcı davranışlarıyla ilgilenmek yerine, yatırımcılar arasındaki karşılıklı ilişkilere önem vermektedir. Bu modele göre menkul kıymet piyasalarında “haber avcıları” (newswatchers) ve “Momentum yatırımcıları” olmak üzere iki tip yatırımcı vardır ve bu yatırımcılar sadece tek tip bir bilgi kullanmayı tercih etmemektedirler. Yani bu iki farklı yatırımcı rasyonel yani akılcı bir şekilde hareket etmemektedir. Onlar için kamuya açıklanan bilgilerin önemi sınırlıdır ve önemli olan birbirlerinin yaptıkları finansal hareketlerdir. (Hong ve Stein, 1999, 3).

4.BÖLÜM

KONUT KREDİSİNİ BELİRLEYEN FAKTÖRLERLE İLGİLİ BİR ALAN ARAŞTIRMASI

Bu bölümde araştırmanın konusu ve amacı, araştırma metodu ve sonuçlarının değerlendirilmesi yer almaktadır.

4.1. Araştırmanın Konusu ve Amacı

Konut, temel bir ihtiyaç olarak görülmekteyken, değişen ve gelişen dünya ile ülkelerin finansal piyasalarında önemli bir yer tutan sermaye piyasalarına fon sağlayan bir yatırım aracı konumuna gelmiştir. Buradan yola çıkarak son zamanlarda önemi artan davranışsal finansa değinerek, bireylerin konuta bakış açılarındaki bu farklılık araştırılarak bireylerin konut sektörüne, konut tercihi ve konut kredisi kullanımına etki eden faktörlerin analizi incelemektedir.

Bireyler yatırım kararları alırken pek çok faktörden etkilenmektedirler. Yatırımın hangi yönde olacağının yanında yatırımcıların davranışları ve psikolojisi bu faktörlerden en önemlisi olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu durum da benzer özelliklere sahip olan birçok yatırımcının aynı durum karşısında farklı kararlar veriyor olmasının temelini oluşturmaktadır. Yatırımcı davranışlarının detaylı olarak açıklaması çalışmanın üçüncü bölümü olan davranışsal finans kısmında ifade edilmektedir.

Çalışmada inceleme yapılırken konut kredisi kullanan, kullanmayan ya da kullanmayı düşünenler ayrımı gözetilmeksizin farklı demografik özelliklere sahip olan bireyler seçilmiştir. Bu bağlamda yatırımcılar cinsiyet, medeni durum gibi demografik özellikleri; konut kredisi kullanımı, konut yatırımı ve konut tercihleri gibi alt gruplar ile sınıflandırılarak değerlendirilmeye çalışılmıştır. Bu değerlendirmeler ile davranışsal finans konusunda diğer çalışmalara katkı sağlanması amaçlanmaktadır.

4.2. Araştırmanın Metodu

Çalışmamıza dair analizin yapılabilmesi için gerekli verileri elde etmek amacıyla anket yöntemi kullanılmıştır. Anket çalışmasında veriler istatistik paket programları ile analiz edilmiştir. Çalışmada kolayda örneklem yönteminden yararlanılmıştır. Anket çalışması Edirne Merkez ‘ de yaşayan bireyler üzerinde 01 – 15 Ağustos 2013 tarihleri arasında gerçekleştirilmiştir ve 320 kişi üzerinde uygulanmıştır.

4.3. Araştırma Sonuçlarının Değerlendirmesi

Araştırmada öncelikle anket sorularına verilen yanıtların mutlak ve nispi dağılımları sunularak değerlendirmeler yapılmıştır. Anketler farklı demografik özelliklere sahip bireyler üzerinde uygulanmıştır. Buna istinaden bir takım soru tipleri bireylerin çeşitli eğilimlerini ölçmek için seçilmiştir. Öncelikle anketin güvenilirlik analizi yapıp devamında bu analizde aşağıda belirtilmiş olan hipotezler incelenecektir;

4.3.1. Genel Değerlendirme

Reliability Statistics

Cronbach's Alpha	Cronbach's Alpha Based on Standardized Items	N of Items
,806	,860	38

Ankette bulunan bağımlı değişkenlerin güvenilirlik analizi hesaplandığında anketin güvenilirlik oranının %80,6 olduğu görülmektedir. Bu değer anketin uygulanması ve analizinin yapılması için oldukça makul bir orandır.

Tablo 4.1: Anket Katılımcılarının Cinsiyetlerine Göre Dağılımı

Cinsiyet	Frekans	Yüzde
Kadın	142	44,4
Erkek	178	55,6
Total	320	100,0

Tablo 4.1’de görüldüğü gibi anket katılımcılarının %44.4’ü kadınlar, %55.6’sı erkekler oluşturmaktadır. Katılımcılar tesadüfi olarak seçilmiştir.

Tablo 4.2: Anket Katılımcılarının Medeni Duruma Göre Dağılımı

Medeni durum	Frekans	Yüzde
Bekar	109	34,1
Evli	211	65,9
Total	320	100,0

Tablo 4.2’de görüldüğü gibi anket katılımcılarının %34.1’i bekar, %65.9’u ise bekaardır. Bu dağılım medeni duruma ilişkin hipotezlerin test edilmesi için uygundur.

Tablo 4.3: Anket Katılımcılarının Yaşlarına Göre Dağılımı

Yaş	Frekans	Yüzde
18-24	20	6,2
25-34	109	34,1
35-44	91	28,4
45-54	83	25,9
55 ve +	17	5,3
Total	320	100,0

Tablo 4.3’de görüldüğü gibi anket katılımcılarının yaş aralıklarına bakıldığında çoğunluk orta yaş grubunda yer almaktadır.

Tablo 4.4’de katılımcıların eğitim düzeylerine göre dağılımı görülmektedir. Katılımcıların % 43.8’i lisans, % 25.9’u lise mezunudur. Bu oranlar katılımcıların konut kredisi, konut tercihini ve konut yatırımını etkileyen hipotezler araştırılması için uygundur.

Tablo 4.4: Anket Katılımcılarının Eğitim Düzeylerine Göre Dağılımı

Eğitim Düzeyi	Frekans	Yüzde
İlköğretim	26	8,1
Lise	83	25,9
Önlisans	57	17,8
Lisans	140	43,8
Lisansüstü	14	4,4
Total	320	100,0

Tablo 4.5: Anket Katılımcılarının Çalışma Durumu

Çalışma durumu	Frekans	Yüzde
Çalışıyor	264	82,5
Çalışmıyor	52	16,2
Yarı zamanlı	4	1,2
Total	320	100,0

Tablo 4.6: Anket Katılımcılarının Çalıştığı Kurum

Çalıştığı kurum	Frekans	Yüzde
Kamu	156	48,8
Özel	112	35,0
Çalışmıyor	52	16,2
Total	320	100,0

Tablo 4.5'e göre katılımcıların büyük bir çoğunluğu (%82.5) çalışmaktadır ve tablo 4.6'ya göre dağılımları birbirine yakın oranlarda kamu ve özel sektörden oluşmaktadır. Bu farklılık analizde yapılacak olan karşılaştırmalar için uygun bir orandır.

Tablo 4.7: Anket Katılımcılarının Aylık Gelir Düzeyi

Gelir Düzeyi	Frekans	Yüzde
0-1000	73	22,8
1001-2000	91	28,4
2001-3000	117	36,6
3001-4000	25	7,8
4001-5000	7	2,2
5001 ve+	7	2,2
Total	320	100,0

Tablo 4.7'ye göre katılımcıların gelir düzeyleri çoğunlukla 1000-3000 TL arasındadır. Gelir düzeylerine göre analizin yapılması için uygundur.

Tablo 4.8: Daha Önce Konut Kredisi Kullandınız Mı ?

Yanıtlar	Frekans	Yüzde
Kullandım evet	28	8,8
Kullandım halen ödüyorum	41	12,8
Hayır kullanmadım	251	78,4
Total	320	100,0

Tablo 4.8'ye göre katılımcıların önemli çoğunluğu(%78) konut kredisi kullanmamıştır. Son zamanlarda kanunda yapılan değişikliklerle daha cazip hale getirilen konut sektörüne rağmen kredi kullanım tercihini etkileyen faktörler analiz kısmında incelenecektir.

Tablo 4.9: Şuan Sahip Olduğunuz Konutunuz Var Mı?

Yanıtlar	Frekans	Yüzde
Kiracıyım konutum yok	52	16,2
Kiracıyım konutum var	18	5,6
Yakınımın evinde kalıyorum	40	12,5
Kendi evim	161	50,3
Lojman	34	10,6
Diğer	15	4,7
Total	320	100,0

Tablo 4.9' a göre katılımcıların %50 oranından fazlası konuta sahiptir. Tablo 4.8'e göre konut kredisi kullanım oranı düşük olmasına rağmen konut sahibi olan katılımcı oranı yüksektir. Buradan yola çıkarak bireyler kredi kullanmak yerine alternatif yollarla konut edinmeyi tercih etmektedirler.

Tablo 4.10: Konut Bedelinin % Kaçına Kadar Kredi Kullanmayı Tercih Edersiniz?

Yanıtlar	Frekans	Yüzde
10-20	58	18,1
21-30	53	16,6
31-40	50	15,6
41-50	71	22,2
51-75	88	27,5
Total	320	100,0

Tablo 4.10'da görüldüğü gibi katılımcılar çoğunluğu tasarruf miktarları %50 oranına yaklaştığında kredi kullanmayı tercih etmektedir. Bu oran tasarruf düzeyinin konut kredisi kullanmak isteyen bireylerde önemli bir faktör olduğunu göstermektedir.

Tablo 4.12: Tasarruflarınızın Toplam Değeri Kaç TL'ye Ulaştınca Konut Almayı Düşünürsünüz?

Yanıtlar	Frekans	Yüzde
10000-20000	18	5,6
30000-40000	59	18,4
50000-60000	111	34,7
70000-80000	72	22,5
90000-+	60	18,8
Total	320	100,0

Bir önceki soruyla bağlantılı olarak katılımcılara yöneltilen tablo 4.11'e göre önemli bir çoğunluk 50.000 TL ve üzeri düzeyinde tasarruf miktarında konut alımına yönelmeyi tercih etmektedir. Ortalama standartlarda bir konut fiyatı da 150.000- 170.000 TL arasında olduğuna göre yine burada tasarruf düzeyinin önemi görülmektedir.

Tablo 4.13: Sizce Konut Kredisi Kullanmak İçin En Uygun Dönem Hangisi?

Yanıtlar	Frekans	Yüzde
1.çeyrek	50	15,6
2.çeyrek	27	8,4
3.çeyrek	37	11,6
4.çeyrek	40	12,5
Dönem önemsiz	166	51,9
Total	320	100,0

Tablo 4.13'de görüldüğü gibi katılımcıların % 51,9'luk kısmı kredi kullanmak için dönem önemsiz olarak belirtmişlerdir. Diğer katılımcıların dönem ayrımları ise yaklaşık olarak birbirine yakın oranlardan oluşmaktadır. Buna göre dönem ayrımı, kredi kullanılması tercih edilen aylar, katılımcılar için genel olarak farklılık yaratmamaktadır.

Katılımcılara uygulanan likert tipi maddeler anket çalışmasında 3 kısımdan oluşmaktadır.

Konut kredisinin kullanımı etkileyen faktörler			Hiç Katılmıyorum	Katılmıyorum	Fikrim yok	Katılıyorum	Kesinlikle katılıyorum
X1	Faiz oranları önemlidir	fi %fi	3 0.9	10 3.1	6 1.9	102 31.9	199 62.2
X2	Vadelerin uygun olması önemlidir	fi %fi	1 0.3	8 2.5	2 0.6	114 35.6	195 60.9
X3	Gelir düzeyim önemlidir	fi %fi	1 0.3	8 2.5	1 0.3	128 40	182 56.9
X4	Kredinin hızlı çıkması önemlidir	fi %fi	7 2.2	16 5	12 3.8	145 45.3	140 43.8
X5	Kredinin ara ödemeli olması önemlidir	fi %fi	44 13.8	72 22.8	45 14.1	84 26.2	74 23.1
X6	Kredide yeniden yapılandırma olması önemlidir	fi %fi	4 1.2	8 2.5	7 2.2	94 29.4	207 64.7
X7	Kredinin işlem masrafları önemlidir	fi %fi	5 1.6	15 4.7	24 7.5	116 36.2	160 50
X8	Bankanın krediyle ilgili yaptığı reklam kampanyaları önemlidir	fi %fi	30 9.4	57 17.8	46 14.4	126 39.4	61 19.1
X9	Kredi kullanılacak bankadaki çalışanları tanıyor olmak önemlidir	fi %fi	39 12.2	88 27.5	28 8.8	107 33.4	58 18.1
X10	Daha önce çalıştığınız banka olması önemlidir	fi %fi	26 8.1	66 20.6	26 8.1	129 40.3	73 22.8
Konut alımını etkileyen faktörler							
X11	Konutun yaşadığınız semte yakınlığı önemlidir	fi %fi	11 3.4	47 14.7	7 2.2	175 54.7	80 25
X12	Konutun çalıştığınız yere yakın olması önemlidir	fi %fi	11 3.4	36 11.2	11 3.4	179 55.9	83 25.9

X13	Konutun bulunduğu çevredeki bireylerin sosyo-ekonomik yapısı önemlidir	fi %fi	6 1.9	19 5.9	13 4.1	156 48.8	126 39.4
X14	Konutun kira gelirinin yüksekliği önemlidir	fi %fi	8 2.5	14 4.4	20 6.2	150 46.9	128 40
X15	Konutun değerinin giderek artması önemlidir	fi %fi	6 1.9	7 2.2	7 2.2	127 39.7	173 54.1
X16	Konutun yeni proje olması önemlidir	fi %fi	2 0.6	19 5.9	12 3.8	153 47.8	134 41.9
X17	Konut fiyatlarının düşmesi önemlidir	fi %fi	19 5.9	19 5.9	20 6.2	141 44.1	121 37.8
X18	İnşaat firmasının konutu zamanında teslim etmesi önemlidir	fi %fi	5 1.6	4 1.2	4 1.2	127 39.7	180 56.2
X19	İnşaat firmasının referansları önemlidir	fi %fi	3 0.9	10 3.1	17 5.3	126 39.4	164 51.2
X20	İnşaat firmasının daha önceki projeleri önemlidir	fi %fi	2 0.6	7 2.2	11 3.4	127 39.7	173 54.1
X21	Konutun depreme dayanıklılığı önemlidir	fi %fi	3 0.9	2 0.6	4 1.2	73 22.8	238 74.4
X22	Konutun sosyal tesis özelliklerinin olması önemlidir	fi %fi	4 1.2	25 7.8	25 7.8	143 44.7	123 38.4
X23	Konutun site içinde olması önemlidir	fi %fi	5 1.6	30 9.4	19 5.9	146 45.6	120 37.5
X24	Sitenin işletme giderlerinin aylık maliyeti önemlidir	fi %fi	3 0.9	18 5.6	13 4.1	151 47.2	135 42.2
Konutun Nasıl Bir Yatırım Aracı Olarak Görüldüğü ve Neden Tercih Edildiği							
X25	Daha çok konut edinmemi sağlar	fi %fi	18 5.6	50 15.6	28 8.8	155 48.4	69 21.6

X26	Tasarruflarımı artırarak daha çok konut sahibi olmamı sağlar	fi %fi	15 4.7	47 14.7	30 9.4	151 47.2	77 24.1
X27	Konut sahibi olmak beni mutlu eder	fi %fi	3 0.9	20 6.2	10 3.1	161 50.3	126 39.4
X28	Konut sahibi olmak yaşam standardımı artırır	fi %fi	6 1.9	27 8.4	24 7.5	141 44.1	122 38.1
X29	Konutunun olması bana güven verir	fi %fi	16 5	106 33.1	13 4.1	115 35.9	70 21.9
X30	Konut kredisi ödemelerim beni rahatsız eder	fi %fi	16 5	106 33.1	13 4.1	115 35.9	70 21.9
X31	Konut almak yerine döviz almak daha karlı bir yatırımdır	fi %fi	55 17.2	160 50	60 18.8	25 7.8	20 6.2
X32	Konut almak yerine altın almak daha karlı bir yatırımdır	fi %fi	42 13.1	159 49.7	62 19.4	38 11.9	19 5.9
X33	Konut almak yerine borsada yatırım yapmak daha karlı bir yatırımdır	fi %fi	66 20.6	167 52.2	52 16.2	22 6.9	13 4.1
X34	Konut almak yerine mevduat daha karlı bir yatırımdır	fi %fi	51 15.9	167 52.2	55 17.2	35 10.9	12 3.8
X35	Konut kredisi ile konut almak yatırım yapmak için etkin bir yoldur	fi %fi	16 5	52 16.2	50 15.6	151 47.2	51 15.9
X36	Konut kredisi kullanmak zorunlu tasarruf etmeye imkan sağlar	fi %fi	9 2.8	32 10	36 11.2	170 53.1	73 22.8
X37	Konut almak en risksiz yatırım aracıdır	fi %fi	5 1.6	61 19.1	43 13.4	137 42.8	74 23.1
X38	Konut almak en güvenilir yatırım yoludur	fi %fi	4 1.2	40 12.5	35 10.9	144 45	97 30.3

Konut kredisinin kullanımını etkileyen faktörlerden faiz oranı bilindiği üzere düzenlenen bir borç ilişkisinin sonucunda elde edilen getiri oranı olarak ifade edilmektedir. Kullanılması düşünülen konut kredisinin tercihinde faiz oranının önemlilik düzeyi katılımcılara sorulmuştur. Faizin gösterildiği X1 değişkene göre de katılımcıların % 94'lük önemli bir çoğunluğu kredi faiz oranının kredi kullanım tercihinde önemli olduğunu göstermektedir.

Diğer bir etmen madde olarak vade ise bir kredinin ne zaman geri ödeneceğinin ya da ne kadar süre ile kullanılacağına dair, kredi kullandırma işlemi yapılmadan önce belirlenen tarih olarak ifade edilmektedir. Alınan kredilerin kullandırıldıktan belli bir süre sonra (vadesinde) bankaya geri ödenmesi gerekmektedir. Bu aşamada kullanılacak kredinin vadesinin bireylerin kredi tercihindeki önem düzeyi araştırıldığında X2 değişkenine göre %96 gibi önemli bir çoğunluk “katılıyorum” veya “kesinlikle katılıyorum” cevaplarını vererek, kredide vade oranının katılımcılar için önemli olduğunu göstermektedir.

Gelir Düzeyine gelince kişinin yaşam düzeyini gösteren maddi durum olarak da ifade edilen bir kavramdır. Katılımcılara faktörün önemlilik düzeyi sorulduğunda yaklaşık olarak %96'lık önemli bir çoğunluk “katılıyorum” veya “kesinlikle katılıyorum” cevaplarını vermiştir. Bu da katılımcılar için kredi tercihinin etkileyen bir diğer önemli faktör olduğunu göstermektedir.

Bir diğer faktör olan kredinin özelliklerinde ise kullanılması düşünülen kredinin birkaç özelliği katılımcılara sorularak bu faktörün önemlilik düzeyi ölçülmeye çalışılmıştır. Bu faktör altında kredinin hızlı çıkması, kredide yapılandırma olması ve işlem maliyetleri önemlidir gibi seçenekler sorulmuştur.

x4 değişkenine göre katılımcıların %89'luk kısmı kredinin hızlı çıkması önemlidir seçeneğine katıldıklarını belirtmiştir. Kredinin kullanılmaya karar verilmesinin ardından kredinin çıkarılma süresinin hızlı olması, ihtiyaca uygun sürede yanıt verilmesi katılımcılar için önem verilen bir faktör olarak görülmektedir.

X6 ve X7 değişkenlerinde görüldüğü gibi katılımcıların büyük bir çoğunluğu kredi masraflarının düşüklüğü ve yeniden yapılandırma olması seçeneklerinin önemli olduğu görüşünü savunmaktadır.

Katılımcılara uygulanan anket çalışmasında bağımlı değişkenlerin analiz edilmesi aşamasında konut almak için etkili olan faktörlerin incelenmesi bir diğer kısmı oluşturmaktadır. Bu faktörler 4 aşamadan oluşmaktadır.

Konut alımında etkili olan semt/yer faktöründe alınması düşünülen konutun çalışılan yere, yaşanılan yere yakın olması ve konutun bulunduğu çevredeki bireylerin sosyo-ekonomik yapısı gibi seçeneklerin önem dereceleri katılımcılara sorulmuştur.

Konut tercihinde ilk olarak X11’ de konutun çalıştığımız yere yakın olması seçeneği katılımcılar için yaklaşık olarak %83’ü tarafından önemli olarak belirtilmiştir. Ayrıca X12 ve X13’ de yer alan diğer faktörlerde katılımcılar için bu oranın üzerinde değerde önem arz etmektedir. Katılımcıların tercihlerinde konutun lokasyon özelliklerinin önemli olduğu sonucu çıkarılmaktadır.

Bir diğer etmen olan konutun gelecekteki değer artışı faktöründe konutun kira getirisinin yüksekliği, konut değerinin yıllar itibariyle artış göstermesi, yeni bir konut projesi olması ve konut alınması planlanan yılda konut fiyatlarında meydana gelen düşüş gibi seçeneklerden oluşmaktadır.

Katılımcıların yukarıdaki X14 değişkenine verdiği yanıtlara göre; alacağı konutun yıllık kira getiri önemli bir çoğunluk için önemli olarak ifade edilmektedir. Bununla birlikte X15değişkenine göre de konutun yıllar itibariyle artan değeri de katılımcılar için kazanç sağlayacağı için önemli görülmektedir. Ayrıca X16 ve 17 değişkenlerine bakıldığında konutun özellikle yeni proje olması, depremde sonra yapılmış olması ve konutun alınması planlanan dönemde konut fiyatlarında yaşanan düşme eğilimi katılımcılar için konut tercihini daha cazip bir hale getirmektedir.

Bir diğer etkileyen faktör ise müteahhit firmanın konut sektöründeki yeri ise öncelikle X18’de katılımcılara konutun zamanında teslimi önemlidir sorusu sorularak, katılımcılardan %90’ a yakın bir oranda “katılıyorum” ve “kesinlikle katılıyorum” yanıtları alınmıştır. Bu oran müteahhit firmanın konut inşasında taahhüt ettiği sürede konutu bitirip teslim etmesinin konut tercihini etkilemede önemli bir faktör olduğunu göstermektedir. X19 ve X20’ de yine müteahhit firma ile ilgili katılımcılara yöneltilen inşaat firması ile ilgili alınan referanslar ve inşaat firmasının konut inşasında kullandığı malzemelerin kalitesi önemlidir sorularına katılımcıların büyük bir çoğunluğu “katılıyorum” ve “kesinlikle katılıyorum “ yanıtlarını vererek, konut almadan önce inşaat firmasıyla ilgili gerek referans araştırması gerekse konut inşasındaki kullanılan malzemelere dikkat ettiği sonucu karşımıza çıkmıştır.

Son faktör olarak konutun özellikleri de Konut alımını etkileyen bir diğer faktör ve temel olarak alınması düşünülen konut ile ilgili konutun farklı özelliklerini içeren sorular katılımcılara yöneltilmiştir. Bunun sonucunda konutun depreme dayanıklılığı önemlidir sorusuna %97’lik bir oranla önemli olduğu ortaya çıkmaktadır. Türkiye’nin deprem kuşağında olan bir ülke olması nedeniyle konut almayı düşünen bireylerin bu faktöre önem vermesi bu durumun doğal bir sonucu olarak karşımıza çıkmaktadır.

X22’ de katılımcılara sorulan konutun sosyal tesis özelliklerinin olması önemlidir sorusuna büyük bir çoğunluğu “katılıyorum” yanıtını vermiştir. Konut alanı içerisinde spor, yürüyüş, yüzme gibi aktiviteleri içeren bununla birlikte otopark, oyun parkı gibi tesisleri de içerisinde barındıran konutların daha çok tercih edildiğini göstermektedir. Bununla birlikte bu tesislerin yapılması sitesinin aylık maliyetini oluşturan site aidatlarını da etkilemektedir. X24’de katılımcılara yöneltilen aylık maliyetler önemlidir sorusuna %89 oranında katılıyorum yanıtlarının verilmesi, konutun site içerisinde olması ve sosyal tesis özelliklerinin gelişmiş olması konut tercihinde önemli faktörler olduğunu göstermektedir.

Uygulanan analizin son aşamasında katılımcıların konutu nasıl bir yatırım aracı olarak gördükleri ve neden tercih ettikleri üzerine 5 faktörden oluşan sorular yöneltilmiştir.

Davranışsal olarak katılımcılara X25 ve X26 ‘da yöneltilen sorularla ölçülmeye çalışılmıştır. Yaklaşık olarak % 70 oranında sorulara “katılıyorum” ve “kesinlikle katılıyorum” yanıtları verilmiştir. Buradan yola çıkarak katılımcılar konut sahibi olabilmek için fiili olarak daha çok konut sahibi olmak amacıyla bunu tasarruflarını artırarak gerçekleştirmektedir.

Bir diğer faktör olarak duygusal boyutta katılımcılar incelenmiştir. Değişken X27, X28 ve X29’da yöneltilen sorularda hangi olumlu duygularla konut alımına yöneldikleri ölçülmeye çalışılmıştır. Bu amaçla; konut sahibi olmak katılımcılarda güven hissi yaratmaktadır ve mutlu olmalarını sağlamaktadır. Aynı zamanda katılımcılar yaşam standartlarında artış sağladığını da düşünmektedir. Tablolara bakıldığında çıkan oranlar da bu görüşü desteklemektedir.

Bir diğer faktör olarak kaygısal boyutta katılımcılara sorular sorulmuştur. Burada ki amaç katılımcılar hangi olumsuz duygu ya da düşüncelerle konut kredisi kullanımını tercih etmemektedir ve diğer finansal yatırım araçlarıyla karşılaştırıldığında konutu yatırım aracı olarak tercih etme oranlarını araştırmaktır. X30’da konut kredisi ödemelerinin olması yaklaşık olarak % 56 oranında katılımcılar üzerinde rahatsızlık yarattığı sonucu görülmektedir. Ancak buna rağmen konut almak yerine diğer finansal yatırım araçları olan döviz, altın, borsa ve mevduat daha karlı bir yatırım aracıdır diye sorulduğunda X31, X32, X33, X34’ e “katılıyorum” ya da “kesinlikle katılıyorum” yanıtları % 16’lık gibi bir oranın üzerine çıkamamıştır. Bunun sonucunda da konut kredisi ödemeleri katılımcılar üzerinde olumsuz bir duygu yaratsa da diğer yatırım araçlarına göre konut daha karlı bir yatırım aracı olarak görüldüğünü söyleyebiliriz.

Kavramsal olarak katılımcılara yöneltilen sorularda amaç konut alımına bakış açılarını araştırmaktır. İlk olarak konut kredisi kullanımıyla konut almak

yatırım için etkin bir yoldur diye sorulduğunda yaklaşık olarak % 63 oranında olumlu yanıt alınmıştır. Buradan yola çıkarak katılımcılar konut alımını etkin bir yatırım aracı olarak tercih etseler de konut kredisi kullanımını bunun yanında olumsuz bir etken olarak görmektedirler. Bu sebeple etkinlik oranı biraz alt seviyelerde kalmıştır. Konut kredisi kullanmak katılımcılar için zorunlu tasarruf etme anlamına gelme oranı ise %75 olarak görülmektedir.

Son faktör olarak güvenilirlikte ise katılımcılara konut almak en risksiz ve güvenilir yatırım aracı olarak görülmekte midir soruları yöneltilmiştir. Değişken X37 ve X38' e göre % 65 ve % 75 oranlarıyla konut alımını risksiz ve güvenilir görmeleri nedeniyle tercih oranlarının yüksek olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

SONUÇ

Bireylerin en temel ihtiyacı olan barınma, ihtiyaçlar hiyerarşisini oluşturan Maslow'un da belirttiği gibi ilk sırada yer almaktadır. Bu tez çalışmasının da çıkış noktasını oluşturan konut ihtiyacı, günümüz ekonomisinde daha gelişmiş bir konut finansman sistemiyle karşımıza çıkmaktadır.

Konut finansman sisteminin ortaya çıkış sürecinin detaylı olarak anlatıldığı ilk bölümde sistemin yıllar itibariyle ülke ekonomilerinde artan önemi ve gelişimi açıklanmaktadır.

Konut finansman sisteminin uygulanış biçimi gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde farklılık göstermektedir. Bu farklılık sektörün gelişmesiyle birlikte daha gelişmiş konut piyasasının oluşmasını sağlamaktadır. Konut, temel bir ihtiyaç olarak görülmektedirken, globalleşen dünya ile ülkelerin finansal piyasalarında önemli bir yer tutan sermaye piyasalarına fon sağlayan bir sektör konumuna gelmiştir. Buradan yola çıkarak son zamanlarda önemi artan davranışsal finansa değinerek, bireylerin konuta bakış açılarındaki bu farklılık araştırılarak bireylerin konut sektörüne, konut tercihi ve konut kredisi kullanımına etki eden faktörlerin analizi incelemektedir. Bu inceleme yapılırken uygulanan anket çalışması; Edirne Merkez'de yaşayan konut kredisi kullanan, kullanmayan ya da kullanmayı düşünenler ayrımı gözetilmeksizin farklı demografik özelliklere sahip bireyler rastgele seçilmiştir.

Çalışmanın son bölümü olan analiz kısmında bireylerin konut yatırımına bakış açısı ile ilgili tercihlerini etkileyen faktörlerin incelenmesi için yapılan anket çalışmasının güvenilirlik oranı % 80.6 olduğu ve bu oranın da anketin uygulanması, analizin yapılması ve sonuçlarının değerlendirilmesi için yeterli bir oran olmaktadır. Uygulanan 320 adet anketin analizinden çıkan verilere göre kamu alanında çalışan bireyler, özel sektörde çalışan ya da çalışmayan bireylere göre faiz oranını daha fazla önemsemektedir. Bu durum kamu çalışanlarının diğer bireylere göre daha tedbirli bir hayat tarzlarının olmasından dolayı sorumluluğunu alacakları faiz yükünü kendi

şartlarıyla detaylı olarak mukayese etmek istemelerinden kaynaklanmaktadır. Ankette yapılan bir diğer çalışma ile bireylerin gelir düzeylerini önemseme derecesi ve yatırım yapmadan önce ne kadarlık bir tasarruf miktarına ihtiyaç duyduğu araştırılmaktadır. Ankete katılan bireylerin çoğu 50.000 TL’lik tasarruf miktarına konut yatırımı yapmak için yeterli görmektedir. Anketin gerçekleştirildiği Edirne / Merkez konut fiyatlarının ortalama olarak 150.000- 175.000 TL olduğu düşünülürse, bireyler konut fiyatının yaklaşık olarak % 70’ni kredi çekme yoluyla karşılama eğiliminde oldukları görülmektedir. Bu oran da ankete katılan bireylerin risk alma eğilimlerinin yükseğe yakın olduğunu ortaya koymaktadır. Analizden çıkarılan bir başka husus da kamu ve özel kurum çalışanlarının yaklaşık %70’i konut alma seçeneğini diğer yatırım seçeneklerine göre en karlı yatırım aracı olarak görmektedir. Bu durum aslında tüm çalışanların potansiyel yatırım yapma kararlarını konut almadan yana kullanacaklarını göstermektedir. Diğer analizlerde kamu ve özel kurum çalışanları faiz oranını önemseme dereceleri incelenmektedir. Bu sonuçlar ile kamu ve özel sektör çalışanlarının risk alma eğilimlerine göre çeşitli mortgage seçeneklerine potansiyel konut alma kararlarının hayata geçirilmesi sağlanmaktadır.

Tez çalışmasının üçüncü bölümünü oluşturan davranışsal finans kısmında yer alan teoriler katılımcılara yöneltilen davranışsal sorularla ilişkilendirilerek açıklanmaya çalışılmıştır. Davranışsal finans piyasalarda yaşanabilecek sapmaların veya karmaşıklıkların yatırımcıların duygusal ya da akılcı olmayan davranışlarla açıklanmaya çalışılması olarak ifade edilmektedir. Bu noktada davranışsal finans yatırımcıların daha detaylı analiz edilmesini sağlayarak ne, nasıl, neden gibi sorulara cevap bulmaya çalışmaktadır.

Davranışsal finansın son yıllarda önem kazanmasından önce yatırımcılar üzerinde birçok model ortaya çıkmıştır. İnsanlar üzerinde temel olarak kabul edilen “Homo economicus” sisteminde yatırımcıların gerek bugün gerekse gelecekte alacakları kararlarında ve eylemlerinde tutarlı, akılcı olmaya ve net bilgiler vermeye çalıştıklarını kabul etmektedir. Ancak D. Kahnemann ve A. Tversky bilim adamlarının çalışmalarıyla davranışsal finansa yeniden yön verilmiştir. Yapılan çalışmalar sonucunda yatırımcılar için önemli olanın parasal kazanç olmadığı

yatırımcıların elde ettikleri memnuniyetin maksimum düzeye ulaşması olduğu ortaya çıkmıştır. Bir diğer önemli nokta ise yatırımcıların mal varlıklarında ki değişime odaklanmış oldukları ve bireylerin sistematik veya sistematik olmayan riskten kaçınarak buna uygun davranışlar sergiledikleri ortaya çıkmıştır.

Davranışsal finansın artan önemi ile birlikte bireylerin yatırım kararlarında etkili olan faktörler daha geniş bir bakış açısıyla incelenmektedir. Uygulanan anket çalışmasında da konut yatırımında bireylerin yatırım imkanları olması durumunda finansal piyasalara yönelmek ya da diğer menkul yatırım araçlarını tercih etmek yerine konut alımına yöneldikleri araştırılmaya çalışılmıştır. Bu araştırma sonuçları karşılaştırmalı olarak açıklanmıştır. Bunun sonucunda yatırımcıların psikolojik ve sosyolojik farklılıkları neticesinde aldıkları kararların da değişiklik gösterdiği ve ayrıca bireylerin demografik ya da sosyal durumlarının aynı olmasına rağmen aldıkları yatırım kararlarının farklılık gösterdiği ortaya çıkmıştır.

KAYNAKÇA

KİTAPLAR

ALİ, A. (2009). *Modern Konut Finansmanı*, Ankara: SPK Yayınları.

APAK, S. – DEMİREL, E. (2009). *Finansal Yönetim*, İstanbul: 1.baskı, Papatya Yayıncılık.

BALOĞLU, B. ve diğer. (2007) *100 Soruda Mortgage Uygulamaları*, İstanbul: İTO yayın no:30.

Bir Finanslama Yöntemi Olarak Menkul Kıymetleştirme: İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetleştirme ve Türkiye Uygulaması, İstanbul Ticaret Odası, Yayın no:2005, Sayı:13.

DOĞRU, H. (2007). *Menkul Kıymetleştirme Mortgage: Genel ve Hukuki Esaslar*, İstanbul: 1.baskı, Doğru Yayıncılık.

DÖM, S. (2003). *Yatırımcı Psikolojisi*, İstanbul: Değişim Yayınları.

Mortgage İpoteğe Dayalı Uzun Vadeli Konut Kredisi, İstanbul: İktisadi Araştırmalar Vakfı Yayını. (2001)

OKKA, O. (2005). *Finansal Yönetime Giriş*, Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.

OY, O. (2007) *Türkiye’de Mortgage Uygulaması*, İstanbul: Beta yayıncılık.

ÖNAL, Y. B. ve M. Topaloğlu. (2007). *İpotekli Konut Finansmanı ve Hukuku: Mortgage (Tutsat)*, Adana: Karahan Kitabevi.

ÖZYÜKSEL OKSAY, S. (2007). *Türkiye’de Mortgage Sistemi ve İlgili Mevzuat*, İstanbul: Türkiye Sigorta Enstitüsü Vakfı.

TUFAN, E. (2006). *Davranışsal Finans*, Ankara: Orion Yayınevi

TÜRKÖ, M. (1999). *Finansal Yönetim*, İstanbul: Alfa Basın Yayın Dağıtım.

UĞUR, A. (2007). *Mortgage*, İstanbul: Destek Yayınları.

YETGİN, F. (2007). *Mortgage Sistemi: Türkiye(Teori-Uygulama)*, İstanbul: Dünya Yayıncılık, 1.basım.

YÜKÇÜ, S., M. Durukan ve E. Özkol. (1999). *Finansal Yönetim*, İzmir: Vizyon Yayınları.

SÜRELİ YAYINLAR

ABARBANELL, J. ve V. Bernard. (1992). “Tests Of Analysts’ Overreaction/Underreaction To Earnings Information As An Explanation For Anomalous Stock Price Behavior”, *Journal of Finance*, Vol: 47, https://umdrive.memphis.edu/cjiang/www/teaching/fir8-7710/paper/abarbanel_jf92.pdf, (Erişim Tarihi: 14.05.2013).

ALTINIRMAK, S., A. Afşar ve C. Hacıköylü. (2013). “Emlak Finans ve Emlak Değerleme”, *Anadolu Üniversitesi, Açıköğretim Fakültesi Yayınları*, No: 1731, <http://e-ogrenme.anadolu.edu.tr/ekitap/emv204u.pdf>, (Erişim Tarihi: 20. 05. 2013).

BARBER, B. ve T. Odean. (2001). “Boys Will Be Boys: Gender, Overconfidence, And Common Stock Investment”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol:116, <http://faculty.haas.berkeley.edu/odean/papers/gender/BoysWillBeBoys.pdf>, (Erişim Tarihi: 13.05.2013).

BARBER, M. ve T. Odean. (1999). “The Courage of Misguided Convictions”, *Financial Analysts Journal*, www.andreisimonov.com/Class/FAJ%20NovDec99%20Barber%20and%20Odean.pdf, (Erişim Tarihi: 10.05.2013).

BARBERİS, N., A. Shleifer ve R. Vishny, (1998). “A Model Of Investor Sentiment”, *Journal of Financial Economics*, C:49, S:1, <http://www.lsvasset.com/pdf/Investor-Sentiment.pdf>, (Erişim Tarihi: 11. 05. 2013).

BİKHCHANDANİ, S., D. Hirshleifer ve I. Welch. (1998). “Learning From The Behavior Of Others: Conformity, Fads, And Informational Cascades”, *Journal of Economic Perspectives*, <http://marshallinside.usc.edu/mweinstein/teaching/fbe552/552secure/notes/fads%20paper%20from%20jep.pdf>, (Erişim Tarihi: 14.05.2013).

BOSTANCI, F. (2003). “Davranışçı Finans”, *Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları*, Yayın no: 157. <http://www.spk.gov.tr/yayingoster.aspx?yid=399&ct=f&action=displayfile>, (Erişim Tarihi: 10.05.2013).

CHAN, E., M. Davis ve J. Gyntelberg. (2006). “The Role Of Government Supported Housing Finance Agencies In Asia” *BIS Quarterly Review*, http://www.bis.org/publ/qtrpdf/R_Qt0612h.Pdf, (Erişim Tarihi: 21.05.2013).

CUNNINGHAM, L.A. (2002). “Behavioral Finance and Investor Governance”, *Public Law and Legal Theory Research Paper Series*, No: 32, http://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID255778_code010123530.pdf?abstractid=255778&mirid=1, (Erişim Tarihi: 11.05.2013).

- DANIEL, K., D. Hirshleifer ve A. Subrahmanyam. (1998). “Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions”, *The Journal of Finance*, Vol. 53, <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/0022-1082.00077/pdf>, (Erişim Tarihi: 11.05.2013).
- DEMİRELLİ, E. (2008). “Etkin Pazar Kuramından Sapmalar: Finansal Anomalileri Etkileyen Makro Ekonomik Faktörler Üzerine Bir Araştırma”, *Ege Akademik Bakış Dergisi*, C:8, S:1, http://www.arastirmax.com/system/files/dergiler/2054/makaleler/8/1/arastirmax_2853_pp_215-241.pdf, (Erişim Tarihi: 11.05.2013).
- DİNG, D., C. Charoenwong ve R. Seetoh. (2004). “Prospect Theory, Analyst Forecasts, and Stock Returns”, *Journal of Multinational Financial Management*, http://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID566961_code71659.pdf?abstractid=566961&mirid=1, (Erişim Tarihi: 15.05.2013).
- EGE, İ., E.E. Esat ve D. Coşkun, (2012), “Davranışsal Finans ve Anomaliler: Ocak Ayı Anomalisinin İMKB’de Test Edilmesi”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, S:1, <http://journal.mufad.org/attachments/article/672/11.pdf>, (Erişim Tarihi: 11.05.2013).
- FRANKFURTHER, G. ve E. McGoun, (2000). “Market Efficiency or Behavioral Finance: The Nature of the Debate”, *Journal of Psychology and Financial Markets*, Vol:1, No. 3&4. http://www.tandfonline.com/doi/pdf/10.1207/S15327760JPFM0134_5#.UY0yPaIqycE, (Erişim Tarihi: 10.05.2013)
- FRENCH, K.R. ve J. M. Poterba. (1991). “Investor Diversification And International Equity Markets”, *American Economic Review*, Vol:81, http://www.nber.org/papers/w3609.pdf?new_window=1, (Erişim Tarihi: 11.05.2013).
- FULLER, J. S. (2000). “Behavioral Finance and the Sources of Alpha”, *Journal of Pension Plan Investing*, Vol:2 No:3, <http://www.acsu.buffalo.edu/~>

keechung/Collection%20of%20Papers%20for%20courses/Behavioral%20Finance%20and%20Sources%20of%20Alpha.pdf, (Erişim Tarihi: 10.05.2013).

GUNAY, S.G. ve E. Demirel. (2011). “Interaction between Demographic and Financial Behavior Factors in Terms of Investment Decision Making”, *International Research Journal of Finance and Economics*, Vol:66, <http://ehis.ebscohost.com/ehost/pdfviewer/pdfviewer?sid=9ed04dc4-735b-427b-acd1-e7eeb7d197e0%40sessionmgr111&vid=1&hid=101>, (Erişim Tarihi: 15.07.2013).

GÜNAY, S. – APAK, S. (2011). *A new housing finance model for the base of the pyramid: The case of Turkey*, *African Journal of Business Management*, Vol. 5(5), <http://www.academicjournals.org/AJBM>.

HONG, H. ve J.C. Stein. (1999). “A unified theory of underreaction, momentum trading and overreaction in asset markets”, *Journal of Finance*, http://www.nber.org/papers/w6324.pdf?new_window=1, (Erişim Tarihi: 15.05.2013).

HWANG, M., J.M. Quigley ve J.Y. Son. (2006). “The Dividend Pricing Model: New Evidence From Korean Housing Market”, *Journal Real Estate Finan Econ*, Vol: 32, <http://urbanpolicy.berkeley.edu/pdf/hqsdividendjrefe06.pdf>, (Erişim Tarihi: 21.05.2013).

KAHNEMANN, D. ve A. Tversky. (1979). “A Prospect Theory an Analysis of Decision Under Risk”, *Econometrica*, Vol: 47, http://www.hss.caltech.edu/~camerer/_Ec101/ProspectTheory.pdf, (Erişim Tarihi: 11.05.2013).

KARAKAŞ, C. ve Ö. Onur. (2004). “Türkiye Ve Doğu Avrupa Ülkelerinde İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet Piyasalarının Durumu”, *Active Dergisi*, No: 36,

http://www.makalem.com/Search/ArticleDetails.asp?nARTICLE_id=3027,

(Erişim Tarihi: 20.05.2013).

LAM, E. (2002). “A Premier For Investors İn The Korean Mbs Market”, *Journal Of Real Estate Portfolio Management*, Vol:8, No:2,

[https://ares.metapress.com/content/4887704111167502/resource-secured/?](https://ares.metapress.com/content/4887704111167502/resource-secured/?Target=fulltext.pdf)

[Target=fulltext.pdf](https://ares.metapress.com/content/4887704111167502/resource-secured/?Target=fulltext.pdf), (Erişim Tarihi: 21.05.2013).

MATTHEW, R. (1998). “Psychology and Economics”, *Journal of Economic Literature*, Vol.36, [http://neuroeconomics-summerschool.stanford.edu/pdf/](http://neuroeconomics-summerschool.stanford.edu/pdf/Rabin1998JELpsychecon.pdf)

[Rabin1998JELpsychecon.pdf](http://neuroeconomics-summerschool.stanford.edu/pdf/Rabin1998JELpsychecon.pdf), (Erişim Tarihi: 11.05.2013).

NOFSİNGER, J.R. (2001). “Investment Madness: How Psychology Affects Your Investing... And What to Do About it”, *Pearson Education Hall*, Second Edition.[http://tr.scribd.com/doc/48711048/Investment-Madness-How-Psychology-](http://tr.scribd.com/doc/48711048/Investment-Madness-How-Psychology-Affects-Your-Investing-and-What-to-Do-About-It#download)

[Affects-Your-Investing-and-What-to-Do-About-It#download](http://tr.scribd.com/doc/48711048/Investment-Madness-How-Psychology-Affects-Your-Investing-and-What-to-Do-About-It#download), (Erişim Tarihi: 11.05.2013).

ÖZEN, A. (2004). “Yürekten Bağlılık: Nereye Kadar?”, *PİVOLKA Dergisi*, S:14,

http://www.elyadal.org/pivolka/14/PiVOLKA_14_05.pdf, (Erişim Tarihi:

13.05.2013).

PATEL, J., R. Zechhauser ve D. Hendricks. (1991). The Rationality Struggle: Illustrations from Financial Markets, *The American Economic Review*,

Vol:81, No:2. [http://www.jstor.org/discover/10.2307/2006860?uid=2&uid=4&](http://www.jstor.org/discover/10.2307/2006860?uid=2&uid=4&sid=21102267674017)

[sid=21102267674017](http://www.jstor.org/discover/10.2307/2006860?uid=2&uid=4&sid=21102267674017), (Erişim Tarihi: 10.05.2013).

RİCCİARDİ, V. ve H. Simon, (2000). “What is Behavioral Finance?”, *Business Education and Technology Journal*, Vol:2, No:2. [http://](http://www.researchgate.net/publication/234163799_What_is_Behavioral_Finance/file/32bfe50f9696f22858.pdf)

www.researchgate.net/publication/234163799_What_is_Behavioral_Finance/file/32bfe50f9696f22858.pdf, (Erişim Tarihi: 10.05.2013).

- SHLEİFER, A. ve L. Summers. (1990). “The Noise Trader Approach To Finance”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol: 4. No: 2, <http://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jep.4.2.19>, (Erişim Tarihi: 15.05.2013).
- TANER, B. ve C. Akkaya. (2005). “Yatırımcı Psikolojisi ve Davranışsal Finans Yaklaşımı”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, C: 27, <http://journal.mufad.org.tr/attachments/article/566/5.pdf>, (Erişim Tarihi: 13.05.2013).
- TANER, T. ve K. Kayalıdere. (2002). “1995 - 2000 Döneminde İmkb’de Anomali Araştırması”, *Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, c.9, s: 1-2, http://www2.bayar.edu.tr/yonetimekonomi/dergi/pdf/C9S1_22002/attkk.pdf, (Erişim Tarihi: 11.05.2013).
- THALER, R. (1999). “Mental Accounting Matters”, *Journal of Behavioral Decision Making*, Vol: 12, http://faculty.som.yale.edu/keithchen/negot.%20papers/Thaler_MentalAccounting99.pdf, (Erişim Tarihi: 13.05.2013).
- TVERSKY, A. ve D. Kahnemann. (1974). “Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases” *New Series*, Volume 185, http://psiexp.ss.uci.edu/research/teaching/Tversky_Kahneman_1974.pdf, (Erişim Tarihi: 11.05.2013).
- ÜLKÜ, N. (2001). “Finansta Davranış Teorileri ve İMKB’nin Dezenflasyon Programının Başlangıcında Fiyat Davranışı”, *İMKB Dergisi*, C:5, S:17. http://borsaistanbul.com/datum/imkbdergi/IMKB_Dergisi_Turkce17.pdf, (Erişim Tarihi: 10.05.2013).

DİĞER KAYNAKLAR

- ABAAN, E. D. (1998). “Fayda Teorisi ve Rasyonel Seçimler”, *TCMB Tartışma Tebliği*, No:2002/3, <http://www.tcmb.gov.tr/research/discus/dpaper56.pdf>, (Erişim Tarihi: 11.05.2013).
- AJANLEKOKO, J. (2001). “Sustainable Housing Development In Nigeria – The Financial And Infrastructural Implication”, <http://www.fig.net/pub/proceedings/nairebi/ajanlekoko-cmws1-1.pdf>, (Erişim Tarihi: 21.05.2013).
- AKTAŞ, M. Kira Öder Gibi Ev Satın Almak Ne Zaman Karlı Olur?: Tutsat (Mortgage)Uygulaması,http://www.finanskulup.org.tr/assets/maliyefinans/81/Metin_Aktas_Kira_Oder_Gibi_Ev_Satin_Almak_MFY81.pdf, (Erişim Tarihi: 27.02.2013).
- ALANTAR, D. *Küresel Finansal Kriz: Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme*,http://www.finanskulup.org.tr/assets/maliyefinans/81/Dogan_Alantar_Kuresel_Finansal_Kriz_Nedenleri_Sonuclari_MFY81.pdf, (Erişim Tarihi: 02.03.2013).
- AYDIN, N., M. Şen ve N. Berk. (2012). *Finansal Yönetim-I*, Eskişehir: Açıköğretim Fakültesi Yayınları.
- BARBER, B., T. Odean ve L.Zheng. (2000). “The Behavior of Mutual Fund Investors”, *UCLA Working Paper*, http://faculty.haas.berkeley.edu/odean/papers/Mutual_Funds/mfund.pdf, (Erişim Tarihi: 11.05.2013).
- BARBERİS, N. (2007). "Prospect Theory Applications in Finance", http://faculty.som.yale.edu/nicholasbarberis/berkeley_2011b.pdf, (Erişim Tarihi: 13.05.2013).
- BİKHCHANDANİ, S. ve S. Sharma. (2001). “Herd Behavior in Financial Markets”, *IMF Staff Papers*, Vol: 47, No: 3, <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/staffp/2001/01/pdf/Bikhchan.pdf>, (Erişim Tarihi: 15.05.2013).

- BOELHOUWER, P. (2006). “*Look Back or Forward? The Future of Dutch Housing Associations*”, Slovenia: Paper Presented at the ENHR Conference.
- BOLEAT, M. (June 1984). *National Housing Finance Systems: A Comparative Study*, London.
- BORENSZTEIN, E. ve R. Gelos. (2001). “A panic-prone pack? The behavior of emerging market mutual funds”, *IMF Working Papers*, No. 00/198, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2000/wp00198.pdf>, (Erişim Tarihi: 15.05.2013).
- Cagamas Holdings: Rising to the Challenge”, <http://www.cagamas.com.my/cagadocs/pictures/ar10corp.pdf>, (Erişim Tarihi: 21.05.2013).
- CAMPELL, J. Y. - COCCO, J. F. “ Household Risk Management and Optimal Mortgage Choice”.
- CHİQUİER, L. - LEA, M. (2009). *Housing Finance Policy in Emerging Markets*, Washington: the International Bank for Reconstruction and Development The World Bank.
- Comptroller of the Currency Administrator of National Banks . *Mortgage Banking*, Comptroller’s Handbook,1998.
- DANACI, M. C., ULUYOL, O. (2010 Nisan). “En son Yaşanan Kşresel Finansal Krizin Tşrkiye Ekonomisine Etkilerinin İşletmeler Bazında Değerlendirilmesi ve Bir Ėrnek Olay”, Muhasebe ve Finansman Dergisi, Turgut Ėzal Uluslararası Ekonomi ve Siyaset Kongresi, <http://ozal.congress.inonu.edu.tr> , (Erişim Tarihi: 20.02.2013).
- DANİEL, K., D. Hirshleifer ve S. Teoh. (2001), “Investor Psychology in Capital Markets: Evidence and Policy Implications”, *Carnegie/Rochester Conference Series in Public Policy at the University of Rochester*. http://www.nyu.edu/econ/user/bisina/kent_hirshleifer_subrahmanyam.pdf, (Erişim Tarihi: 10.05.2013).

- DECAMPS, J.P. ve S. Lovo. (2000). "Risk Aversion and Herd Behavior in Financial Markets", <http://www.hec.fr/heccontent/download/4973/117084/version/2/file/CR758.pdf>, (Erişim Tarihi: 14.05.2013).
- DEMYANYK, Y. *Understanding the Subprime Mortgage Crisis*, Federal Reserve Bank Of ST. Louis Supervisory Policy Analysis Working Paper, 2008-05.
- ESTRADA, J. (2001). "Law and Behavioral Economics", <http://web.iese.edu/jestrada/PDF/Research/Others/L&BE.pdf>, (Erişim Tarihi: 11.05.2013).
- Etkin Piyasalar Hipotezi", <http://www.belgeler.com/blg/73e/etkin-piyasalar-hipotezi>, (Erişim Tarihi: 11.05.2013).
- FABOZZİ, F. J. (2006). "The Handbook of Mortgage- Backed Securities", McGraw Hill, USA.
- Hevrestik", <http://www.termbank.net/psychology/4020.html>, (Erişim Tarihi: 11.05.2013).
- İbrahim Dönmez, *Konut Finansmanı Kanunu*, Sermaye Piyasası Kurulu, <http://www.gyoder.org.tr/zirve7/Z7sunum/Ibrahim.Donmez.Konut.Finansmani.Kanunu.pdf> (25.01.2013).
- İpotekli Konut Finansman Sistemine İlişkin Çeşitli Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına İlişkin Kanun Tasarısı Taslağı, TSPAKB Genel Mektuplar No:251, Yıl:2004, http://www.tspakb.org.tr/duyuru/gmektuplar/gMektup_251_ek1.pdf, (Erişim Tarihi: 31.01.2013)
- Konut Kredilerine Genel Bakış, <http://www.konutkredisi.com.tr/Static/basinodasi/raporlar/konut-kredisi-piyasasina-bakis-ekim-2012.pdf>, (Erişim Tarihi: 30.01.2013)

- LEE, J-H. (2002). “Mortgage Securitization İn Korea”, *Asres-Areuea Joint International Conference*, Seoul, http://www.lawleeko.com/pdf/Article_MHL_1.pdf, (Erişim Tarihi: 21.05.2013).
- LUI, Y. (1998). “Prospect Theory: Developments and Applications in Marketing”, *Rutgers University Working Paper*, http://www.yupingliu.com/files/papers/liu_prospect_theory.pdf, (Erişim Tarihi: 15.05.2013).
- Mortgage Sektörünün Kısa Analizi, Gayrimenkul Zirvesi 2011, [http://www.istanbulrestate.net/\(S\(mdihq045esqa3tjwkgfylv45\)\)/Presentations/2011/CemalOnaran.pdf](http://www.istanbulrestate.net/(S(mdihq045esqa3tjwkgfylv45))/Presentations/2011/CemalOnaran.pdf), (Erişim Tarihi: 04.03.2013)
- Mortgage Sektörünün Kısa Analizi, http://www.gyoder.org.tr/PDFs/Publishings/Presentation_CemalO_30092011.pdf, (Erişim Tarihi: 30.01.2013)
- Mortgage Sistemi Nasıl Çalışır, <http://www.turkcebilgi.org/cesitli/mortgage/mortgage-sistemi-nasil-calisir-15113.html>(04.03.2013).
- NUBI, T. “Housing Finance in Nigeria-Need For Re-Engineering”, http://www.housingfinance.org/uploads/Publicationsmanager/Africa_EFFECTIVE%20MOBILIZATION%20HOUSING%20-%20Nigeria.pdf, (Erişim Tarihi: 21.05.2013).
- OECD Workshop İn Housing Finance”, <http://www.oecd.org/finance/financial-markets/1844449.pdf>, (Erişim Tarihi: 20.05.2013).
- PHILIPS, S. (June 1994). “ Selecting Right Mortgage“, *Journal of Accountancy*.
- Poland Housing Finance Policy Note”, <http://siteresources.worldbank.org/INTHF/214578-1150377999317/20960021/RevisedHFPolicyNotePolandMarch192006-clean.pdf>, (Erişim Tarihi: 20.05.2013).
- Risk Nedir?”, <http://www.nenedir.net/nedir/iktisat/10245-risk-nedir.html>, (Erişim Tarihi: 11.05.2013).

- ROCHA, L.H. (2000). “Mortgage Lending İn Brazil”, http://www.housingfinance.org/uploads/Publicationsmanager/SAmerica_MortgageLendinginBrazilo.pdf, (Erişim Tarihi: 20.05.2013).
- SANSUI, J. O. (2003). “Mortgage Financing İn Nigeria: Issues And Challenges”, <http://www.cenbank.org/OUT/SPEECHES/2003/GOVSP-29JAN.PDF>, (Erişim Tarihi: 21.05.2013).
- Sermaye Piyasasında Gündem”, *Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği Dergisi*, no: 60, http://www.tspakb.org.tr/tr/Portals/0/57ad7180-c5e7-49f5-b282-c6475cdb7ee7/AIM_Yayin_ve_Raporlar_Aylık_Yayinlar_2007_gundem_200708.pdf, (Erişim Tarihi: 20.05.2013).
- SEWELL, M. (2010). “Behavioural Finance”, <http://www.behaviouralfinance.net/behavioural-finance.pdf>, (Erişim Tarihi: 10.05. 2013).
- SHİLLER, R. J. (2001). “Human Behaviour and Efficiency of the Financel System”, *Cowles Foundation for Research in Economics Yale University*, No. 1025, <http://dido.wss.yale.edu/P/cp/p10a/p1025.pdf>, (Erişim Tarihi: 10.05.2013).
- The Royal Swedish Academy of Sciences, (2002). “Foundations of Behavioral and Experimental Economics”, http://www.kva.se/documents/priser/nobel/2002/sciback_ek_en_02.pdf, (Erişim Tarihi: 10.05.2013).
- The Royal Swedish Academy of Sciences, “Advanced İnformation on the Prize in Economic Sciences”, http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/2002/#, (Erişim Tarihi: 10.05.2013). “Cagamas”, <http://www.cagamas.com.my/>, (Erişim Tarihi: 21.05.2013).
- Types of Mortgage, <http://www.mortgagecalculator.org/helpful-advice/types-of-mortgages.php>, (Erişim Tarihi: 29.01.2003)
- Yahia K. Abdul Rahman - TUG, A. S. “Towards a LARIBA Mortgage Financing in the United State: Providing an Alternative to the Traditional Mortgages”, USA: *International Journal of Islamic Financial Services*, Vol. 1 No: 2.

YALÇINKAYA, T. (2004). “Risk ve Belirsizlik Algılamasının İktisadi Davranışlara Yansımaları”, *Muğla Üniversitesi İİBF Tartışma Tebliğleri*, No:2004/05. <http://www.deu.edu.tr/userweb/timucin.yalcinkaya/Risk,%20Belirsizlik%20ve%20İktisadi%20Davranislar.doc>, (Erişim Tarihi: 11.05.2013).

TEZLER

ATEŞ, A. (2007). “Finansal Yatırımların Davranışsal Finans Açısından Değerlendirilmesi Üzerine Bir Araştırma”, *Yüksek Lisans Tezi*, Selçuk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.

BERBERCUMA, H. (2006). *Mortgage Konut Finansman Sistemi ve Türkiye’deki Yapı*, İstanbul: (Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Bankacılık Anabilim Dalı, Basılmamış Yüksek Lisans Tezi).

BOLAY GERÇEK, S. B. (2007). *Mortgage*, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul: İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.

BOZKIR, Y. (2007). “Konut Finansmanında Tutsat (Mortgage) Sistemi ve Türkiye Uygulaması”, *Yüksek Lisans Tezi*, Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

CAKA, S. (2007). “*Konut Finansman(Mortgage) Sistemi ve Sigortalarının İncelenmesi Finans Sektörüne Etkileri*”, İstanbul: Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü.

CEBE, Y. (2007). *İpotekli Konut Kredi Sistemi ve Türkiye Uygulaması*, Ankara: Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.

ÇALIŞKAN, E. (2006). *İpotekli Konut Finansmanı(Mortgage) Uygulaması ve Vergilendirilmesi*, İzmir: Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.

- DİNÇ, M. (2006). “Sistemik Riskler ve Sistemik Risklerin Yönetimi İçin Reasürans Uygulamaları”, *Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü.*
- DURMAZ, A. (2007). *İpotekli Konut Finansman Sistemi(Mortgage) ve Bu Sistemi Uygulayan Ülkelerde Mortgage Kullanım Miktarlarına Etki Eden Faktörlerin Analizi*, Muğla: Yüksek Lisans Tezi, Muğla Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- EDE, M. (2007). “Davranışsal Finans ve Bireysel Yatırımcı Davranışları Üzerine Ampirik Bir Uygulama”, *Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü.*
- ERSAN, Ö. (2008). *İpotekli Konut Finansmanı ve Türkiye Değerlendirmesi*, İzmir: Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- ERTAN, Y. (2007). “Davranışsal Finans ve Pişmanlık Teorisi’nin Döviz Kuru Riskinden Korunma Kararına Etkisi”, *Yüksek Lisans Tezi, Uludağ Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.*
- GÜLŞEN, E. (2008). *İpotekli Konut Finansman Sistemi Mortgage*, İstanbul: Yüksek Lisans Tezi, Kadir Has Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- GÜRBÜZ, A. (2002). “*İpotekli konut kredileri ve Türkiye’de Uygulaması*” Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Uzmanlık Tezi.
- GÜRBÜZ, A. (2002). ”İpotekli Konut Kredileri ve Türkiye’de Uygulaması”, *TCMB Uzmanlık Tezi*, <http://www.tcmb.gov.tr/kutuphane/TURKCE/tezler/ayhangurbuz.pdf>, (Erişim Tarihi: 20.05.2013).
- KANDIR, S. Y. (2006). “Türkiye’de Yatırımcı Duyarlılığının Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisi”, *Doktora Tezi, Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.*

- KÖMÜRLÜ, R. (2006). *Ülkemizde Toplu Konut Üretimine Yönelik Kaynak Oluşturma Model Yaklaşımları*, İstanbul: Doktora Tezi, Yıldız Teknik Üniversitesi, Fen Bilimleri Enstitüsü.
- MACEDO, J. (2000). “Land Use Policies and Urbanization of Informal Settlements, Planning Initiatives for Environmental Protection Areas in Curitiba, Brazil”, *Doktora Tezi*, University Of Florida, <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.26.1923&rep=rep1&type=pdf>, (Erişim Tarihi: 20.05.2013).
- MAMASHOV, B. (2011). “İpotekli Konut Sisteminin Türkiye ve Kazakistan Açısından Değerlendirilmesi”, *Yüksek Lisans Tezi*, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. ÇETİN, A. C. (2001). *Konut Finansman Yöntemleri ve Türkiye Koşullarında Uygulanabilirlik Analizleri*, Isparta: Doktora Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- NURAL, M. T. (2006). *Mortgage Sistemi, Dünya Üzerindeki Uygulamaları ve Türkiye’deki Uygulanırlığı*, İstanbul: Yüksek Lisans Tezi, Haliç Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- ÖZTÜRK, B. L. (2008). *Türkiye’de Konut Sorunu ve Konut Finansman Sistemi(Mortgage)*, Eskişehir: Yüksek Lisans Tezi, Anadolu Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- ÖZÜBEK, C. (2008). *Konut Finansman Yöntemlerinde Riskler: Hane Halkının Konut finansman Yöntemlerini Değerlendirmesine Yönelik Bir Araştırma*, İstanbul: Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü.
- ŞAHİN, Z. (2008). *İpotekli Konut Finansman Sistemi (Mortgage Sistemi) ve Türkiye Açısından Değerlendirilmesi*, Ankara: Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi, Eğitim Bilimleri Enstitüsü.

YÖRÜKOĞLU, A. (2007). “Davranışsal Finans”, *Yüksek Lisans Tezi*, Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü.

MAKALELER

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, (2010). *Kredi Teminat Oranına İlişkin Basın Açıklaması*, Sayı:45.

BİRDAL, M. (2009). *Bir Krizin Anatomisi: ABD Mortgage Piyasasının Kurumsal Yapısı ve Krizin Dinamikleri*, Eskişehir: Anadolu International Conference in Economics.

ÖZSAN, O. (2004). *Mortgage Sisteminin Temelleri*, İstanbul: Active Finans.

TOPALOĞLU, M. (2011). “ Türkiye’de Mortgage Sistemi ve Ekonomik Kriz Açısından Değerlendirilmesi”, International Conference On Eurasian Economies, İstanbul: Beykent Üniversitesi.

YILDIRIM, S. (2010). *2008 Yılı Küresel Ekonomi Krizinin Dünya ve Türkiye Ekonomisine Etkileri*, KMÜ Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi, Sayı:12

YILMAZ, H. (2011 Temmuz). *Menkul Kıymetleştirme Şirketleri Fannie Mae ve Freddie Mac Nasıl Kurtarılabilir?*, Muhasebe ve Finansman Dergisi.

DERGİLER

ABD Mortgage Krizi, BDDK, Çalışma Tebliği, Sayı:3, Yıl:2008.

- AYRIÇAY, Y. - YILDIRIM, U. (2009 Haziran). “İpoteğe Dayalı Konut Finansman Sistemi ve Son Düzenlemeler Işığında Sistemin Türkiye’de İşleyişi“, Selçuk Üniversitesi Karaman İ.İ.B.F. Dergisi, Sayı:12.
- BERBEROĞLU, M. (2009). “Mortgage-İpotekli Konut Finansman Sistemi ve Bu Sistemin Türkiye’de Uygulanabilirliği“, International Journal of Economic and Administrative Studies, Sayı:2,Cilt:1.
- CAN, B. (2011). “İpotekli Konut Finansmanına Yönelik Hukuki Düzenlemeler ve Diğer Ülkelerle Mukayesesi“,TBB Dergisi, Sayı:97.
- DEMİR, H. - KURT PALABIYIK, V. (2005). “ Konut Ediniminde Uzun Vadeli İpotek Kredisi Sistemi“, Jeodezi, Jeoinformasyon ve Arazi Yönetimi Dergisi, Sayı:92.
- DEMİRKOL, E. (2007). “*Mortgage Yasası*“, İstanbul: Gayrimenkul Zirvesi 7,GYODER.
- DOĞAN, E. Türk Bankacılık Sektöründe Konut Kredilerinin Gelişimi, BDDK,SGD Çalışma Raporları No:2006-1.
- DOLUN, L. (2007). *İpoteğe Dayalı Konut Kredisi*, Ankara: Türkiye Kalkınma Bankası, Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Müdürlüğü.
- KABATAŞ, Y. (2007). “ İpotekli Konut Finansman(Mortgage) Sistemi ve Değerleme Uzmanlığı“,Mali Çözüm İSMMMO Yayın Organı,Sayı:80.
- KILIÇ, S. (2007). *Konut Finansman Modeli Olarak Yapı Tasarruf Sandıkları; Almanya ve Türkiye’deki Uygulamaları*, Manisa: Yönetim ve Ekonomi Dergisi, Celal Bayar Üniversitesi, Cilt:14 Sayı:1.
- OKSAY, S. (2000 Haziran). *Finansal Piyasalarda Yeni Yasal Düzenlemeler (Re-regülasyon) İhtiyacı ve Türk Finans Sistemi*; İstanbul: Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Öneri Dergisi.

SANCAK, E. - DEMİRBAŞ, E. (2011). *Küresel Ekonomik Kriz ve Türkiye Konut Sektörüne Etkileri*, Süleyman Demirel Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt:16, Sayı:3.