

T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
BANKACILIK VE SİGORTACILIK ENSTİTÜSÜ
(BANKACILIK ANABİLİM DALI)

KONUT SEKTÖRÜNÜN FİNANSMANINDA
İPOTEĞE DAYALI MENKUL DEĞERLER

(DOKTORA TEZİ)

HAYATİ ERİŞ

İSTANBUL 1997

T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
BANKACILIK VE SİGORTACILIK ENSTİTÜSÜ
(BANKACILIK ANABİLİM DALI)

KONUT SEKTÖRÜNÜN FİNANSMANINDA
İPOTEĞE DAYALI MENKUL DEĞERLER

(DOKTORA TEZİ)

HAYATİ ERİŞ

İSTANBUL 1997

KONUT SEKTÖRÜNÜN FİNANSMANINDA İPOTEĞE DAYALI MENKUL DEĞERLER

İÇİNDEKİLER

Sayfa No

İÇİNDEKİLER.....	I
KISALTMALAR.....	VII
ÖNSÖZ.....	VIII
GİRİŞ.....	1

BÖLÜM I Finansal Piyasalar, Yatırım Seçenekleri

Ve Genel Ekonomik Sistemle Etkileşim.....	7
I.A Finansal Piyasalar, Gelişim Aşamaları Ve Türleri	7
I.A.1 Finansal Piyasa Sınıflandırmaları.....	10
I.B Finansal Yatırım Alanları ve Araçları.....	12
I.B.1 Getirisi Belli ve Sabit olan Finansal Yatırım Araçları.....	12
I.B.2 Getirisi Belirsiz ve Değişken Olan Finansal Yatırım Araçları.....	16
I.B.3 Getirisi Kısmen Belli ve Sabit olan Finansal Yatırım Araçları.....	18
I.C Yatırımcı Kararları Açısından Rasyonel Beklentiler Kuramı	20
I.D Alternatif Maliyetler Kuramı.....	26
I.E. Etkin Pazar Kuramı.....	27
Mükemmel Piyasa.....	29
Piyasa Etkinliği.....	29

BÖLÜM II. İpoteğe Dayalı Menkul Değerler (İDMD),

Türleri ve Türevleri	31
----------------------------	----

II.A. IDMD, Nedir?.....	31
II.B Taşınmaz Rehni Nedir.....	33
II.B .I İpotek.....	34
II.B.1.1 İpotek Kurulmasında ortaya çıkan Belgeler.....	34
II.B.1.2 İpotekde Değer-Tutar İlişkisi.....	35
II.B.1.3 Müşterek Mülkiyet ve İştirak Halinde Mülkiyet Durumlarında İpotek.....	35
II.B.1.4 Kollektif İpotek.....	35
II.B.1.5 Aynı Taşınmaz Üzerinde Birden Çok Rehin Hakkı.....	36
II.B.1.6 Kamusal Hizmet Mülklerinde İpotek.....	36
II.B.1.7 Taşınmaz Rehninde Sigorta.....	36
II.B.2 İpotekli Borç Senetleri.....	37
II.B.3 İrad / Gelir Senetleri.....	38
II.C. İpotekli İşlem Türleri.....	39
II.C.1- Konut İpotekleri-Ticari taşınmaz İpotekleri.....	39
II.C.2 Tek Evli İpotekler- Çok Evli İpotekleri.....	40
II.C.3 Geleneksel İpotekler-Kurumsal İpotekleri.....	40
II.C.4 Standartlara Uygun İpotekler -Standart Dış İpotekler.....	41
II.D İpotek Kredileri ve Türleri.....	41
II.D.1 Sabit Oranlı İpotek Kredileri (FRM's/ Fixed Rate Mortgages)	42
II.D.2 Değişken Geri Ödemeli İpotekedileri.....	46
II.D.2.1. Artan Tutarlı İpotek Kredileri (GPM's/Graduated-Paymet Mortgages).....	46
II.D.2.2 Ayarlanabilir Oranlı İpotek Kredileri (ARM's/Adjustable-Rate-Mortgages).....	46
II.D.2.3 Sınırlı Ayarlanabilir Oranlı İpotek Kredileri (Capped ARM's)	49
II.D.2.4 Çeşitlendirilebilir Oranlı ve Tutarlı İpotek Kredileri (VRM's/Variable-Rate Mortgages).....	50
II.D.2.5 Geçişli Ayarlanabilir Oranlı İpotek Kredileri (Convertible ARM's)	50

II.D.2.6 Çift Oranlı İpotek Kredileri (DRM's/Dual-Rate Mortgages).....	52
II.D.3. Kaydırılabilir İpotek Kredileri (MM's/Movable Mortgages).....	52
II.D.4 Erken Ödemeli İpotek Kredileri (EPM's /Early Payoff Mortgages).....	53
II.D.4.1 Toptan Ödemeli İpotek Kredileri (BPM's/Ballon Payment Mortgages).....	53
II.C.4.2 Yinelenen İpotek Kredileri (ROM's/Rollower Mortgages).....	54
II.C.4.3 Müzakereli İpotek Kredileri (RRM's/Renegotiated-Rate Mortgages).....	54
II.D.5 Konutun Net Değerini Gözeten İpotek Kredileri.....	54
II.D.5.1 Artan Net Değerli İpotek Kredileri. (GEM's/Growing-Equity Mortgages).....	55
II.D.5.2 Rantı Paylaşan İpotek Kredileri (SAM's/Shared-Appreciation Mortgages)	55
II.D.5.3 Mülkü Paylaşan İpotek Kredileri (EPM's/ Equity Participation Mortgages).....	56
II.D.6 Esnek Kredi-Siğorta programları (FLIP's / Flexible Loan-Insurance Programs).....	56
II.D.6.1 Hesap Rehinli İpotek Borçları (PAM's/Pledged Account Mortgages).....	56
II.D.6.2 İndirimli İpotek Kredileri (Buydown Loan's/BDL, Buydown Mortgage/BUM).....	57
II.D.7 Düşük Başlangıçlı İpotek Kredileri (Low-Start mortgages).....	57
II.D.8 Yüzde Yüz İpotek Kredileri (% 100 Mortgages).....	58
II.D.9 Kendinden Onaylı İpotek Kredileri (Self-Certified Mortgages).....	58
II.D.10 Hayat Sigortalı İpotek Kredileri (Endowment Mortgage).....	58
II.D.11 Emeklilik Bağlantılı İpotek Kredisi (Pension-Linked Mortgage).....	58
II.D.12 Koşullu Satış Anlaşması (Conditional Sale Agreement).....	59

II.D.13 Tersine Taksitli İpotek Kredileri. (RAM's/Reverse-Annuity Mortgages).....	59
II.E Menkul Değerleştirme (Securitization).....	60
II.E.1 Menkul Değerleştirme Yöntemi.....	61
II.E.2 Menkul Değerleştirmenin Yararları ve Gelişim Nedenleri.....	65
II.F İpoteğe Dayalı Menkul Değer Türleri.....	70
II.F.1. Aktarımlı İpotek Katılım Sertifikaları (Mortgage Pass-Through Certificate/ MPTC).....	71
II.F.2 İpotek Teminatlı Bonolar (Mortgage-Backed Bonds/MBB).....	77
II.F.3 İpotek Üzerinden Ödemeli Bonolar (Mortgage Pay-Through Obligations/MPTO).....	78
II.F.3.1 CMO's	79
II.F.3.2 SMBS's.....	83
II.F.3.3 Remic's	85
II.F.4. İDMD Oluşum Aşamaları	86
BÖLÜM III İpotek Piyasası ve İpotek Bankacılığı	89
III.A İpotek Piyasası ve İpotek Bankacılığı Nedir?.....	89
III.A.1 İpotek Piyasası.....	93
III.A.2 İpotek Bankacılığı.....	97
III.A.3 Etkinlik Açısından İkincil Piyasanın Fonksiyonları.....	99
III.B ABD'de İpotek Piyasasının ve İpoteğe Dayalı Menkul Değer Uygulamasının Gelişimi.....	102
III.B.1 İpotek Bankacılığı, İpotekli Konut Kredileri ve İDMD Konusunda ABD'deki Yasal Düzenlemeler.....	105
III.B.2 İpotek İşlemlerinde Standartlar.....	109
III.B.3 ABD İpotek Piyasalarında İşlev Yüklenen Kamusal Kuruluşlar.....	112
III.B.4 ABD'de İkinci El Piyasanın Geliştirilmesi.....	118
III.C İngiltere'de İDMD Uygulamaları	120
III.D İpotek Piyasalarında İş Bölümü.....	123
III.E İDMD'de Garanti ve Sigorta Uygulamaları.....	124

III.E.1 Garanti Uygulamaları.....	125
III.E.2-Sigorta Uygulamaları.....	125
III.F İDMD'nin Derecelendirilmesi.....	128
III.G İpotekli Kredilerde, İDMD'de ve Menkul Değerleştirmede Riskler ve Korunma Yöntemleri.....	129
III.H İDMD Portföy Verimliliklerinin ve Günlük Değerlerin Belirlenmesi.....	133
BÖLÜM IV. Türkiyede Yapı Sektörü Ve Konut Finansmanı Uygulamaları.....	134
IV.A. Yapı Sektörünün Ekonomideki Önemi.....	134
IV.B. Yapı-Konut Sektörüne Devlet Destek ve Katkısı.....	138
IV.C. Kira Kontrolleri/Kiralarda Tavan Uygulaması Yoluyla Konut Sorununa Kamusal Müdahale	141
IV.D. Konut Sektörünün Finansmanı.....	146
IV.D.1 Konut Finansmanında Kaynaklar ve Yöntemler.....	146
IV.D.2. Türkiye'deki Finansmanı Uygulamaları.....	149
IV.D.2.1 Konut Kredileri.....	150
IV.D.2.2 Varlığa Dayalı Menkul Değerler / VDMK.....	157
IV.D.2.3 Gayri Menkul Sertifikaları/ GMS.....	161
IV.D.2.4 Gayri Menkul Yatırım Ortaklıkları /GMYO.....	162
IV.D.2.5 Gayri Menkul Yatırım Fonları / GMYF.....	166
BÖLÜM V.İpoteğe Dayalı Menkul Değerlerin Uygulanabilirliği Açısından Türkiye'nin Koşulları.....	168
V.A. Ekonominin Yapısından Kaynaklanan Sorunlar.....	168
V.A.1 Yüksek Oranlı ve İstikrarsız bir Yapı Gösteren Enflasyon	169
V.A.2 Belirsizlik Olgusu.....	172
V.A.3 Kaynak Yetersizliği ve İsrafı	173
V.A.4 İşsizlik Olgusu.....	173
V.A.5 Gelir Dağılımı Dengesizliği	174
V.B. Para ve Sermaye Piyasalarından Kaynaklanan Sorunlar.....	175
V.B.1 Yüksek Faizle Devlet Borçlanması.....	175

V.B.2 Banka Mevduatları Üzerindeki Devlet Garantisi.....	177
V.B.3 Bankaların Tüm Finansal Hizmetleri Sunabilmekteki Üstünlüğü	177
V.B.4 Pay Senetleri Piyasasının Etkinsizliği.....	178
V.B.5 Bürokratik Organizasyon,Denetim ve Değerleme Yetersizliği.....	179
V.C .Konuya İlişkin Yasal Yapıdan Kaynaklanan Sorunlar.....	179
V.D Demografik Yapı ve Kentleşme Olgusundan Kaynaklanan Sorunlar.....	180
V.E Menkul Değerleştirmeye Yatkin ve Ülke Özelliklerine Uygun Bir Kredi Ve IDMD Modeli Uygulaması.....	187
SONUÇ VE ÖNERİLER.....	199
KAYNAKLAR.....	211
TABLolar LİSTESİ.....	215
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	216
SUMMARY.....	217
ÖZGEÇMİŞ.....	236

KISALTMALAR

Age:Adı geçen kaynak

AKS : Aktarımlı İpotek Katılım Sertifikası

BK:Bankalar Kanunu

CMO:Collateralized mortgage obligation

ECU:The European Currency Unit (Avrupa Para Birimi)

EFT:Electronic Fund Transfer

EMA:The European Money Agreement(Avrupa Para Anlaşması)

EMS:The European Monetary System (Avrupa Para Sistemi)

EPU:The European Paying Union (Avrupa Ödeme Birliği)

FHA:The Federal Housing Administration

FmHA:The Farmers Home Administration

FNMA/Fannie Mae : The Federal National Mortgage Administration

FHLMC/Freddie Mac : The Home Loan Mortgage Corporation

FHLB:The Federal Housing Bank

GNMA/Ginnie Mae:The Government National Mortgage Association

GOS :Gelir Ortaklığı Senedi

GmS:Gayrimenkul Sertifikaları

GmYO (TYO): Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (Taşınmaz Yatırım Ortaklıkları)

HUD:The US Department of Housing and Urban Development

IMF:The International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)

IDMD:İpotege Dayalı Menkul Değer

K.K : Konut Kredileri

L/S:Loan and Savings

LTV:Loan to Value Ratio

LIBOR:London Interbank Offered Rate

MBB: Mortgage - Backed Bond

MBS:Mortgage-Backed Securities

Md:Madde

PC:Participation Certificates

REMIC:Real Estate Mortgage Investment Conduit

RESPA:Real Estate Settlement Procedures Act

RG:Resmi Gazete

S:Sayfa

SMBS:stripped Mortgage -Backed Securities

TTK:Türk Ticaret Kanunu

ULTA:The Uniform Land Transaction Act

VDMK:Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler

ÖNSÖZ

Ekonomik ve sosyal gelişmeler, gereksinimlerin giderilmesi için daha uygun yöntemlerin bulunmasına yol açmaktadır. Ancak giderek küçülen dünyamızda toplumlar birbirlerinin deneyiminden yararlanarak kolayca çağ atlayabilmektedirler. Deneyimler sonucu ulaşılan yeniliklerin transferi kolay olmakta ancak uygulamanın bir gösteriştten ibaret kalmaması için sağlıklı bir uyum gerçekleştirilmesi ; gerekli ortamında bulunabilmesi zorunludur. Ülkemiz finansal piyasalarında da , geleneksel aracılık işlemleri yerine , birikim sahipleriyle kaynak kullanıcılarını daha kolay ilişkilendiren "Finansal Araçlar" oluşturmak üzere "Menkul Değerleştirme" yöntemlerinin yaygınlaşmaya başlamasıyla ; taşınmaza yapılan yatırımların bir sisteme bağlanarak konut sektörünün optimum ölçülerde ve kendiliğinden fonlanması konuları gündeme gelmektedir.

Türkiyede de " İpoteğe Dayalı Menkul Değerler" kullanılarak hem finansal yatırım piyasalarına yeni bir seçenek sunulması , hemde konut sektörünün daha rasyonel bir biçimde finansmanı için hangi koşullarda , ne gibi sonuçların alınabileceğini araştırmak ve önerilerde bulunmak üzere bu çalışmayı yaptım.

1990 yılından bu yana ilgilendiğim bu konuda bu çalışmayı yapmam için teşvik ve desteğini esirgemeyen Prof.Dr.İlhan ULUDAĞ'a çok teşekkür ederim.

Mart 1997

Hayati ERİŞ

GİRİŞ

İleri ülkelerde emlak - özellikle konut - kredileri ,menkul değerlere dönüştürülerek , sermaye piyasalarında yatırımcılara arz edilmekte böylece emlak sektörüne doğrudan ve gerektiği kadar fon aktarımı sağlanmaktadır.Bu menkul değerlere; "İpoteğe Dayalı Menkul Değer / IDMD'ler " (Mortgage - Backed Securities / MBS) denmektedir.Bir çok çeşidi bulunan bu menkul değerler,çok daha fazla çeşidi bulunan konut kredilerine dayanmaktadır.

Ülkemizde bir finansal araç olarak kullanılmakta olan "Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler / VDMK " (Asset - Backed Securities /ABS) , konut kredisi geri ödeme taksitlerine de dayandırılabilirdiklerinden ; bu kapsamda IDMD uygulaması fiilen vardır. Bu fiili uygulama orijinal olmadığından ; sağlıklı bir ipotek piyasasının ve ipotek bankacılığının oluşup kurumlarıyla sistematize olmasına öncülük edememektedir.Esasen VDMK'lar çeşitli nedenlere tutunamamıştır.

Ülkemizde konut sektörünün ve genel olarak emlak sektörünün finansmanı için IDMD'lerin hangi koşullar altında fonksiyoner olabileceğinin ;nasıl bir kredi tipine dayanmaları halinde sağlıklı olabileceklerinin belirlenmesi amacıyla bu çalışma yapılmıştır.

Ülkemizde; konut gereksinimi, nüfus artışının yanı sıra özellikle kırsal kesimden şehirlere, şehirlerden büyük şehirlere göç dolayısıyla giderek artmakta; plansız şehirleşmenin ve gecekonduculuğu yarattığı sorunlar bir tarafa bırakılacak olsa bile konut sayısının yetersizliği ve konut mülkiyetinin edinilme zorluğu şeklinde iki parçadan oluşan konut sorunu bu sektöre rasyonel bir fonlama yapılması gerektiğini ortaya koymaktadır. Sorun , ekonomiden bu alana ayrılan kaynağın artırılması değil , bu kaynağın akışının daha rasyonel, optimal olarak düzenlenmesidir. Bu yolla; Hem konut standartlarında bir gelişme sağlanabilir, hem de konut üretim ve edinme formaliteleri pratikleşebilir. Ayrıca konut sektörüne kaynak ayrılması ve aktarılması, üretim ve el değiştirmelerin hacmine uygun bir tempo içinde optimal olarak yapılabilir. Bunlar yapılırken, finansman olgusu klasik aracılık sisteminden büyük ölçüde uzaklaşarak "Kredi" yerine, "Menkul Kıymetleştirilmiş Kredi" (Structured Securitized Credit / SSC) anlayışında yoğunlaşmayı gerektirecektir. Hatta vadeli

satışların taksitlerinde menkul değere dönüştürülerek pazarlanabileceğinin de göz önüne alarak "Menkul değerlendirme" (Securitization) düşüncesini, daha geniş kapsamla merkez alan bir sistem kurulması gerektiği anlaşılmaktadır. Menkul değerlendirme yönteminin gelişmesiyle finansal piyasalara yeni ve çeşitli menkul değerler sunulabilecektir:

VDMK kapsamında İDMD uygulaması mümkün olduğu halde , emlak sektörünün fonlanmasında , neden söz konusu sistem değişikliği gerçekleşmemekte , menkul değerlendirme yöntemi yaygınlaşmamaktadır? Demek ki, kredi tiplerinin çeşitlendirilmesi ve menkul değerlendirme yolunun açılması yetmemekte , ipotek piyasasının ve bankacılığının tüm kurumlarıyla gelişmesinin sağlanması da gerekmektedir. Nasıl ki bir bitkinin zorunlu olduğu iklim sağlanmadıkça hiç bir özen pratik sonuç vermez.

Konuta ilişkin sorunlar, gelir yetersizliği ve dengesizliğinin yanı sıra birikim yapma ve harcama kültürünün zayıflığı, birikimleri değerlendirmek için yeterli yatırım olanaklarının bulunmaması ya da ulaşılamaması, finansal piyasaların az gelişmişliği , finansal araçların yetersizliği gibi çeşitli sosyal ve ekonomik nedenlerden de kaynaklanmaktadır.

Konumuz bunları çözmek olmayıp; ülkemizde de İDMD'lerin nimetlerinden yararlanılarak, hem emlak sektörünün (konut edinmenin kolaylaştırılmasıyla) hem de finans sektörünün (yatırımcılara sağlam bir seçenek sunulmasıyla) gelişmesinin mümkün olup-olmadığının; hangi koşullarda mümkün olabileceğinin araştırılmasıdır.

Konut kredilerinin toplumsal ve ekonomik iki işlevi vardır. Toplumsal işlev: Konut üretmeyi ve edinmeyi kolaylaştırmaktır. Ekonomik işlev para piyasalarında, yatırımcılara, reel piyasalarda, konut üreticilerine hizmet etmektir. Konut üretimi insanların yaşam standardıyla ilgili bir konudur. Bu sorun ne kadar kolay çözülürse insanlar yaratıcı güçlerini o oranda başka alanlara yönlendirerek hem kendileri hem toplum için daha yararlı etkinlikler içinde olurlar.

Konut ya da daha genel kapsamlı olarak, Yapı Sektörü ekonominin kısa zamanda canlanmasını sağlayan lokomotif bir sektör ve istihdamı hızla arttırabilen bir iş koluydu da sonuçta ürünleri (çoğunlukla evler) yeni üretimler için bir faktör olmadığından , gelişmekte olan ülkeler de buraya ayrılacak fonların alternatif reel

yatırımlara gİtmesi durumunda sağlayacağı yararlarıda düşünmek gerekmektedir. Yani, konut sektörüne ekonomiden sınırlı bir kaynak ayrılması ama çok hızla döndürölerek etkin olması sağlanmalıdır.

Olay, konut açığının giderilmesi, yeni konut üretilmesinden ibaret olmayıp bireylerin kendi satınalma güçlerine uygun biçimde konut edinmelerini sağlamayı da içermektedir. Bu da, kredi sistemlerinin kullanılışı olmasını gerektirmektedir. Ülkemizde ve konut sorununu çözmek isteyen birçok ülkede , öncelik konut üretimine verilegelmiş ; bireysel konut kredileri kullanılırırken genellikle konutların yeni olması koşulu aranmıştır. Ayrıca sürekli dargelirli hanehalkına konut edindirmek kaygusu ile belirlenen kredi politikaları yüzünden , konut açığının giderilmesi uğraşlarına , toplumun bu zayıf kesimi önder yapılmış ve sonuçta ; ya uzun yıllar kullanılabilecek kalitede kalıcı konutlar üretilenmemiş , ya yapım çalışmaları çok uzamış , ya da yoksullar başladıkları yapıları avantajlarıyla birlikte bitirmek üzere varsıllara , kısmende sorun olarak kamusal kredİtörlere terketmişlerdir. Demek ki ,insanlara balık vermek yerine balık tutmayı öğretmenin daha hayırlı olacağı bilinciyle hareket edilerek; isteyeninin istediği konutu satınalmasını ya da yapmasını kolaylaştıracak, özü itibarıyla kendi kendini besleyecek bir finansman sistemi oluşturmak gerekmektedir. Bu da üreticinin taksitli satışlardan kaynaklanan alacaklarını menkul değeriştirerek sermaye piyasasına sunabileceği , tüketicinin ; konut satınalırken kendi koşullarına en uygun biçimde kredilendirilebileceği bir ipotek piyasasının ve bankacılığının geliştirilmesi anlamına gelmektedir .

Kaynak bulunması, mobilize edilmesi, kullanıcıların koşullarına uygun biçimde sunulduktan sonra erimeden , üstelik kazanç sağlayarak yatırımcılara dönmesi; bu finansman işleminin otomatik olarak işlemesi, risklerden garanti ve sigortalarla korunması, hacminin, ihtiyaç oranında kendiliğinden ayarlanabilmesi gerekmektedir. İşte sorun bu finansal sistemi kurmaktır.

Çalışmamız, ülkemiz koşullarını, konut sektörünün gelişmiş yöntemlere finansmanı açısından gözden geçirerek; ipotēğe dayalı menkul değeriilerin ülkemizde fonksiyoner olabilmesi için gerekli koşulların belirlenmesi amacına yönelik olarak yapılmıştır.

Bu çalışmanın amacı ;

1. İDMD'lerin ne olduğunun ve bir yandan finansal piyasalarda yatırımcılara kazançları için; bir yandan da konut sektörüne fon sağlanması için ne ölçüde yararlı bir araç olduğunun ortaya çıkarılması,

2. Gelişmiş ülkelerde, nasıl bir olgunlaşma sürecinden sonra mevcut etkinliğine ulaştığının incelenerek; oralarda edinilen deneyimlerin ışığında ülkemiz için temel ilkeler saptanması,

3. Ülkemizde, hem finansman hemde konut sektörü açısından fonksiyoner olarak uygulanabilmesi için yapılması gereken zorunlu alt yapı düzenleme ve düzeltmelerinin belirlenmesidir,

İDMD'lerin bir finansal yatırım aracı olmaları dolayısıyla ,öncelikle yatırımcı kararlarının

belirlenmesi ve finansal piyasaların işleyişi konularını aydınlatan genel ekonomik kuramlar I.Bölümde ele alınmıştır.

II . Bölüm'de ipotek piyasasının ve ipotek bankacılığının gelişmiş olduğu ileri ülkelerdeki,

özellikle ABD'deki , uygulamalara dayanılarak İDMD'lerin ne olduğu , türleri ve türevleri açıklanmış ; bu açıklama yapılırken , ipotek türleri ve konut kredisi tipleri detaylandırılmış ve menkul değerleştirme (securitization) yöntemine değinilmiştir. Günümüzde konut kredileri(K.K.) , sabit faiz oranlı ve eşit taksitli olabildikleri gibi ayarlanabilir faiz oranlı ve değişken taksitlide olabilmektedirler. İtf'a planları üzerinde oynanarak çok çeşitlendirilmiş , bu çeşitlendirmeye ; faiz riskinin kontrolü , borçlunun ödeme gücünün gözetilmesi , kredi borcunun ve faizinin belli ölçütlere göre ayarlanabilmesi , vadenin gerektiğinde uzatılabilmesi , düşük başlangıç taksitleriyle konut ve K.K. alımının kolaylaştırılması , ödeme planlarının emeklilik sigortalarının ikramiye ve aylık maaş ödemeleriyle ilişkilendirilerek kolaylaştırılması , spekülâtif emlak yatırımlarında K.K. kullanımına olanak tanınması gibi avantajlar sağlanabilmiştir. Ülkemizde de bu kredi tiplerinden bir çoğunun uygulama örnekleri vardır. Bunların VDMD yoluyla menkul değeriştirilmesi örneğide vardır. Ancak organizasyon ve rekabet ortamı eksiklikleri ile alternatif seçeneklerle yetinme alışkanlıkları yüzünden etkin ve kapsamlı bir ipotek piyasası oluşmamaktadır. Gelişmiş bir ipotek piyasasının boyutları , bu gelişmişliği sağlayan kurumlar ve

ekonomik düzende bulunması gereken genel hususlar bu açıdan ele alınmıştır. Kredilerin menkul değeriştirilmesinde farklı yöntemler kullanılarak ; kredi tahsilatlarındaki aksamaları (ödemeyi geciktirme , ödememe ya da erken ödeme gibi) aynen yarırmıcılara aktaran IDMD'ler oluşturulabilindiği gibi ; ipotek havuzunun teminatına dayandırılmış borçlanma senetlerine benzer IDMD'lerde oluşturulabilmektedir. Ayrıca bunların karışımları , türevleride piyasaya çıkarılmaktadır . Nerdeyse her çeşit yatırımcının özel isteklerine uygun yapıda IDMD vardır, hatta istek üzerine biçimlendirilebildikleri söylenebilir. Dolayısıyla IDMD olgusunun VDMK kapsamında gelişmesini beklemek yanlış olacaktır. Bu çalışmamız bir başka yönüylede VDMK'lerin tutunma koşullarına açıklık getirmektedir.

III. Bölümde ise gene ileri ülkeler uygulamasından hareketle IDMD'lerin başarıyla kullanıldığı ipotek piyasalarının ve ipotek bankacılığının açıklamaları yapılmış ; bunların gelişim aşamaları yasal düzenlemeler itibarıyla ele alınmış ; ikincil piyasanın etkinliğinin kaynakları irdelenmiştir. Bu bağlamda , ipotek işlemlerine getirilen standartların , garanti ve sigorta uygulamalarının , derecelendirme olgusunun , bu konudaki risklerin ve değeri belirleme çalışmalarının neler olduğu ve nasıl yapıldığı araştırılmıştır.

Konuttan ticari yapılara , ticari yapılardan tarımsal taşınmazlara kadar çeşitlenen emlak sektörünün oluşturduğu piyasanın finansal işlemlerinin yapıldığı ipotek bankacılığı artık sadece fon toplayıp kredi veren geleneksel bir aracılık uygulamasından ibaret olmayıp kredilerin menkul değeri dönüştürülerek finansal piyasa yatırımcılarına sunulmasında kapsamakta ; bankalar için "yeniden aracılık" , taksitle satış yapanlar için "aracısız finansman " anlamına gelebilecek menkul değeriştirme ; prosedürüne hizmetleriyle katılan kurum ve şirketlerle birlikte başlı başına bir sistem olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu sisteme katılan diğer hizmetler: sigortacılık , derecelendirme (rating) , yüklenimli pazarlama-dağıtım (underwriting) , değeri biçme (ekspertiz) , saklama , koruma (hedging) kurum ve teknikleridir. İpotek piyasalarını diğer finansal piyasalardan ayıran başlıca özellik burda kredilerin ve menkul değeriğerlerin taşınmaz rehnine bağlanmış olmasıdır. Bu nedenle yapı sektörü , bir buz dağının görünmeyen kısmı gibi ipotek bankacılığının altında durmaktadır. İpotek piyasasının gelişimi için devlet müdahalesi, yasal düzenlemeler,

standardizasyon çalışmaları yapılırken tüm bu boyutların göz önünde bulundurulması gerekecektir. IV.Bölümde ülkemizdeki yapı sektörünün durumu ve bu sektörün finansmanı konuları ele alınmıştır. Yapı sektörünün özellikle istihdam yaratmadaki üstünlüğü ve kendine bağlı üretim sektörlerinin çokluğu önemini artırmaktadır. Bu sektöre devlet müdahalesi çeşitli özendirme ve denetimler şeklinde olmakta ancak istenen sonuçların alınabildiği söylenememektedir. Yapı sektörünün finansmanı çok çeşitli yöntemlerle yapılmaktadır; her yöntem farklı bir kaynağa dayanarak işlemektedir. Geleneksel banka kredilerinin yanısıra bazı yeni finans teknikleride kurumsallaşmaya başlamıştır : VDMK(Varlığa Dayalı Menkul Kıymet) uygulaması, GmS(Gayrimenkul Sertifikaları) , GmYO(Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları),GmYF(Gayrimenkul Yatırım Fonları).

KK ve İDMD ile ilgili tüm hususların, bir tür doğal hayat ortamı / iklim gibi kabul edebileceğimiz Türkiyenin koşulları yönündende değerlendirilmesi gerektiğinden; ülkemizin ekonomik yapısı, finansal piyasaları, demoğrafik özellikleri ve yasal çerçeve ; durumu ve çıkarabileceği sorunlar dolayısıyla V. Bölümde ele alınmıştır. Görülmüştür ki ,

ülke koşullarının iyileştirilmesi değılsede en azından rasyonalize edilmesi , bazı ekonomik denge kurallarına saygı gösterilmesiyle çok kolay sağlanabilecektir.

Finansal piyasalarımızda geçerli, yapı sektörünün finansmanında yararlı olabileceğini düşündüğümüz bir **"kredilendirme-Menkul değeriştirme"** modeli de ilkelere ağırlık verilerek önerilmiştir.

FİNANSAL PİYASALAR, FİNANSAL YATIRIM SEÇENEKLERİ VE GENEL EKONOMİK SİSTEM ARASINDAKİ ETKİLEŞİM

Konumuz olan "İpoteğe Dayalı Menkul Değerler" sermaye piyasalarında işlem görecektir bir yatırım aracı olduğundan öncelikle, sermaye piyasalarının hatta daha kısa vadeli işlemlerin tapıldığı para piyasalarıyla birlikte tüm finansal piyasaların çağdaş yapısının ve çalışma yöntemlerinin gözden geçirilmesi; bu piyasalarda bulunan yatırım seçeneklerinin incelenmesi gerekmektedir. Doğal olarak bu bağlamda yatırımcı kararlarını etkileyen faktörlerin ve karar alma prosedürünün teorik olarak değerlendirilmesi yararlı olacaktır.

1.A FİNANSAL PİYASALAR , GELİŞİM AŞAMALARI VE TÜRLERİ

Finansal piyasalar, kısa vadeli para ve uzun vadeli sermaye hareketlerinin cereyan ettiği yani birikim sahiplerinin kazanç temini için, reel yatırımcılara kaynak aktardığı organizasyonlar ve organize olmamış sistemlerdir.

Finansal piyasalar, işlemlerin türüne ve yaygınlığına göre sınıflandırılmaktadırlar.

Para piyasaları, banka ve büyük ticari kuruluşların geçici para ihtiyaçlarını karşıladıkları piyasalardır. Bu ihtiyaç karşılama borçlanma şeklinde olabildiği gibi çeşitli para birimlerinin birbirleriyle değiştirilmesi şeklinde de olabilir. Bu piyasalarda alınıp satılan para birimlerinin yanı sıra gene belli paraları temsil eden bir takım değerli kağıtlar vardır ki bunlara "Para Piyasası ya da Sermaye Piyasası Araçları" denir. Para piyasalarının sermaye piyasalarından farklılığı esas itibarıyla işlemlerin para piyasasında daha kısa vadeli olmasından kaynaklanmaktadır. Ancak Sermaye piyasası işlemlerinin vade uzunluğu ile ayrılması birincil piyasalar içindir. Tipik bir sermaye piyasası olan pay senetleri borsasındaki işlemler, halka ilk arz edilmenin dışında, istendiği zaman alınıp-satılabilen yani vade ile ilgili bulunmayan yapıdadır. Bu nedenle para piyasası-Sermaye Piyasası ayrımı yapılırken hem ödünç/borç/kredi olarak aktarılan paranın vadesine, hemde işlemin hangi araçları kullanılarak yapıldığına birlikte bakılmalıdır. Günümüzde "Borsa" şeklinde örgütlenmiş piyasalarda Uluslararası işlemler

yapılabilmektedir. Başka bir ülkeye ait pay senetleri ya da borçlanma senetleri işlem konusu olabilmektedir. Ayrıca yabancı yatırımcıların alım-satım yapmasına izin verilmektedir ki asıl bu olay uluslararasılaşmanın göstergesidir. Ulusal para piyasalarındaki işlemler genellikle bankalar arasındaki borçlanmalar ve sabit getirili kağıtlar (Hazine Bonosu ve Devlet Tahvilleri gibi) üzerinde yapılan repo işlemleridir. Bu iki işlem tüm piyasanın göstergesi olan faizlerin belirlendiği ve kullanıldığı yerlerdir. Her ikisinde organize piyasadır. Interbank, TCMB nezdinde ; Repo Piyasası ,İMKB nezdinde faaliyet göstermektedir. Belli özelliği taşıyan ve belli koşulları yerine getiren üyeler burda işlem yapabilmektedirler. İşlemlerin önemli bir kısmını müşterileri adına yaparlar. Hazine Bonosu ve Devlet Tahvilleri alım satımları da keza organize bir piyasa olup İMKB nezdinde faaliyet göstermektedir.

Ulusal piyasalarda yapılan TRL işlemler "ower night" denen bir gecelik vadeden başlayarak 1 hafta, 1 ay, 3 ay gibi çeşitli vadelerde yapılabilir.

Döviz piyasasındaki işlemler ise vadesiz (spot) ve vadeli (forward) olarak yapılabilirler. Bu alışverişler çeşitli teknikler kullanılarak gerçekleştirilebilir.

Bilindiği gibi 70'li yıllarda altın esasına ve sabit kur esasına dayalı Bretton Woods para sistemi çökünce finans alanında günlük kur dalgalanmaları risk oluşturmaya başladı. Kur riskinden korunmak için ve aynı zamanda kur dalgalanmalarından kazanç sağlamak için yeni yöntemler geliştirildi. Bunlar; Swaps (değiş-tokuş), Futures (gelecek zaman sözleşmesi), Options (fırsat sözleşmesi), Warrants (kefalet sözleşmesi), Currency Borrowing (döviz borçlanması) Currency Deposits (dövizli tevdiat), Back-to-Back Loans (karşılıklı borçlanma), Parallel Loans (paralel borçlanma) gibi yöntemlerdir. Döviz alım-satımlarında kullanılan bu yöntemler kur riskinden korunmak için olduğu kadar, yatırım ve kar amaçlarıyla yapılmaktadır. Finansal piyasaların gelişimi, para sisteminin gelişimine paralel olmuştur. Ülkeler ekonomik düzenlerinin ilerlemesi oranında, uluslararası fon akımlarına katılabilmişlerdir. Günümüz de artık "Yabancı Sermaye" kavramı genişlemiş, uluslararası hareketliliği çok hızlı olan "Yabancı Sıcak Para" olgusu ortaya çıkmıştır. Sıcak para, finansal yatırımlar yoluyla kazanç sağlamak üzere uluslararası para ve sermaye piyasalarında dolaşan paradır. Faiz, kur, spekülasyon, vergi avantajı vb. kazanç olanaklarına çok esnek ve duyarlıdır. Uluslararası para alışverişinin iyi kavranabilmesi; para birimlerinin kredi değerlerinin ve birbirine karşı değişim

oranlarının hangi esaslara göre belirlendiğinin bilinmesi gerekmektedir. Sonuçta her şeyin arz-talep dengesiyle belirlenmesine rağmen, bazı resmi anlaşmalar ve gayri resmi kabuller para değerleri üzerinden etkin olmaktadır. 1865 Latin Para Birliğinden başlayan bazı uluslararası anlaşmalarla paraların değerlerine altın standardı gibi bazı esaslar getirilmiştir. Fakat iki büyük dünya savaşı dolayısıyla, ekonomik ürünlerin azalması, savaşın altın karşılığını aşan para emisyonu ile finanse edilmesi ve iki savaş arasındaki ekonomik kriz, ülkelerin paralarının değerlerini hızla değiştirdiği gibi yabancı paralara olan ihtiyaçların karşılanmasını zorlaştırdı. Bu durumda ülkeler kendi paralarının değerini ve döviz stoklarını korumak için yasal kontrolleri geliştirdiler. Dünya ticareti için kötü olan bu şartlar ikinci savaştan sonra yeni bir uluslararası para sistemi üzerinde anlaşmayı gerektirdi. Bretton Woods'da yapılan anlaşmayla ülkelerin para birimlerinin değeri doları, doların değeri de altın standardına bağlandı.

Yeni para sisteminin işlerliğini sürdürmesi için ve ülkelerin dış ticaret açıklarının dünya ticaretine ve kendi paralarının değerlerine zarar vermesini önlemek için yeni tedbirler getirildi. Bu amaçla IMF (The International Monetary Fund) kuruldu. Böylece belirli sabit kurlara dayanan ve tüm paralar için konvertibilite olanaklarını getiren bir sistem kurulmuş oldu. Bir ons altınla, 35 Dolar arasında değişim değeri kabul edildi.

Böylece ülkeler rezerv olarak altın yerine dolar tutabilir ve bunun faizinden yararlanabilir duruma geldiler. Ayrıca, ülkelerin ödeme dengesi bozulmalarının önlenmesi için IMF'le yeni bir kredi sistemi; normal çekme hakkı getirildi. Bretton Woods'u izleyen 1950 EPU (Avrupa Ödeme Birliği) ve 1958 EMA (Avrupa Para Anlaşması) esas itibarıyla dünya ticareti ödemelerini kolaylaştıran ve paralara konvertibilite getiren anlaşmalar oldu. Fakat 70'li yılların başlarında Amerikan ödemeler dengesi açığı, Birleşik Devletlerin dış taahhütlerinin altın rezervinin iki katı kadar büyümesi dolara duyulan güveni ve doların değerini düşürdü. 1971 de dolar devalüe edildi. Washington da yapılan Smithsonian anlaşmasıyla yeni değişim kurları belirlendi. Ne varki artık paraların değerinin ve değişim oranlarının sıkça değişebileceği bunları belirlemenin ve izlemenin en sağlıklı yolunun piyasaların dalgalanmalara bırakılması olduğu anlaşılmış ve Avrupada uygulanmaya başlanmıştı.

IMF kredi mahiyetindeki normal çekme hakkının yanı sıra ülke para rezervlerinin bir parçası olarak tutulan ve gerektiğinde Merkez Bankalarınca istenilen tür döviz ödemelerinde kullanılmak üzere hazırlanan özel çekme hakkı (SDR) gibi fonksiyonlarıyla uluslararası ticaret ve para değerlerinin korunmasına hizmet veren en önemli kuruluş olarak varlığını sürdürürken Avrupa'da Ekonomik Topluluk esprisinin bir parçası olarak EMS (The European Monetary System / Avrupa Para Sistemi) oluşturuldu. Bu sistem kur dalgalanmalarına geniş alt ve üst limitler tanıyordu. Bu yüzden Simithsonian Anlaşması tünel-olarak adlandırılırken bu yılan olarak adlandırılmıştı. fakat bu sistemde Avrupa Para Birimleri kendi aralarında sabit bir kura göre ayarlanmışlardı. Avrupa paraları için belirli limiterle sınırlı çapraz kurlar oluşmuştu.

Bu sistemde fonksiyonel sonucu; ECU (Avrupa Para Birimi/The European Currency Unit) şeklinde, 9 Avrupalı paranın belli oranlarda bir sepet oluşturmasıyla ortaya çıkması olmuştur.

Para sistemlerinin gelişmesi ve ulusların buna geniş ölçüde intibak etmeleriyle finansal piyasal uluslararası özellikler kazanmaya; Yatırımcı ve ihtiyaç sahipleride uluslararası işlemlere girişmeye başlamıştır. Teknolojik ilerleme, para hareketlerinin hızla ve sağlıklı olarak yapılabilmesini sağlamıştır. Elektronik Fon Transferi (EFT) , Elektronik çek takasları, On-Line bilgisayar ağlarıyla bilgi ve fon aktarımları, uluslararası ticari işlemler için geliştirilmiş bir sistemi olan Swift ve çeşitli telefon, telefax, kolaylıkları, finansal piyasalarda etkinliği artmıştır.

I.A.1 Finansal Piyasa Sınıflandırmaları

Globalleşerek büyüyen, teknik olanaklarla hızlanan günümüz finansal piyasaları, çeşitli ölçütlere göre sınıflandırılabilirler:

1. Vade uzunluğuna göre;
 - a) Para Piyasaları
 - b) Sermaye Piyasaları

2. İşlem Konusu Menkul Değerlerin özelliklerine göre

- a) Borçlanmayı temsil eden Menkul Değer Piyasaları,
- b) Sermaye ortaklığını temsil eden Menkul Değer Piyasaları,
- c) Kar/zarar ortaklığını temsil eden Menkul Değer Piyasaları,

3. Arzın özelliğine göre;

- a) Birincil Piyasa
- b) İkincil Piyasa

4. İşlemlerin Yaygınlığına göre:

- a) Bölgesel Piyasalar
- b) Ulusal Piyasalar
- c) Uluslararası Piyasalar

5. Örgütlenme durumuna göre:

- a) Borsalar
- b) Organize olmamış piyasalar

6) İşlem konusuna göre;

- a) Para Piyasaları
- b) Döviz Piyasaları
- c) Pay senedi Piyasaları
- d) Bono-Tahvil Piyasaları
- e) Repo Piyasaları

Finansal piyasalar genel teoride çeşitli kriterlere göre alt gruplara ayrılmakla birlikte; Çağdaş gereksinimler açısından yeni bir sınıflandırma daha yapmaya girişirsek piyasaları; "Gereksinime Dayanan İşlem Piyasaları" ve "Korunma yada Spekülatif kazanç sağlama" piyasaları diye iki guruba ayırabiliriz. Örneğin, Opsiyon, Fütür, Forward piyasaları çağımızda artan ve çeşitlenen risklerden korunmak yada

bunların yaratacağı fırsatlardan yararlanma amaçlarıyla ortaya çıkmıştır. Bu grupların kapsamı esasen kullanım amacına göre belirlenecektir.

I.B FİNANSAL YATIRIM ALANLARI VE ARAÇLARI

İDMD'lerin bir yatırım aracı olarak tutunma olasılığını irdelerken; birikimlerini değerlendirmek isteyen finansal yatırımcıların alternatiflerini gözden geçirmekte yarar vardır.

Finansal yatırım araçlarını;

- 1) Getirisi belli ve sabit olanlar,**
 - 2) Getirisi belirsiz ve değişken olanlar,**
 - 3) Getirisi kısmen belli ve sabit olanlar**
- diye üç gruba ayırarak sayabiliriz.

I.B.1 Getirisi belli ve Sabit olan Finansal Yatırım Araçları;

1) TRL Banka Mevduatları: Vadesiz veya 1,3,6,12 ay gibi çeşitli vadelerde olabilmektedir. Faiz Oranları her banka tarafından ayrı belirlenmiş olduğu için bu konuda bir seçim yapmak için önce araştırma yapılması yararlı olur. Ön araştırma yapmayı gerektirmektedir genellikle tasarruf mevduatlarının belli bir kısmı (150 milyon TL gibi) TCMB nezdindeki bir fon tarafından Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu sigortalıdır. Yani banka batacak olursa paranın ilan edilen sigorta limite içinde kalan kısmı geri alınabilir. İçinde bulunduğumuz tarihte bu günlerde tüm bankalardaki tüm tasarruf mevduatları (TL yada Döviz fark etmez) tümüyle devletin garantisi altındadır. 1994 Ekonomik krizin büyümemesi için böyle bir garanti şemsiyesi sağlanmıştır. Bankaların Mevduata verdikleri faizler net değildir. Vade sonunda ya da hesap kapatılırken hesaplanan faiz tutarı üzerinden Banka Sigorta muameleleri vergisi altında bir gelir vergisi (Menkul Sermaye İradı Vergisi) kesilmektedir. Ayrıca Savunma Sanayini Destekleme fonu için ikinci bir kesinti yapılmaktadır.

2) Mevduat Sertifikaları: Bunlar mevduat hesaplarının isimsiz hale getirilmesini sağlayan araçlardır. Eğer vadeli hesap açtıran bir kimse hesaba ismini yazdırmak istemezse Mevduat sertifikası almayı tercih eder. Bu sertifikalar hamiline aittir. Kim

getirirse banka parayı ona öder. Yani mevduat hesabı devredilebilme yeteneği kazanmaktadır. Sadece vadeli mevduatlar içindir. bu sertifikalarda sigorta kapsamındadır. Mevduat Sertifikalarına ayrıca damga vergisi uygulanır. Bu ek kesinti dolayısıyla, getirisi mevduata göre biraz daha düşüktür.

Mevduattan bir diğer farkıda vadesi geldiğinde kendiliğinden yenilenmemesidir.

Müşterinin vade dolunca bankaya başvurması gerekir. Sertifika yerine isimsiz hesap cüzdanı veren, "isimsiz Mevduat Hesabı" yada "Sırdaş Hesap" diye bir hesap türüde gene ismini gizleyerek parasını bankada tutmak yada mevduatının ayrıca tedavül yeteneği kazanmasını isteyenler için geliştirilmiştir.

Sertifikaların ve isimsiz hesapların önemli bir faydası da; Mevduat sigortalarının limiti olduğu dönemlerde aynı şahsın limiti aşan tutardaki parasını aynı bankada sigortalı olarak tutmasına yardımcı olmasıdır. Çünkü her bir sertifika sigortadan ayrıca yararlanır.

Mevduat sertifikaları ve isimsiz hesap uygulamalarına ; bazı ülkelerde, bazı dönemlerde kara para aklamalarını önlemek amacıyla yasaklamalar getirilebilmektedir.

3) Devlet Tahvili ve Hazine Bonoları: Devletin içi borç sağlamak üzere çıkardığı borçlanma senetleri olup Devlet tahvilleri daha uzun vadeli Hazine Bonoları daha kısa vadeli taşımakta olarak arz edilmektedir. Dış borçlanma için Döviz üzerinden de çıkarılabilirler, genellikle Hazine Bonolarında Faizler için kuponları bulunmayıp üzerinde yazı olan değer (Nominal Değer) vadesine göre iskonto edilerek Cari değeri bulunur. Örneğin 100 milyon TL nominal değerli ve 10 yıl vadeli bir Hazine bonosunun yıllık faiz oranı %100 ise çıkışta 50 milyon TL'den satılır, vadesinde değeri %100 artarak nominal değerine ulaşmış olur.

Normalde uzun vadeli Devlet Tahvilleri Faiz kuponu karşılığında ödenir. Tahvilde, Bonoda hukuki açıdan belli bir formuda seri olarak çıkarılmış borçlanma senetleridir. Hazine bozan ihale açarak, en düşük faizi ödeyerek borç vermek yani en yüksek iskonto oranıyla Bono Satın almak isteyenlerin talebi kadar Hazine bonosu çıkarır. Bu ihaleye Bankalar ve aracı kurumlar girebilirler. Aldıkları bonoları daha düşük bir iskonto oranıyla tasarruf sahiplerine satarak kar ederler. Hazine bozanda büyük

kamu bankaları vasıtasıyla halka doğrudan küçük kupürlü (10 milyonTL gibi) Bono satışı yapar.

Tasarrufçu açısından garantili bir yatırım aracıdır. Devlet sürekli borçlanma ihtiyacında olduğu için faiz oranları yüksektir. Vergi ve kesintisi yoktur. Tahvil ve Bonolar hamiline aittir. İkincil piyasanın gelişmiştir, borsalarda belirlenen fiyatlar üzerinden likiditeye dönme olanağı vardır.

4) Repo (Repurchasing Agreement / R.P.): Geri satın alma anlaşması, bankalar ve aracı kurumlar tarafından halkın parasını faizle toplamak amacıyla yönelik bir teknik olup ellerindeki hazine bonosu ve devlet tahvili gibi **sabit getirili** menkul değerlerin belli bir tarihte geri satın alınmak üzere satılmasından ibarettir. İşleme konu olan sabit getirili menkul değerlerin satış bedeliyle geri satın alınma bedeli birbirinden farklı olup vadeyle orantılı olarak bir faiz getirisi de içermektedir.

Repo yapan banka ya da kurum, bu işlemle fon toplarken işlem konusu kağıttan sağlayacağı faizin bir kısmını yatırımcıya aktarmaktadır. Bazen piyasa koşulları gereği zararına da işlem yapılabilir. Kağıdın, faiz getirisinin üstünde faiz oranı uygulanarak satış ve geri alış fiyatları belirlenebilmektedir. Repo işlemlerinde genellikle yatırımcıya menkul değer kendisi değil de "Saklama Makbuzu" verilmektedir. Böylece saklama hizmeti de yapılmış olmakta ve aynı zamanda büyük kupürlü bir menkul değer birden fazla yatırımcıya satılabilmektedir. Bu durum, ancak denetimlerde ortaya çıkabilecek "açığa repo yapma" imkanını da doğurmaktadır.

Bir de **Ters Repo / Rwers R.P.** işlemi vardır ki, bir menkul değeri geri satmak üzere satın almaktır. Yani menkul değer tekrar satmak üzere satın alınması, ters repo (rewers repo) işlemidir. Aslında taraflardan biri için repo olan işlem diğer taraf için rewers repo işlemidir.

5) Özel Sektör Tahvilleri ve Finansman Bonoları: TTK 420. maddesi tanımı ile; "Anonim Ortaklıkların ödünç para bulmak için itibari kıymetleri eşit ve ibareleri aynı olmak üzere çıkardıkları borç senetleridir." İtfâ planlarına göre çok çeşitleri vardır. Hatta belli bir süreden sonra şirketin pay senediyle değiştirilebilir türü de (Convertible Bond) çıkarılmıştır.

Burada borçlu bir Anonim şirkettir. Kısa vadeli olan türlerine Finansman Bonosu denir. İkincil piyasaları pek gelişmiş değildir.

6)Banka Garantili Bonolar: Bu bonolar; bir şirketin çıkardığı fakat bir bankanın vadesinde ödenmesini garanti ettiği bonolardır. Böylece güvence yönünden takviye edilmişlerdir.

7)Banka Bonosu: Özellikle yatırım bankalarının fon sağlamak üzere çıkardıkları borçlanma senetleridir. Genellikle uzun vadeli dirler. İkincil piyasaları pek gelişmemiştir.

Yatırım bankalarına sermayeye bağlı sınırlamaları aşacak kadar mevduat toplamaya eşdeğerde , munzam karşılık ve disponibilite koşullarından arındırılmış fon toplama imkanı veren bir araçtır.Koşulları mevzuata bağlı olarak zaman zaman değişmektedir.

8)Forward / Vadeli İşlem Sözleşmeleri:1995 yılından bu yana ülkemiz de TCMB ve bankalar tarafından , döviz üzerinde yapılmaktadır. Sistem şöyledir:TCMB belli vadelerde (15 gün, 1 ay, 3 ay sonraki tarihler gibi) örneğin 1 dolar'ı kaç TL'den alacağını yada satacağını açıklar , bankalar yüksek meblağlarda sözleşme yapabilirler. Vade geldiğinde piyasadaki kurlara göre karlı veya zararlı olurlar. Bu işlem bankalarla yatırımcılar arasında da yapılabilir. Bir yatırım aracı olmaktan çok, finansal dalgalanmalardan yararlanmak ya da korunmak için kullanmaya elverişli bir araçtır.

9)Varlığı Dayalı Menkul Kıymet / VDMK: Kredi geri ödeme taksitlerinin ve belli bazı periyodik gelirlerin menkul değerleştirmesinin ürünü olan VDMK , ülkemizdeki uygulamasıyla ,bankaların ve genel finans kuruluşlarının ellerinde bulunan; tüketici, konut, ziraat ve esnaf kredisi taksit senetleri gibi belli periyodik alacakların bir havuzda toplanarak teminat teşkil ettiği belli vadeleri belli faiz oranları olan belli kupürlerdeki menkul değerlerdir. Konumuz olan İDMD'ler halen bu türün kapsamında uygulandığından VDMK'ler ayrı bir başlık altında detaylı olarak ele alınmıştır.

I.B.2 Getirisi Belirsiz ve Değişken olan Finansal Yatırım Araçları;

1)Pay Senetleri: Halka açık Anonim Şirketlerin İMKB'de hergün alım-satım konusu olan pay senetleridir. Tüm yatırımcılara ulaşmamışsada oldukça yaygınlaşmış bir finansal yatırım alternatifidir. Bankalar veya Aracı kurumlar aracılığı ile en az 1 lot (1000 tane) olmak üzere alınıp-satılmaktadırlar. Takasbank'ta satın alan kimseler adına saklanabilmektedir. Değerleri; piyasa koşullarına göre, o şirketlerin itibarlarına , kar durumlarına,hatta tahminlerine vs. göre belirlenmektedir. Pay senedi yatırımlarından sağlanacak kar, baştan belirlenemez sürekli dalgalanır. Dolayısıyla pay senedi yatırımcısının bilinçli ve piyasayı sürekli izleme yeteneğinde olması gerekmektedir.

2)Gelir Ortaklığı Senetleri/GOS: Sürekli geliri olan kuruluşların (Örnek: Boğaz köprüsü) sadece gelirlerine ortak olmak üzere çıkarılan borçlanma senetleridir. İşletmenin karı 6 ayda bir senet sahiplerine dağıtılır. Senedin vadesinde ana para itfa olunmaktadır. Yaygın değildir.

3)Yatırım Fonu Katılım Belgesi: Bankalar ve aracı kurumlar tarafından en az 100 milyar TL ile kurulan yatırım fonları ; belli yatırım araçlarından (Tahvil, Pay senedi, Altın v.b) bir havuz yapar, bunu işleterek karını büyötmeye çalışırlar. Kurucusu ve yöneticisi banka ya da kurumdan ayrı bir tüzel kişilikleri vardır. Fonun %25'ten fazlası Hisse Senedine yatırılmışsa onlara "A grubu Fonlar" denir. Bazı teşviklerden yararlanırlar, kar yerine zararda edebilirler. Kar veya zarar günlük olarak , belli kurallara göre hesaplanarak,fonların fiyatı belirlenir. İstendiğinde paraya çevrilme avantajı vardır. Pazarlanmasında Banka ATM'lerinin kullanılabilmesi dolayısıyla vadesiz mevduata alternatif olacak kadar ilgi çekmektedir.

4)Gayrimenkul Sertifikaları: Uygulamasına 1996 yılında başlanmış olup belli taşınmazların değerine karşılık çıkarılmış" Menkul Kıymetler "olup sonunda bu taşınmazların satın alınmasında kullanılmak üzere borsada işlem görmektedir

Gayrimenkulün değerine endeksli olması dolayısıyla enflasyonist ortamlarda , tercih edilir bir yatırım aracıdır. Ancak belli taşınmazlara yönelik olduğu için henüz pek yaygınlaşmamıştır. Konumuzla yakından ilgili olması dolayısıyla özel başlık altında ayrıca ele alınmıştır.

5)Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Pay Senetleri: Uygulamasına 1996 yılında başlanmış olup henüz Vakıfbank ve Alarko tarafından çıkarılmış iki örneği vardır. Çok tutulmuş bir yatırım aracı olup hızla prim yaptığı için yatırımcılara çekici gelmektedir. Ancak değerinin belirlenmesindeki teknik zorluklar bazı varsayımlara dayanmayı gerektirmektedir. Konumuz İDMD'lere benzerliği dolayısıyla ilginç olan ve ayrı bir başlık altında da değinilen, bu yatırım aracı, enflasyonist ortamlarda taşınmaz değerlerinin güvenli taşınması ve Borsada istendiğinde satılabilmesi dolayısıyla başarılı olmaktadır. Bu ortaklıklar yatırımlarını taşınmazlara yapmaktadırlar, ileride İDMD'lere de portföylerinde yer vermeleri; her iki araç açısından bir birini desteklemek yönünden isabetli olacaktır.

6)Yatırım Ortaklığı Pay Senetleri: Sermaye piyasası araçları ile altın ve diğer kıymetli madenler portföyü işletmek üzere anonim ortaklık şeklinde ve kayıtlı sermaye esasına göre kurulan , bir tür sermaye piyasası kurumu sayılan "Yatırım Ortaklıkları "çoğalmıştır. 1996 sonu itibariyle İMKB'de 26 yatırım ortaklığının pay senetleri işlem görmektedir. Yatırımcılar bu aracı tercih etmekle, finansal yatırımları için dolaylı olarak profesyonellerin katkısını sağlamış olmaktadır. Çünkü sonuçta bu ortaklıklar finansal yatırım araçlarından oluşan bir portföyü, belli ilkelerle yönetmektedirler. İkincil piyasasının gelişmişliği likiditeye kolay dönüş olanağı vermekte, yüksek kazançlar ümit edilebilmektedir.

7) Altın ve Kıymetli Maden ve Taş Spekülasyonu

8) Döviz Spekülasyonu

9) Sanat eseri ve Antika Spekülasyonu

10) Hayat Sigortası

11) Taşınmaz: Arsa, çiftlik, işyeri, konut gibi bir yandan değeri artan, bir yandan kira getiren ve enflasyona karşı kendini koruyabilen bir yatırım alanıdır. Güvenli olmasına karşın likit olmamak gibi önemli bir dezavantajı vardır. İşte bu dezavantaj, taşınmaza dayanan yatırım ortaklıkları, fonlar, IDMD'ler gibi yatırım araçlarının geliştirilmesiyle giderilecek, yatırımcılara sonuçta taşınmaz güvenini ve primini sağlayacak seçenekler sunulabilecektir.

I.B.3 Getirisi Kısmen Belli Ve Sabit Olan Finansal Yatırım Araçları

1) Döviz Tevdiat Hesapları

2) Altın Tevdiat Hesapları

3) Enflasyona Endeksli Tevdiat Hesapları

4) Enflasyona Endeksli Tahviller

Bunlardan ilk ikisi, dövizin değeri hergün dalgalı kurlara bağlı olarak, altının değeri ise hergün enflasyon oranıyla bağlantılı piyasa durumuna göre değiştiği için anamal itibarıyla belirsiz bir getiri sağlamakta; ama faiz oranları, bankalarda hesap açılırken sabit olarak belirlendiğinden sabit getiri olarak kalmaktadır. Böylece TL açısından değerlendirme yapıldığında anamal itibarıyla belirsiz, faiz itibarıyla sabit ve sonuçta kısmen belirli kısmen belirsiz yani karma bir getiri söz konusu olmaktadır.

Son iki yatırım alternatifi ise genellikle tüketici fiyat endekslerine belirli bir faiz tutarı (%10-35 gibi) eklenerek ve baştan kural olarak saptanan, vade dolumunda endekslere göre somutlaştırılan bir faiz getirisi sağlamaktadırlar. Örneğin, enflasyon oranı %75 ise, "artı/+" olarak belirlenen faiz ilavesi %35 ise; yıllık getiri %110 olacaktır.

I.B.4 Finansal yatırım ilkeleri

Finansal yatırımlar yapan birikim sahiplerinin, öncelik sıralamaları her birinin kendi kişisel durumuna göre değişmekle birlikte, genel yatırım ilkelerine bir bakmakta; yatırım araçları arasında seçim yaparken bu ilkeler açısından değerlendirmelerde bulunmakta yarar vardır.

1) Sağlamlık/Geri Dönüş Güvencesi:

Yatırımcı varlığını yitirmek istemez, yatırım yaptığı araç ya da alan , yatırımın geri dönmesi konusunda güvence vermelidir. Geri dönüş sistemi sağlıklı kurulmuş olmalıdır. Örneğin, devlet borçlanma araçları , geri ödeme endişesini pek uyarmadıkları için , " sıfır riskli " kabul edilmektedirler.

2) Reel ve Yüksek Getiri:

Sağlanması gereken getiri öncelikle reel olmalıdır, yani enflasyon oranının üzerinde olup ana parayı enflasyon aşındırmasında korumalıdır. Bunun üstüne alternatif yatırımların getirisinden daha yüksek olması idealdir. Burada aracın Enflasyon ve kar gelişmelerine karşı avantaj durumu ve vergi kesintilerine ne derece maruz kaldığı önemlidir. Bu konuda; getiri ile risk arasında ters bir korelasyon olduğunu, olması gerektiğini belirtmek gerekir. Bu serbest piyasaların yasasıdır.

3) Likidite Kolaylığı:

Bir yatırımdan kolayca çıkılabiliyorsa, yatırımları kabul eden kurum ya da kişi geri ödemeyi gerektiği zaman yapabiliyorsa , ya da ikincil piyasa gelişmişse , yeterli derinliğe ve yaygınlığa ulaşmışsa likiditeye dönmek kolay olacaktır. Finansal yatırımlarda bu husus çok önemlidir.

4) Yatırım Süresince ek Avantaj Kullanım Olanağı:

Teminat gösterilebilmek, rehnedilebilmek, kısmen ya da tamamen devredilebilmek, bölünebilmek, gösteriş ve prestij için yararlanılabilmek , çekilişlere katılarak şans denemesine girişebilmek, ilgili kurumun ya da bankanın bazı hizmetlerinden ücretsiz yararlanabilmek, ücretsiz sigortalanmak gibi bir taşla birden fazla kuş vurma olanakları yatırım araçlarına çekicilik sağlar.

5) Kullanışlılık ve Ulaşılabilirlik:

Dünyanın neresinde olunursa olunsun, hangi tarih ve zamanda olunursa olunsun kolayca ulaşıp işlemi yapabilmek küçümsenemeyecek bir tercih nedenidir.

6) Gizlilik :

Her yatırımın gizli kalması mümkündür ama bu gizlilik dereceleri farklıdır. Gizliliği kesin olarak sağlayabilir yatırımların alternatiflerine üstünlüğünde kesin olacaktır.

7) Saklama Kolaylığı:

Bir yatırımın ilgili belgelerinde saklanması ayrı bir sorun olup bu konuda sağlanacak hizmetlerde yararlı ve tercih nedeni olacaktır.

Doğal olarak finansal yatırım piyasaları, içinde yer aldıkları ekonominin genel koşullarından soyutlanmazlar makro ve mikro düzeyde; yani hem genel dengelerle, hemde tüketici-yatırımcı davranışlarıyla kendini gösteren etkiler taşırlar. Genel Ekonomik kavramlar bu açıdan gözden geçirmek, etkileşim açısından önemli olanları biraz detaylandırmakta yarar vardır.

Konut sektörünün finansmanı ve bu olguya dönük yatırım araçları açısından-özellikle enflasyonist süreçte-geleceğe dönük beklentiler, piyasaların gelişmişlik dereceleri ve yatırımcı kararlarını etkileyen alternatifler önemlidir.

I.C.YATIRIMCI KARARLARI AÇISINDAN RASYONEL BEKLENTİLER

KURAMI

Eğer enflasyon, tüm malların fiyatları, ücretler, krediler ve faiz oranları arasındaki dengeyi bozmadan genel bir yükseliş olarak cereyan etse ekonomiye olumsuz etkileri olmaz. Ancak gelir dağılımının zaten dengesiz olduğu toplumlarda, enflasyonun seyri aşamalı ve istikrarsız olursa genel bir yıkıma yol açar. Hatta enflasyonist süreçten kazanç sağlayan bir grup oluşturarak kalıcı bir faktör haline geçebilir.

Eğer enflasyon, bir ekonominin karakteristik özellikleri arasına girmişse, o ekonomide her işlemin ilk adımı, enflasyon oranının tahmini, enflasyondan korunmak hatta yararlanmak önemlerinden oluşur. Bu durumda ekonominin genel işleyiş mantığı biraz çarpılabilir.

Ülkemiz ekonomisinin mevcut özellikleri arasında, enflasyon çok dikkat çekici ve hakim olduğu için, ileriye dönük tahminler özel bir önem taşımaktadır. Yatırım araçlarının getirilerinin "reel" yada "negatif" olması ihtimalleri birbirine çok yakın

olabilmektedir. İşte bu nedenle, konumuz , yatırımcı kararları açısından **rasyonel beklentiler kuramına** göz atmamızı zorunlu kılmaktadır.

İnsanlar, karar aşamasında beklentilerini belirlerken ekonomiyi yönlendiren kişi ve kurumların muhtemel hareket tarzları başta olmak üzere toplayabildikleri, tüm bilgilere dayanırlar.^(*) Mevcut bilgilerin ışığında davranışta bulunmak; Rasyonel beklentiler kuramına göre ekonomik işleyişin temelidir. Örneğin günden güne, hatta saatten saate değişiklik gösteren fiyatlar, oranlar kurlar vs. hep elde edilen bilgilerin yansımasıdır.

Bireyler ekonomik beklentilerini oluştururken eldeki bilgiyi en iyi şekilde değerlendirerek isabetli tahminler üretmektedirler.^(**)

Rasyonel Beklentiler kuramı; İstatistikteki trend oluşturma yöntemine benzeyen, geçmiş deneyimleri, gelecekteki oluşumlara uyarılama şeklindeki "Uyarılama Beklentiler"den kaynaklanmakla beraber yeni gelişmeler dahil tüm bilgileri topluca değerlendirerek tahminde bulunmayı ve bunun piyasaya yansımasını, çerçevelediği için daha kapsamlıdır. Örneğin: geçen 3 yılda enflasyon oranı % 30, GSMH artışı % 3 olduysa gelecek 3 yılda da "Böyle olacak" değil," "Buna benzer olacak" mantığına dayanır. ^(***)

Uyarılama beklentiler teorisinde geleceğe dönük tahminler, eski dönemlere ilişkin tahminler ve gerçekleşen miktarlar birlikte değerlendirilerek yapılır. Bir önceki yılın enflasyon oranı % 90 tahmin edilmiş idiysen, ama %80 olarak gerçekleştiyse; bu defa %80 ile % 90 arası bir değer bulunur. Yıllar ilerledikçe bu düzeltmeler sayesinde daha isabetli tahminlerde bulunacağı düşünülür.

Oysaki geçmiş yıllara göre sürpriz gelişmeler yaşanabilir ;eskiye dayanılarak yeni tahminler yapılırken eski tahminlerle eski gerçekler sınırının dışındaki ihtimalleri'de göz önünde bulundurmak gerekir. Tahmin konusunu çok uzaktan bile olsa etkiliyebilecek bilgileride değerlendirmeye almak gerekir. İşte "Uyarılama Beklentiler"ile"Rasyonel Beklentiler" arasındaki fark buradadır.

(*) Gordon, Robert J; Makro Economics, L Brown Gmp, Canada 1984 Sayfa:271

(**) Paya, M. Merih; Para Teorisi Ve Para Politikası/İstanbul 1994 Sayfa:259

(**)

(***) Mishkin, Frederic; The Economics of Money Banking and Financial Markets, New York, 1995, s.713

Beklenti değişiklikleri piyasanın tümüne birden yansımaz; Örneğin kurlar, faiz oranları pay senedi fiyatları, özellikle spot piyasada ki mal fiyatları çabucak değişebilir ama örneğin ücretler, dayanıklı tüketim malları ve taşınmaz fiyatları yavaş bir seyir izler. Bu bağlamda, rasyonel beklentiler teorisinin ışığında, karar birimlerinin genel dengeyi ne ölçüde etkiliyebileceğini, etkinin ne hızla kendini gösterebileceğini görebilmekteyiz. Ayrıca bazı tahmin hatalarıyla, yanlış beklentilere dayanılarak yapılacak hareketlerle dalgalanmalar yaşanması kaçınılmaz olacaktır. Ulaşılabılır tüm bilgilerin edinilmesi ve doğru olarak değerlendirilmesiyle oluşacak rasyonel beklentiler'e dayanılarak yapılan ekonomik hareketler "Rasyonel Davranış" olarak adlandırılır.

Bu kuram, rasyonel davranışın nasıl belirleneceğini ortaya koymakta, bunun içinde elde mevcut bilgilere ve bu bilgilerin değerlendirilmesiyle ulaşılacak mantıklı beklentilere göre davranış seçimi yapılacağını kabul etmektedir.

Birde "Spekülatif Davranışlar" vardır ki; bu teorisinin ilginç bir istisnasıdır. Ekonomik karar birimleri, spekülatif kazançlar uğruna herkesin beklenen davranışından farklı bir davranış -tabiki zamanında farklılaştırarak- seçebilirler hatta spekülatif davranış seçenler o kadar çok ve etkin olabilir ki; piyasalardaki yönelim rasyonel değil, irrasyonel bile olabilir. Kaynaklar, geleceğe dönük beklentilerin sadece geçmiş dönem değerlerinin ortalamasına dayandırılması süpriz ihtimallerin ve yeni koşulların hesaba katılmaması durumunda "İrrasyonel Beklenti"nin söz konusu olacağını açıklamaktadır.

Rasyonel davranış teorisinin normal istisnası, bilgilerin toplanmasında ve değerlendirilmesinde yapılan hatalar dolayısıyla, yanlış davranışta bulunulmasıdır. Ayrıca etkin piyasa teorisi uyarınca, son anda gelen çok önemli bilgilerin tüm verilerin ağırlığını değiştirmesi dolayısıyla oluşabilecek olağan dışı davranışlarda, bir istisna örneğidir.

"Rasyonel Davranış İlkesi" bilgi edinme, bilgi değerlendirme ve beklenti oluşturma aşamalarının; ekonomideki tüm karar birimlerince birlikte ve aynı zamanda geçilmesi koşuluyla gerçekleşebilecektir. Oysaki kamu otoritelerinin ekonomik olmayan saikalarla yapabileceği politika değişiklikleri yüzünden bu ilkenin sürekli, geçerli olamayabileceğini hesaba almak gerekir.

"Örümcek Ağı" kuramı, rasyonel beklentiler kuramı çerçevesinde rasyonel davranış ilkesine uygun olarak yapılacak davranış seçimlerinin her zaman doğru olmayacağını, toplu yanılginın ortaya çıkacağını açıklayan ilginç bir örnektir. Bilindiği gibi bir yıl üretimin çok yapılması dolayısıyla fiyatları düşük olan bir ürün gelecek yıl çiftçiler tarafından üretilmeyecek; bu kez arzın talebi karşılayamaması dolayısıyla fiyatlar yükselecektir. Böylece rasyonel davranışlar-plan yoksunluğu ortamlarında-doğru sonuç vermeyebilecektir.

Rasyonel Beklentiler kuramı 1970'li yıllarda, John F. Muth'un makalelerine dayanarak ortaya çıkmış olup; keynesyen Makro teoriyi sarsmıştır. Fiyat ve ücret esnekliği ile ilgili "Sözleşmeler teorisi" (Contract Theory), "Makro Ekonominin Mikro Temelleri" ve "Reel Konjonktür Teorileri" (Real Business Cycles Theory) gibi yeni teorik alanların açılmasına yol açmış; yoğun ampirik çalışmalara neden olmuş, ekonometrik tahmin yöntemlerine yenilikler getirmiştir.

İktisat teorisinde, beklentiler; yani gelecekte bazı ekonomik değişkenlerin sayısal değerinin ne olacağına ilişkin tahminler, hep önemli olmuştur. Ekonomik teoriler arasındaki fark, beklentilerin nasıl oluşturulduğu, yani nasıl bir beklentiler teorisi kullanıldığı konusunda ortaya çıkmaktadır. 1970'li yıllara kadar beklentilerin geçmiş dönemle uyumlu olarak belirlendiği (Adaptive Expectations Theory) kabul edilmiştir. 1970'li yıllardan itibaren beklenti oluşumu konusundaki varsayımlar geliştirilmiş rasyonel beklentiler kuramı ortaya çıkmış; Buna dayanmayan makro teori ve modellerin gerçek dünya koşullarını ve iktisat politikası sonuçlarını yansıtmayacağı öne sürülmüştür. (*) Böylece hem genel iktisat teorisi, hemde iktisat politikalarının uygulanması açısından yenilikler oluşmuş ve "Yeni Klasik Makro Ekonomik Yaklaşım" ortaya çıkmıştır.

Lucas, Sargent ve Wallace; rasyonel beklentiler kuramını makro ekonomik analizlerle, modellerle bütünleştiren ilk akademisyenler olmuşlardır. Bu uygulamalar sonucunda "Ekonomik politikaların Etkisizliği Hipotezi" de ortaya çıkmıştır. Barro bu hipotezi ampirik olarak test etmiştir. Ondan farklı ekonometrik yöntemler

(*) Vural, Savaş F; İktisadın Tarihi İtibarıyla Düşünceler Topluluğu Yayınları, İstanbul, 1997, S. 966

kullanarak Gordon ve Mishkin bu testleri tekrarıymış aynı veri seti altında farklı sonuçlara ulaşmışlardır.^(*)

Anlaşılabacağı gibi, ekonomik olguların yorumu ve politikaların etkinliği; beklentilerin belirlenmesinde kullanılan yöntemlere ve modellerde kullanılan ekonometrik yöntemlere göre farklılaşabilmektedir.

Rasyonel beklentiler kuramı, uyarılma beklenti yönteminden kaynaklanarak gelişmiş olmakla beraber; Kaynakağını aşmış ona ve ona dayanan makro modellere özellikle Keynesyen teoriye bir tepki durumuna geçmiştir.

Keynesyen teorisin IS-LM eğrilerini kullanarak yaptığı analizlerde, yatırımcıların karlılıkla ilgili beklentileri IS eğrisini aşağı ya da yukarı doğru kaydırmakta; faiz oranlarıyla ilgili beklentilerle LM eğrisini yatay tutmaktadır. Böylece toplam talepteki değişimler istihdam ve gelir düzeyini etkileyecek faiz oranlarını değiştirmeyecektir.

Teorinin temelinde beklentiler ve beklentinin belirlenme şekli vardır.^(**) Beklenti belirlemesine ve bunun teoriye yansımalarına bir başka örnekte, Friedman'ın; bireylerin tüketim harcamalarını ,uzun dönemde elde etmeyi ümit ettikleri gelirlere göre yaptıkları yani tüketimlerinin mevcut gelir düzeyine değil ümit edilen gelir düzeyine göre yapıldığı şeklindeki açıklamasında kullandığı "Sürekli Gelir / Permanent Income" kavramıdır. Eğer ümit edilen gelir artmıyorsa, artan fiili gelir tüketime yansımayacak, dolayısıyla talep artmayacak ve dolayısıyla da durgun ekonomiyi canlandırmak için yapılan devlet harcamaları Keynesyen teorisin beklediği "Çoğaltan Etkisini" gösteremeyecektir. Böyle bir durumda da bu yönde oluşturulan bir ekonomi politikası etkisiz kalacaktır.

Enflasyonla, işsizlik oranları arasındaki ters ilişkiyi açıklayan Philips eğrisi modeli üzerine dayalı olan Friedman'ın "İşsizlik Doğal Oranı" teorisine göre bireyler ,nominal ücretlere göre değil, reel ücretlere göre motive olurlar, istihdam hacmini belirlerken ücretlerin nominal artışı değil, işçilerin fiyatlar genel seviyesi hakkındaki beklentileri önemlidir.

(*) Yamak, Rahmi;Yeni Klasik Makro Ekonomik Modelin Politika Etkisizliği; KTÜ, İ.İ.B.F, Doçentlik Çalışması Trabzon, 1998, S.2

(**) Savaş. V.F; A.g.e, S: 568

İşte bu örnekler beklentilerin nasıl belirlendiği konusundaki görüşlerin ekonomik teorilerin geçerliliğini etkileyecek kadar önemli olduğunu göstermektedir.^(*)

Rasyonel beklentiler kuramının özü; sayısal ekonomik büyüklüklerin belli birer süreç tarafından belirlendiği, süreçle ilgili tüm veriler değerlendirmeye alınmadan yapılacak tahminlerin doğru olamayabileceği anlayışıdır. Yani bir değişken hangi faktörlerin fonksiyonu ise onlarla birlikte ele alınmalıdır. Esasen iktisat teorisinin tümü, insanı rasyonel bir varlık olarak kabul eder. "Ekonomik Rasyonellik" ekonomik davranışların dayandığı bir ilkedir. Kazanma çabası, akıl yürütmeye dayanan, yani rasyonel bir çabadır.^(**) Bu ilke; sonucun maksimize edilmesini ve araçların tasarruflu kullanılmasını, en iyi şekilde değerlendirilmesini gerektirir. Bu durumda insanlar, bir değişken üzerinde tahminde bulunurken elindeki tüm bilgileri doğal olarak değerlendirmek üzere dikkate alacaktır.

Rasyonel beklentiler kuramı bir denklemle de formüle edilebilmektedir:

$$E_{t-1} Y_t = \alpha_0 + \alpha_1 Y_{t-1} + \alpha_2 Y_{t-1} + \alpha_3 Z_{t-1}$$

Burada(E) matematiksel beklenti operatörüdür.

($E_{t-1} Y_t$) ise; (Y_t)'nin, (t-1) döneminde mevcut Informasyona yani(X) ve (Z) ile olan genel ilişkilerine göre beklenen değerini göstermektedir.

Ancak burada sadece faktörlere dayanılmış ve, tesadüfi faktörlerin (Random Variable) etkisi gösterilmemiştir. Bununda(U_t) olarak formüle eklersek gerçek bir rasyonel beklenti kavramını oluşturabiliriz.(U_t), bir rassal değişken faktörü olup(artı) yada (eksi) değerdedir, insan davranışına net etkiyi ifade etmektedir, sayısal değeri genellikle düşüktür, temel özelliği değerinin ancak dönemin sonunda belli olmasıdır.

Bu nedenle formüle beklenti değeriyle eklenecektir;

$$E_{t-1} Y_t = \alpha_0 + \alpha_1 Y_{t-1} + \alpha_2 X_{t-1} + \alpha_3 Z_{t-1} + E_{t-1} U_t$$

Bu çerçevede beklentilerdeki tahmin hatası nasıl formüle edilebilir:

$$Y_t - E_{t-1} Y_t = U_t$$

Eğer insanlar elde edebildikleri tüm bilgileri formülde -gerektiği gibi- kullanırlarsa beklentileri rasyonel olabilir. ^(***)

(*) Ibid; S. 969

(**) Lange, Oscar; Ekonomi,Politikası Ekonomik rasyonellik ilkesi, Ataç Kitabevi, İstanbul, 1967, S.17

(***) Ritter, Laurance S.; Silber William L; Principles of Money, Banking And Financial Markets (7th Ed). Harper Collings Publishers, New York, 1991, S. 415

I.D. YATIRIM SEÇİMLERİ VE ALTERNATİF MALİYETLER KURAMI

Bilindiği gibi alternatif maliyet, "Bir işi yaparken başka bir işi yapmamanın bedeli" olarak yada "Bir malın üretimini bir birim arttırmak için başka bir maldan vazgeçilmesi gereken üretim miktarı" olarak yada benzeri şekillerde bir şeyi elde etmenin gerçek bedelinin bu şeyin uğrunda vazgeçilecek diğer şeyler olduğu anlamında tanımlanır.^(*)

Genellikle makro üretim teorisinde yer verilen "Alternatif Maliyet" yada "Fırsat Maliyeti" (Opportunity Cost) kavramı, uluslararası ticaret dışında, fon yönetiminde özellikle yatırım araçları arasında seçim yapılırken de karşılaşılabilecek risk ve avantajların açıklanmasında kullanılabilir. Günümüzde, finansal piyasaların globalleşmiş / uluslararasılaşmış olması; para sistemlerinin "Esnek Döviz Kuru Sistemi"ne geçmiş olması, gibi nedenlerle finansal risklerde çeşitlenmiştir.

Eskiden sadece "Geri Ödememe" ve "Likidite" riskleri varken, zamanla "Faiz Oranı" ve "Döviz Kuru" riskleri gündeme gelmiş, likidite riskinin önemi artmıştır.

Globalleşerek büyüyen, teknolojik olanaklara hızlanan günümüz piyasalarında dalgalanmalar, daha boyutlu ve hacimli olmaktadır. Bu durumda faiz ve kur hareketleri sermaye aşınmalarına ve negatif getirilere yol açabilmektedir.^(**) Faiz ve kur oranlarındaki dalgalanmaların ortaya çıkardığı belirsizlikler piyasalardaki tüm taraflar için bir risk oluşturmaktadır. Bu durumda yanlış veya vadesi yanlış belirlenmiş yatırım kararlarından korunmak gerekmekte; dalgalanmaların yarattığı fırsatlardan yararlanarak ekstra karlar sağlamak mümkün ve rasyonel olmaktadır.

İşte bu durumda bir yatırım aracını seçerek onun koruması ve kazancına bağlanmak bir başkasından vazgeçmek olarak değerlendirildiğinde, göreceli olarak hesaba alınması gereken alternatif maliyet söz konusu olmaktadır.

Sermayeyi enflasyon aşdırmasından korurken ayrıca faiz ve kur kazançlarında gözetilmesi ek bir dikkat konusu olarak karşımıza çıkmaktadır.

^(*) Seyidoğlu, Halil; Uluslararası İktisat, Ankara, 1986, S. 21

^(**) Parasız, İker; Para Banka ve Finansal Piyasalar, Bursa, 1992, S.4

I.E. ETKİN PAZAR KURAMI

Nasıl" Rasyonel Beklentiler Kuramı", rasyonel davranış öncesinde tüm bilgilerin edinilip, değerlendirilerek kararlara esas alındığını varsaymaktadır; Finansal piyasalar üzerinde incelemeler yapılırken inceleme konusu piyasada-örneğin bir menkul değer borsasında-fiyatlar belirlenirken tüm bilgilerin değerlendirilip-değerlendirilmediğine bakılmaktadır. Eğer piyasayla ilgili tüm bilgiler toplanıp değerlendirilerek fiyatlar belirleniyorsa o piyasa "Etkin" sayılmaktadır.

"Etkin Piyasa (ya da pazar) Kuramı"; etkin bir sermaye piyasasında, menkul değer fiyatlarının, o menkul değerle ilgili her türlü bilgiyi yansıttığını ileri sürmektedir.

Fiyatların piyasaya aktarılan bilgiler ışığında belirlenmesi durumunda, eğer her türlü bilgi piyasa aktarılmış ve yatırımcılar tarafından değerlendirilmiş ise fiyatlar o menkul değer "Gerçek" (Intrinsic) değerini yansıtmaktadır.^(*)

Piyasaya yeni bilgiler geldikçe, fiyatlar bu bilgilerin ışığında değişecektir. Ancak bu bilgilerin tahmin edilmez türden olması gerekir, çünkü tahmin edilebilir şeyler zaten önceden yatırımcıların davranışına, dolayısıyla fiyatlara yansiyacaktır. Fiyatların bu şekilde, yani gelen bilgilere göre rassal olarak değişmesine "Rassal Fiyat Değişmeleri" (Random Walk) denmektedir.^(**)

Etkin piyasada, çok sayıda alıcı ve satıcı bulunması ve piyasadaki menkul değerler hakkında elde edilen bilgilerin karşılıklı etkileşim sonucu fiyatlara tam olarak yansıtılması ve fiyatların menkul değerler hakkında yeni bilgiler geldikçe değişmesi esas sayılmaktadır.^(***)

Burada dikkat edilmesini gerektiren nokta fiyat değişmelerinin; gelen yeni bilginin önemine göre oluştuğu, dolayısıyla geçmişteki fiyatlardan hareket ederek tahminlerde bulunmanın doğru olmayacağı hususundadır.

(*) Bozkurt, Ünal; Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi, İstanbul, 1988 S. 101

(**) Bozkurt; A.g.k S.102

(***) Ceylan Ali; .Korkmaz, Turhan; Uygulamalı Portföy Yönetimi, Bursa, 1995, S.225

Bu noktada "Rasyonel Beklentiler Kuramıyla" "Etkin Piyasa Kuramı" arasında bir paralellik söz konusudur. Aslında etkin piyasa kuramında dönemler itibarıyla fiyat trendleri çıkarılabileceğini kabul eder, ama bu "Teknik Analiz" çalışmalarının kabulü anlamına gelmez. Piyasaya gelecek yeni bilgiler, genel gidişatı tamamını değiştirecek kadar etkili olabilecektir.

Etkin piyasa kuramı üç ayrı yaklaşıma sahiptir;

1. Kuvvetli Etkin Piyasa Yaklaşımı
2. Yarı kuvvetli Etkin piyasa Yaklaşımı
3. Zayıf Etkin Piyasa Yaklaşımı

Zayıf (week) ve yarı kuvvetli (Semistrong) yaklaşımları; piyasanın, açıklanan bilgilerden etkilenecek fiyatları oluşturduğunu savunur, ancak bu bilgi için etkisinin derecesi ve hızı konularında farklı sonuçlara ulaşırlar kuvvetli (Strong) etkin piyasa yaklaşım ise kamuya açıklanan bilgilerin yanı sıra özel bilgilerinde (Insider information) piyasadaki fiyatlara yansıtacağını savunur, özel bilgileri erken öğrenen kimseler bunu menkul değerlerin yada başka yatırım seçeneklerinin fiyatlarına taşıyacaklardır.

Etkin piyasa teorisinin geçerliliği için birkaç koşulun bir arada bulunması gerekmektedir;

1. Yatırım seçenekleriyle ilgili tüm bilgiler kolay ulaşılabilir olmalıdır. Herhangi bir masraf ve çaba gerektirmeden tüm yatırımcıların edinmesi mümkün olmalıdır.
 2. Edinilen bilgiler üzerindeki yorumlar, aynı doğrultuda olmalıdır. Eğer aynı bilgi üzerinde farklı yorumlar yapılırsa fiyat değişiklikleri bu yorumların bileşkesini yansıtacaktır.
 3. Piyasada işlemler kolay ve çok düşük bir maliyetle yapılabilmelidir. Aksi takdirde bilgiler piyasaya zor yansır. Çünkü yeni bilgilere dayanılarak yapılacak işlemlerden sağlanacak kar, masrafına değmelidir.
 4. Yeni bilgiler, tüm yatırımcılar tarafından aynı zamanda öğrenmelidir. Bir kısmı daha sonra edinirse, fiyatlara yansımada tekrarlamalar kendini gösterebilir.
- Etkin piyasa kuramı, çok gelişmiş olmayan piyasalarda geçerli olamaz. Temel ve Teknik analizlerde yatırım araçlarının ve alternatiflerinin sürekli kontrol altında

tutulması gerekir. Piyasaya bilgilerin gelişi ile bunların değerlendirilip piyasa fiyatlarına yansıtılması arasında geçen zaman ve yansıma derecesinin kendini düzeltmesi için gerekli zaman çok önemlidir. Piyasının gelişmişliği ölçüsünde, etkilerin yansıma süresi ve derecesi; kısa ve isabetli olur.

I.E.1 Mükemmel Piyasa:

Finansal teoride, " Mükemmel Piyasa" (Perfect Market) deyimiyle tanımlanan piyasalar için ilk koşul satıcı ve alıcıların sayısal olarak tatminkar düzeyde olması ve bunlar için yeterince menkul değerin bulunabilmesidir. Kendini günlük işlem hacminde gösteren bu faktöre "Piyasa Derinliği" de denmektedir. Mükemmel Piyasa'da bulunması gereken diğer özelliklerden biride; Bilgi akışının sağlıklı ve hızlı olmasıdır. Tüm menkul değerlerin fiyatını etkileyecek bilgilerin, alıcılar ve elinde kağıt bulunduranlar tarafından düzenli olarak izlenmesinin kolaylığı piyasanın sağlıklı çalışmasını sağlayacaktır.

Mükemmel Piyasa'da bulunması gereken üçüncü özellik işlem yapmayı kısıtlayıcı yasal ve parasal engellerin asgari düzeyde olmasıdır. Yasal kurallar çok fazla ve karmaşık ise yada işlemlerden yüksek oranlarda masraf komisyon vs. alınıyorsa, bunlar mükemmellik için engeldir.

Ayrıca bazı görüşler mükemmel piyasanın "Açığa Satış" işlemlerine imkan vermesi gerektiğini; Böylece elinde menkul değeri bulunmayan kimselerinde, piyasanın dalgalanmalarını izleyerek, kar amacıyla, işlem yapabilmesinin yararlı olduğunu savunurlar.

I.E.2 Piyasa Etkinliği:

Piyasaların ne derecede etkin çalıştığı konusunda iki ayrı gösterge vardır; Birisi işlemlerin ne kadar az masrafla yapılabildiği diğeri ise fiyatların, genel bilgileri ne ölçüde yansıtabildiğidir. Birincisine " İşlem Etkinliği" (Operational Efficiency) ikincisine " Fiyat Etkinliği" (Pricing Efficiency) denir.

Etkin piyasalar, sağladıkları güven sayesinde dünya çapında hizmet verirler. Çünkü, fiyatları, ulaşılabilir tüm bilgilerin yansımasıyla oluşmuştur. Sürpriz değişimler göstermez; işlemler, kazancı törpülemeyecek ucuzlukta yapılır; piyasaya girmek çıkmak kolay olur.

"Rasyonel Beklentiler", "Alternatif Maliyetler", "Etkin Piyasa " kuramları; hem konut sektöründe konut arz ve talebini, hem de finansal piyasalarda fonların hareket yönünü, IDMD'lerin tutunma koşullarını doğru belirlemek açısından fonksiyoner olacaktır. Hatta bu çalışmamızda yer vermediğimiz, toplumsal refah fonksiyonunun hangi yöntemlerle, nasıl belirleneceği; üretimde ve paylaşımda optimaliteye nasıl ulaşılacağı; bireysel değerler ve tercihler zemininde toplumsal seçimlerin nasıl yapılacağı konularında geliştirilmiş bulunan " Refah Kuramları"; " Toplumsal Seçim" ve "Rasyonel İktisat" kavramları da IDMD'ler yoluyla konut sektörünün finansmanı konusunda üzerinde durulması gereken aydınlatıcı ve yönlendirici hususlardır. Çünkü sadece **Konut** arz ve talebi (dolayısıyla açığı) ile; **Fon** arz ve talebi (dolayısıyla yatırım alternatifleri arasındaki dağılım durumu) şeklinde geleneksel dengelere dayanmak yeterli olmaz.

BÖLÜM II

IDMD, TÜRLERİ VE TÜREVLERİ

II.A IDMD NEDİR?

"İpoteğe Dayalı Menkul Değerler / IDMD" (Mortgage - Backed Securities/MBS) ;menkul değerleştirme yöntemiyle, para / sermaye piyasalarında bir finansal araç olarak kullanılmak üzere oluşturulan, ipotekli taşınmaz kredilerinin ana para ve faiz taksitlerine yani ipotekle teminata bağlanmış alacaklara dayanan bir kıymetli evraktır.

Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler / VDMK (Asset - Backed Securities/ABS) ile türdeş olup dayanakları yönünden farklıdırlar. IDMD'ler vadesi 30 yıla kadar uzanan konut, (ya da ticari, sınai ve tarımsal taşınmazların) kredilerine göre biçimlenirler. Ancak ülkemizde IDMD'ler, VDMK'ler kapsamında bulunmaktadır.Çünkü VDMK'lerin dayanabileceği varlıklar arasında "Konut Kredileri" de vardır.

Menkul değerleştirme (securitization) ilgili bölümde detaylı olarak ele alındığı gibi finansal aracılıklara alternatif olarak geliştirilen, para piyasalarından doğrudan fon sağlama amacına yönelik bir yöntemdir. IDMD'ler bu yöntemin başlıca ürünlerindendir.

İpotek karşılığı verilen kredilerin, menkul değere dönüştürülmesi sayesinde; piyasa koşullarına uygun, pazar getirili, yani dalgalı ve yüksek oranlı faiz hareketleriyle çok farklı vadedeki işlemlerin yapıldığı para piyasalarında diğer yatırım araçlarıyla rekabet edebilecek yeni bir araç ortaya çıkarılmaktadır. Böylece kredi veren banka ya da kuruluşun riskinde bekleyen ipotekli krediler için ; yada taksitli konut satışı yapan kişilerin ve ortaklıkların bilançolarının aktifinde bekleyen alacaklar için ikincil piyasanın oluşması sağlanarak tekrar likiditeye geçilmektedir. Konut kredilerinin IDMD'ler yoluyla ikincil piyasaya sunulması konut sektörünün finansmanında çeşitli kolaylıklar ve yararlar sağlamaktadır;

- 1) Fon akımının kolaylaşması dolayısıyla ipotek kredisi veren banka ve kuruluşlarla taksitli satış yapanların likidite problemleri çözülmekte, daha az fonlarla daha büyük kredilere girişme yeteneğine ulaşmaları sağlanmaktadır.
- 2) İpotek karşılığı kredilerin riski dağılmakta, böylece belli kurum ve yatırımcılar üzerinde basıncı ve yıkıcı etkisi en aza indirgenerek çözüme ulaşılabilir.
- 3) Devletin konut sektörüne desteği, bu tür yatırım araçlarının talep görmediği zamanlarda ve talep görmeyen kısımları için söz konusu olacaktır ki, bu daha düşük bir katkı gerektirmektedir.
- 4) Yatırımcı tabanının genişlemesiyle sağlıklı bir kaynak yapısına ulaşılmakta, hatta yurtdışı fonlar ülkeye çekilebilmektedir.
- 5) İpotek piyasasının hatta yapı sektörünün - finansal piyasalarla entegrasyonu sağlanarak, işbölümüne dayalı bütünsel bir finansman sistemi oluşturulmaktadır.
- 6) Ekonomik kriz dönemlerinde , teminatının sağlamlığı dolayısıyla çekici olan bir yatırım aracı piyasasının kullanımına sunulmuş olmaktadır.

"İpoteğe Dayalı Menkul Değerler", dünyanın çeşitli ülkelerinde 1920'li yıllardan başlayan bir gelişme çizgisiyle günümüzde oldukça çeşitlenmiştir.

Bu çeşitlenmenin nedenleri farklı ihtiyaçlara cevap aramaya dayanmaktadır.

Ekonomik ve yasal gelişmelere paralel olarak bu araçta da yenilikler olmaktadır.

Ancak, çok uzun vadeli oldukları ve farklı gereksinimleri karşıladıkları için eski uygulama tipleri de varlığını korumaktadır.

İpoteğe dayalı menkul değerlerin türlerini, türev ve bileşim tiplerini iyi kavrayabilmek için, önce; "İpotek türlerini" ve buna bağlı olarak da, "İpotek kredisi türlerini"

incelemek gerekir. Çünkü menkul değerler özelliklerini, önemli ölçüde dayandıkları varlıkların yapılarından almaktadırlar. İpoteklerin sayısı, yeri, hangi tip taşınmaz üzerinde olduğu; ipotek kredilerinin limiti, uygulanan marj oranı, ödemelerin düzeni gibi faktörler dayanak verdikleri menkul değere biçim ve özellik

kazandırmaktadır. Ancak unutulmaması gerekir ki; menkul değerleri biçimlendiren sadece dayandıkları varlıkların özellikleri değildir. Yatırımcı istek ve beklentileri , vergi uygulamalarındaki teşvikler , pazarlama tekniklerinin gerekleri gibi başka etmenlerde İDMD'lerin farklı tiplerde düzenlenmesine etkin olmaktadır.

Öncelikle ipotek ve kredi kavramlarını genel olarak bilmek ; bu tür yatırım araçlarının, uygulamada hangi sınırlar içinde ve hangi işlem yeteneğiyle kullanılabileceğini görmek açısından zorunludur.

II. B TAŞINMAZ REHNI NEDİR?

Bu bölümde IDMD'lerin dayanağı olan ipotekli kredilerin uygulanmasında , teminat işlemlerinin nasıl yapıldığını , bunların türlerini ve hükümlerinin kapsamını Türkiye'deki yasalar ve uygulamalar çerçevesinde açıklamakta yarar vardır.

Taşınmaz Rehni; bir alacağın teminata bağlanması amacıyla, bir taşınmaz üzerinde, yasal prosedür ile belli bir sıra ve derece önceliği çerçevesinde, alacaklıya o taşınmazı sattırarak ve alacağını almak hakkını veren sınırlı, aynı, mutlak bir haktır. Borçlu borcunu ödeyemez duruma düşmedikçe, alacaklılar takibe geçememekte ve taşınmazın mülkiyeti borçluya ait kalmaktadır.

Özellikle taşınmaz satın alınmasında; Doğan borcun, sebebi olan varlığın teminatına bağlanması büyük bir kolaylıktır. Bunun yanı sıra taşınmaz sahiplerine, mülklerini henüz satmadan peşinat ya da kredi alıp, belli bir süreç içinde satış yapma olanağı sağlayan yöntemler de Taşınmaz Rehni sayesinde mümkün olmaktadır. Uygulama türleri incelenirken açıklanacağı gibi, Taşınmaz Rehni başlıca iki amaç içindir;

- 1) Bir alacağa teminat sağlamak,
- 2) Taşınmazın değerini devredilebilir-akıcı-bir hale getirmek.

Taşınmaz rehninin üç tür uygulaması vardır;

- 1) İpotek,
- 2) İpotekli Borç Senedi,
- 3) İpotekli Gelir (İrad) Senedi.

Bu uygulama türleri aşağıdaki bölümlerde açıklanmıştır.

II.B.1 İpotek

İpotek, bir alacağın teminata bağlanması amacıyla bir taşınmazın bedelinden alacağı tahsiline olanak sağlayan bir haktır. Bir gayrimenkul rehndir. Tapu kütüğüne tescil yapılarak kurulur. Bu tescil, Tapu Sicil Muhafızı'nın düzenleyeceği bir resmi senete (Rehin Sözleşmesi) dayanılarak yapılır. Belli bir tutardaki mevcut ya da ileride doğabilecek bir alacağın temini için kurulabilir. Bir gayrimenkul sahibi mülkünü bir başka kişinin borcunu temin içinde ipotek verebilir.

İpotek; ancak tapuda kaydı bulunan bir gayrimenkul üzerinde,

- 1) Tapu Dairesi'nde,
- 2) Gayrimenkul sahibinin ve alacaklının birlikte başvurusuyla,
- 3) Tapu Sicil Muhafızı'nın düzenleyeceği bir rehin sözleşmesiyle,
- 4) Belli bir TL tutarındaki alacaklar için,
- 5) Tapu Harcı (%0.2) ve Damga Vergisi (%0.5) ödenerek kurulabilmektedir. Bir taşınmaz üzerinde ipotek işlemi; Tapu kütüğündeki kayıt dışında; " İpotek Belgesi ve Resmi suret/Akit tablosu" diye iki ayrı belge ile oluşmaktadır.

II.B.1.1 İpotek Kurulmasında Ortaya Çıkan Belgeler

1. İpotek Belgesi: Kıymetli evrak niteliği ve devredebilme yeteneği yoktur. Sadece ipotek kurulduğunun ispatı içindir.

2. Resmi Senet Akit Tablosu: İpotek sözleşmesidir. Tarafların irade ve koşullarını, imzalarını içerir. Tapu Sicil Muhafızı veya Memuru önünde resmi şekilde yapılır. İpotek dışında bir kişisel borç senedi niteliği de taşır. Yani borçlu, bu senette yazılı tutardaki borç için taşınmazın bedeli yetmezse, kişisel olarak sorumludur. Zaten bu yüzden taşınmaz rehni asıl alacağa bağımlı bir yan hak sayılmaktadır. Bu belgeler menkul değerlendirme mantığı açısından yeniden gözden geçirilerek geliştirilebilir.

İpotek herkese karşı ileri sürülebildiği için mutlak, bir mal üzerinde olduğu için aynı; Belli koşullarda sadece paraya çevirmek yetkisi verdiği için sınırlı ve geçerliliği

alacağın varlığına bağlı olduğu için feri bir haktır. Alacak temlik yoluyla devredilirse, ipoteği takip hakkında devredilmiş olur, yoksa alacaktan bağımsız olarak devredilemez. Öte yandan ipoteğin varlığı, borcun varlığına ya da geçerliliğine delil sayılamaz.

Üzerinde ipotek bulunan bir gayrimenkul satılabilir; Ama mutlak bir hak olduğu için, ipotek yeni sahibini de bağlar.

II.B.1.2 İpotekte Değer / Tutar İlişkisi:

İpotek tutarı taşınmazın değeri ile sınırlı değildir, bu değer üzerinde de olabilir. Zamanla taşınmazın değeri artarak yüksek ipotek tutarını karşılar hale gelebilir. Borç, taksitlerle ödenen bir borç ise, ödenmeden kalan kısımlar içinde geçerlidir. Yani ipotek tutarı, taşınmaz değerinin altında da olabilir, alacağın tamamı tahsil edilmeye kadar hüküm ifade eder.

II.B.1.3 Müşterek Mülkiyet ve İştirak Halinde Mülkiyet durumlarında İpotek:

İpotek, birden fazla sahibi bulunan (Müşterek Mülkiyet altındaki) bir taşınmaz üzerinde sadece bir paydaşın payı üzerine de kurulabilir. İştirak halinde mülkiyette ise hisse olmadığı için hisse üzerinde ipotek imkanı da yoktur. ^(*) Bir kişiye ait mülkiyetin sadece bir kısmı (örneğin yarısı) üzerine ipotek kurulamaz, ancak daha önce ifraz edilirse yani birden fazla bağımsız taşınmaza dönüştürülürse bu mümkün olabilir.

II.B.1.4 Kollektif İpotek:

Bir alacak için birden fazla taşınmazın ipotek edilmesi durumunda, taşınmazların aynı kişiye ya da müştereken ve müteselsilen borçlu ve kefil olan kişilere ait olması ile ayrı ayrı kişilere ait olması durumlarında farklı uygulama yapılmaktadır. Şöyleki; gayrimenkuller aynı kişiye ait ise her biri üzerine alacağın tamamı kadar ipotek konulmakta, ayrı kimselere aitse her bir taşınmazın alacağın ne kadarlık kısmına teminat olacağı belirlenerek ipotek tutarı paylaştırılmaktadır.

^(*) Reisoğlu Sezai; Menkul Kıymetler Açısından İpotek İşlem ve Sorunları, Ankara, 1978 S. 91

II.B.1.5 Aynı taşınmaz üzerinde birden fazla Rehin Hakkı;

Böyle bir durumda, ipoteklerin derecelenmesi söz konusudur. Türk Medeni Yasası "Sabit rehin dereçeleri" sistemini benimsemiş ama "Serbest dereceden yararlanma hakkını" tarafların isteğine bağlı olarak tanımıştır.

Yani her alacak miktarı bir derece oluşturmakta, bir taşınmaz üzerinde tarih sırasıyla konulan ipotek sayısı kadar derece oluşmaktadır. Önceki derecede olmak rehinin paraya çevrilmesi durumunda öncelikli olmak anlamındadır. Örneğin 3. Derecede ipoteği bulunan alacaklı, koşulları olanak tanıdığı anda, taşınmazı satarak nakde çevirirse 1. 2. Derece ipoteklerin bedelini lehtarları adına bloke edip kendi alacağını kalan paradan alacaktır. Taşınmazın değerinin alacaklara yetmemesi ihtimali açısından ön derecelerde bulunan ipotekler daha avantajlıdır.

Taşınmazın sahibi için boş derece saklama hakkı vardır, eğer ipotek koyacak alacaklılar kabul ederse. Bu boş derece daha sonra kolayca kredi bulmasına yardımcı olacaktır.

II.B.1.6 Kamusal Hizmet Mülklerinde İpotek

Kamu yararına kullanılan okul , hastane vb. "Hizmet Mülkleri" üzerine ipotek konulamaz . Bu yasal hüküm , kamusal taşınmazların teminat olarak kullanılmasına gerek olmadığı düşüncesinden ve daha çok kamusal hizmetlerin korunması düşüncesiyle konulmuş olup İDMD için değilse de gelir ortaklığı senedi oluşturma prosedürü ve özelleştirme yöntemleri açısından ilginçtir.

II.B.1.7 Taşınmaz Rehinde Sigorta:

Taşınmaz üzerindeki rehin hakkı, alacağın muacceliyet kazanmasından sonraki dönemlerde vaki olabilecek bir sigorta tazminatını da kapsar. Muacceliyet söz konusu değilse, ödenecek Sigorta Tazminatı rehin hakkını haiz alacaklıların rızasıyla malike verilebilir.^(*) Sigortanın mürtehin lehine yapılması veya çevrilmesi rasyonel bir önlemdir.

Görüldüğü gibi hukukumuzda taşınmaz rehni işlemleri köklü bir uygulama olup günümüz gereksinimleri açısından SPK mevzuatıyla daha açık ilişkilendirilerek

(*) Esmer, Galip;Mevzuatlarımızda Gayrimenkul Hükümleri. Ankara 1976 , Sayfa: 718

pratikleşmesi yararlı olacaktır. Tapu dairelerinin fonksiyonlarına uygun olarak geliştirilmeleri, yardımcı kuruluşlarla desteklenmeleri, ipotek işlemlerinde üretilen belgelerin finansal piyasalarda kolayca kullanılabilecek derecede geliştirilmesi gerekmektedir.

II.B.2 İpotekli Borç Senetleri

"İpotekli Borç Senetleri", Medeni Kanunda (Md. 812 , 813 , 814) şöyle tanımlanmakta ve açıklanmaktadır:

"İpotekli borç senedi , gayrimenkul rehniyle temin olunmuş şahsi bir alacaktır. İpotekli borç senedinin tesisi için gayrimenkulün tapu idaresi kıymetinin resmen takdir edilmiş olması lazımdır. İpotekli borç senedi , takdir edilmiş olan kıymeti mütevaciz miktarda tesis olunamaz. Hilafı şart edilmemiş ise ipotekli borç senedinin feshi , faiz tediyesi için mutad olan günden en aşağı altı ay evvel alacaklı ve borçlu tarafından ihbar olunabilir."

Yayınlandığı tarihten beri pek anlaşılammış ; boşlukları ve kullanışsızlığı ile tereddütler uyarmış olan bu finansman aracı hiç uygulamaya alınmamış olan bu finansal araç , kişisel bir alacak için kurulan ipotekten farklı olarak , bono ya da senet gibi bir kıymetli evraka bağlanmış olan bir taşınmaz rehnidir. Kıymetli evrakın temsil ettiği bu borç kişisel bir borç olup rehnedilen taşınmazın paraya çevrilmesi durumunda bedeliyle karşılanamazsa , borçlunun diğer malvarlığına başvurulabilir. Yani ipotekli borç senediyle takyit edilmiş olan taşınmazın maliki olan borçlu , bu senedi elinde bulunduran kişiye karşı bütün mal varlığı ile sorumludur . Bu uygulamada taşınmaz rehninin ikinci amacında "taşınmazın değerine devredilebilirlik kazandırmak "olarak ortaya çıkmaktadır .

İpotekli borç senedinin kurulması için ,

1. sözkonusu taşınmazın tapu yönetimince değer belirlemesinin yapılması ,
2. Tapu sicil muhafızı tarafından resmi senet düzenlenerek tapu siciline kaydedilmesi gerekmektedir.

Eğer borçlu ile taşınmazın sahibi aynı kişiler değilse - ki yasaya göre üçüncü kişi taşınmazı üzerinden ipotekli boç senedi sınırlaması kurulabilmektedir. - malik , borcun , taşınmazın satış bedelini aşan kısmından dolayı sorumlu olmayacak , bu sorumluluk borçluya ait olacaktır.

Üzerinde ipotekli borç senedi sınırlaması bulunan bir taşınmaz , alacaklının bilgisine ve iznine gerek olmaksızın satılabilir , yeterli alıcı kabul etsin.

İpotekli borç senedi , tapu memuru tarafından düzenlenmekte ve yetkili bir hakimle birlikte imzalanmaktadır. Alacaklının adına yazılabildiği gibi hamiline de düzenlenebilmektedir. Senet kuponlu olarakta düzenlenebilmekte olup kuponu ibraz eden faizi almaktadır.

Görüldüğü gibi menkul değeriştirme olgusu için yasalarımızda eskiden beri uygun zemin vardır. Ancak kullanışsızlığının nedenleri, yetkili makamların belirlenmesinde ve prosedürün yetersizliğinde de farkedilmektedir.

II.B.3 İrad / Gelir Senetleri

Yasal tanım ve açıklama şöyledir: " İrad Senedi , bir gayrimenkul üzerine , gayrimenkul mükellefiyeti olarak tesis olunan bir alacaktır. İrad senedi şahsi bir borç tevhit etmez ve alacağın cihetinde ihtiva eylemez."

İpotekli borç senedinde olduğu gibi ; buradada senet tapu memuru tarafından düzenlenmekte, yetkili bir hakimle birlikte imzalanmaktadır. Nama ya da hamiline düzenlenebilen ve doğal olarak ciro ile ya da teslimle devredilebilen bu senetler kuponlu olarakta düzenlenebilmektedir.

Farklı olarak:

1. Senedin bedeli, gayrimenkulün saptanan değerinden belli marjlarla aşağıda olmak zorundadır.
2. Burada sadece rehnedilen taşınmazla sınırlı bir sorumluluk söz konusudur. Taşınmazın değeri, senerlerin bedelini karşılamazsa , kalan alacak için borçlunun kişisel takibi yapılamaz.

3. Bu senedin borçlusu taşınmazın malikidir. Taşınmazı kim satın alırsa borçlu duruma geçer, önceki malik borçtan kurtulur. Yani borçlu adresi taşınmazın kendisidir.

4. İrad/Gelir senediyle bağlanacak taşınmazların sadece evler, üzerine ev yapılabilecek arsalar ve tarımsal taşınmazlar olabileceği belirtilerek , nitelik aranmıştır.

Görüldüğü gibi irad/gelir senetlerinde ve ipotekli borç senetlerinde ; taşınmazın değer belirlenmesi çok önemlidir. Çünkü finansman aracının sağlığı, yatırımcıların risk garantisi bu noktada toplanmış ve devletin sorumluluğuna bırakılmıştır.

İpotekli borç senedi, yatırımcı açısından taşınmazın değer yitirmesi riskine karşı daha garantili olmakla beraber , borçlunun kişisel olarak takibi çeşitli yasal formaliteler gerektirecektir. Buna karşılık irad setleri , yatırımcı açısından daha pratik bir uygulama olup hamiline düzenlenmesi halinde tek taraflı olarak bir taşınmaz sahibinin, taşınmazını menkul değere dönüştürerek halka arz etmesi olanağını sağlamaktadır.

Bu finansal araçlarla ilgili mevzuatta, kira gelirinin, sigorta tazminatının ; hangi aşamalarda, kimin rızasıyla kime ait olacağı gibi detaylara kadar girilmiş olmakla beraber , çeşitli yetersizlikler dolayısıyla hiçbir uygulama yapılmamıştır. Dolayısıyla bir gelenek de doğmamıştır.

II.C. İPOTEKLİ İŞLEM TÜRLERİ

IDMD'lere dayanak teşkil eden ipotek kredisi işlemlerinin, ABD uygulaması esas alınarak hangi şekillerde yapılabildiğini görmek ve bunları sınıflamak istediğimizde aşağıdaki alt başlıklar ortaya çıkmaktadır:

II.C.1. Konut İpotekleri - Ticari Taşınmaz İpotekleri

Konut ipotekleri, konut sektörünün finansmanı ve ailelerin kolayca ev edinmelerini amaçlayan bir uygulamadır. Satınalmalar için olduğu gibi ; bireysel, ortaklaşa yada şirket olarak yapım ve yenileme girişimlerinde kredi verilmektedir.

Konutların yanı sıra ticari yapılar ve tarımsal taşınmazlar da ipotek konusu olabilirler. Burada kredinin amacı taşınmazın el değıştirmesi; üretilmesi yada yenilenmesi olup taşınmaz teminatına bağlanan diğer kredilerle karıştırılmamalıdır.

Ticari taşınmaz ipotekleri, "Taşınmaz Yatırım Fonları" ve "Taşınmaz Yatırım Ortaklıkları" gibi yatırım araç ve organizasyonlarının oluşumuna da katkısı olan ve konut kredilerini dengeleyen işlemlerdir.

II.C.2 Tek Evli İpotekler - Çok Evli İpotekler

Ayrım adından anlaşılmaktadır. Tek evli ipotekler, ya çok değerli büyük bir mülke ilişkin olmakta ya da küçük aile kredileri bir araya getirilerek havuz oluşturulmaktadır.

Çok evli ipotekler ise site şeklinde planlanmış konut topluluklarını ifade etmektedir ki bunlar büyük projeler olup ya büyük yapı şirketleri, ya kooperatifler ya da kamu girişimiyle gerçekleştirilebilmektedir. Burada satış aşamasından önce yapım aşamasının finansmanı esas sorunu teşkil etmektedir. Bölümler halinde yapılip ipotekle satılması durumunda sonraki bölümlerin harcamaları , önceki bölümlerin ipoteklerinin sağlayacağı fon akışına dayandırılabilir. Böylece ilk aşama için kredi, sonraki aşamalar için menkul değerkleştirme yöntemiyle finansman sağlanabilmektedir.

II.C.3. Geleneksel İpotekler - Kurumsal İpotekler

Bu ayrım özellikle ABD literatüründe önemlidir. Çünkü orada 1929 ekonomik krizinden sonra aileleri konut sahibi yapmak için devlet desteğinde bazı kurumlar (Ajanslar) oluşturulmuştur. Bunlar genellikle Konut ve Kent Geliştirme Bakanlığı'nın (HUD/ The Department of Housing and Urban Development) bir parçası ya da uzantısı şeklindedir:

1. FHLMC/ The Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac)
2. FNMA/ The Federal National Mortgage Association (Fannie Mae)
3. GNMA/ The Government National Mortgage Association (Ginnie Mae)

Bunlardan ilk ikisi belli özellikteki ipotekleri satın alıp hem ikincil piyasaya IDMD olarak sunmak hem de Konut Sektörüne kamu kaynaklı fon aktarmak amacıyla, Ginnie Mae ise ipoteğe dayalı menkul değerlere , devlet garantisi sağlamak amacıyla çalışırlar. Satınalmak ya da garanti vermek için belli koşullar (Standartlar) ararlar. İşte bu kurumların bir şekilde karıştığı ipoteklere “Kurumsal” , Özel kreditorlerin yaptıkları ipoteklere “Geleneksel” denir. Sabit oranlı ipotekler de, “Geleneksel” diye adlandırılmaktadır.” Klasik” diye de anılan geleneksel kredilerin temel özellikleri; Sabit faiz oranlı eşit geri ödemeli ve negatif amortizasyona yer vermeyen düzgün itfa planlı olmalarıdır. Kurumsal ipoteklerse çok çeşitli olup ortak özellikleri belli standartları mutlaka taşınmalarıdır.

II.C.4. Standartlara Uygun İpotekler - Standart Dışı İpotekler

İpotekli kredi piyasasında rol oynayan hükümet kurumlarının ve ajanslarının piyasaya en olumlu etkileri işlemlere her yönden belli standartlar getirmiş olmalarıdır. Bu standartlara uygun olan ipotekler; belli bir kredi limitinin altında, konutun değerine ve alıcısının aylık gelirine göre belli oranlardadır. Belli formlar kullanılarak değerlendirme ve işlem yapılmıştır. İşte bunlara “ Uygun ipotek/Conforming Mortgages” denir. Standart dışı kalanlar “ Non Conforming/ Uygun Olmayan İpotekler” dir. Bunlar genellikle geleneksel piyasanın verdiği kredilerle ilgilidir. Bunlarında özel bir piyasası vardır. Bunlara “Özel Etiketli/Private Label” ipotekler denir. Kamusal ajansların ipotekleride bazen standart dışı olabilir. Örneğin: “Jumbo İpotekler”. Standart limitlerinin çok üstündeki krediler “Jumbo” kredi ya da ipotek diye adlandırılmaktadır.

II.D. İPOTEK KREDİLERİ VE TÜRLERİ

İpotek kredileri, esas itibariyle ipotek teminatı karşılığında ; emlak alımı , yapımı yada yenilenmesi amacıyla verilmiş kredilerdir.

Aynı temel esaslara göre geliştirilmiş olmalarına karşın herbirinin kendine özgü işleyiş tarzı vardır. Faiz Oranı ve Aylık Ödemeleri sabit olan krediler geleneksel sayılmakta, farklı uygulamalara ise “Alternatif İpotek Araçları” (AIM's/ Alternative Mortgage Instrumets) denmektedir.

Bu krediler sınıflandırılırken artık vade ve büyüklük gibi biçimsel faktörler gözetilmemekte, ayırım ağırlıklı olarak , faiz koşulları ve geri ödeme biçimleri açısından yapılmaktadır:

II.D.1 Sabit Oranlı İpotek Kredileri

(FRM's/ Fixed Rate Mortgages)

Geleneksel İpotek Borçları da denilen bu uygulamada belli bir vade içinde (diyelim 30 yıl, 360 ay) aylık periodik bir geri ödeme yapılmakta; hep aynı tutarda kalan bu taksitler, sabit bir orandan faizi ve ana borcun ödenen kısmını içermektedir. Ödeme planları negatif amortizasyon içermemektedir. Doğal olarak başlangıçta ana borç yüksek olduğu için taksitlerin içinde faiz payı yüksek olmakta, borcun amortizasyonu yavaş ilerlemektedir. Vade sonuna yaklaştıkça faiz tutarı azalıp borç amortizasyon kısmı yükselmektedir. **Şekil 1**'de, ipotek geri ödemelerinde faiz ve ana para paylarının yıllar itibariyle kompozisyonu bütün olarak görülmektedir.

Ayrıca **Tablo 1**'de borç kalancasının yüzde olarak düşüş seyrini gösteren bir İpotek geri ödeme tablosu örneği faiz ve Ana para paylarıyla geri ödeme taksitlerinin negatif amortizasyona meydan vermeyecek şekilde nasıl düzenlenebileceğini göstermektedir.

Vadesi gelip, borç ödenip bitince, konutun üstündeki ipotek kısıntısı düşmekte ev temiz bir mülkiyetle sahibinin olmaktadır. Ya da vadenin dolması beklenmeden borçlu kalan borcunu ödeyerek ipoteği kaldırabilmektedir.

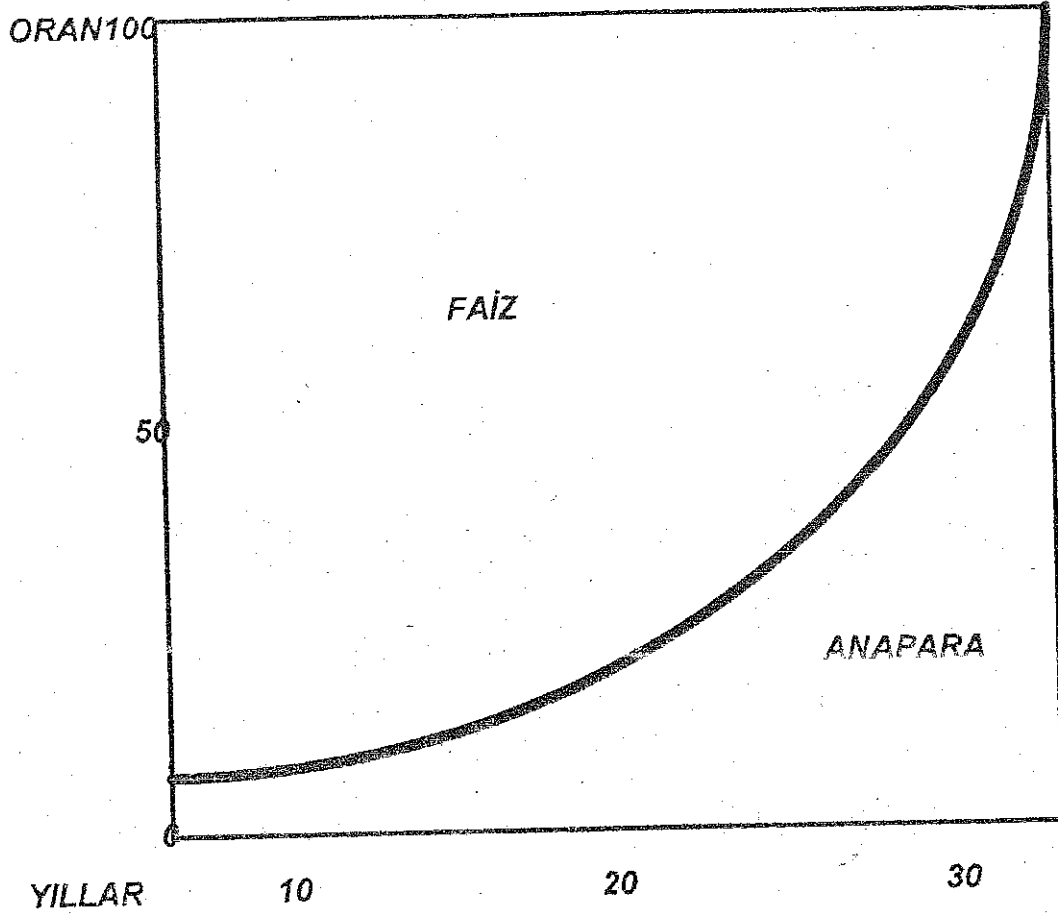
Borçlunun vadesinden önce borcunu kapatması için çeşitli sebepler söz konusu olabilir;

1. Borçluluktan kurtulmak isteyebilir,
 2. Taşınmazını ipotekten kurtarmak isteyebilir,
 3. Zaman içinde piyasa faizleri düşmüşse, kredi borcunun faizi yüksek kalmışsa, daha düşük faizle borçlanarak yükünü hafifletmek isteyebilir.
 4. Konutunu satabilir. Satış bedeliyle kredisini kapatır, kredi tutarından artan miktar o güne kadar yaptığı ödemeleri aşıyorsa kâr etmiştir. Aksi takdirde zarar etmiştir. Bu husus konumuz açısından önemli olup ilgili bölümlerde detayına girilecektir.
- İşte bu erken ödemeler(prepayment), bu ipotek kredilerine dayandırılan menkul değerlerin işleyişinde , itfa planlarında aksamalara yol açmaktadır. İleride

açıklanacağı gibi özel bir risk türü olarak değerlendirilmektedir. Bir de borçlunun aylık ödemelerini çeşitli nedenlerle yapmama ihtimali vardır (Default) . Bu durumda kreditor takibe geçecektir; eğer herhangi bir kurumun garantisi ya da sigorta şirketinin sigortası varsa, borcun kalan kısmını onlardan isteyecek, borçluyu takip işini de onlara bırakmış olacaktır, yoksa taşınmazın satışını ve tahliyesini sağlayıp riskini kapatacaktır.

Sabit oranlı ipotek kredileri baştan beri kullanılan bir tür olduğu için geleneksel sayılmakta olup burada saydığımız işlem ögelerinin çoğu diğer kredi türleri için de geçerlidir. Faiz oranı sabitliği dışında herşeyini değiştirerek çeşitli varyasyonları türetilmiştir. Uzun vadeli ve sabit oranlı ,sabit taksitli bu geleneksel ipotek kredilerinin geri ödemeleri; vadenin yaklaşık olarak ilk 2/3'lük kısmında faiz ağırlıklı olup bu durum tablo ve şekil de daha açık görülmektedir.

ŞEKİL: I İPOTEK GERİ ÖDEMELERİNDE, FAİZ-ANAPARA PAYLARI



Kaynak: F.J. Faboth (Ed) /The Handbook of Fixed Income Securities

AÇIKLAMA: Bu şekil I'de, 30 yıl vadeli, USD \$ üzerinden yıllık % 10 oranında sabit faizli bir ipotek kredisinin geri demelerinde; Aylık taksitlerin içeriğinin ilk yıllarda büyük oranda faizden oluştuğu ancak 23. yıldan sonra ana para payının yükseldiği görülmektedir. Görülen esas olgu ise toplam ödeme içinde faiz payının büyüklüğüdür. Şekil I toplam ödemenin faiz ve ana para arasındaki dağılımını da toplu olarak yansıtmaktadır

TABLO . I İPOTEK GERİ ÖDEMELERİNDE, FAİZ-ANAPARA PAYLARI

AYLAR	BORÇ KALANCASI		AYLIK ÖDEME	FAİZ PAYI	ANAPARA PAYI
	\$	%			
0	50000	1.00000	-	-	-
1	49977	.99956	438.79	416.67	22.12
10	49770	.99541	438.79	414.95	23.83
100	46567	.93136	438.79	388.48	50.30
200	38697	.77396	438.79	323.44	115.34
300	20651	.41303	438.79	174.30	264.48
359	435	.00870	438.79	7.22	431.56
360	0	.00000	438.79	3.63	435.16

Kaynak: F.J Faboth (Ed) / The Handbook of Fixed Income Securities

AÇIKLAMA: Bu tabloda 30 yıl (360 aylık) bir sürede % 10 sabit faizli 50.000 US \$'lık bir kredinin aylık geri ödemelerinin içerdği faiz ve ana para payları ayrı ayrı belirlenmekte; Ana borcun sadece aylık ana para ödemesi oranında düştüğü görülmektedir. Bu itfa planında taksitler negatif amortizasyona meydan bırakmayacak yükseklikte tutulmuştur. Bu tipik bir geleneksel, sabit faiz oranlı bir İpotek kredisi itfa tablosudur.

II.D.2. Değişken Geri Ödemeli İpotek Kredileri

Bu krediler , geleneksel sabit oranlı ve sabit geri ödeme taksitli ipotek kredilerine alternatif olarak daha kullanışlı modeller geliştirilerek geri ödemelerin, ya ana para taksidi, ya faiz oranı ya da ikisinin birden periyodik olarak artırılmasına/ayarlanmasına dayanan yeni ipotek kredisi türleri olup, kendi içinde çeşitleri vardır. Bu çeşitlendirmelerle;

1. Taksitlerin , borçlunun ödeme gücüne göre uygun hale getirilmesi,
 2. Faiz riskinin kreditörden kullanıcıya aktarılması,
 3. Borç tutarının ve taksitlerinin belli ölçütlere dayandırılarak zaman içinde, her iki taraf içinde , genel ekonomik konjonktürden saparak zarara uğrama ihtimalinin elimine edilmesi,
 4. Vade uzatma esnekliği ,
 5. Negatif amortizasyon pahasına düşük başlangıç taksitleri belirlenerek konut alımının kolaylaştırılması,
 6. İstendiğinde , sabit faiz oranlı kredilere dönüş imkanı,
- gibi avantajlar sağlanmaktadır.

II.D. 2.1 Artan Tutarlı İpotek Kredileri

(GPM's / Graduated-Payment Mortgages)

Burada zamanla gelirlerinin yükseleceği yada birikim eğiliminin artacağı beklentisi olan aileler için hazırlanmış bir ödeme planı sözkonusudur. Aylık geri ödeme taksitlerinin tutarı faiz oranlarıyla ilişkili olmaksızın vade içinde sona yaklaştıkça artırılmaktadır. Faiz oranı sabit kalmakta fakat sözleşme aşamasında belirlenen periyotlarda, gene önceden belirlenmiş oranlarda aylık taksitler arttırılmaktadır. Böylece başlangıç çekici hale getirilmekte ve başlangıç yıllarında ödemeler kolaylaştırılmaktadır. Ancak faiz riski gene kreditörde kalmaktadır. Üstelik fon akımı yavaşlamakta, itfa gecikmektedir.

II.D.2.2 Ayarlanabilir Oranlı İpotek Kredileri

(ARM's/ Adjustable - Rate - Mortgages)

Enflasyonist süreçlerde, sermayenin aşınmaktan korunması faiz oranlarının da yükselmesiyle sağlanabilmektedir. Böyle bir ekonomide uzun vadeli ipotek

borçlarının, borç veren için zararlı bir yatırım olmaması; ancak belli peryodlarla, baştan belirlenecek objektif bir ölçüte bakılarak ipotek borcunun faizlerinin yeniden belirlenmesi ve devam eden taksitlerin bu yeni faiz üzerinden hesaplanmasıyla mümkün olacaktır. Faiz ayarlamalarının hangi ölçüte göre, hangi yöntemlerle değiştirileceği sözleşmede gösterilerek kurala bağlanmaktadır.^(*) Bu mekanizma enflasyonun hızının azalması, piyasadaki genel faiz oranlarının düşmesi durumunda borçlu için de yararlı olacaktır.

İşte ayarlanabilir oranlı ipotek kredileri tüm bu avantajları sunabilmektedir.

Gerçi borçlu için faizlerin düşmesi durumunda kullanışlı olmasa da başka çözüm vardır: Yüksek faizli borcu kapatıp, düşük faizli yeni bir borca girmek. Ancak bu işlem, bu kredi türü çerçevesinde gereksiz bir zahmet durumunda kalmaktadır. Bazı uygulamalarda faiz oranlarının ayarlanma peryodu, taksit tutarlarının ayarlanma peryodundan farklı olabilmektedir.^(**)

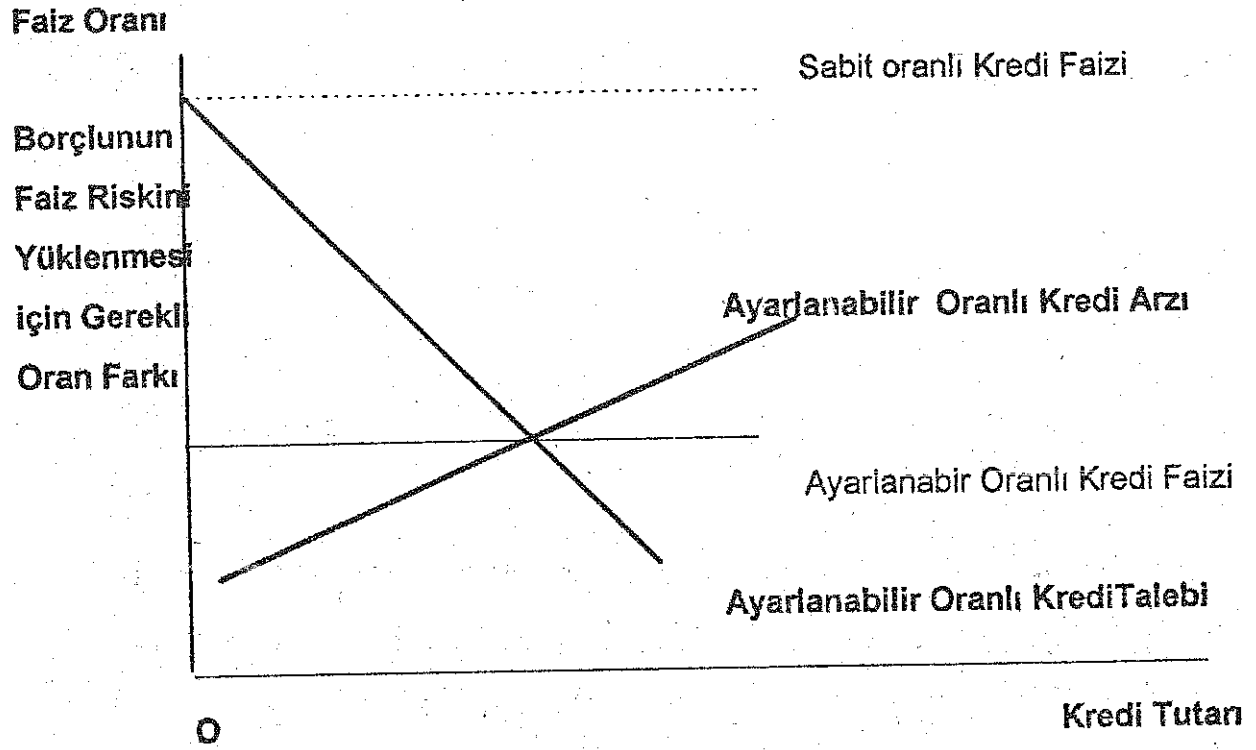
1980 yılında, Federal Home Loan Bank Yönetim Kurulu - ki ipotek kredisi veren kurumlar (Saving and Loans) üzerinde otoritedir-Tüketiciyi korumak amacıyla, faiz ayarlamalarına hem yıllık artışlar için, hemde bu artışların vade sonuna kadar ulaşabileceği düzey için ayrı ayrı limitler getirmiştir. Ayarlanabilir oranlı ipotek kredilerinde, GPM's de olduğu gibi negatif amortismanlı ödeme planları da yapılabilmektedir

Faiz oranlarının piyasa koşullarına göre ayarlanabildiği bu uygulamada borç veren faiz riskinden kurtulmuştur. Borçlu, faiz riskini devralmıştır. **Şekil II'**de, ayarlanabilir oranlı ipotek kredilerinin faiz riski açısından sabit oranlı kredilere göre nasıl farklılaştığı görülmektedir.

(*) Lederman, J; And Celic Margaret A.; (Ed), Adjustable-Rate Mortgage Backed Securities, Chicago, 1991 S. 2

(**) Ibid. S. 537

ŞEKİL : II AYARLANABİLİR ORANLI KREDİLERLE, SABİT ORANLI KREDİLER ARASINDAKİ FAİZ RİSKİ FARKLILAŞMASI



Kaynak: D. Kidwell ve R. Peterson; Financial Instruction, Markets and Money

AÇIKLAMA: Şekil II'de; Ayarlanabilir Oranlı Kredilerdeki faiz oranının, Sabit Oranlı Kredilere göre düşük olmasının nedeni olan "Faiz Riskinin" krediyi alan tarafından yüklenilmesi olgusunun gerçekleşmesinin gerektirdiği oran farkı görülmektedir.

Bir ARM türevidir, **Basamaklı ödemeli İpotek Kredileri (TPM'S/Tired Payment Morgages)** olup özelliği, her yeni yılda uygulanacak faiz oranı değişikliklerinin baştan taban ve tavan sınırları itibarıyla saptanması, böylece ödeme planı belirsizliklerinin en aza indirgenmesidir. (*)

Faiz oranının vade boyunca çeşitlenmesi her iki taraf için de sağlıklı gibi görünüyorsa da, uzun bir süre de enflasyon ve faizler yükselerek yükselmeye devam ederse, kredi için bazı sorunlar ortaya çıkabilir: Ya aylık ödeme tutarları çok yükselir; borçlunun ödeme gücünü aşar ya da kalan vade yetmez; taksitler ödeme gücü içinde tutulmak istenirse vadeyi uzatmak gerekir. Bunu da baştan kurala bağlayan bir türev ARM's vardır, Capped ARM's.

II.D.2.3 Sınırlı Ayarlanabilir Oranlı İpotek Kredileri (Capped ARM's)

Burada, aylık ödeme tutarı için, ya da faiz oranı için, ya da her ikisi için birden bir tavan belirlenmiştir. Ekonomik koşulların gerektirdiği artışlar ancak bu tavan kadar uygulamaya geçirilirler. Örneğin; "Bu kredide faiz oranı her yıl 5 puandan daha fazla artırılamaz." Ya da "Aylık taksitler her yıl %5'den fazla, kredinin vadesine kadar %50'den fazla oranda artırılamaz" gibi kurallar borcun geri ödenme sürecinde karşılaşılabilecek aşırı ihtimalleri bir ölçüde regüle eder. Yıllık enflasyon oranının %6 olduğu yıl, kredinin faiz oranı en fazla % 5 artabileceğinden kalan %1, enflasyonun % 5'den az olduğu bir başka yıl hesaba alınır. Böylece borçlunun ödeme gücü zorlamadan, kapitalin aşınması geçikmeli olarak telafi edilmiş olur.

Ayarlanabilir oranlı ipotek kredileri, ayarlamanın hangi ölçüte göre yapılacağına göre de ayrıca çeşitlendirilebilir. Örneğin Fiyatlar Genel Düzeyine göre ayarlanan ipotekler (**PLAM's/Price-Level Adjusted Mortgages**) olduğu gibi; Maaşlara göre ayarlanan İpoteklerde (**SLAM's/Solary-Level Adjusted Mortgages**) olabilir. Fiyatlar genel düzeyine göre ayarlanan ipotek kredilerinde faiz oranı sabit tutulup her yıl borç kalancası enflasyon oranında artırılmaktadır. örneğin, 900 milyon TL borç kalmışsa ve Enflasyon oranı % 50 ise borç 1.350.000.000 TL'ye yükseltilmekte, izleyen ay taksitleri bu tutarın vade sonuna kalan ay sayısına bölünmesi ve sabit aylık faiz

(*) Alp. A; İpotek Kredileri ve İDMK yoluyla Türk Konut Finansman Sorunun Çözümünde Bir Model

Önerisi, SPK Yayınları No: 51, Ankara, 1996, S. 100

eklenmesiyle bulunmaktadır. Burada faiz oranı enflasyondan arındırılarak, "Reel Oran" olarak seçilmektedir.

II.D.2.4 Artan Tutarlı, Ayarlanabilir Oranlı İpotek Kredileri

(GPAML / Graduated-Payment , Adjustable-Rate Mortgage Loan)

Bu model de, vade süresince belli dönemlerde aylık taksit tutarı artırılırken faiz oranı da piyasanın o günkü rayicine göre yeniden belirlenmektedir. Böyle bir uygulama yapıldığında borç veren yönünden rahatlatıcı bir plan söz konusu olacaktır, çünkü faiz riski olmayacaktır. Bu tür, iki ayrı kredi tipinin karışımı olup; "GPAML/ Graduated - Payment, Adjustable-Rate Mortgage Loan" olarak anılmaktadır.^(*)

Başlangıçta taksitlerin düşük tutulması borcun negatif amortizasyonuna yol açabilecektir. Yani düşük taksitler ana paranın aylık faiz tutarını bile karşılayamazsa faizin artan kısmı ana borca eklenecek, borç tutarı büyüyecektir. Bu sondaki taksitlerin yüksekliği ile telafi edilecektir. Ya da vadeyi uzatarak geri ödemeleri kolaylaştırmak yoluyla farklı ipotek kredisi türlerinden birinin uygulanması seçilecektir.

II.D.2.5 Çeşitlendirilebilir Oranlı ve tutarlı İpotek Kredileri

(VRM'S/ Variable-Rate Mortgages)

Bu kredi tipi, ayarlanabilir oranlı ipotek kredisiyle aynı sayılabilecek kadar benzeşmektedir. Bazen farklı kreditorler aynı tip ürünlere farklı isimler vermektedirler. Bu yüzden tutunmuş isimleri kullanarak sınıflandırılma yapıldığında, ayrımlar, ancak bazı işlemlerin detay farklarına dayanmaktadır.

Çeşitlendirilebilir faizli ipotek kredisi işlemini ilk yapan California Birikim ve Kredi kurumu olmuş, bunlardan oluşan bir havuza dayalı menkul değerler de çıkarmıştır.^(**)

Bu uygulamalarda uyulan ve bu tür kredilerde genellik arzeden kurallar şöyledir;

^(*) Kidwey, D; and Peterson, R; The Financial Institutions, Market and Money, Texas, 1989, S: 535

^(**) Faboth, F.J; (Ed), Dexter, E.S; The Handbook of Fixed Income Securities, Probus-Publishing Comp. , Chicago, 1987, S. 382

1. İpotekli borç faizlerine baz olarak, Federal Home Loan Bank of San Fransisco'nun "Birikim Maliyetleri Ağırlıklı Ortalaması" endeksi alınmış olup, ayarlamalar buradaki değişikliklere göre yapılmaktadır.
2. Faiz oranları sadece altı ayda bir değiştirilebilmektedir.
3. Faiz oranı değişikliği (aşağı , ya da yukarı) her defasında en fazla %025 miktarında yapılabilir. "Periodic Rate Caps". Fazlası varsa, örneğin %030 oranında bir artış gerekmede ise kalan %05 gelecek altıncı ayda- mümkün olursa- eklenerek kullanılmaktadır.
4. Her faiz oranı değişikliği en az %010 miktarında yapılabilir, daha az oran artışları ipoteğe ödeme için yansıtılmamakta ancak, izleyen 6 ayda mümkün olursa değişim oranını eklenerek kullanılabilir.
5. Genel faiz oranları ne oranda değişirse değişsin ipotekli kredinin faiz oranı en fazla %025 değiştirilebilmektedir. "Lifetime Caps and Floors". Yani bir kredinin faiz oranı başlangıçta % 10 olarak belirlenmişse vade sonuna kadar ki ayarlamalarla en çok % 12.5'a yükselilecek yada % 7.5'a düşebilecektir.
6. İpotekli kredi faizlerindeki artışları uygulamak borç verenin isteğine bağlıdır ama düşüşleri uygulamak zorunludur.
7. Herhangi bir faiz artışından itibaren 90 gün içinde; borçlu, kalan borcu için cezasız olarak toplu bir ara ödeme yapabilmektedir.
8. Her faiz yükselişinde; borçlunun, vadeyi uzatmak koşuluyla aylık taksidini eski düzeyde tutmak hakkı vardır. Ne kadarlık artışta ne kadarlık uzatma yapılacağı hesapla bulunur. Uzatmalar 30 yıllık vadeyi 10 yıldan fazla uzatamaz. Yani vade uzatma limiti 1/3'lük bir süre kadar olabilir. Ayrıca faiz yükselişlerine karşın aylık ödemelerin aşamayacağı bir sınırdan belirlenebilmektedir. "Periodic Payment Caps". Bu tür ipotekli borçlanma yöntemiyle, her iki tarafta faydalarını en çok, risklerini en az durumunda tutmak için gerekli tüm önlemlere ortaklaşa sahip olarak ekonomik belirsizliğin karşısında, dalgalanmaların içinde, birbirinin zararına kâr elde etmek amacından uzak bir biçimde "konut sahibi olmakta" ve "birikimlerini değerlendirmekte"dirler.

II.D.2.6 Geçişli, Ayarlanabilir Oranlı İpotek Kredileri

(Convertible ARM's)

Bu tip ayarlanabilir oranlı ipotek kredileri, kullanıcılarına istedikleri zaman sabit oranlı ipotek kredilerine geçiş hakkı tanımaktadır. Bu geçiş genellikle 13. ayla 60. ay arasında mümkün olabilmektedir. (*)

II.D.2.7 Çift Oranlı İpotek Kredileri

(DRM's / Dual-Rate Mortgages)

Faiz ayarlamaları önceden sözleşmeyle belirlenmiş olan bir ölçüte sabit bir marj eklenerek yapılmaktadır. Belirlenmiş olan bu endeks (Benchmark Index) Faiz oranı için ayrı, borç kalancası için ayrı seçilebilmektedir. Bu durumda iki oranlı ipotek kredileri (DRM's / Dual -Rate Mortgages) söz konusu olmaktadır. Örneğin borç kalancası Enflasyon oranında, faiz oranı yada geri ödeme taksidi ücretler genel seviyesine göre ayarlanmakta hem kreditorün aktifinin korunması sağlanmakta, hem de borçlunun ödeme gücü göz önünde bulundurulmaktadır. Bu uygulamada itfa planı sürekli farklılaşacak sonunda ulaşılan bakiye farklılığına göre pratik bir çözüm seçilecektir. Örneğin., borç artmışsa ödeme süresi uzatılabilir, borç azalmışsa zaten sorun çıkmaz.

II.D.3 Kaydırılabilir İpotek Kredileri

(MM's / Movable Mortgages)

Bu kredi türü ticari taşınmazlar için kullanılmakta olup bir taşınmazın rehni ile alınan kredinin bakiyesi, gerektiği zaman ipotek şerhi borçluya ait başka bir taşınmaza kaydırılarak devam ettirilebilmektedir. Bu aktrama yılda bir defa ve harç ödemeden yapılabilir. Taşınmaz ticaretini kredi ile yapmayı kolaylaştıran bir uygulamadır. (**)

(*) Lederman,J; A.g.k, S.2

(**) Teker, M.B.; Sermaye Piyasası Araçları Yoluyla G.M Finansmanı ve Yatırımı SPK Yayınları, Ankara, 1996, S. 19

II.D.4. Erken Ödemeli İpotek Kredileri

(Early Payoff Mortgages)

ABD ve Kanada'da uygulanan çeşitli ipotek kredileri vardır ki, peşinat ve taksit ödemeleri uzun bir vadeye göre yürütülmekle beraber ; 3-5 yıl gibi önceden belirlenen bir sürede kalan borcun ödenmesi, ödenmezse devam için koşulların yeniden görüşülmesi ya da konutun satılması gündeme gelmektedir. (*) Bu tip krediler, bir şehirde geçici bir süre için kalanların kısa zamanda prim yapabilecek bir konutu satım almaları durumunda geçerli olabilecek kredilerdir. Ayrıca taraflar krediyi kapatıp yeniden açmakla, uzun vadeler için konmuş yasal zorunluluklardan kurtulmakta ya da yeniliklerden yararlanma olanağına kavuşmaktadırlar.

II.D.4.1 Toptan ödemeli İpotek Kredileri

(BPM's /Ballon Payment Mortgages)

Burada düşük peşinatlı ve düşük taksitli bir ödeme planı hazırlanmakta ancak 3-5 yılda bir toplu ara ödemeler istenmekte ya da ara ödemelerde gidilmeyip sürenin sonunda kalan borç tamamen ödenmektedir. Yoksa ev satılarak bakiye borç bedelden ödenmektedir. Bedelin artan kısmı; peşinat, masraflar ve taksitler toplamından fazla olursa borçlu açısından da kâr vardır. Borç kalanı cari faiz oranıyla faiz ödenerek kapanır. Bu uygulama, kira ödemek yerine faiz ödemeyi şanslı görece kimseler için yada ileride eline toplu bir para geçecek kimseler için çekicidir.

Bir de buna benzer İpotek Kredisi uygulama türü olarak **Yalnız Faiz Ödemeli İpotek Kredileri (Interest Only Loans)** vardır ki başlangıçtan itibaren belli bir süre için sadece faiz ödemesi yapıp ana para sürenin sonunda toptan ödenir. Bu ödeme için "Balloon Note" denen bir senet düzenlenir. Ya da belli bir süreden- Örneğin 5 yıl- sonra faiz ödemelerine yüksek dilimlerle ana para taksitleride eklenir. (**)

(*) Kidwell, Peterson; A.g.k , S. 534

(**) Teker, M.B; Sermaye Piyasası Araçları Yoluyla Gayrimenkul Finansmanı ve Yatırımı, SPK Yayınları, Ankara, 1996; S. 19

II.D.4.2 Yenilenen İpotek Kredileri

(ROM's / Rollover Mortgages)

Bu uygulamada, kredi 3-5 yıl gibi orta vadeli peryotlarla kesilip, baştan belirlenen ölçütlere göre kalan bakiye üzerinden yenilenerek sürdürülmektedir. Bu kredi tipi taraflara hem uzun vadenin düşük taksitlerini ve istikrarını sağlamakta hem de ekonomik koşullardaki önemli değişikliklere ayak uydurmak olanağını vermektedir. Vade boyunca faiz oranı değişikliğinin sadece bir defa yapılması koşuluyla yapılan sözleşmelere ise "**İki Aşamalı İpotek Kredileri**" (TSM's/Two Step Mortgages)denmekte olup bu türün özel bir tipidir.^(*)

II.D.4.3 Müzakereli İpotek Kredileri

(RRM's / Renegotiated-Rate Mortgages)

Bu kredi tipinde, Vade uzun tutulmakla beraber kredi sözleşmesinde belirtilen peryotlarda (3-5 yıl gibi) kredinin sadece faiz oranı ve geri ödeme taksitleri taraflarca yeniden pazarlık konusu edilmektedir. Burada , ölçüt olarak "Ulusal İpotek Endeksleri" göz önünde bulundurulmakta ve yasal taban ve tavan sınırlarına uyularak saptamalar yapılmaktadır. Anlaşma halinde kredi uzatılmakta, yoksa kesilmektedir.

II.D.5. Konutun Net Değerini Gözeten İpotek Kredileri

Bu tür kredilerde , geri ödemeler yapılırken , konutu satın almış olan kimseye eğer evin net değerinde (evin rayiç değeri - kalan borç tutarı = evin net değeri) artış oluyorsa, bu kârını ödemelerinde-tutar ayarlaması yapılarak- kullanmasına imkân sağlanmakta ya da her ay evin net değerinde artış sağlayacak türden; yani konut sahibinin birikimde bulunmasını esas alan ödeme planları hazırlanmaktadır. Böylece hem kredinin teminatı, hem de borçlunun konuta yaptığı reel yatırım sürekli gözetilmektedir. ^(**)

^(*) Alp, A.; A.g.k , S.101

^(**) Kidwell,D; Peterson,R; A.g.e S:537

II.D.5.1 Artan Net Değerli İpotek Kredileri

(GEM's / Growing-Equity mortgages)

Bilindiği gibi konutun "Net Değer Değeri", piyasa değerinden ipotek borcu düşüldükten sonra kalan kısımdır. Bu peşinat ve yapılan aylık borç ödemeleri toplamı civarında bir değerdir. İsabetli bir konut seçiminde konut yapılan ödemeden daha hızlı bir değer artışı sağlayacaktır. Aylık ödemelerin yüksek tutulması durumunda da bu değer birikimi yükselecektir. İşte bu yöntemde ödemeler değer birikiminin hızlı ve sürekli artışı gözetilerek yapılır. Bu mantıkla faizi sabit tutarak ana para ödemelerinin her yıl belli bir oranda artırılmasını içeren ödeme planları düzenlenmektedir.

ABD'de 15 yıl vadeli sabit oranlı ipoteklere alternatif bir ödeme şekli olarak geliştirilmiştir.^(*)

II.D.5.2 Rantı Paylaşan İpotek Kredileri

(SAM's / Shared-Appreciation Mortgages)

Bu kredi tipi, enflasyonist ortamlarda doğan bir finansman yöntemidir. Diyelim ki, bir yanda faiz oranları yüksek, bir yanda konut değerinde hızlı yükselme var. Bu durumda emlak alımını ve kredi geri ödemesini mümkün kılmak için düşük faiz oranlı bir borçlanma planı yapılıyor, sözleşme uyarınca emlakın değer artışının sağladığı spekülasyon kazanç borç verenle paylaşılıyor. Bu kredilerin vadeleri 10 yıl civarındadır.

Borç veren faizden yaptığı fedakârlık karşılığında kredilendirdiği taşınmazın sağladığı rantı ortak olarak bir yandan spekülasyona katılmış olmaktadır. Kredinin tasfiyesi, ya satış ya da borçlunun bakiyeyi değil, evin rayiç değeri üzerinden borç verenin payını ödemesiyle sağlanmaktadır. ^(**)

^(*) A.g.e. S.38

^(**) A.g.e S.38

II.D.5.3 Mülkü Paylaşan İpotek Kredileri

(EPM's / Equity Participation Mortgages)

Bu kredi türü de enflasyonist ortamlarda spekülâtif kazancın paylaşılması esasına dayanan bir başka yöntemdir. Burada üçüncü bir kişi (yatırımcı) emlakî alan kişinin sağlayacağı kazançta ortak olmak üzere peşinatın ve aylık ödemelerin bir kısmını vermekte; sonunda katılma oranında kazançtan pay almaktadır.^(*) Kredi veren kurum ya da banka paylaşımına katılmamakta, konutu alan kimse kendisiyle önce ödemeleri sonra spekülasyon sonucunu paylaşacak bir ortak bularak hareket etmektedir.

II.D.6 Esnek Kredi-Sigorta Programları

(FLIP's/Flexible Loan-Insurance Programs)

II.D.6.1 Hesap Rehinli İpotek Borçları

(PAM's/ Pledged Account Mortgages)

Bu kredi türünde, banka nezdinde açılmış, borçluya ait bir tasarruf hesabı vardır. Bu hesap borca karşı rehinli olarak çalışmakta, her ay faiz almakta, aylık geri ödeme taksitlerinin bir kısmı buradan karşılanmaktadır. Bu hesaptaki para, konut bedelinin peşinatı (satın alanın katılımı) olması gereken paranın düşük tutulmasıyla ortaya çıkarılan bir para olup borcun ilk yıllarında taksit ödemelerinin düşük olmasını sağlamakta ayrıca kredi/değer rasyosunun düşmesi durumunda bu hesaptaki para sigorta fonksiyonu görerek peşinat noksanını karşılamak için kullanılmaktadır.

Bu yöntemin faydası ilk 5 yılda her iki tarafa da rahatlık sağlamaktadır. Özü itibarıyla hem kredi kullananın hem kredi verenin olanaklarını şişkin tutmakta; nakit tutmanın fırsatlarından koparmamaktadır. Vergi muafiyetlerinden yararlanılmaması durumunda gereksiz aşınmalara açık bir uygulama olabilir. Esasen bu tip planlar, pratik ihtiyaçlara çözüm bulmak ya da pratik fırsatlardan yararlanmak üzere ortaya çıkarılmaktadır.

^(*) Kidwell, Peterson; A.g.k, S. 539

II.D.6.2 İndirimli İpotek Kredileri

(Buydown Loan's / BDL, Buydown Mortgage/BUM)

Bu kredi türünde de PAM's'de olduğu gibi yine faizinden yararlanan bir hesap vardır ama bu hesap alıcıya değil, satıcıya aittir. Satıcı aynı zamanda bina yapımcısı ise böyle bir jestle yapmakta olduğu bina için alıcılara uygun koşullar hazırlamakta, indirim yapmış olmanın yanı sıra bu indirimin kullanımını yönlendirerek, ilk 3 yıl için kredinin faizinin düşük-dolayısıyla çekici- olmasını sağlamaktadır. Buna karşılık kendisi de alternatiflere göre daha ucuz bir yoldan likidite açığını kapatmakta ve satışını gerçekleştirmektedir.

ABD dışı KK Uygulama Örnekleri

Buraya kadar saydığımız KK türleri, genellikle ABD'de uygulanan yöntemlerdir. Avrupa ülkelerinde ise genellikle konut edinmek isteyenlerin kredi kullanmaya başlamadan önce kredi kullanacakları banka ya da kurum nezdinde ön birikim yapmaları koşuluna -sözleşmeye- dayanan bir kredi sistemi vardır. Ülkemizde de "Toplu konut tasarruf sistemi ve konut kredileri" adıyla 1996 başında gündeme getirilen, esasen 20 yıl önce kullanılan bir sözleşme yönteminin sistematize olarak canlandırılması söz konusudur. İngiltere'de bu kredi türünün dışında yapılan ipotek uygulamaları, buraya kadar saydıklarımızla benzerlikleri gözetilmeden devam olarak aşağıda sayılmıştır:

II.D.7 Düşük Başlangıçlı İpotek Kredileri

(Low-Start Mortgages)

İngiltere'de uygulanan bir çeşit ayarlanabilir oranlı ipotek kredisi olup konut alan kimseye ilk yıllar düşük geri ödeme taksitleri sunan bir sistemdir. ABD'deki "Artan Tutarlı İpotek Borçları"na (GPM's) benzemektedir. İleriki yıllarda borçlunun gelir düzeyi ve birikim eğilimi artacaktır beklentisiyle ve borçlanmaya girişi kolaylaştırmak üzere hazırlanmış ödeme planlarıyla başlangıç yıllarında taksitler düşük tutulmakta, itfa gecikmeleri sonraki yıllarda telafi edilmektedir.

II.D.8 Yüzde Yüz İpotek Kredileri

(%100 Mortgages)

Bir İngiliz ipotek kredisi türü olup alıp kullanıcısının mevduat tutma zorunluluğu bulunmamakta sözleşme sistemi uyarınca önceden hesap açıp, birikimde bulunmak aşaması geçilerek, sadece kredi başvurusu ile kullanıma açılan bir sistemdir. Ön birikim hesabı açarak sıra ve süre beklenen sisteme istisna olarak düzenlenmiş bir kredi türüdür.

II.D.9 Kendinden Onaylı İpotek Kredileri

(Self-Certified Mortgages)

Bu kredi tipinde, krediyi kullananın aylık ödemeler için yeterli geliri olup olmadığı araştırılmamakta; Sadece rehnalanan taşınmazın değerinin borca oranla yeterliliğine ve prim yapma olasılığının yüksekliğine bakılarak işlem yapılmaktadır. ^(*) Kredi kişiye değil taşınmaza verilmektedir.

II.D.10 Hayat Sigortalı İpotek Kredileri

(Endowment Mortgage)

Bu uygulamada, ipotek kredisiyle birlikte, bir de emeklilik geliri sağlayan türden Hayat Sigortası yaptırılmakta; Sigortanın vadesine kadar sadece kredinin faizi ve sigortanın primi ödenmekte, vadesi geldiğinde, sigortanın emeklilik ödemesi kredinin ana borcunu kapatmak için kullanılmaktadır. Bu modelde, konut kredisi kullandırmanın yanı sıra sigorta pazarlaması da yapılmakta sonuçta kredi kullananın aylık ödeme gücüne dayanılmaktadır. Ancak her iki taraf açısından da kredinin güvenilirliği artırılmış olunmaktadır.

II.D.11 Emeklilik Bağlantılı İpotek Kredisi

(Pension-Linked Mortgage)

Buradaki uygulamada; İpotek Kredisi taksitleri, emeklilik maaşı ödemelerini göz önünde tutarak ayarlanmaktadır. Öyle bir geri ödeme planı yapılmalıdır ki, emekliliğe kadar sadece faiz ödenmekte, emeklilikle kalan borcun kapatılmasına

^(*) Ferren, Eilis; Mortgage Securitisation,(Legal Aspects) , Butter Worths, London, 1992 S:10

başlanmaktadır. Kredi kullanan kimse emekli aylığının bir kısmını, baştan, konutun taksitlerine hasretmiş olmaktadır.

Ballon Payment Mortgage tipinin emekli aylığına dayandırılarak somutlaştırılmış bir türüdür.

II.D.12 Koşullu Satış Anlaşması

(Conditional Sale Agreement)

ABD'de genellikle tarım alanlarında uygulandığı için "Arazi Sözleşmesi / Land Contract" da denen bu uygulamada; İpotek yani taşınmazın rehni söz konusu değildir; onun yerine mülkiyetin devrinin ödeme tamamlanınca yapılması söz konusudur.

Yapılan sözleşmede bedel, faiz oranı, vade, taksit tutarları belirlenir ve ödemeler gerçekleştirildikten sonra tapu devri yapılır. Genellikle bireysel olarak kendi taşınmazını satanlar tarafından kullanılmaktadır.

Bizim hukukumuzdaki "Gayrimenkul Satış Vaadi" uygulamasına ya da "Bakıp-Gözetmek Koşuluyla Bağış" uygulamasına benzeyen bu model, Toplu Konut İdaresi'nin bazı konut satışlarında baştan planlanmaksızın fiilen uygulanmıştır. İstanbul Halkalı ve Ankara Batıkent toplu konutlarında, konut alanlar peşinatlarını ve aylık taksitlerini -ki 10 yılda bitecek, memur maaşlarına endeksli taksitlerdir- yıllarca ödemelerine karşın tapu verilmesi geciktirilmiştir. Emlak Bankın bazı konut satışlarında ise (Ataşehir/İST. gibi) planlı olarak bu uygulama yapılmaktadır.

II.D.13 Tersine Taksitli İpotek Kredileri

(RAM's / Reverse - Annuity Mortgages)

Burada bir evin alınmasından çok satılması ve evi uzun süre elde tutarken bir yandan da aylık gelir sağlanması söz konusudur. Genellikle yaşlı konut sahiplerinin kullanabileceği bir tür satış yöntemidir. Ev sahibi, evinin serbest değeri karşılığı göreceli olarak düşük faiz oranıyla borçlanır. Borcu aylık taksitlerle alır, 10-15 yıl sonra borç baştan belirlenen, evin serbest değerine ulaşır ve ev el değiştirir. ^(*)

^(*) Kidwell, D, Peterson, R, Financial Institutions, Market And Money, Texas Technical University Texas, 1989 S. 538

Bu bir konut edinme değil, konut satış yöntemidir. Buraya almamızın nedeni İpotek Bankacılığı yapan banka ve kuruluşların hizmet zenginliğine örnek vermek ve çalışmamızın sonundaki önerilerimize dayanak oluşturmaktır. Bu bölümde sınıflandırılarak sıralanan KK çeşitleri göstermektedir ki; ileri ülkelerde çok farklı özellikteki konut alıcılarına da, çok farklı yatırımcılarda hitap ederek: sermaye piyasasından konut sektörüne fon aktarımı sağlayabilecek araç ve yöntemler oldukça geliştirilmiştir.

Bu gelişmişliğin temeli, son derece kolaylaştırılıp her isteyen özel koşullarına uyabilecek şekilde çeşitlendirilmiş KK'dir.

II.E. MENKUL DEĞERLEŞTİRME (SECURITIZATION)

Bankalar gibi fon sağlayıp kredi veren, yani finansal aracılık yapan kurumları, bu işlevleri itibarıyla devreden çıkararak; Parasal varlıklardan (kredi alacakları, finansal krediler, periyodik hizmet bedeli tahsilatları, kamusal hizmet kurumlarının gelirleri hatta sabit getirili kamu borçlanma senetleri ve menkul değerler gibi) oluşturulan bir havuzu veya bunlardan birinin bir parçasını teminat veya kapital yerine koyarak, bazen buna ilave garantiler sağlayarak, doğrudan yatırımcılara satmak üzere, yeni bir menkul değer oluşturma işlemine; **Menkul Değerleştirme** denir.

Menkul değerleştirme yöntemiyle ortaya bir "Menkul Değer" çıkarılmaktadır. Para piyasalarında yatırımcılar için yeni bir araç olan bu menkul değerler, kaynaklarının, yani dayandıkları fon akımının niteliğine göre adlandırılmakta, ipotek kredilerine dayananlar "İDMD/İpoteğe Dayalı Menkul Değer" (MBS/ Mortgages-Backet Securities) diğerlerine "VDMD/Varlığa Dayalı Menkul Değer" (ABS/Asset Backet Securities) denmektedir.

VDMD/Varlığa Dayalı Menkul Değerler, genel bir deyim olup menkul değerleştirme yöntemiyle oluşturulan tüm menkul değerleri kapsamakla birlikte, pratikte ipotek dışı alacaklara dayananları ifade etmektedir. Çünkü ileri ülkelerde ipotek bankacılığı öylesine gelişmiş durumdadır ki, ipotekli kredilerin finansmanı başlı başına bir bölüm oluşturmaktadır. Ülkemizdeyse halen İDMD bulunmayıp; ipotek alacakları, VDMD dayanağı olarak kullanılmaktadır. Gelişmiş ülkelerde özel bir mevzuatı da oluşan İDMD'ler, ipotek teminatıyla verilmiş konut (ya da emlak) kredilerin menkul değere

dönüştürülmesi sonucu meydana çıkmakta ve ipotek kredisi veren banka ve kurumların aktifleriyle, konut taksitlerinin kısa yoldan nakde dönüşmesini sağlamaktadır.

II.E.1 Menkul Değerleştirme Yöntemi

Varlıkların menkul değere dönüştürülmesi; klasik finansal aracılık'tan çok farklı bir yöntemdir. Burada kaynak sahibi yatırımcılarla kaynak kullanıcıları, kurulan bir sistemle karşı karşıya gelmektedirler. Finansal aracılık genellikle bankalarca geleneksel olarak uygulanır. Mevduat toplanır, kredi kullanılır. Böylece;

1. Kredinin kaynağı bankaca sağlanmakta,
2. Kredinin teminatı olan varlıklar banka portföyünde saklanmakta,
3. Kredilendirme hizmetleri (istihbarat, değerlendirme, taksitlerin tahsili, vergi sorumluluklarının yerine getirilmesi) banka tarafından yapılmakta,
4. Doğal olarak kredi riski bankanın üzerinde kalmaktadır.

Kaynak sağlayanlarla kullananlar Banka ile ayrı ayrı sözleşme yapmaktadırlar. Varlıkların menkul değere dönüştürülmesi yönteminde ise kredilendirme ve (Fonlama) işine birden fazla kurum katılmaktadır. İpotek bankacılığından örnek vererek iş bölümünü açıklayacak olursak;

1. Bir banka veya birikim şirketi ipotek karşılığı krediyi vermektedir ya da bir yapı şirketi konut satışlarını taksitle yaparak bir ipotekli alacak dizisi meydana getirmektedir.
2. İpotekleri bir yatırım bankasına veya kurumuna, şirketine; havuz oluşturup varlığa dayalı menkul değer çıkarmak üzere temlikten devretmekte, satmaktadır.
3. Yatırım bankası özel bir sigorta şirketinden ipotek havuzunun riskine karşılık gerektiği kadar sigorta almaktadır.
4. Yatırım bankası, menkul değerlerin satışını kendisi yapabileceği gibi isterse başka banka veya kuruluşlara bu işi devredebilmektedir. Yani menkul değerleştirmede finansmanın bir iş bölümü çerçevesinde farklı kişi ve kurumlarca paylaşılması söz konusu olmaktadır. Tarafların çoğalmasına karşılık sonuçta finansmanı sağlayan yatırımcı ile krediyi kullanan borçlu bir "Menkul Değer" aracılığıyla bir araya gelmiş olmaktadır. İş bölümü yapan kurumların yanı sıra derecelendirme şirketleri de

olaya katılmaktadır. Krediler bu yöntemle daha şeffaf bir şekilde değerlendirilebilmektedir.

Yöntem farklılığının yanı sıra esas olarak finansman fonksiyonu açısından farklılıklar vardır. Geleneksel aracılık işlemlerinde kaynak toplama ve kredilendirme tamamen kendine özgü bir çalışma olduğu halde; menkul değerleştirmede ihtiyaçların, doğrudan fonlanması söz konusu olmaktadır. İhtiyaç sahibi girişimci, gelecekte gerçekleşecek nakit akışını, önce çekmek üzere, yatırımcılardan doğrudan finansman sağlamakta, bunun için sadece bir finansal araç (menkul değer) kullanmaktadır. İpotek kredilerinin menkul değere dönüştürülmesinde birçok kurum ve kişi iş yapmakta ama sonuçta fon transferi, menkul değer aracı kullanılarak , yatırımcılardan kullanıcılara doğrudan yapılmaktadır.

Menkul değerleştirmenin bir diğer boyutu da kredi verenin risk ve sorumluluk durumuyla ilgilidir; verdiği krediler bilançosunun aktifinde bir varlık ama aynı zamanda bir risk olarak vadesine kadar bekleyecek iken menkul değere dönüştürülmekle bilançodan çıkmakta yani risk sona ermektedir. Ancak, temlik hukukunun uygulanmasında kayıt dışı bir sorumluluk sürdürülmektedir.

Menkul değerleştirmeye yönelmenin ekonomik motivasyonu, düşük maliyetli kaynakları doğrudan sağlayabilmek olanağıdır. Burada işlem maliyeti ve işletme giderleri finansal aracılıkta hizmetlerine göre daha düşük olduğu gibi faiz ve kredi risklerinden kurtulup , likiditeye dönülmesi dolayısıyla aktif yönetimide kolaylaşmaktadır. Yasal motivasyon ise, vergi avantajları ve bankaların mali güçlerinin ölçümünde kullanılan Sermaye-Yeterliliği Rasyosu'nun, yüksek riskli aktiflerden çıkıp daha düşük/riskli yatırımlara geçmeyi gerektirmesidir.

Menkul Değerleştirme bir “**Disintermediation**” (aracılığın ortadan kaldırılması) mıdır? Evet, klasik bankacılık fonksiyonu olan kaynak (mevduat) bulup kredi verme biçimindeki finansal aracılık ortadan kaldırılmaktadır. Büyük bir konut üretim şirketi, taksitle sattığı konutların aylık senetlerini, kuracağı bir " Genel Finans Ortaklığı" vasıtasıyla menkul değer'e dönüştürerek piyasaya sunarak gereksinim duyduğu fonları doğrudan toplayabilir.

Menkul Değerleştirme bir "Reintermediation" (tekrar aracılık) mıdır? Evet, bir ticari iş bankası, verdiği konut kredilerinin geri ödeme senetlerini menkul değere dönüştürüp para/sermaye piyasalarına sunarak likiditeye tekrar dönebilir. Anlaşıldığı gibi menkul değerleştirmenin "Disintermediation" pozisyonunda olduğu zamanlar likiditeye ulaşmakla düşük maliyetli kaynak bulunmuş olmakta ama

"Reintermediation" pozisyonunda olduğu zamanlar likiditeye ulaşmanın sadece masrafı düşük olmakta, ilk kaynağın maliyetiye ancak bu fonun döndürülme hızının artırılmasıyla sağlanabilmektedir.

Bu durum, özellikle mevduat faiz ve koşullarıyla kolayca oynanamayacak ciddi dengelerin yerleşmiş olduğu finansal piyasalarda sözkonusu bankalar, gelişen pazar getirili yeni araçların çekiciliği karşısında mevduat yitirdikleri dönemlerde IDMD sayesinde en azından fon toplama rekabetinden kopmazlar; gelişmemiş para piyasalarına sahip ülkelerde ise bu zahmete gerek kalmaksızın mevduat faizlerini yeterince yükselterek aynı sonuca ulaşırlar. Kaynağın yükselen maliyetini de konut kredi faizlerine ya da konut fiyatlarına yansıtırlar, olur - biter.

Menkul Değerleştirme yapan Banka ya da Kurum;

Bilançosunun aktifinde duran ve vadesine kadar peryodik faiz kazancı sağlayan alacaklarının bu faizinden (ya da bir kısmından) vazgeçmektedir. Buna karşılık;

1. Parasına yeniden kavuşmaktadır; bir kaynak gereksinimi varsa,

karşılanmaktadır. Eğer daha yüksek faizle (ya da küçük de olsa bir faiz farkı kendine kalacak şekilde bir başka menkul değerleştirme için) kullanabilecekse avantajlıdır.

Burada ciro oranı (Turnover Rate) önem kazanmaktadır.

2. Ve oluşturduğu menkul değerın yönetimiyle dayanağı olan portföyün takibini de kendisi yapıyorsa bu iş için de ücret alarak kazanç sağlamaktadır. Eğer varlığı temlik etmekle her türlü sorumluluğundan kurtularak bilançosundan çıkarıyorsa, işlem takibi yönünden rahatlamak ve bilançosunu daha likit hale getirerek güçlenmek avantajını yakalamaktadır. Bu bir sermaye ve kaynak yönetimi olayıdır; içinde bulunulan piyasanın zorunluluklarına göre hareket edilecektir.

Aktiflerini menkul değerleştiren kurum eğer konut sektörünü finanse etmek ve bu alana kaynak bulmak gibi bir amaca sahip ise; "Kredilendir, Menkul Değere

dönüştür, tekrar Kredilendir" çevrimini ne kadar hızlı yapabilirse, ayırdığı başlangıç sermayesini o kadar katlayarak finansman sağlamış olacaktır.

Şirketlerin alacakları, bilançolarının aktifinde yer alan bir değerdir. Vadesinde defaten ya da belli bir vade süresince taksitler halinde tahsil edilerek nakde dönüşecektir. Bunların aktifteki varlığı şirketin kredi itibarını artırmaktadır. Ancak; Alacakların vadesini beklemek veya sağladıkları itibara dayanarak kredi kullanmak yerine, bunları kısa yoldan nakte dönüştürmek daha yararlı olmaktadır ki, bunu sağlayan yöntem de; menkul değerleştirmedir.

Ekonomileri güçlü, para/sermaye piyasaları gelişmiş ülkelerde;

1. Para/sermaye hareketlerini hızlandırmak,
2. Ucuz ve dolambaçsız kaynak sağlamak,
3. Farklı yatırım isteklerine cevap verecek yatırım araçları oluşturmak,
4. Şirketlerin fon yönetimi işlemlerini azaltmak,
5. Ekonomideki aynı tür alacakları belli standartlarda ve havuzlarda toplayarak düzenli ve kullanışlı hale getirmek, gibi amaçlarla "Menkul Değere Dönüştürme" tekniği yaygın olarak kullanılmaktadır. Menkul değerleştirilen alacakların çeşidi giderek artmaktadır. Örneğin;

1. Konut kredisi geri ödeme taksitleri,
2. Oto kredisi geri ödeme taksitleri,
3. Tekne kredisi geri ödeme taksitleri, (Örneğin; CARS/Certificates of Automobile Receivable Securities/1985/Salamon Brothers),
4. Tüketici kredileri ve öğrenci kredileri taksitleri (Örneğin; SLMA/Sallie Mac Securities/1973),
5. Kredi kartı taksitleri (Örneğin; CARD/ Certificates Amortizing Revolving, Depts/1986/ Salamon Brothers)
6. Non-Performing krediler,
7. Dış ticaret alacakları,
8. Sigorta primleri,
9. Finansal kiralama kira bedelleri (Örneğin; Equipment-Leasing-backed Bonds/1984) ve collateralizer (CLEOS/1985 ; Collateralized Lease Equipment Obligation / First Boston Bank)

10. Sağlık bakım alacakları,
11. Telefon fatura alacakları.

Yani fon akımı içinde olan, sonunda nakde dönüşebilecek tüm aktif varlıklar menkul değere dönüştürülebilmektedir. Yeter ki;

1. Mevzuat izin versin
2. Alıcısı (yatırımcısı) bulunsun.

Menkul değerleştirmede temel amaç likiditedir. Özellikle "Yatırım Bankacılığı" bu yolla ikincil piyasadan sürekli ve çabuk yeni kaynak sağlayarak, fonksiyonlarını daha etkin bir şekilde yerine getirebilir. Menkul değer özelliğine ve ikincil piyasanın canlılığına bağlı olarak yurtdışı yatırımcılara bile ulaşabilir. ^(*)

Menkul değerleştirmenin gerçek anlamda oluşması için aktifteki varlığın kesin olarak ve bütün sonuçlarıyla devredilerek bilançodan çıkarılması, görünmez bir yüklenime dönüşmemesi gerekir. Ayrıca şu noktada gözden kaçırılmaması gerekir; Herhangi bir borçlanma senedinin, varlıklarla teminatlandırılması menkul değere dönüştürme değil, "Menkul Değer" durumunu güvence yönünden destekleme anlamına gelir.

II.E.2 Menkul Değerleştirmenin Yararları Ve Gelişim Nedenleri

Alacakların, gelirlerin ya da periyodik tahsilatların gününü beklemeden menkul değere dönüştürülmesi esas itibarıyla iki tarafı ilgilendirmektedir;

- a. Alacağın (gelir ya da tahsilatın) sahibini,
- b. Birikim sahibi yatırımcıyı.

Menkul değerleştirme her iki taraf açısından avantajlar sağladığı oranda, her iki tarafa sağladığı yararın artması oranında gelişmekte, yaygınlaşmaktadır.

^(*) Francis, J. Clark; Management Off Investment, Mc. Graw Hill Inc London, 1993/S.70

II.E 2.1 Alacak yada Gelir Sahibi Açısından Sağlanan yararlar:

Alacak ya da gelir sahibi , ya kredi kullandırmış olan bir bankadır ya da taksitle satış yapmış olan bir şirkettir. Bilançolarının aktifinde vadelerini bekleyen alacakları esasen sabit ya da ayarlanabilir bir faiz koşuluyla belirlenmiş olduğu için doğal olarak kazanç sağlamaktadır. Ancak faaliyetlerin geliştirilerek sürdürülmesi bulacakları yeni kaynaklara bağlıdır . Ayrıca aktiflerinin yönetimi hem piyasa faiz değişimlerine hemde belli rasyoları gerçekleştirmelerini gerektirmektedir. İşte menkul değerleştirme onlara bu konularda çekici alternatifler sağlamaktadır. Şöyleki;

1. Banka sermaye yeterliliği rasyosuna uygun yapı sağlamak.

Bankalar açısından, mali bünye denetimi aracı olan "Sermaye Yeterliliği Rasyosuna"

(*) daha uygun bir bilanço yapısına ulaşmak için risk puanı yüksek kredilerin menkul değere dönüştürülerek satılması, böylece bilançodan çıkarılması iyi bir avantajdır.

Örneğin Almanya'da menkul değerleştirmenin gelişmemiş olması Alman bankalarının sermaye yeterliliği oranını karşılamada problemleri olmayışına bağlanmaktadır.(**) Bu yararın görülmesi, ülkelerin mevzuat gereklerine,mali tercihlerine bağlı kalmaktadır.

2. Risk yönetiminin kolaylaşması.

Bankalar ve şirketler menkul değerleştirme yoluyla sabit (ya da ender olarak belli tarih ve koşullara bağlı olarak değişken) bir faiz oranı üzerinden getiriye bağlanmış olarak bekleyen alacaklarını devrettikleri zaman, faiz oranlarındaki gelişmelere daha rahat ayak uydurabilecek olanaklarına kavuşmaktadırlar.

Faiz riskinin yönetiminde rahatlamalarının yanı sıra, kredi riskinin yönetiminde de - menkul değerleştirme kuralları çerçevesinde - avantajlar elde etmektedirler. Özellikle ipotēge dayalı menkul değerlerde, istenen standartlara ulaşmak için alınan kefalet ve sigortalarla taksit ödemeleri ayrıca garanti altına alınmakta, kredi veren bu yöndende rahatlamaktadır.

(*) R.G. 01.04. 1993/ 21539, Bankalar Yasasına İlişkin 8'nolu Tebliğ

(**) Tantın, Saadet; Menkul Kıymetleştirme (Doktora Tezi) M.Ü/B.S.E İstanbul, 1994

3. Bilanço dışı kredilendirme olanakları.

Bilindiği gibi bankaların kredileri hem global olarak, hem de firma bazında belli sınırlamalara tabidir. Kredilerin zaman zaman menkul değeriştirilerek devredilmesi bu sınırları yeniden genişleterek bankaların kredi çalışmalarına rahatlıklar getirir. Bu yarar da her ülkenin bankacılık mevzuatındaki sınırların genişliğine göre önem taşımaktadır. Bizim bankalar Yasasının 38. maddesindeki sınırlamaların bankalarımızı fazla rahatsız ettiği söylenemez.

4. Düşük maliyetli fon bulmak

Özellikle toplu konut ya da büyük ticari bina üreten ve bunları taksitlerle satan şirketler için ; bu alacakları menkul değeriştirilerek likidite edilmesi durumunda ,b aşlangıç aşamasındaki organizasyon çalışmaları dışında aracılık ortadan kalkmış olacağından fon sağlanması çok ucuzlayacak, neredeyse vadeyi öne almak uğruna vaz geçilen faiz farkı düzeyine inecektir.

5. Likiditeye ulaşmak

Menkul değerin satışıyla, kredi olarak verilmiş olan fonlar belli bir faiz iskontosuyla geri dönecek dolayısıyla likidite kolayca tekrar sağlanacaktır. Menkul değeriştirme konusu varlıkların, ileride ele geçecek gelirler olması durundaysa, likiditeye geçiş daha öne alınmış ve topluca sağlanmış olacaktır. Menkul değeriştirmenin en tartışmasız yararının bu olduğu söylenebilir.

6. Sermayeyi etkin bir biçimde kullanma planaklarını sağlamak

Belli bir alana yatırılmış olan sermayenin, yeniden kullanılabilmesi için tahsilatları beklemek yerine, belli bir iskontoyla tekrar tekrar elde edip kullanarak devir hızı arttırılacak ve bu arada karşılaşılan fırsatların değeriendirilmesi, ihtimali yükselecektir.

Fonların devir hızının artırılmasının yanı sıra verimli kullanılmalarıda mümkün olursa likiditeye çabuk dönmenin gerçek avantajı yakalanmış olacaktır.

II.E.2.2 Yatırımcı açısından sağlanan yararlar;

Yatırımcı, flindeki fonları, birikimlerini değerlendirmek isteyen kişi ve kurumlardır. Bulundukları ülkenin ekonomik gelişmişlik derecesine göre belli sayıda seçeneklere sahiptirler. Menkul değerler, bir finansal yatırım aracı olarak standardize edilmiş, açık ve kolay kullanılır hale getirilmiştir. Bu nedenlerle çeşitli üstünlüklere sahiptirler. Şöyleki:

1. Yüksek getiri.

Masrafları düşük bir finansman tekniği olarak, arz edenlere sağlanan maliyet düşüklüğü, kısmen yatırımcılara kazanç aktarımı sağlayacak şekilde, getirisinin yüksek tutulması yoluyla yansıtılabilir. Böylece risk yönünden orta düzeyde olmaları dolayısıyla, riski daha düşük yatırım araçlarına göre daha yüksek olan getirileri takviye edilebilir.

2. Likiditeden uzaklaşmamak.

Genellikle ikincil piyasanın gelişmişliğine bağlı olarak; özellikle menkul değeri çıkaran kurumun geri paraya çevirme koşulları çerçevesinde yatırımcı kolayca ve yüksek getirisini koruyarak likiditeye dönebilir.^(*) Hele borsada işlem gören menkul değerler için iyi bir ikincil piyasa koşulları da doğmuş demektir, istendiğinde satılabilecektir.

3. Kredi riskinden korunmuş sağlam yatırım alanı bulmak.

Menkul Değerlere yatırım yaparak, dolaylı plasmada bulunmak; Doğrudan yapılan plasmanlara göre daha güvenli olacaktır. Burada kurumsal yatırımcıları özellikle ilgilendiren bir avantaj söz konusudur. Yeter ki, ciddi rating şirketlerinden iyi puan almış menkul değerlerin seçimi yapılsın.

(*) Fabozzi , F; Modigliani, F; Ferni, M.; Foundation Of Financial Market And Institutions, Prentice Hall Inc.,

New Jersey 1994, S.31

II.E.2.3 Her iki Tarafa Sağlanan Yararlar

Hem kreditorlerin hemde yatırımcıların menkul değeriştirme tekniğinden ve menkul değeriilere yatırım yapmaktan sağladıkları özel yararların yanı sıra ortak bazı yararlarında söz konusudur, şöyle ki;

1. Düşük aracılık masrafları.

Finansal aracılık yöntemlerinde hem mevduatın toplanması ve kredinin verilmesi sürecinin işletme giderleri, hem de faizler üzerindeki vergiler, fon kesintilerinin çokluğu, menkul değeriştirmeyle elimine edilmekte, düşük masraf avantajını her iki taraf da kullanmaktadır.

Hele İpoteğe Dayalı Menkul Değerler, bir yandan da sosyal bir fonksiyonu olan konut kredilerine dayanmaktadır ki bu sayede çeşitli vergi avantajlarından ve teşviklerdende dolaylı olarak yararlanılmaktadır.

2. Yalınlık.

3. Kolaylık.

4. Kendi başına hareket edebilme rahatlığı.

5. Fırsatların artırılması ve paylaşılması.

6.Risklerin dağıtılması.

II.F İPOTEĞE DAYALI MENKUL DEĞER TÜRLERİ

Bu bölümde, İpotek teminatı karşılığında, ipotek edilen taşınmazın satın alınması ya da onarılması için verilen kredilerin menkul değere dönüştürülerek para/sermaye piyasalarına sunulması, ABD'deki uygulamalar esas alınarak incelenmiştir. İpotekli kredilerin Menkul Değere dönüştürülmesinde birkaç yöntem kullanılmaktadır.

Birinci ve yaygın olanı ipotek borçlarından oluşan bir havuzun paydaşlığını sağlayan sertifika ya da senetlerdir ki; Havuzu oluşturan ipotekli borçların nakit hareketlerini aynen menkul değer sahiplerine yansıtmaktadır. Sadece yapılan tahsilatların dağıtımında kısa bir zaman gecikmesi ve masraflar kadar kesinti söz konusudur.

İpotekli kredi portföyünün fon akımı, baştan belirlenmiş olan itfa planlarından; erken ödemeler ya da ödememeler dolayısıyla farklılaşabilir. Reel tahsilat durumu ne ise menkul değer yatırımcısına payı oranında aktarılmaktadır.

İkinci yöntemse, bir dizi bono çıkarılıp bir miktar ipotekli alacağın buna teminat olarak ayrılması olup; Burada ipotek portföyünün göstereceği fon akışı aksamaları bono sahiplerini ilgilendirmemekte, faiz ve ana para ödemeleri bono'nun kendi koşulları çerçevesinde yapılmaktadır. Burada alacağın devrinden çok, bir borçlanma söz konusu olduğundan bazı vergi ve teşviklerden yararlanma konusunda yorum farklılıkları ortaya çıkmakta olup bu yüzden üçüncü bir yöntemde geliştirilmiştir :

Bu üçüncü yöntemi ilk ikisinin karışımı olup ipotekli alacak havuzunun sahipliğini sağlayan menkul değerler, oradaki nakit akışının aksamalarından etkilendirilmemek üzere havuzun yönetimi ile menkul değer'in ödemeleri farklı ilkelere göre yapılmaktadır.

Böylece IDMD'leri oluşturulma yöntemleri yönünden üç'e ayırarak ele alabiliriz.

1. MPTS/ Mortgage Pass-Through Certificates/ Aktarımlı İpotek katılım Sertifikaları.
2. MBB/Mortgage Backed Bonds/ İpoteğe Teminetti Bonolar.
3. MPTO/Morgage Pay-Through Obligations/ İpotek Üzerinden Ödemeli Bonolar.

Yapıları ya da oluşturulma yöntemleri yönünden üç gruba ayrılmasına karşın IDMD'ler özellikle ABD'de artık sipariş üzerine hazırlanabilecek kadar geliştirilmiş bir araç olduğu için sayılamayacak kadar çok çeşitleri, türevleri, karışımları ortaya çıkmıştır.

Bir başka sınıflandırmayıda aracı çıkaran kurum yönünden yapabiliyoruz:

1. Kamusal IDMD'ler,
2. Özel Sektör IDMD'leri,

Taşıdıkları garantinin kaynağı ve kapsamı yönünden de sınıflandırabiliriz.

1. Devlet Garantili IDMD'ler,
2. Özel Sigortalı IDMD'ler,
3. Çıkarıcısınca Garantili IDMD'ler,
4. Faizi garantili IDMD'ler,
5. Ana parası garantili IDMD'ler,
6. Garantisiz IDMD'ler,

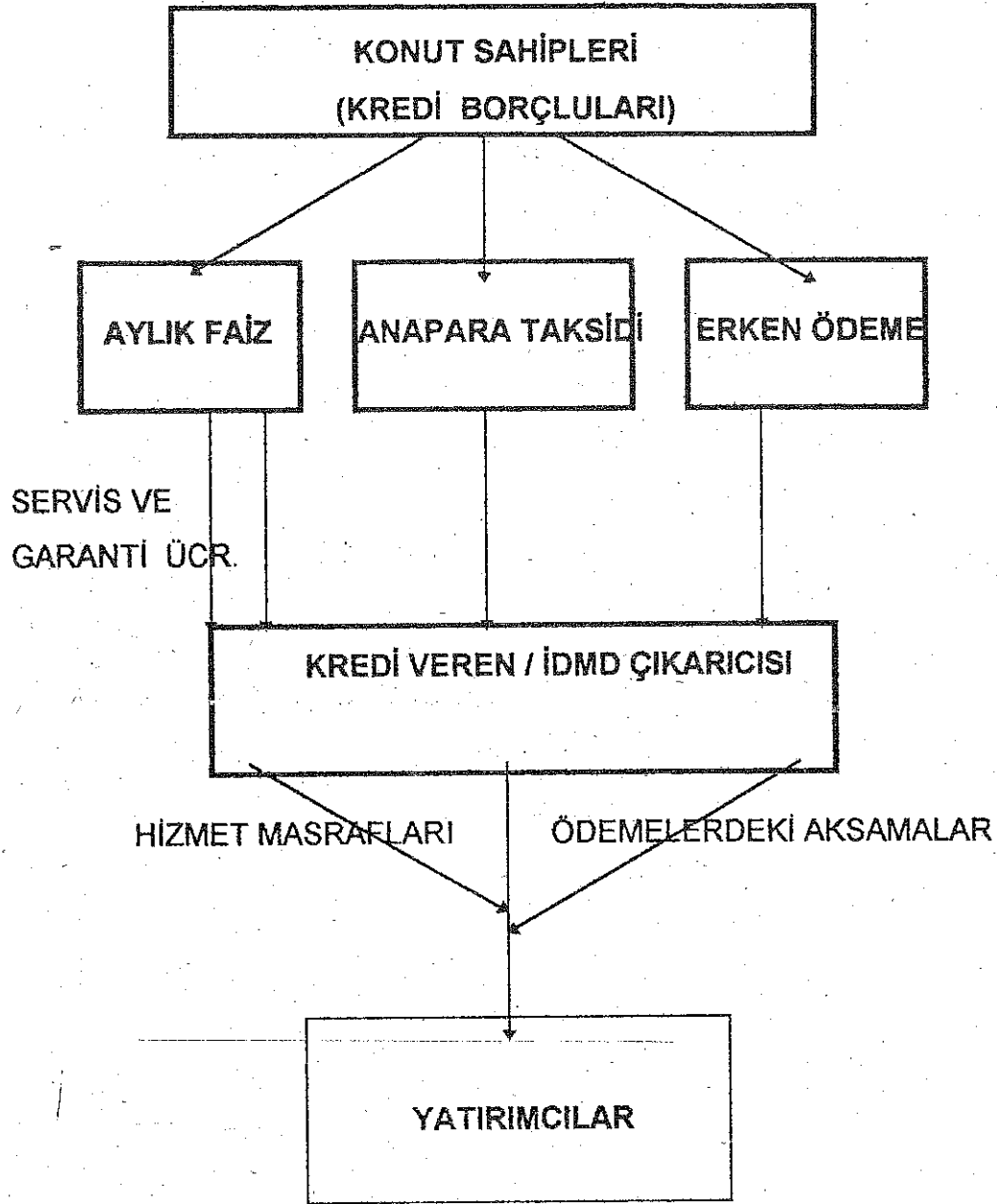
II.F.1 Mortgage Pass-Through Certificates/MPTC

Aktarımlı İpotek Katılım Sertifikaları

"İpoteğe Dayalı Menkul Değer" türlerinin ilk oluşturulan türü ve en yaygın uygulananı; "Aktarımlı İpotek Katılım Sertifikaları" / AİKS (**MPTC / Mortgage Pass-Through Certificates**) 'dir. İpotek Kredilerinden oluşturulan bir havuz, aylık geri ödenen ana paralar ve faizleri ile birlikte menkul değere dönüştürülerek birikimcilere satılmaktadır. Bu sertifikalar ipotekli kredi havuzunun bölünmez sahiplik haklarını temsil etmektedir. Eğer 1000 tane sertifika çıkarılmışsa bunların herbiri, havuzda bulunan her ipoteğin faiz ve ana para ödemelerinden 1/1000 oranında sahiplik hakkını temsil etmektedir.^(*) **Şekil III'**de Aktarımlı İpotek katılım sertifikalarındaki ödeme düzeni şematik olarak görülmektedir. Bu Menkul değer sayesinde yatırımcı bir tek konut ipoteği yerine bir ipotek grubuna paydaş olmak üzere yatırım yapmakta, böylece hem riski dağıtmakta hemde likiditeye geçiş kolaylığını elde etmektedir.

^{*} Peaslee, J; Nirenberg G.D; The Federal Income Taxation Of MBS, Probus Publishing Comp, Chicago, 1994, S.6

ŞEKİL III. AKTARIMLI İPOTEK KATILIM SERTİFİKALARINDA ÖDEME DÜZENİ



kaynak: J.M. Kinney, R.T. Garrigan (Ed); The Handbook of Mortgage Banking.

AÇIKLAMA: Burada, kredi geri ödemelerinin (aylık faizler, ana para taksitleri, erken ödemeler) Menkul değer yatırımcılarına aktarılması sürecinde izlenen yol ile hizmet masrafları dolayısıyla azalması ve geri ödemelerdeki aksamalar dolayısıyla belirsizleşmesi görülmektedir.

İpotek havuzuna her ay akan aylık ödemeler - ki bunlar önceden belli olan taksitlerin yanı sıra borcunu erken kapatmak isteyen borçluların yaptığı erken ödemeleride kapsar - katılımcılara yani IDMD sahiplerine payları oranında dağıtılır. Bu dağıtım yapılırken, yönetim masrafları düşülmekte, hesap süresi kadar gecikme olabilmektedir. Eğer havuzdaki ipotek kredisi taksitlerinden ödenmeyenler olursa bu eksiklikte, sertifika sahiplerine aynen yansıtılmaktadır. Yani ipotek kredisi havuzundaki fon akışı katılımcılara aynen aktarılmaktadır. Dolayısıyla taksitlerin ödenmemesi ve ipoteklerin paraya çevrilmesi için takibe geçilmesi gibi bir risk (Default Risk) olduğu gibi; borçların erken ödenmesi ile yatırımın beklenen getiriye sağlamadan geri dönme riski de (Prepayment Risk) vardır. Ancak bazı sigorta ve garantilerle (kefaletler) ödenmeme riski önlenebilmektedir.

Kredinin erken ödenmesi; eğer kredinin faiz oranı yüksek ise ve geri ödenerek kapatıldığı tarihte piyasadaki cari faizler düşük ise bir risktir. Çünkü geri ödenen para aynı getiriye sağlayacak şekilde plase edilemeyecektir. Erken ödenme riskinin IDMD yönünden teknik olumsuzluğu ise önceden kestirilmemesi bir belirsiz olarak baştan tereddüt yaratması ve ortaya çıktığında planları aksatmasıdır.

ABD'de, Government National Mortgage Assosiation (GNMA), esas olarak çıkartılan ipotek katılım Sertifikalarının büyük bir kısmına, ücret karşılığı ve belli standart özellikleri taşımaları koşuluyla garanti vermektedir. Bu kesin bir devlet garantisidir. Yatırımcı için tam bir güvence olmaktadır. Bu güvence faizin yada anapara taksidinin aksamadan ödenmesi içindir.

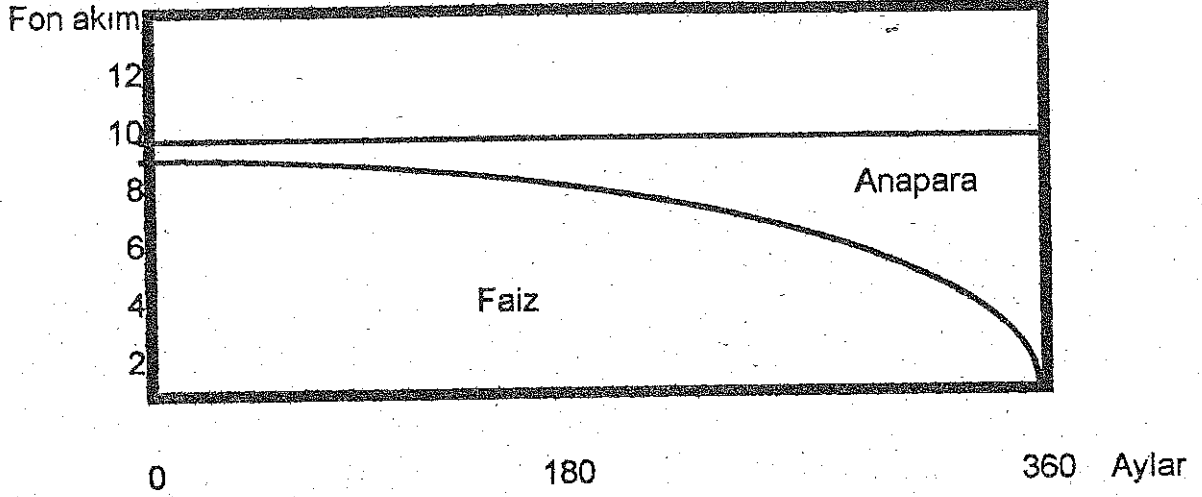
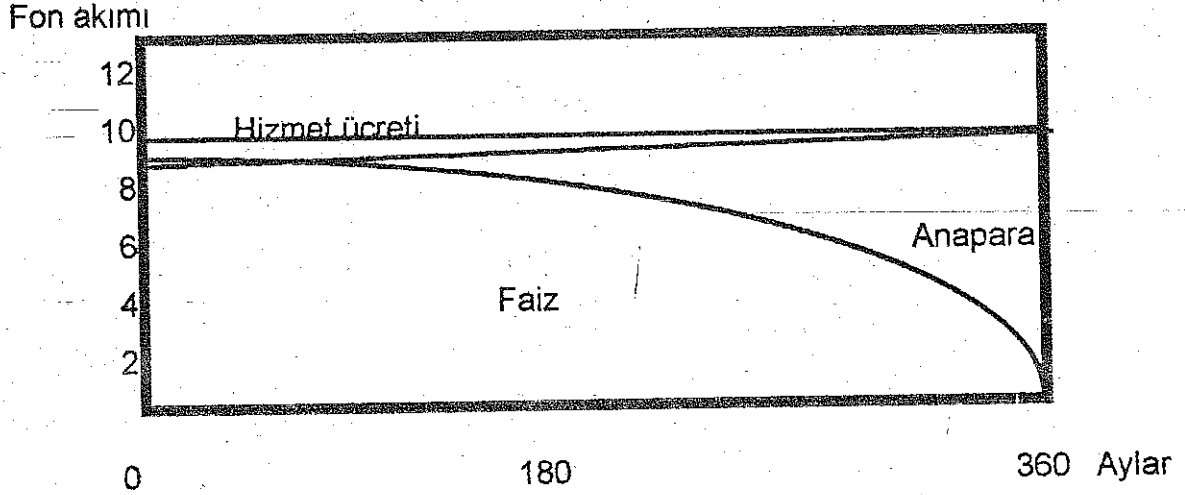
Birer Hükümet Ajansı olan, The Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHMLC) ve The Federal National Mortgage Association (FNMA) ise İpotek Katılım Sertifikası çıkaran kuruluşlardır. Ancak bunlar yarı resmi, pay senetleri borsada alınıp-satılan şirketler olup çıkardıkları IDMD'ler kendi başına devlet garantisi taşımamaktadır.

Ticari bankalar, İpotek bankacılığı şirketleri ve Birikim-Borç kurumları da girişimlerde IDMD çıkarmakta olup bunlarda ya hükümet ajanslarının garantisini sağlamakta ya da özel Sigortalar almaktadırlar. Bu menkul değerlerin piyasalarda kabul görmesi için özellikle tutundurma aşamasında güvencelere önem verildiği görülmektedir.

Şekil IV'de İpotek Havuzuna yapılan tahsilatlar ve bunların yatırımcılara aktarılması sistemi fon yapısı itibariyle görülmektedir.

ŞEKİL : IV**İPOTEK HAVUZUNUN FON AKIM YAPISI**

(1 MİLYON \$'LIK, 30 YIL VADELİ, % 10.5 FAİZLİ BİR İDMD İÇİN)

A/ İPOTEKLİ KREDİLERDEN TAHSİLATLAR (ERKEN ÖDEME YOK)**B/ İDMD YATIRIMCILARINA ÖDEMELER (ERKEN ÖDEME YOK)**

Kaynak: K.H. Sullivan, B.M. Collings, D.A. Smilow, Mortgage Pass-Throug S.

AÇIKLAMA:

Bu iki şemada, 360 aylık bir dönemde, önce yapılan ana para ve faiz tahsilatlarının toplamı, sonra bunların hizmet ücreti düşülerek yatırımcılara dağıtımı görülmektedir. Hizmet ücretleri faiz üzerinden belli bir oranda alındığı için ileriki yıllarda azalmaktadır.

İpotek katılım sertifikalarının yapısı her ülkenin yasalarına uygun değildir. ABD'de kamu öncülüğünde hükümet ajanslarının garantisi ve yüklenimiyle çıkarılmaya başlanmıştır.

ABD'de ilk kamusal ipotek dayalı menkul değerler, Birer kamusal konut edindirme kuruluşu olan FmHA, VA yada FHA'nın kefaletlerini taşıyan ipotek kredilerinden oluşan bir havuza dayandırılarak ve GNMA'nın bu ipotek havuzuna verdiği menkul değer garantisi altında çıkarılmıştır. Bu Menkul Değerler en az \$ 25.000'lik kupürler halindeydi.

Şimdi "Özel Sektör" tarafından da çıkarılmaktadır; **PIP's / Privately Issued Pass-throughs**. İlk olarak 1977'de Bank of America, özel sektör "Aktarımlı İpotek Katılım Sertifikaları"na öncü olmuştur. 1971 yılında **PC (Participation Certificate)** adıyla ikinci büyük parti IDMD, FHLMC tarafından çıkarılmıştı. Bunun dayandığı havuzda geleneksel ipotek kredileri çoğunlukta idi. Bu sertifikaların genellikle, sadece faiz ödemeleri garanti edilmekteydi. Ana para ödemeleri ise zaten göstereceği fon akımına göre yapılmaktadır. Ana para geri ödemeleri; ödememeler ve erken ödemeler dolayısıyla kendine özgü bir fon akımı oluşmakta ve sistemin yapısı gereği menkul değer yatırımcılarına bu tahsilatlar aynen aktarılmaktadır.^(*)

FHLMC, pass-through sertifikalarını (PC's) çıkarırken artık yaygınlaşmış olan iki yöntem kullanılmıştır;

- a) Nakit-program; Bu yöntemde kreditorlerden, ipotekli kredileri paraları ödenerek devren-temliklen satın alınmakta ve menkul değerleştirilerek piyasaya arz etmektedir. Bu uygulamada, menkul değer çıkarıcısı hazır bir fonu ipotek bankalarına aktarmakta, onları yeniden kredi vermeye finansal yönden hazırlamaktadır. Kendi bütçesinden harcadığı bu fonu daha sonra çıkaracağı menkul değerleri, sermaye piyasasında pazarlayarak yerine koyacaktır.
- b) Swap Programı; Bu uygulamada ise devir aldığı ipotekli kredilere karşılık para yerine, çıkardığı hatta çıkaracağı menkul değerlerden vermektedir. Böylece kendisi

^(*) Fabozzi, F; Modigliani, F; Ferri M; A.g.k S.486

menkul değerini baştan pazarlamış olmakta, kredi orjinatorleri ise likiditeye bir adım yaklaşmış, kredi risklerindense uzaklaşmış olmaktadır. Kredi risklerinden ne derece uzaklaştıkları, kredileri devrederken yaptıkları temlik sözleşmesi koşullarına ve ülkenin "Temlik"i düzenleyen mevzuatına bağlıdır. Ülkemizdeki yasal düzenlemeler, kredilerin devredilmekle bilançodan çıkarılmasını sağlamakta ancak borçlularınca ödenmemesi durumunda kreditörlerin sorumluluğunu devam ettirmektedir. 1981'de FNMA, **MBS/Mortgage Backed Securities** adı ile kendi IDMD'ini çıkardı. Dayandığı havuz o güne kadar konut sektörünü destekleme amacıyla satın aldığı ipotek kredilerinden oluşmaktaydı. Bu uygulama menkul değerlerin sadece faizlerine değil ana para ödemelerinede garanti vererek yatırımcıya daha çekici bir seçenek sunmuş oldu. (*)

Anlaşıldığı gibi; Aktarımlı İpotek Katılım Sertifikalarında, yatırımcı açısından ipotek kredilerine ait risklerle karşılaşma ihtimali mevcut olup bir takım belirsizlikler söz konusu olabilmektedir. Kamusal kuruluşların çıkardığı IDMD'lerin yanı sıra geleneksel ipotekli konut kredilerinden oluşan havuzlara dayanarak özel şirketlerin çıkardığı IDMD'lerde bir yatırım aracı olarak yüksek dereceler almaktadırlar. Bu başarı, esas itibarıyla ipotek piyasasının düzenli çalışmasından; Burada yer alan kurum ve şirketlerin itibarından kaynaklanmakla beraber teknik uygulama olarak; şirket garantilerine, ipotek kredisi yapan sigorta şirketlerinin ipotek havuzlarını sigortalamasına, banka garanti mektuplarına ya da gereken yüksek faiz getirisiyle ödeme düzeninin imtiyaz olarak sağlanmasına dayandırılmasıdır. Burada ilginç olan nokta; sigortalayan şirketin ya da garanti mektubunu veren bankanın kendi derecelerinin yüksekliğinin sağladıkları garantiden daha önemli olmasıdır. Zayıf bir bankanın yada sigorta şirketinin garantisi ne kapsamda olursa olsun itibar görmemektedir.

Faiz getirisiyle, ödeme düzeninin, imtiyaz olarak farklılaştırılmasıyla; aynı ipotek havuzuna dayanılarak çıkarılan IDMD'lerin kendi aralarında A ve B diye sınıflanarak farklı haklar içeren iki gruba ayrılmasımümkün olmaktadır. B grubu (Subordinated Structure), havuzun risklerini öncelikle yüklenmekte böylece A grubu (Senior Structure), risklerden azadekılınmakta ve yüksek derece almaktadır(*) Bu uygulamayla piyasadaki farklı taleplere hitabedilebilmektedir.

(*)Ibid; S.490

Sigorta şirketlerince sağlanan garanti esasen kredinin tümünü değil belli bir kısmını kapsamaktadır. Poliçede belirtilen bu sigorta kapsadığı ipotekli konut kredisinin, ödenmeyen kısmını tüm olarak içeriyorsa etkin olacaktır. Taşınmaz fiyatlarının çok düştüğü dönemlerde, sigorta şirketleri, satacakları ipotekli konutların bedeli ile borç kalançalarını karşılamayarak zarara uğrayabilirler.

Aktarımlı ipotek katılım sertifikalarında asıl risk erken ödenme riskidir. (Prepayment Risk). İlgili bölümlerde de belirtildiği gibi bu risk, ipotek havuzundaki kredilerden bazılarının belirlenmiş ödeme takvimine uyulmadan erken ödenmesinden kaynaklanmaktadır. Bu tür İDMD'nin yapısı gereğide; erken yapılan ana para ödemeleri yatırımcılara, payları oranında ödenerek kısmi itfaya gidilmektedir. Bu durumda "Aktarımlı İKS" yatırımcısı her ay kendisine ne kadar ödeme yapılacağını bilememektedir. Bu belirsizlik başlı başına bir risk olmakla beraber erken ödeme; plan dışı geri dönen paraların aynı getiriye sağlamadığı zamanlar risk sayılmakta, özü itibarıyla bir faiz riski olmaktadır.

Bu özellikleriyle AİKS, ancak çok bilinçli ve organize yatırımcılara hitabeder. Normal finansal yatırımcılar-özellikle ülkemiz koşullarını göz önünde bulundurarak değerlendirme yaptığımızda-paralarını yatıracakları finansal araç ve alanlarda sürprizlerle karşılaşmak istemezler. Bu nedenle, taşınmaz teminatı ne kadar cazip olursa olsun; getirisi ne kadar yüksek olursa olsun bir İDMD'in güvenilebilir olmasının ilk şartı itfa planının kesin olmasıdır.

II.F.2 Mortgage-Baked Bonds / MBB

İpotek Teminatlı Bonolar

Bu grup İDMD'ler esas itibarıyla, bir borçlanma senedi mahiyetinde olup çıkarıcısının kişisel sorumluluğunun yanı sıra gene çıkarıcısına ait olan ipotek kredileri ile teminata bağlanmıştır. Bu ipoteklerin değeri, zaman içinde tedavüldeki bonoların tutarına oranla düşerse, tamamlanmaktadır. Teminat olarak belirlenen ve bir yediemin nezdinde saklanan liotek portföyü çıkarılan bonoların tutarının iki katı kadar olabilmektedir. Teminat portföyü ne kadar yüksek olursa, bononun değerlilik derecesi o kadar yüksek olmaktadır. Bonoların faizleri, önceden belirlendiği oran üzerinden, genellikle 6 aylık dönemlerde; ana para ise vade dolunca ödenmektedir. Teminattaki ipotek kredileri için yapılan tahsilatların gösterdiği seyir bu bonoların

ödenmeleriyle doğrudan ilgili değildir. Yani ipoteklerdeki ödenmeme ya da erken ödenme şeklinde nakit akışının düzenini bozan olgular bono sahiplerinin gelirlerine yansıtılmaz. İpotek havuzu sadece bir teminatır; dayanak olduğu menkul değere aktarımı sözkonusu değildir. Bonoyu çıkaran kurum ödeme aczine düşerse portföy paraya çevrilerek ödemeler gerçekleştirilecektir.

Bu bonolar, hükümet Ajanslarınca çıkarıldıkları gibi özel kurumlarca da çıkarılabilmektedirler.

Vadeleri 5-12 yıl arası olup diğer IDMD türlerine göre daha kısa tutulmaktadır.

İpotek Teminatlı Bonolar, IDMD'ler arasında oransal olarak düşük bir paya sahiptirler.

Bu uygulamada, ipotekli kredilerin bilançodan çıkarılması sözkonusu değildir.

Sadece aktifdeki kredilere karşılık çıkarılan bonolar passife eklenerek yeni bir denge geliştirilmektedir. Sermaye yeterliliği rasyoların iyileştirmek açısından yararlı değildir, ama en zayıf mali bünyeli şirket bile bu yolla fon toplayabilir, çünkü çok sağlam bir borçlanma aracı olduğu için hep yüksek derece alan kağıtlardır.

Ancak KK veren banka ya da taksitle satış yapan yapı şirketi; IDMD'i kendisi çıkarmayıp, varlık ve alacaklarını, menkul değerlendirilmek üzere bir başka kuruma devredecekse, doğal olarak bu temlik dolayısıyla bilançonun aktifinden çıkacak; daha doğrusu aktifdeki alacaklar bölümünden çıkıp nakit bölümüne geçecektir.

İpotekli kredilerin teminatından yararlandıkları halde, nakit akışında doğabilecek aksamalardan etkilenmeyen bu IDMD'ler, dolayısıyla yatırımcılarına bir sürpriz yaşatmamaktadırlar. Teminatı oluşturan İpotek havuzu gene bir yediemin elinde ve havuz değerinin çıkarılmış tahvillere göre yeterliliği periyodik kontrol altında olduğu için; hem kazancı ve geri ödemesi belli, hem teminatlı bir yatırım aracı olarak garantörde gerektirmeden piyasalarda çekici olabilmektedir.

II.F.3 Mortgage Pay-Through Obligations / MPTO

İpotek Üzerinden Ödemeli Bonolar

Burada, "Aktarımlı İpotek Katılım Sertifikaları" ile "İpotek Teminatlı Bonolar"ın karışımı bir uygulama ile ortaya çıkarılmış farklı bir IDMD sözkonusudur. AİKS'a benzemektedir; çünkü, ipotek havuzunun fon akımı bu bonoların sahiplerine ödemede kullanılmaktadır. "İpotek Teminatlı Bonolar'a benzemektedir, çünkü

bononun ifade ettiği borç ıkarıcısına ait bir yklenimdir.^(*) İpotek havuzundan sağlanan getiri bononun ödemelerini karşılamak zorundadır. Faiz oranları buna göre ayarlanır."İpotek üzerinden demeli Bonolar"da, erken demeler dolayısıyla ipotek havuzunda ortaya çıkan azalma yatırımcılara yansıtılmaktadır. Pass-Through Sertifikalarla temel ayrılığı ana para ödemelerinin programındadır. Bu proğramlar, birer "Fon Akım Mühendisliği" rneğidirler. Aynı ipotek havuzuna dayanılarak çıkarılan "pay-trough" menkul değerler alt gruplara ayrılmaktadır. Bu alt gruplardan bazıları "hızlı itfa", bazıları "yavaş itfa" esasına dayandırılabilmekte ya da başka çeşit ayrımlarla sınıflar oluşturulabilmektedir. ^(**)

"Tranches" denilen bu gruplara ayırmak sayesinde ortaya "**İtfası Planlanabilen Menkul Değerler**" (**PAC Bonds / Planned Amortization Class Bonds**) ıkmıştır. İlki 1987 de çıkarılan bu tip "**SMRT Bonds / Stabilized Mortgage Reduction Term Bonds**" diye adlandırılmıştı. Daha sonra; "**PRO Bonds / Planned Redemption**

Obligation Bonds" ve "**TAC Bonds / Targeted Amortization Class Bonds**"

ıkarılmıştır. Hepsinide esprisi, ipotek havuzunun fon akımından doğabilecek belirsizlikleri absorbe ederek diğerlerini destekliyecek bir "Destek" (Support) menkul değer grubu çıkararak diğer gruplara planlanan itfa için öncelikler tanıyacak şekilde imkan aktarmaktır. Bu "destek" menkul değer grubuna ;"Companion Bonds" da denmektedir. ^(***)

Bu tür İDMD'lerin ilki ABD'de, 1983'de, FHMC tarafından çıkarılan ve bu türün ünlü rneği olan CMO/Collateralised Mortgage obligation/Teminatlı ipotek yükümlülükleri'dir.

İİ.E.3.1 CMO's:

CMO'lar, ilk defa vade itibarıyla 3 alt sınıfa ayrılmış olarak ıkarılmışlardı , daha soraları 4 alt gruba ayrılarak çıkarılmışlardır. Aynı ipotek havuzuna dayanmakla beraber vadeleri ve geri ödenme öncelikleri itibarıyla 4 gruba ayrılarak, ana para

(*) Ferran,E.; Agk. S.24

(**) Lederman, Celic (Ed.) ; The New High Yield Bonds Market, Probus Public Comp.,Chicago,1993,S.313

(***) Fabozzi, Modigliani, Ferri; Fondation A.g.k. S.495

ödemeleri yönünden bir önceki grup itfa edildikten sonra bir sonraki grup itfa edilecek şekilde bir ödeme planına bağlanmışlardır. Faiz ödemeleri yönünden ise ilk 3 alt sınıfa, Altı ayda bir ödeme yapılmakta fakat 4. alt sınıfın faizleri ödenmeyip sadece tahakkuk ettirilmektedir. Böylece sonuncu parti "Zero-coupon Bond" denilen bonolara benzetilmiştir. Nitekim CMO'ların bu dördüncü alt grup partisine "Z class CMO" da denmektedir. Dayanağı oluşturan havuzdaki fon akımı belirsizliklerine karşın, bu 4. "Artık / Residual" grup haricindeki tüm grupların vadeleri ve faiz tutarları bir bono gibi kesinleştirilmiştir.^(*) Anlaşılacağı üzere önceki grupların belirgin özelliklere sahip olabilmesi, belirsizliklere yol açan etmenlerin tamamen bu Z grup IDMD'lerle ilgilendirilmesi sayesinde. Getirisinin belirsizliği ve riskinin yüksekliği dolayısıyla tamamen spekülative bir yatırım aracı olan bu Z grubu CMO'lar, özellikle içinde bulunduğu serinin değişken faizli kredilere dayandırılmış olması durumunda önemli bir destek fonksiyonu taşır.^(**)

Şekil V ve VI'de zero kuponu bulunmayan ve bulunan tipler arasındaki fon aktarım düzenleri karşılaştırmalı olarak şematize edilmiştir. Kısa vadeli grup (5 yıl gibi bir süre), yatırdıkları fonun hızlı dönüşünü isteyen kimselere hitabeder. Ancak bu kısa vade grubu erken ödeme riskinden en çok etkilenecek olan gruptur çünkü ipotek havuzuna yapılacak erken ödemeler, öncelikle tasfiye edilmemiş en kısa vadeli grubun yatırımcılarına ödenir.^(***) Uzun vadeli grupların avantajı ise erken ödemelerden az etkilenmektir. Erken ödemeler ilk 7 yılda daha yoğun görülmektedir. Tahsilatları aylık yapılmasına karşın ödemelerin altı ayda bir yapılması dolayısıyla fon yönetiminden ayrıca kar sağlanabilmektedir. Gruplara ayrılan CMO'lar tamamen itfa edildikten sonra "residual" diye adlandırılan bir artık kalabilir. İşte Z grup CMO'lar bu kalabilecek artığa bağlı olarak tasarlanmış ve uygulanmıştır.

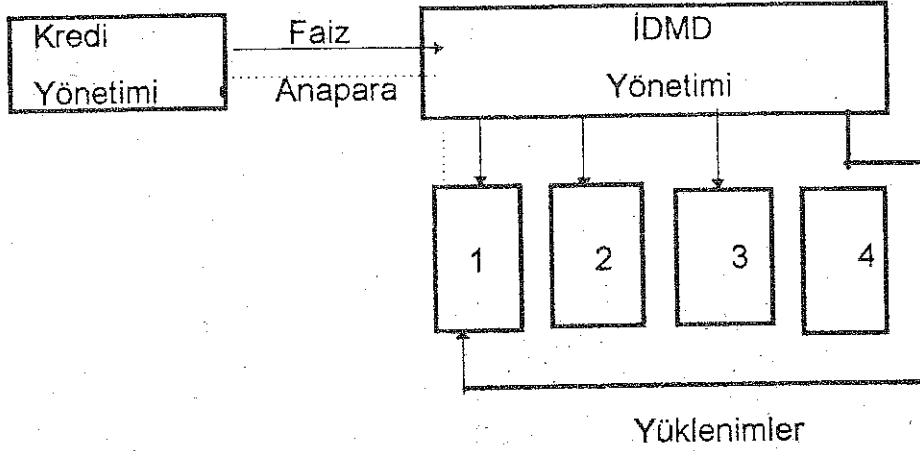
(*) Kidwell, D. Peterson, R.; Financial Institutions, Market and Money, Texas 1987, S544

(**) Peasle J., Nirenberg D.; The Federal Income Taxation of MBS, Probus Publishing Comp., Chicago, 1994

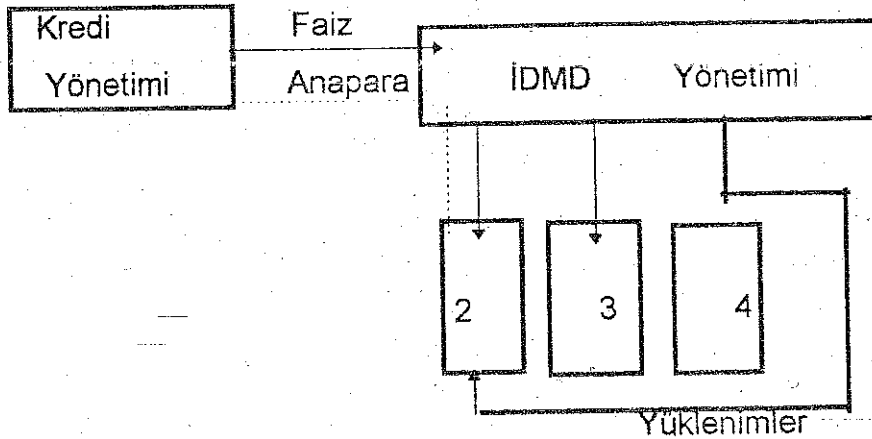
(***) Hempel, B.; Coleman, A.; Simonson, D.; Bank Management, J.W And Sons, New York 1989 S. 632

ŞEKİL V ZERO KUPONLU TEMİNATLI İPOTEK YÜKLENİMLERİNDE (CMO) FON AKIMI

A/ BAŞLANGIÇTA



B/ 1. GRUP YÜKÜMLÜLÜKLERİN İTFASINDAN SONRA



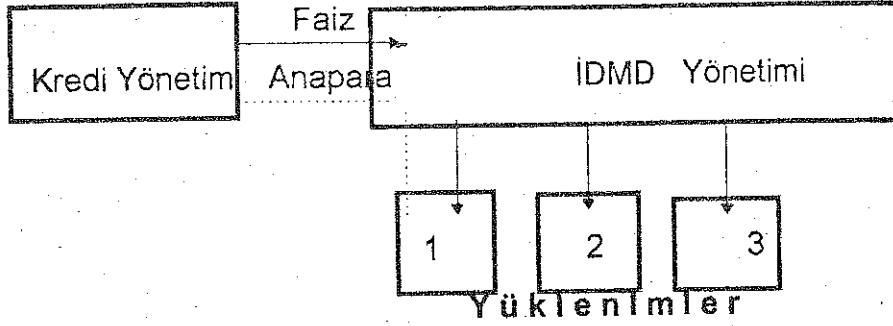
KAYNAK: G.J Parseghien; Collateralized Mortgage Obligations

AÇIKLAMA:

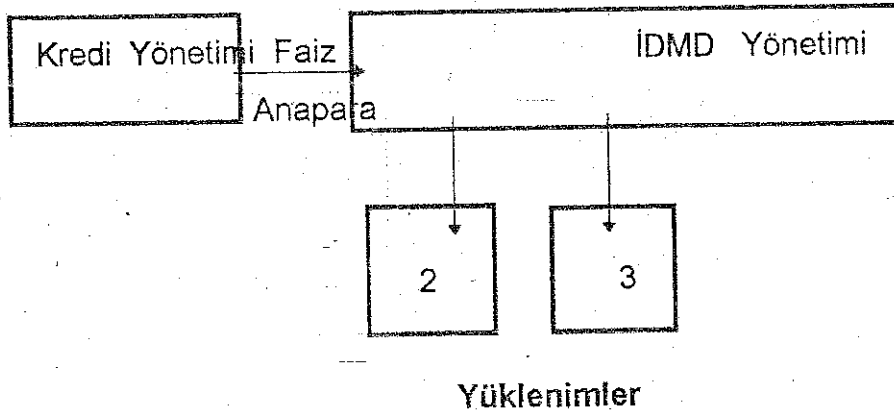
Burada, ana para ödemeleri, vade önceliğine göre yapılmakta, en kısa vadeli olan grup itfa edilince ana para ödemesi kalan gruplar içinde vadesi en kısa olana yapılmaktadır. Şemada bu uygulama aşamalar itibariyle gösterilmektedir. Faizler her gruba payı oranında ödenmekte olup özellik, anapara taksitlerinin ve erken ana para ödemelerinin menkul değer yatırımcısına aktarılmasında kendini göstermektedir.

ŞEKİL VI TEMİNATLI İPOTEK YÜKÜMLÜLÜKLERİNDE (CMO) FON AKIMI

A/ BAŞLANGIÇTA



B/ 1. GRUP YÜKLENİMLERİN İTFASINDAN SONRA



KAYNAK: G.J.Porseghian; Collateralized Mortgage Obligations

AÇIKLAMA:

Burada, söz konusu IDMD tipinin özelliği gereği 4. grup hiç faiz almamakta, onun payı en kısa vadeli olan gruba ödenmektedir. Zero faiz kuponlu diye adlandırılan bu grubun faizi sadece tahakkuk ettirilmektedir. Tüm öncelikli grupların itfasından sonra kalan artık bu gruba ödenmektedir.

CMO'in çekici tarafları erken ödeme riskinin kısa vadeli gruplara kanallanarak kısmen önlenmiş olması ve bu yolla belirli bir nakit akışının ya da gelir temininin göreceli olarak yüksek oranlarda sağlanmasıdır. (*) CMO'lar özel girişimciler tarafından da çıkarılmışlardır.

Alt sınıflara ayrılma zorunluluğu olmadan da çıkarılabilen CMO'ların değişken(dalgalı) faiz oranlı türleride vardır. Üç ya da altı aylık periyodlarla yapılan faiz ödemeleri "Libor"ya da benzeri bir ölçüte endekslenmektedir. Özellikle nakit akımlarının kesin olarak planlanabildiği " Kontrollü İtfa edilen CMO'lar" çekici bir tür oluşturmaktadır. Burada ipotek havuzuna ek olarak bir fon oluşturularak erken ödemelerin ve ödememelerin etkisi bertaraf edilmektedir.

II.E.3.2 SMBS's /Stripped Mortgage-Backed Securities

Getirisi Ayrıştırılmış IDMD'ler /Şeritlendirilmiş IDMD'ler

İlginç bir CMO türü; "Stripped MBS / Getirisi Ayrıştırılmış İpoteğe Dayalı Menkul Değerler" denilen ve aynı ipotek havuzunun teminat ve fon akışına dayandıkları halde; sadece ipoteklerin faizinden pay almak hakkına sahip olan senetler (**IO / Interest Only**) ve sadece ipoteklerin ana para geri ödemelerinden pay almak hakkına sahip olan senetler. (**PO / Principal Only**) olarak birbirine paralel giden şeritler biçiminde farklı bir alt sınıf ayırımına tabi tutulan IDMD'lerdir. Dolayısıyla, "Şeritlendirilmiş IDMD'ler" deyimilede anılabilirler. Burada ödemeler ve fiyatlandırmalar hesaplanırken ana para şeridindeki IDMD için iskonto, faiz şeridindeki IDMD için kapitalizasyon teknikleri kullanılmaktadır.

Şeritlendirilmiş IDMD'ler ilk olarak 1986 da Fannie Mae tarafından çıkarılmıştır. Aynı ipotekhavuzunun teminatına ve fon akımına dayanan iki ayrı grup halinde çıkarılan bu menkul değerlerden , bir grubu KK'nin sadece faiz ödemelerini yatırımcılarına aktarmakta; diğer grubu sadece ana para ödemelerini yatırımcılarına aktarmaktadır.

(*) Levitin, C; Remic's Real Estate Review, New York, 1987, S. 28

Bu ayrıştırma erken ödeme riskinden kaçınan yatırımcıları IDMD piyasasına çekmekte yararlı olmaktadır.

Bu uygulamayla ipotek havuzunun fiyat / kazanç oranı ile , menkul değerlerin fiyat / kazanç oranları da birbirinden farklılaşabilmektedir. (*)

Başlangıçta menkul değerler sadece anapara (PO) ve sadece faiz (IO) ödemek üzere ayrıştırılmamışlar; anapara ve faizden alacakları paylar farklı şekillerde kompoze edilengruplar halindedey çıkarılmışlardır.

Hatırlanacağı gibi bu "Stripped Securities / Şeritlendirilmiş Menkul Değerler"

Türkiyede 1980'lerin başında bankerler tarafından pratik olarak uygulanmış; kuponlu devlet tahvilleri ve kuponlu Mevduat Sertifikaları makasla kesilerek; faiz kuponları ayrı, Anapara belgeleri ayrı satılmıştı. Yönetmeliklere bağlanıp geliştirilmesi yerine, kuponlu mevduat sertifikaları yasaklanmıştı. ABD'de ilk SMBS, 1986'da çıkarılmıştı ama uygulamaları 1982'de başlamış olup; 1985 de hazine bonolarının, bu uygulamaya uygun hazırlanmasına geçilerek kurumlaşmasına yardımcı olunmuştur. ABD'de IDMD'lerin

faiz - anapara ayrıştırılmasıyla çıkarılmasından çok daha önceleri ,kuponsuz hazine bonolarının faizlerinin anaparalarından ayrılarak piyasaya sunulmasına başlanmıştı. Yatırımcılara bonolar faizsiz pazarlanırken , faiz hakları makbuz (TR's / Treasury Receipts, TIGR' / Income Growth Receipts, CATS's/Certificates of Accrual on Treasury Securities) karşılığı pazarlanmaktaydı. 1986 da hazine 10 yılı aşan bonolarını;"Seperate Trading of Registered Interest and Principal of Securities / STRIPS" programıyla bu ayrıştırmaya uygun yapıda çıkararak olayı kurumsallaştırmıştır. Farklı yatırımcı yaklaşımlarına tatminkar cevap sağlayan bu uygulama daha sonra IDMD'lere yansımıştır.

İpotekli kredi portföyünün şeritlendirilerek piyasaya arz edilmesi durumunda daha yüksek oranda likidasyon sağlanmakta ve piyasa beklentileri birbirine zıt olan yatırımcılar aynı portföye müşteri yapılabilmektedir. Şöyleki; Bu menkul değerlerin vadesi süresince, piyasadaki faizlerin düşmesi ve yükselmesi durumunda her iki gruptaki menkul değerlerin, değerleri farklı yönde etkilenecektir. Her iki grubun

* Fabozzi F., Modigliani F., Ferri M. :Foundations of Financial Markets and Institutions. New Jersey. 1994. S.496

fiyat/geriti oranları farklı olacaktır. IO grubu erken ya da geç ödemelerden etkilenmeyecek, PO grubu ise faiz riskinden az etkilenecektir. PO'ların fiyatları , piyasa faiz oranlarına çok duyarlı olacak; faiz yükselme ve düşmelerinin tersine hareket gösterecektir. IO'ların fiyatları ise faiz hareketleriyle aynı yönde dalgalanacaktır.

II.E.3.3 REMIC's:

(Real Estate Mortgage Investment Conduit / Taşınmaz İpotek Yatırım Araçları)

Bu deyim 1986 yılında çıkarılan ABD Tax Reform Act'de (Vergi Reform Yasasında) kullanılmış, IDMD'lerin, vergi yönünden ayrımları yapılırken ortaya çıkmıştır.

İpotek kredilerinin devredilmesi ile borçlanma için teminat gösterilmesi vergi teşvik uygulamaları açısından farklı değerlendirilmektedir. İpoteğe Dayalı Menkul Değer türüleri bu açıdan sınıflandırılmaktadır. KK'den alınan faizler , menkul değer yatırımcılarına aktarılırken vergi kesintisi sorunuyla karşılaşırken yapılan yeni düzenlemeyle bazı netleştirici çözümler getirilmiştir.

İpotekli kredilerin menkul değeriştirilmesi sürecinde, elinde, kendi verdiği kredilerden yada temliklen devraldığı kredilerden oluşan bir ipotek portföyü bulunan şirket ve ortaklıklar, Taşınmaz yatırımlarına aracılık eden tüzel kişilikler sayılmış, bunların ipotek kredilerinin aktarımı ilkesiyle çıkardıkları IDMD'ler de aynı işlevi tamamlayan finansal araçlar olarak belirlenmiştir. TRA'86 dan sonraki mevzuat yorumuna göre;

CMO, bir borçlanma/Finansman aracı iken; REMIC's, aktifdeki varlıkların satışını sağlayan araçlardır. (*)

* Ferran, A.g.k. S. 25

II.E.4 IDMD Oluşum Aşamaları

Bir IDMD çırakılması için, hangi aşamalarda kimlerin ne gibi katkıda bulunduğu; Şekil VII'de ilerde ölkemizde uygulanabilecek şekilde detaylandırılarak şematize edilmiştir.

Öncelikle bir konutun taksitle satışı ya da kredilendirilmesi IDMD için gerekli materyali hazırlamaktadır. konutu alarak borçlananların çevresinde ilk aşama şekillenmektedir.KK.

İkinci aşama : IDMD

Menkul değeriştirme aşaması ise menkul değeri çıkarıcısı ile finansal yatırımcı arasındaki çizgide oluşmaktadır.Burdaki iş bölümüne birçok kişi ve kurum katılmaktadır.

Kredilendirme ,kredilendirilecek kimseye kefaletlerin sağlanması, sigorta ettirilmesi, belli standartların varlığının kontrol edilmesi, tapu dairesinde gerekli ipotek işlemlerinin yapılması ve daha sonra verilen bu kredilerin yönetilmesi, yani izlenmesi, tahsilatların ve uygulama değışikliklerinin yerine getirilmesi ; birici aşama işlemleri oluşturmaktadır.

Kredilerin bir portföyde toplanması, teminatlarının bir yediemine devri, risk kayıtlarının kreditorün bilançosundan çıkarılması -eğer başka bir kurum menkul değeriştirmeyi yapıyorsa, temlik formalitelerinin yerine getirilmesi- ve bir aracının underwriting hizmeti sağlanarak, bir kurumun garantisi alınarak, ve derecelendirme şirketlerinin vereceği derece için gerekli açıklıkla bilgilendirmeler yapılarak IDMD'in piyasaya arz edilmesi ; ikinci aşama işlemleri oluşturmaktadır.

II.E.4 IDMD Oluşum Aşamaları

Bir IDMD çırakılması için, hangi aşamalarda kimlerin ne gibi katkıda bulunduğu; Şekil VII'de ilerde ölkemizde uygulanabilecek şekilde detaylandırılarak şematize edilmiştir.

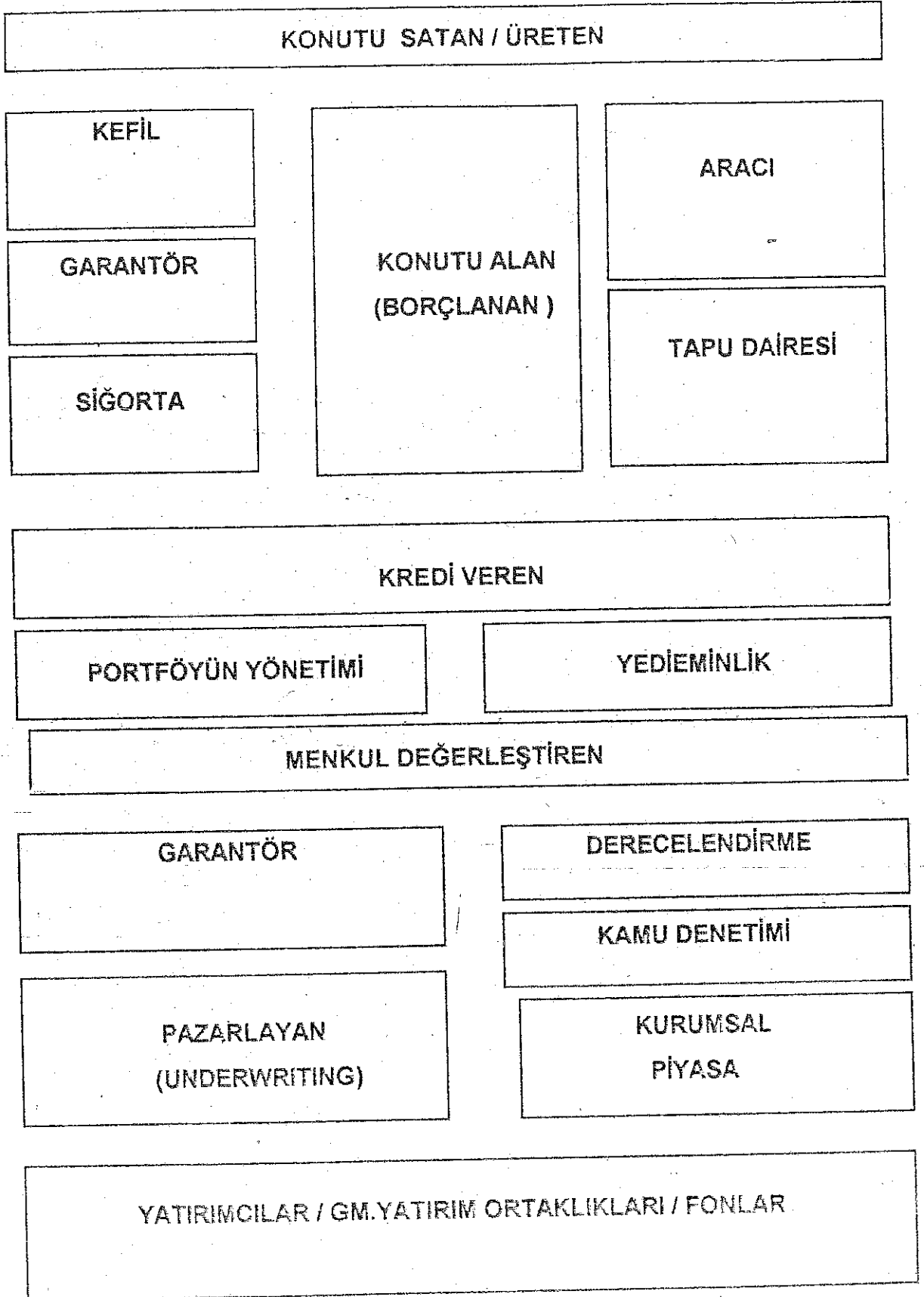
Öncelikle bir konutun taksitle satışı ya da kredilendirilmesi IDMD için gerekli materyali hazırlamaktadır. konutu alarak borçlananların çevresinde ilk aşama şekillenmektedir.KK.

İkinci aşama : IDMD

Menkul değerkleştirme aşaması ise menkul değerk çıkarıcısı ile finansal yatırımcı arasındaki çizgide oluşmaktadır.Burdaki iş bölümüne birçok kişi ve kurum katılmaktadır.

Kredilendirme ,kredilendirilecek kimseye kefaletlerin sağlanması, sigorta ettirilmesi, belli standartların varlığının kontrol edilmesi, tapu dairesinde gerekli ipotek işlemlerinin yapılması ve daha sonra verilen bu kredilerin yönetilmesi, yani izlenmesi, tahsilatların ve uygulama değışikliklerinin yerine getirilmesi ; birici aşama işlemleri oluşturmaktadır.

Kredilerin bir portföyde toplanması, teminatlarının bir yediemine devri, risk kayıtlarının kreditörün bilançosundan çıkarılması -eğer başka bir kurum menkul değerkleştirmeyi yapıyorsa, temlik formalitelerinin yerine getirilmesi- ve bir aracının underwriting hizmeti sağlanarak, bir kurumun garantisi alınarak, ve derecelendirme şirketlerinin vereceği derece için gerekli açıklıkla bilgilendirmeler yapılarak IDMD'in piyasaya arz edilmesi ; ikinci aşama işlemleri oluşturmaktadır.



IDMD'in oluşum aşamaları şekilde görüldüğü gibi çok sayıda olup esasen iki aşama itibarıyla açıklanabilir:

I. Aşama

Konutu satan parayı almaktadır. Bu parayı konutu alan kredi verenden sağlayarak ödemektedir. Arada Emlak ı gibi aracılar bulunabilir. Kredi, kefaletle sağlamlaştırılmakta ve ödenmeme riskine karşı sigorta edilmektedir. Eğer konut taksitle satılmışsa satıcı aynı zamanda kreditör olmaktadır.

II. Aşama

Krediler, kredi verenin aktifinden çıkarılarak menkul Değere d nm şt r lmektedir. Bu işlem kredi veren tarafından yapılabildiği gibi ayrı bir kurum tarafından da yapılabilmektedir. Burada portföyün yönetimi, bir yediemince saklanması, Derecelendirilmesi, Garanti ve Sigorta edilmesi, kamu otoritelerince kayda alınıp denetlenmesi, Pazarlanması ve nihayet yatırımcıya ulaştırılarak gerektiğinde el değiştirmeyi sağlayacak piyasanın oluşturulması gibi işlemler yer almaktadır.

İki aşama olarak gruplandırığımız bu prosedürde esas fonksiyon; Birikim sahiplerine uygun bir yatırım alternatifi olarak IDMD sunmak ve konut alıcılarına kredi verenlerin, riskinin ve karının bir kısmını onlara aktararak, konut sektörüne (hem üretim satanlara, hem satın alanlara) uygun koşullarda fon sağlamaktır.

Kurulan sistem tarafların tümü için tatminkar olup riskleri en aza indirgeyip, kazançları en  oka çıkarmayı başaracak bir yapıda olmalıdır ki ekonomik konjonktüre ve sosyal ihtiyaçlara sürekli cevap verebilsin.

BÖLÜM III

İPOTEK PİYASASI VE İPOTEK BANKACILIĞI

III.A İPOTEK PİYASASI VE İPOTEK BANKACILIĞI NEDİR?

İpotek bankacılığının başlı başına bir sistem olduğunu söyleyebiliriz. Konuttan tarımsal taşınmazlara kadar çeşitlenen emlak sektörünün finansal olsun-olmasın tüm işlemlerinin yapıldığı bir ipotek piyasasıyla ilişkili olduğu için sıradan bir uzman bankacılığı olarak sınırlandırmak zordur.

İpotek bankacılığı ,ipotek piyasasındaki finansal işlemleri yapmakta, bu fonksiyonunu banka olmayan bazı kuruluşlarla paylaşarak yerine getirmektedir. İçinde bulunduğu ipotek piyasası ise taşınmazlarla ilgili tüm işlemleri kapsayan geniş bir alandır.Taşınmazların çeşitliliği, mülkiyet, kullanım, rehin, kiralama , satış işlemleri açısından farklı usullere sahip olması; değerlerinin belirlenmesi ve değişimlerinin izlenmesi ; sigortalanması, vasıflarının değiştirilmesi, üretilmesi, yapılması, iyileştirilmesi ve tadilatı gibi güncel gereksinimlere daha uygun hale getirilmeleri için üzerinde çalışılması ; tüm bu çalışmaları yapacak kişi , kurum ve kamusal makamların organizasyonu ya da organize olmadan yaptıkları işlerin bütünlük kazanması ; bununla ilgili yasal çerçeve ve düzenlemeler ile politikalar : İşte ipotek piyasasının kapsamı bu denli geniştir. Bu zemin üzerinde yapılan işlemlerin birde parasal yönü olup bu finansal işlemlerin organizasyonunda "İpotek Bankacılığı" tarafından gerçekleştirilmektedir.Adı "Bankacılık " olarak kalmıştır ama menkul değerlendirme işlemleri ve bu yöntemle oluşan finansal araçların yönetimide faaliyet kapsamı içindedir.İleri ülkelerde , gelişmiş ipotek piyasası ve ipotek bankacılığı uygulamaları vardır.Ülkemizde köklü bir geçmişi olmasına karşın modern gelişmelere ayak uydurmakta gecikmiştir.

İpotek bankacılığı ve piyasası ülkemizde gerçek fonksiyonlarıyla ve boyutlarıyla bulunmamaktadır. Konumuzun finansman yönünü öncelikle ele alırsak konut

yapımının ve konut edinmenin bankalarca kredilendirilmesinin esas uygulama olduğu görülmektedir; bu faaliyetler;

1. Toplu Konut İdaresi Uygulamaları;

2. Emlak Bank (Eski adıyla Emlak Kredi Bankası) kredi ve uygulamaları ,

3. Tüm Ticari/İş Bankalarının "Tüketici Kredileri" kapsamında kullandığı konut edinme kredileridir.

Bunlar, ipotek bankacılığını tam olarak yansıtmaz. Çünkü ipotek bankacılığı kira düzeyinde bir aylık taksit ödeme gücü olan kimselerden isteyen herkese, dilediği konutu ya da ticari olsun , tarımsal olsun bir taşınmazı alması durumunda 30 yıla kadar (360 ay) vade ile kredi sağlayan ve gerekli fonlamayı kendi bulduğu kaynaklara dayanarak, gerektikçe sağlayabilen bir sistemdir. Bu sistemde;

1) Bir kimse; başka bir konutu olsun veya olmasın yeni bir konut almak istediğinde kredi için başvurabilir yeterki kredinin taksitlerini ödeyebilme gücünü gösterebilsin.

2) Satınalmak istediği konut; tapusu olan bir arsa üzerinde (yani mülkiyet durumu kayıtlara alınmış), kat irtifakı kurulmuş (yani o binanın bağımsız bölümlerinin kullanımlarının kime ait olduğu ve ne oranda arsa payına sahip olduğu, resmi formaliteler tamamlanıp gerekli vergi ve harçlar yatırıldıktan sonra tapu kayıtlarına işlenmiş), Belediye'den veya ilgili bir resmi kurumdan oturma belgesi (İskan Ruhsatı) alınmış (yani o konutun kent imar planına uygun yapılmış olup sağlık ve güvenlik yönünden sakıncalı eksik, fazla ve kusurlarının olmadığı denetlenmiş) ise rahatça kabul görür ki bu özellikler gelişmiş uygar toplumlardaki şehirler için sorun değildir.

3) Krediyi verecek banka ya da kurum, konutun değerini araştırıp, ileride kredinin ödenmemesi durumunda satışa çıkardığında, kredi borcunun kalancasını karşılayıp karşılayamayacağını; hele taşınmaz fiyatların düşmesi durumunda bunun mümkün olup olmayacağını belirleyerek; belli bir oranda peşinatın (Ekspertiz değerinin %20'si gibi) alıcı tarafından yüklenilmesini isteyebilir, yani vereceği krediyi belli bir oranla sınırlayabilir; ekspertiz değerinin %80'ine kadar kredi kullandırmak gibi.

4) Krediyi verecek banka ya da kurum, borçlunun ölümü gibi ekstra durumlarda karşılaşılabilecek riskler için bir sigorta, ya da özellikle marj uygulaması durumunda doğabilecek risklere karşılık bir kurumun kefalet garantisini arayabilir.

5) Tarafların istekleri ve aradıkları koşullar yerine geldiğinde işlem yapılır: bu işlemler şunlardır;

*Tapu Dairesi'nde mülkiyet değişir,

*Satıcıya mal bedeli ödenir.

*Alan belli bir ödeme planı çerçevesinde borçlanır, borçlanma belgeye bağlanır.

*Borcu teminat olarak kreditor lehine ipotek konur,

Şimdi tüm tarafların elinde ya haklarına, ya yükümlülüklerine dair bilgi ve herkes tarafından kesinlikle kabul görecektir kesinlikte belge vardır.

6) Konutu alan ya oturur, ya kiraya verir fakat her ay ana para ve faiz taksidini öder, ödedikçe borcu azalır, borcu azaldıkça mülkünün üzerindeki ipotek miktarının hükmü düşer. Bir yandan da ekonominin gidişatına göre konutun değeri artar veya azalır.

Enflasyonist ortamlarda değer nasıl olsa artacaktır, resesyon dönemlerinde düşecektir. Ancak her iki durumda da gelişmenin diğer yatırım araçlarına oranla değerlendirilmesi objektif bir kazanç-zarar sonucuna ulaştırır.

Bu değerlendirme, 30 yılın sonunda yapılabileceği gibi her yıl tekrar yapılabilir. Belli bir süre sonunda bu ipotekli konutun sahibi evini satıp borçlarını kapatabilir; isabetli bir yatırım yapmışsa kendine bir kar kalır, yanlışsa zarar eder.

7) Kreditor, ya vadesi boyunca, kredi taksidi tahsilatı yaparak bekler (Eğer borçlu borcunu vadesini beklemeden bir erken ödeme yaparak kapatmazsa veya ödememezlik ederek ipoteğin yasal takibi için bir süreç başlatmazsa; ya kredi alacaklarını bir faiz iskontosuyla başka birine devreder; ya da menkul değerleştirme yöntemiyle, bilançosunun aktifinden çıkarıp birikim sahiplerine satarak kazancını onlarla paylaşmak pahasına, başta verdiği kredi bedeli fonuna yeniden kavuşur. Yeni krediler vermek olanaklarını elde eder.

Şimdi anlattığımız; "Krediyle konut alma-kredilendirme-krediyi menkul değere dönüştürme" sürecinin sağladığı kolaylıkları özetle sayalım.

Bireyler, Aileler;

- 1) Birikimin 10 katı değerinde bir konut alabiliyorlar,
- 2) Emekli oluncaya kadar (örneğin 30 yıl boyunca) kira yerine faiz ödeyerek mülk edinmeye yönelebiliyorlar,
- 3) Koşulları değişirse konutu satıp; krediyi kapatarak yada devrederek sistemden çıkabiliyorlar,
- 4) Ödedikleri faiz giderini, rant getirisiyle karıştılayarak; enflasyondan korunabiliyor, hatta yararlanıyorlar,

Kreditörler ya da taksitle konut satışı yapanlar;

- 1) Fonlarını emin ve verimli bir şekilde plase edebiliyorlar. Ayrıca pazarlama kolaylıklarına ulaşıyorlar.
- 2) Konut kredileri ve taksitli satışlar belli standartlara kavuştuğu için işlemleri kolayca yapabiliyorlar,
- 3) Gerekğinde kredileri ya da bedel alacaklarını menkul değere dönüştürerek likiditeye dönebiliyorlar, isterlerse İDMD çıkarmak isteyen başka banka ve kurumlara temliklen satabiliyorlar. Her iki yoldan da likiditeye geçiş ve bilançonun yapısını iyileştirmek kolaylaşmış oluyor.

Yatırımcılar;

- 1) Birikimlerini sağlam ve yüksek getirili bir menkul değere yatırarak değerlendirebiliyorlar.
- 2) Gerekğinde -ikincil piyasanın gelişmişliğine bağlı olarak- kolayca likiditeye geçebiliyorlar.

Ne varki tüm tarafların birlikte karlı olması, tüm faktörlerin iyi seçilmesine ve ekonominin dalgalanmalarına karşı sistematik olarak korunma önlemlerinin alınmış olmasına bağlıdır. Esasen bu korunma önlemleri tüm riskler için geliştirilmiş bulunmaktadır. Uygulamalarda dikkate alınması gerekmektedir. Eğer birileri, başka birilerinin zararı pahasına kar sağlamak durumuna geçerlerse sistem fonksiyonundan uzakaşır. Tüm tarafların kazanmasını sağlamak esastır.

ABD'de 1930'lara kadar hükümet konut kredilerinin finansmanına girmemişken yaşanan büyük ekonomik buhradan sonra taşınmaz fiyatları hızla düşmeye başlayıp, yüzlerce konut kredisi ödenmez duruma düşünce, konut kredisi veren kurum ve bankalar da zor duruma düştüler. Bu durum karşısında federal hükümetin konut sektörüne finansal yardım yapması için bir çok neden belirdi; Hane halkının konutlarını kaybetmelerini önlemek, konut kredisi verenlerin, düşük kaliteli konut kredilerini likiditeye dönüştürmek, yapı sektörünü canlandırarak işsizliğe karşı çalışma yaratmak gibi. (**)

(**)Lester, Chadler. The Economics Of Money And Banking. Harper and Brother. New York 1975 S 345

Bu ortamda hükümetin kurduğu bir kaç konut kredisi kurumu ve ajansı aracılığıyla konut kredisi uygulamalarına yeni düzenlemeler getirilerek ipotek bankacılığı ve ipotek piyasası geliştirildi.

Yapılan yenilikler; öncelikle konut kredisi işlemlerine hemen her konuda belli standartlar getirmek; çeşitli özel ve kamusal konut kredilerini toplayıp IDMD'e dönüştürerek sermaye piyasasına arz etmek ; Hem konut kredisi kullanan bireylere, hem de bu konut kredilerine dayandırılarak çıkarılan menkul değerlere değişik yöntem ve organizasyonlarla kefalet ve garanti sağlamak gibi uygulamalardır. Kamu ajansları başlangıçta bir yüklenimci/underwriter işlevi de görerek, satılamayan menkul değerleri portföylerinde tutuyorlar, böylece sektöre kamusal finansman da sağlamış oluyorlardı. Sektörü canlandırmak, kredi olarak verilen fonları korumak ve KK işlemlerini kolaylaştırmak, ikincil piyasa yaratarak fon akımını sağlamak şeklindeki ipotek piyasasının ana amaçları bu uygulamalarla gerçekleştirilebilmiştir.

III.A.1 İpotek Piyasası

İpotek Piyasası, ekmlak ve ağırlıklı olarak konut sektöründen yani konut üretimi ve satışından başlayan ve para-sermaye piyasalarından geçerek birikimlerin değerlendirilmesi aşamasına kadar uzanan bir dizi işlemin yapıldığı kısmen organize bir sistemden oluşmaktadır. Fonksiyoner bir ipotek piyasasında ki işlemler, zincir halkaları gibi birbirine bağlı olup şu şekilde sıralanabilir:

1. Taşınmaz üzerinde kolay ve sağlıklı olarak ipotek kurulması ve sonra kaldırılması
2. Konut, ticari yapı ve tarım arazisi üretimi ve satışı,
3. Kredilendirme işlemlerinin tamamlanması, kredilerin verilmesi ve yönetilmesi,
4. Kredilerin sigortalanması ya da kefaletle sağlamlaştırılması,
5. Kredi geri ödeme taksitlerinin menkul değere dönüştürülmesi,
6. IDMD'lerin sağlanacak bir garantiyle , yatırım güvencesi yönünden takviyesi,
7. IDMD'nin derecelendirilmesi ,
8. IDMD'lerin halka arzı,
9. IDMD'lerin ve ipotekli taşınmazların ikincil piyasada işlem görme kolaylığının sağlanması,
10. Vergilendirmede teşvik uygulamalarının isabetle belirlenmesi.

11. IDMD'lerin yönetimi.

İpotek piyasasını dar anlamda ele alırsak şu şekilde ikiye ayırabiliriz;

1. Birincil Piyasa: KK'ne dayalı -ya da ilişkili- menkul değerlerin, kendi mevzuatları çerçevesinde, belli usullerle ve standartlarda oluşturularak; halka arz edildiği piyasadır. Mevduat türü kaynaklardan kullanılan KK de birincil piyasanın bir parçasıdır. Kredilerin menkul değerleştirilmek üzere temliki; krediler için ikincil piyasa ama IDMD'ler için birincil piyasa işlemlerinin bir parçası, başlangıcıdır.

2. İkincil Piyasa: Birikim sahiplerinin -kurumsal ya da bireysel yatırımcıların- portföyüne ulaşmış olan IDMD'lerin, alım - satımının yapıldığı, bir yandan ticareti yapılırken bir yandanda günlük değerinin belirlendiği piyasadır. Bu piyasa organize bir borsa olabildiği gibi çeşitli finansal kuruluşların arz ve taleplerini fiyatlandırarak duyurdukları gelişmemiş bir piyasada olabilir. Menkul değer çıkarıcılarının geri alım taahhütləri varsa, sadece bu taahhüdün işlemesi bile bir bir ikincil piyasadır.

Birincil piyasanın gelişmesi, KK'nin ve taksitli satışların belli standartlar içinde, kolay bürokratik işlemlerle yapılması ve yaygınlaşması koşuluna; ikincil piyasanın gelişmesi ise IDMD'lerin alternatif yatırım araçlarına göre geliştirilmesine, güvence üstünlüğünün belirginleştirilmesine, likiditeye dönüştürülmesi konusunda bir takım garantilerle desteklenmesine bağlıdır.

Kredilendirme ve menkul değerleştirme işlemleri, kreditorlerin yada kamunun ayırabildiği fonlar ölçüsünde yapılabilmekte fakat ikincil piyasa oluşturularak hem IDMD'lerin hem de ipotekli emlakların devren el değiştirmesi kolaylaştırılmadıkça kendi kendini finanse eden canlı bir ipotek piyasasından söz edilememektedir. İpotek piyasasının en önemli fonksiyonu, ipotek piyasasına elastik bir fon arzı sağlamasıdır. Yanısektörden fon talebi oldukça onu karşılayabilme mekanizması oluşturmaktadır. Konut satışları ver kredileri, yapımcıların ve kreditorlerin mevcut fonlarını bitirip yeni fon ihtiyacına geçtiklerinde, gereken fonların temini için oluşturulan menkul değerler finansal piyasalardan, emlak sektörüne yeni kaynaklar

aktarılmasına aracılık etmektedir. Bu uygulamada , sektör ne zaman , ne kadar fon ihtiyacı içindeyse -zaman ve miktar yönünden neler gerekiyorsa- o ölçülerde fon transferi yapılarak ekonominin kaynaklarının optimum dağılımı sağlanmaktadır. Yoksa tahmine dayanan konut açıklarını karşılamak üzere büyük projelerin baştan kredi yoluyla finansmanına gidilince; arz - talep dengesinden uzaklaşılacak , ya fazla kaynak ayrılarak ekonomik yanlışlarla, ya eksik kaynak ayrılarak sektörel yetersizlikle karşılaşılacaktır.

İkincil piyasa sayesinde; konut edinmek isteyenlerin yeni kredi talebi, karşılanmak üzere yatırımcıların birikim arzlarına kadar uzanabilmektedir. İpotek piyasasının oluşumu, ipotekli kredilerin ilk borç veren tarafından belli bir kar marjı, ücret yada masraf karşılıkları düşülerek başkalarına satılması ile olmaktadır. Bu da ya devlet kuruluşlarının sosyal amaçlarla-yani bu sektöre fon aktarımında bulunmak üzere-verilmiş ipotekli kredileri devralmasıyla ya da özel güçlü finansal kuruluşların bu ipotekli kredileri menkul değere dönüştürüp birikim sahiplerine sunmasıyla olmaktadır. Bu menkul değere dönüştürme işlemini, doğaldır ki ilk borç veren kendisi de yapabilir. Ancak menkul değerlendirilen ipotekli borçların piyasada alıcı bulabilmesi için yatırımcıda güven uyanması gerekmektedir. İşte bu da, bazan menkul değeri çıkaran kurumun itibarı yanında özel bir şirketin sigortasının, ya da bir kamu kuruluşunun garantisinin alınmasıyla sağlanabilmektedir. Bu güvenin sağlanmasının yanı sıra, tüm diğer yatırım araçları arasında ne ölçüde sağlam ve verimli olduğunun tespiti ise derecelendirme şirketleri (Raiting Comp.) tarafından yapılmaktadır.

Görülüyor ki İDMD piyasasında ipotekli kredi işleminden başlayarak çeşitli hizmet ve fonksiyonlar farklı kişi ve kurumlarca yüklenilmiştir. Bunları ABD deneyimini ve uygulamasını ön planda tutarak inceleyeceğiz.

İpotek piyasasını diğer finansal piyasalarından ayıran bazı belirgin özellikler vardır (*)

(*) Kidwell and Peterson; A.g.k. S. 530

1. Burada krediler bir taşınmaz rehniyle teminata bağlanmış olup borçlunun aczi halinde borcun tasfiyesi için kullanılabilecek hazır bir değerin varlığını sağlamaktadır.
2. İpotek kredileri genellikle borç alanın olanaklarına göre biçimlendirildiğinden vade ve tutar itibarıyla çok çeşitleri vardır. Çeşitlilik dolayısıyla bir havuzda toplanıp menkuk değeriştirilmesi kolay değildir.
3. İpotek kredisini veren kreditorler ve genellikle küçük veya tanınmayan finansal girişimcilerdir. (Ülkemizde konut kredileri büyük bankalarca verilmekte ama ödünç para piyasasında teminat olarak ipotek kullanılmasının yaygınlığı, ABD uygulamalarına benzerlik teşkil etmektedir. Burada taksitli konut satışlarında kredi olark kabul etmek gerekir.) Dolayısıyla borçlular hakkında sağlıklı bilgi toplanması zordur. Bu zorluk kredi havuzunun kalitesini belirleme ve buna dayanan menkul değeri derecelendirme çalışmalarına yansıyacaktır.
4. İMDD açısından bakıldığında, belli tutarları ve tipleri olduğu ve çıkaran kurumlar tanındığı hatta belli garanti ve sigortaları taşıdıkları için yaygın bir taleple gelişen piyasaları vardır.
5. Yasal düzenlemeler ve kamusal destekler dolayısıyla burada yoğun bir devlet karışımı vardır.

Araştırmacılarca sayılan bu özelliklere bizim ekleyebileceğimiz bazı noktalar daha vardır;

1. İpotek piyasaları, emlak piyasalarıyla paralel çalışan piyasalardır. Birindeki canlanma ya da durgunlaşma diğerini etkileyebilmektedir. Zaten emlak piyasası, diğer finansal yatırım alanlarının güven vermediği dönemlerde hareketlenmektedir.
2. KK ,özellikle kreditorler açısından teminatın sağlam olması dolayısıyla cazip olup paravan kredi olarak kullanılmaya uygun bir yapıdadır. Eğer faiz subvansiyonu ya da vergi avantajları çok yüksek olursa , konut edinme ihtiyacında olmayanlar başka ihtiyaçlarını, ucuz ve kolay bir krediyle karşılamak amacıyla bu krediyi kullanma teşebbüsünde bulunabilirler.

III.A.2 İpotek Bankacılığı

İpotek Bankacılığı bir uzmanlık işi olup, özel bir piyasası olan belli bir sektörün finansman ihtiyaçlarını karşılamaya yönelik, fon temini ve tahsisi şeklindeki klasik finansal aracılık ile doğrudan fon aktarımına yarayan menkul değerleştirme işlerini birlikte kapsamakta ve genel olarak üç grup işlemde yoğunlaşmaktadır;

1. Kredilendirmek.

- Kredi başvurusunu toplamak ve değerlendirmek,
- Fon bularak krediyi vermek

2. Menkul Değerleştirmek,

- Kredi havuzu oluşturmak,
- Oluşan İDMD'leri pazarlamak

3. Kredi ve İDMD yönetimi yapmak;

- Tahsilat, yani aylık geri ödemeleri toplamak,
- Dağıtım, yani tahsilatla toplanan fonların İDMD katılım sertifikası ya da bonosu yatırımcılarına aydan aya ödenmesini sağlamak.

Bu işlemler; *Belli formalar kullanılarak,

*Belli değerlendirmeler yapılarak,

* Belli kayıtlar tutularak,

*Belli vergilendirme uygulamaları gerçekleştirilerek, yapılmaktadır.

Çünkü ipotekli kredilerin rating şirketlerince değerlendirilmesi, sigorta şirketlerince sigortalanması ya da kamu ajansları tarafından garanti edilmesi için aranan koşulları (standartları) sağlamak ve belgelemek gerekmektedir.

Kredilendirme işlemi, konut kredisi vermeye yetkili tüm banka ve kuruluşlarca yapılır. Ancak başvuru doğrudan hane halkından gelebileceği gibi konut üretimi ya da pazarlaması yapan kimseler aracılığıyla da gelebilir. Bu araçların işlemler hakkında gerekli bilgilere sahip olmaları işi kolaylaştırır. Bankanın taşınmazlar ve kredilendirilecek kimseler hakkında sağlıklı bilgi toplayıp, doğru değerlendirme yapması önemlidir.

Krediler için fon bulmak; mevduat toplamak, bono/tahvil çıkarmak ya da pay senedi satışıyla sermayeyi genişletme gibi yine yasaların tanıdığı yollarla mümkündür. Menkul değerleştirme işlemi, bulunmuş olan fonların tekrar kullanıma sokulması anlamında bir kaynak yenileme sonucunu doğurmaktadır. Çıkarılacak İDMD için banka, kendi kredilerinden bir havuz yapabileceği gibi aynı standartlardaki başka kredileri de temliken devralabilir. İDMD'lerin pazarlaması da yine banka tarafından yapılabileceği gibi aracılar da kullanılabilir.

Kredi hizmeti tek merkezden yapılabileceği gibi tahsilatları, takibatları, sigortacılarla çalışmayı kredi verenler; dağıtımları İDMD'leri çıkaranlar yüklenebilir.

İpotek bankacılığı biraz karmaşıktır, bu iki nedene bağlanır;

1. Ekonomik Durum,

2. Yasal Düzenlemeler.^(*)

Açıkoça anlaşılmaktadır ki, ekonomik durum sadece ülke ekonomisinin durumunu ve gidişatını değil bunların borçluların ve yatırımcıların istek ve beklentilerine yansımalarıyla ortaya çıkan piyasa koşullarını ifade etmektedir. Değişik isteklere, değişik seçenekler hazırlayıp sunmak gerekmektedir. Ekonomik belirsizlikler, istikrarsızlar dolayısıyla iki taraflı korunma ihtiyacı ve kar sağlama saikası artmakta, bunlar da ipotek bankacılığının detaylarla daha çok uğraşmasını gerektirmektedir. Nihai olarak yatırımcılar tarafından sektöre tahsis edilmiş olan fonların enflasyonist erimeye uğramadan kalması, faiz riskine karşı korunmayıda gerektirmekte; aynı koruma gereksinimi taşınmazı satınalan borçlular içinde geçerli olup onlarda, piyasa faizleri, kredi sözleşmesindeki oranların altına düştüğünde fazlasını ödememenin yollarını bulup borç tutarını gereksiz yüklerden arındırmak istemektedirler.

Ekonomik belirsizlik ve istikrarsızlık ortamlarında; fırsat ele geçtiğinde aşırı kar sağlanması; karşı konulmaz muhtemel zararlara karşı içgüdüsel bir korunma yöntemi olarak kendiliğinden gelişmekte olup bir de bu tür yıkıcı eğilimlerden sistemi korumak gerekmektedir.

Yasal düzenlemelerin yarattığı karmaşa, öncelikle, mevzuatın sürekli değişmesinden, gelişmesinden bunu izlemenin zorluğundan ileri gelmektedir. Yeni bir düzenleme yapıldığında eski mevzuata göre yapılan uygulamaların, yeni düzene

^(*)Lederman, J; Ed; Handbook of Mortgage Banking Probus Public Comp: Chicago, 1993. S. 93

adaptasyonu gerekmektedir. Çoğu kez de yasalar yetersiz kalmakta, ortaya pratik çözüm gerektiren ilginç sorular çıkmaktadır.

Yasal karmaşanın giderek artmasının nedenleri; yasa ve kural koyan makamların koordinasyonsuzluğu ve uygulama alanından uzaklıkları, politik yaklaşımlarla hareket etme durumunda kalabilmeleri, çok değişik ürün ve uygulamaların ortaya çıkarılarak hangi kapsama gireceklerinin tereddüt yaratması vb. şeklinde sayılabilir. İpotek Bankacılığını kurum bazında teknik uygulama olarak ele aldığımızda kendine özgü bir organizasyon, planlama, bütçeleme kontrol sistemi gerektirdiğini görürüz, (*)

***Organizasyon,** İpotek bankasının merkezinin ve bölgesel organlarının banka dışındaki emlak danışmanları ve menkul değer pazarlamacısı aracı kurumlar gibi kuruluşlarla birlikte çalışmasına uygun olmalıdır.

***Planlama,** konut kredilerinin doğasına uygun bir şekilde çok uzun vadedeki stratejik gelişmeleri kapsmalı, varsayımlar dikkatle seçilip, düzeltmeler isabetli geri beslemelere dayanılarak sık periyotlarla yapılmalıdır.

***Bütçeleme,** fonların maliyetinin piyasa koşulları içinde sürekli göz önünde tutulması, eritilmemesi için, ürünlerin fiyatlandırılmasında alternatif yatırım araçlarının belirlediği düzeylerden kopulamayacağı için bazı korunma (Hedging) yöntemlerinin uygulanmasında açık olmalıdır..

***Kontrol;** İç Denetim işlevinin yanı sıra "kaynak maliyeti-Kredi getirisi," "Menkul değerlendirme iskontosu - yeniden yatırım getirisi," "kredi kalitesi - kredi getirisi" gibi dengelerin olumlu olup-olmadığının iç raporlardan izlenmesini kapsayacak boyutlarda olmalıdır.

III.A.3 Etkinlik Açısından İkincil Piyasanın Fonksiyonları

İpotek bankacılığında, ikincil piyasanın gelişmişliği ilerlenen yolun çıkmaz sokak olmadığıdoğrultusunda , başta yatırımcılar olmak üzere tüm katılımcılara güvence verdiği için çok önemlidir. Gelişmiş ipotek piyasaları, gelişmişliklerini; konut sektöründeki organize "kredi-menkul değerlendirme" uygulamasına başladıktan çok

(*) Kinney, J. Garrigan, R.; The Handbook of Mortgage Banking , Dow Jones - Irvin, Illinois, 1987, S.283,301,315

sonra eksikliğini hissettikleri ikincil piyasanın oluşumunu ve yaygınlaşıp büyümesini sağlamak için aldıkları önlemlere borçludurlar.

Finansal piyasaları "Birincil" ve "İkincil" diye ikiye ayrılarak incelemiştik. Çünkü farklı yapısal özellikleri ve farklı fonksiyonları içermektedirler. Bilindiği gibi birincil piyasa, her hangi bir finansal ürünün halka, daha doğrusu birikim sahiplerine ilk sunulduğu, çıkarıldığı piyasadır. Örneğin; devlet yeni bir borçlanma tahvili çıkarıp satışa sunmakta, bir banka yeni bir VDMK oluşturup satışa çıkarmakta, bir şirket sermaye artırımla yeni pay senetlerini halka arz etmekteyse; birincil piyasa işlemleri söz konusu olmaktadır. İkincil piyasalar da ise, piyasaya çıkmış olan finansal ürünler sadece el değiştirmekte; yani her gün yeniden belirlenen değerlerle yatırımcılar arasında alınıp-satılmakta yada çıkaran kurumla yatırımcılar arasında geri alım - tekrar satımı söz konusu olmaktadır. Anlaşıldığı gibi iki piyasa arasındaki temel fonksiyonel fark; Birincil piyasada birikimcilerden finansal ürün çıkaran-varlık sahibi-kurumlara fon aktarımı yapılırken, ikincil piyasada böyle bir fon aktarımının olmayıp sadece alıcılarla satıcılar arasında eldeğiştirmenin söz konusu olmasıdır. Ancak eldeğiştirmenin bir fon aktarımı yönü olduğu hatta bu yolla nihai yatırımcıya, orijinal kaynağa ulaşıldığı unutulmamalıdır.

Birincil piyasa ile ikincil piyasa arasındaki yapısal farklar; organizasyon ve örgütlenme tiplerinde kendini göstermekte olup bazen çok benzer, bazen çok farklı durumlardadır. Örneğin Devletin ihale açarak tahvil satışına gitmesi ikincil piyasada benzeri görülmeyecek bir organizasyon iken bir bankanın kurduğu yatırım fonu sertifikalarının o bankanın şubelerinde satılıp alınması işleminde, ilk defa yapılmasıyla /tekrarlanması arasında organizasyon farkı yok gibidir. Dolayısıyla finansal piyasaları Birincil ve İkincil diye ayırırken fonksiyonlarını esas almak daha doğru olur.^(*)

İkincil piyasanın temel fonksiyonu sürekli fiyat oluşturmak, varlıkların değeri hakkında sürekli bilgi sağlamaktır. Bu bilgiler ilgili tüm tarafların hareketlerini ayarlamalarına yardımcı olur.

İkincil piyasa, ikinci el menkul değerler alım satımlarının yapıldığı ortam olup menkul değerlerin ikincil piyasada devredilebilme kolaylığının olması birinci piyasada yatırımcılara güvenle hareket etme gücü sağlayacağından yararlı olduğu gibi ayrıca

^(*)Fabozzi, Modigliani, Ferri, A.g.k. S 308

buradaki el değiştirmeler, menkul değeri çıkaran kişi ve kurumları rahatsız etmeden yatırımcılardan isteyenlerin tekrar likiditeye dönmelerini sağlar. Böylece fonların kullanıldığı alan yatırımcı tercihlerinden etkilenmemiş olur.

Anlaşılacağı gibi ikincil piyasa; yatırımcılar için gerektiğinde kolayca likiditeye dönme olanağı, fon kullanan menkul değer ıkarcıları içinse faaliyetlerinde kesintiye uğramamak rahatlığı sağlamaktadır.

IDMD için ikinci piyasa belli bir borsa yada bankalarla sınırlı değildir. Ülkelerin yasal ve geleneksel yapılarına göre menkul değerlerin alınıp satılabildiği her yer bu piyasanın bir parçasıdır. İşlemler için bir zaman sınırlamasıda söz konusu değildir. Bu piyasalarda yaygınlık ve srekliplik esastır.

Bu piyasada her bir menkul değerin fiyatı arz ve talep fiyat dalgalanmalarına göre sürekli değişecektir. Bu değişiklikler ekonomik koşullar zemininde gelişen bir trend gösterecektir.

Bazı lke piyasalarında (Borsalarda), işlemler, gruplandırılarak belli şartlarda toplu olarak yapılır. Böylece belli tarihler itibarıyla fiyatlar "fix"lenmiş olur. Bu durumda alış ve satışlar mezat yöntemiyle sunulmakta, işlemler bu zeminde yapılmaktadır. Mezat yöntemi, piyasanın srekliiliğini özünde değiştirmemekle birlikte belli fiyat aşamaları ile noktalararak farklılaştırmaktadır. Ortaya çıkan açılış ve kapanış fiyatları birer gösterge fonksiyonu yapmaktadır.

İlgili bölümde belirtildiği gibi ABD'de IDMD için ikincil piyasanın oluşturulması devlet desteği ile sağlanmıştır. İpotekli kredilere yatırımcıların katkısı ancak ikincil piyasa varlığının garantisini ve huzurunu sunmakla sağlanabilmiştir. Her ülkenin kendi yapısına göre geliştirilmiş bir ipoteğe dayalı menkul değer ve benzeri taşınmaz yatırımına dayalı finansal arlar için piyasa oluşturulması ve bunun iyi işletilmesi gereklidir. Kendinden beklenen fonksiyonları yerine getirebilen piyasa iyi piyasadır. Piyasanın varlığı yanı sıra, iyi işlemesi fonksiyonlarını tam olarak yerine getirmesi gerekir.

III.B ABD'DE İPOTEK PİYASASININ VE İPOTEĞE DAYALI MENKUL DEĞER UYGULAMASININ GELİŞİMİ

ABD'de İpotek Kredileri ve ipotek piyasasının oluşumu, esas itibarıyla 1929 Buhranından sonra konut sorununu çözmek, belli kesimlere konut edinme kolaylığı sağlamak amacıyla ortaya çıkan devlet desteği ile hızlanmıştır. Devlet bu desteğini;

1. Konut kredilerini organize eden kuruluşlar kurarak,
2. Konut finansmanına fon aktararak,
3. Konut kredilerini, menkul değere dönüştürülmesine finansal ve kurumsal katkıda bulunarak,
4. Bu alandaki özel sektör girişimlerini etkinleşmeye yönlendirerek,
5. IDMD'lere garanti sağlayarak ortaya koymaktadır.

Bu çalışmalar, HUD/The Department of Housing And Urban Development (Konut ve Kent Geliştirme Bakanlığı) öncülüğünde yapılmaktadır.

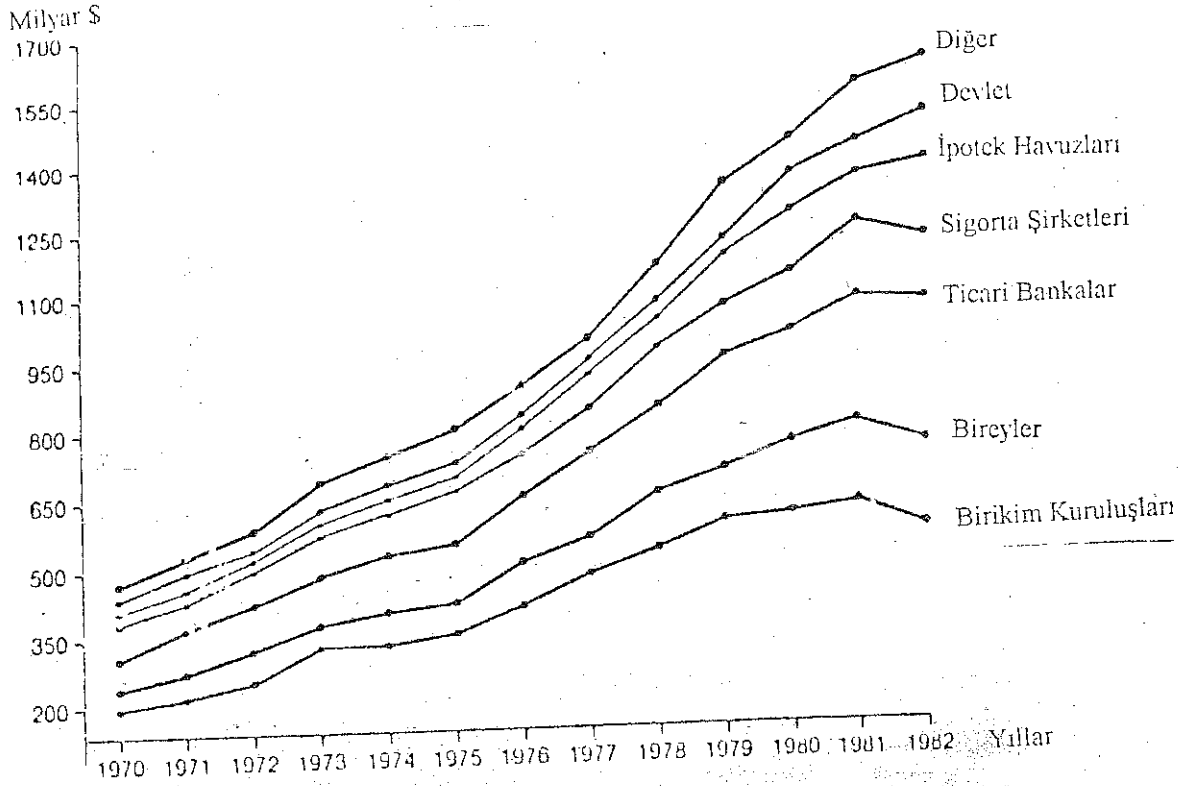
Kaynaklara göre, yapılan bu çalışmalar;

- Yasal düzenlemelerle işlemleri pratikleştirmek,
- İpotek işlemlerine belli standartlar getirerek piyasada uyum sağlamak,
- Yatırımcıları bu alana çekmek için ikincil piyasayı oluşturmak ve güçlendirmek; bunun içinde menkul değerleştirme işlemlerine, bizzat garantilerle, organizasyonlarla katılmak, -Yatırımcıyı ekonomik dalgalanmalardan koruyucu yeniliklerin yolunu açmak noktalarında odaklaşmaktadır.

ABD'de İpotek kredilerinin IDMD'e dönüştürülmesinin bu derece yaygın olmasının altında yatan bir özel neden de, yerel ipotek bankacılığı şirketlerinin topladıkları mevduatları ipotek kredilerinde kullanmak zorunda olmaları; mevduatların kredi taleplerini aşması durumundada bu kullanılamayan fonları -konut finansmanında kullanım amacına sadık kalınmak üzere- gene IDMD'lere yatırmalarıdır.

Şekil VIII ve IX'de, ABD'de, ipotek kredilerinin ne tür taşınmazlar için hangi oranlarda kullanıldığı ve bu kredilerin kimler tarafından hangi oranlarda finanse edildiği görülmektedir.

ŞEKİL : IX İPOTEK KREDİLERİNİN KREDİTÖRLER İTİBARIYLA DAĞILIMI



Kaynak : J.M. Kinney, R.T Garrigan (Ed) / The Handbook of Mortgage Banking

Bu şekilde, ABD'de ipotek kredilerinin kimler tarafından hangi miktarlarda verildiği ve herbirinin yıllar itibarıyla gösterdiği gelişme görülmektedir. Burada ipotek havuzları IDMD organizasyonlarının swap ve satın almalar yoluyla finanse ettikleri kredilerdir.

III.B.1 İpotek Bankacılığı, İpotekli Konut Kredileri ve İDMD Konusunda

ABD'deki Yasal Düzenlemeler

ABD ipotek piyasası bu günkü olgunluğuna, yıllar boyunca çıkarılan ve üzerlerinde değişiklikler yapılarak geliştirilen çeşitli yasalar sayesinde ulaşmıştır. Olgunlaşmanın aşamaları olan bu yasalardan önemli olanlarına kapsamalarını belirterek değinmek, onların deneyiminden yararlanmak açısından isabetli olacaktır.

Yasal düzenlemeler, bazan gelişmeleri hızlandırır, bazan ayakbağı olur, yavaşlatır. Bazı durumlarda henüz ortada olmayan faaliyetleri başlatmak üzere erken düzenlenir, bazı durumlardada fiilen uygulamalar yapılmakla beraber yasal boşluklar, yetersizlikler görülür; sonradan mevzuat tamamlanır.

Belli yeni uygulamalara geçilirken, daha önce bu yolda ilerlemiş ülkelerin yasal gelişimlerini izlemek bu alanda yapılabilecek olumlu hareketleri öne almak, olumsuz gelişmelerden kaçınmak açısından yararlıdır.

Bütün yasalar ikincil piyasanın oluşmasına ve gelişmesine etkin olmakla birlikte 1984 yılında çıkarılan "İkincil İpotek Piyasasını Güçlendirme Yasası" (The Secondary Mortgage Market Enhancement Act/SMMEA), Özel amaçlı bir yasa olarak İDMD'lerin derecelendirilmesiyle ilgili olmuş, esas olarak belli özellikteki İDMD'leri birikim Kurumları ve yetkili İpotek bankaları için ayrılacak yasal zorunlu karşılıklarda kullanılabilecek bir yatırım aracı haline getirmiştir.

"SMMEA nitelikli" menkul değer sayılan bu araçlar hazine bonosu gibi işlem görmeye başlayınca mevduat ve sigorta fonlarından ipotek piyasasına büyük bir yatırım sermayesi akımı sağlanmıştı. Bu yasal yönlendirmeye hazine bonolarının zorunlu pazarından İDMD'lere biraz pay verilmişaten kuruluş ve faaliyet amacı eklık sektörünü finanse etmek olan kurum ve ortaklıkların, güvence amacıyla ayırdıkları karşılıkların ve atıl fonların; emlak kredilerinin türev ürünü olan finansal araçlara yatırılması, amaç bütünlüğünü sağlayan, mantıklı ve adil bir önlemdir. Ayrıca 1991'de yapılan bir değişiklikle eyaletlere bazı özel uygulama yetkileri tanınmıştır.^(*)

^(*)İbid: S. 445

İpotek Piyasası üzerine 1930'lardan itibaren çeşitli Federal hükümet ve devlet yasalarıyla getirilen ve dolayısıyla konut sektörünün finansmanı ve ikincil piyasanın dolaylı olarak olgunlaşmasını sağlayan başlıca yasalar şunlardır; 1974 yılında çıkarılan, "Real Estate Settlement Procedures Act/RESPA"; taşınmaz satışı ve kredilendirilmesi sırasında kredi verenin, kredi isteyenleri başvurularını, izleyen üç gün içinde kredinin koşulları konusunda kesin bilgileri içeren bir kitapçık vererek bilgilendirmesini gerektirmekte, satıcının alıcıya belli bir sigorta şirketini empoze etmesini yasaklamakta, masraflar için limitler ve yasaklar getirmekte, belli formların kullanılmasını zorunlu kılmaktadır.

RESPA, kredi kullanımının başlangıcında kreditorün tam olarak bilgi vermesini, kredi kullananın sonradan bazı oldu-bittilerle karşılaşmamasını sağlamak amacıyla çıkarılmış bir yasa olup faiz dışı işlemler için alınacak ücret ve masraf karşılıklarını belli sınırlar içinde tutarak belirlemekte, sigorta şirketi seçiminde bile yönlendirmelere engel olarak rekabet koşullarının fiyat avantajından yararlanılmasında sağlamaktadır.

Keza kredi kullananları korurken, kreditorlerin belli ölçütlere göre fırsat eşitliğini bozucu tercihler yaparak bazı kimselere öncelik tanınması ve dolayısıyla diğer bazı kimselerin ihmal edilmesi ihtimalinde düşünerek bir başka yasa ile burada önlemiştir; 1974 yılında çıkarılan "Equal Credit Opportunity Act/ECOA"; kredi isteminde bulunan kimseler arasında bazılarının daha az yeterli sayılması anlamında bir ayırım yapılmaması, yaş, renk, din cinsiyet, ulusal köken, herhangi bir sosyal yardımdan yararlanıp-yararlanmama gibi özellikler gözetilmeden değerlendirme yapılması zorunluluğunu getirmiştir.

1974'de çıkan "The Employee Retirement Income Security Act/ERISA"; emeklilik fonlarının IDMD yatırımlarıyla değerlendirilmesini kurala bağlar.^(*) Burada hangi tip menkul değerlerin hangi koşullarda alınabileceği belirtilir. Aranılan özellikleri taşımayanların alımı yasaklanır. Böylece IDMD piyasasına ilgili otoritelerin kazandığı yönlendirmenin başka güçlerce takviyesi sağlanmış olur. Bir de 1969'da çıkarılmış olmakla beraber üzerinde sürekli değişiklikler yapılan "The Truth in Lending Act/TILA" vardır ki; kredi terim ve deyimlerinin tam ve doğru

^(*) Kinney, J., Garman, R.; Ed. The Handbook of Mortgage Banking Dow Jones-Irwin, Illions, 1985, S.

anlamalarını belirlemekte; anlaşmazlık ve yanlış anlama olasılıklarını baştan önlemeyi amaçlamaktadır.

1975 yılında çıkarılan "Home Mortgage Disclosure Act/HMDA"; Mevduat toplayarak İpotek Bankacılığı yapan kuruluşların yaptıkları işlemlerle ilgili detaylı bilgileri halkın incelemesine açık tutmalarını, yılda bir yayınlanmalarını istemektedir.

"Şeffaflık" diye tanınan ; finansal durum raporlarının halkın bilgisine ve incelemesine sunulmak üzere ilanen açıklanması zorumluluğu, hem yatırımcılarının kararlarının sağlıklı oluşmasına yardımcı etmekte, hemde yabancı kaynak kullanarak faaliyet gösteren kişi ve ortaklıkların faaliyetlerini açık bir denetim baskısıyla disipline yöneltmektedir.

1982 yılında çıkan "Gorn-St Germain Depository Institutions Act"; kredi verenlere bazı kolaylıklar getirmiştir. Bu kapsamda "Ayarlanabilir Oranlı Konut Kredileri "de (ARM) belli bir düzene kavuşturulmuş, negatif amortizasyon kurallara bağlanmıştır. (*) KK tipleri üzerindeki incelemelerimizdede görüldüğü gibi kredi geri ödeme taksitlerinin ve kredi faiz oranlarının , vade süresince çeşitli ölçütlere göre belli periyotlarda değiştirilebilmesi; fonların faiz riskinden korunmasını ve ödememe riskinin azaltılmasıyla kredinin donmaktan ve batmaktan korunmasını sağlar. İşte bu yasayla yapılandırma, KK'nin teknik uygulama yeteneğini artıran gelişmeleri kurallara bağlayarak, sağlıklı kılmaktadır.

"The Uniform Land Transcations Act/ULTA " 1975'te çıkmış, ve 1977'de değişikliğe uğramış olup ipotekli taşınmazların, paraya çevrilmesi usullerini düzenlemektedir. Kredilerde, teminatın paraya çevrilerek riskin kapatılması, esas itibarıyla borçlunun acze düşmesiyle kredinin donuklaşması sonucu başvurulacak, istenmeyen bir uygulamadır.

Ama zorunlu olması dolayısıyla, baştan koşullarının iyi belirlenmesi -hatta seçenekler getirilmesi- yararlıdır. Ancak bu işlemin ayrıca adli bir boyutu da olduğu için yasal düzenlemelerin geniş kapsamlı planlanması gerekmektedir.

1976 yılında çıkan "Uniform Simplification of Land Transfer Act/USOLTA", ile 1974'de çıkan "Uniform condominiums Act/UCA"; araziler ve ortak kullanım yerleri olan sitelerle ilgili genel kural belirlemelerini yapmaktadır.

* Lederman, J; A.g.k S. 121

Kredi işlemlerini düzenleyen çeşitli yasaların yanı sıra menkul değerleştirme işlemlerini düzenleyen yasalar da vardır; 1933 tarihli "Securities Act", 1943 tarihli "Securities Exchange Act" gibi. Ancak bunları 1986 yılında çıkartılan "The Tax Reform Act/TRA" "Vergi Reform Yasası" ile geride kalmış bu yeni yasa IDMD için vergi yönünden yeni sınıflamalar getirmiştir.

TRA'86, gelir vergisi alanında önemli yenilikler getirmiş ve gayrimenkul ipotek yatırım araçları "Real Estate mortgage Investment Conduit/REMIC" denen geleneksel ipotek havuzlarının ve bunlarla ilgili menkul değer sahiplerinin vergilendirilmesi için yeni oran ve esaslar belirlenmiştir. Vergi indirimi uygulamalarındaki değişikliklerde, yasa kapsamına giren IDMD'leri olumlu yönde etkilemiştir. (*)

Vergilendirme açısından IDMD'ler, yasa kapsamına giren türler ve girmeyen türler şeklinde ikiye ayrılmış; Aranan özellikleri taşıyan yasa kapsamındaki IDMD'lere yatırımcıları ve amaçları göz önünde tutularak vergi avantajları sağlanmıştır. Bilindiği gibi menkul değerleştirme; kredi, mal bedeli alacağı, hizmet ücreti gibi finansal varlıkların devren satışlarıdır. Temlik suretiyle finansal varlıklar, sağladıkları tüm haklarla birlikte devredilmekte, satılmaktadır. Ancak bazı finansal araçlar, finansal varlıkların teminatına dayandırılarak çıkarılsa bile fonksiyon itibarıyla; borçlanma aracı olarak kalmaktadırlar. İşte vergi yasaları sadece konut sektörünün kredilendirilmesini teşvik ettiği, KK ile dolaylı ilgisi olsa bile her borçlanmayı teşvike kabul etmediği için, ülkelerin uygulamaları farklı olmakla birlikte, IDMD'lerin teşvikinde kredilerin temlik esas alınmaktadır.

ABD'nin yasal düzenlemelerinde ne kadar ince detaylara gindiklerini, gelişmişliklerini gördükten sonra; ülkemizde hala, gecekondü önleme mücadelesi aşamasında -yani çok geride- olduğumuzu düşünmekte yanlış olur. Sadece bir sorunu çözmeden, bir yeniliği kurumsallaştırmadan; bir başkasına geçerek ilkesiz ilerlemekten dolayı bu alanda en ilkelinden en gelişmişine kadar bir yığın sorunla karşı karşıya kalmış bulunmaktayız. Yasal düzenlemelerle bunların bir kısmı, yasaların uygulanmasıyla tamamı çözülebilir.

(*) Peasle, and Nirenberg; A.g.k S. 22

III.B.2 İpotek İşlemlerinde Standartlar

Geleneksel ipotek karşılığı kredi piyasasının giderek devlet kontrol ve desteğinde gelişerek para/sermaye piyasalarına araç üretir hale gelmesi sürecinde ipotekler için belli standartlarda geliştirilmiştir.

Bu standartlar yani zorunlu koşullar devletin ikincil piyasayı geliştirme çabalarının en önemlisi olmuş; uygulama birliği sağtanmıştır.

Standartlar, ipotek piyasasında işi olan herkesin rahatça işlem yapabilmesi ve piyasada işlemlerin birbirini kolayca tamamlayarak uzun vade için güvenilir bir sistem oluşturulmasını sağlamak amacıyla belirlenmiştir. Menkul değerlendirme yapılırken oluşturulan KK havuzları, bu kredilerin benzer özelliklerde olmasını gerektirmektedir. Türetilen IDMD'lere garanti verilirken ve derecelendirme yapılırken gözetilen ilkeler belli koşulların yerine getirilip-getirilmediğinin aranmasına dayanmaktadır. Bütün bunlar standardizasyonu zorunlu kılmaktadır. Standartlar ve zorunlu kurallar ayrıca kredi işlemlerini basitleştirmekte, kolay uygulanmalarını ve yönetilmelerini sağlamaktadır.

Standartların yanı sıra kural ve koşullarda da kalıcı bazı belirlemeler yapılmıştır.

Ayrıca yasalarla, risklerin önlenmesi için sermaye yeterliliği, bilgi ve donanım yeterliliği gibi bir takım koşullar da zorunlu kılınarak piyasaya güven getirmek için alt yapı sağlanmıştır.

Koşullar ve Standartlar;

1. Krediler
2. Taşınmazlar,
3. Krediyi kullanan kişiler,
4. Kullanılan başvuru ve değerlendirme formları ve ipotek

dökümanları,

5. İpotek piyasasında işlem yapan kişi ve kurumlar,
6. Uygulanan ücret tarifeleri gibi bir çok faktörle ilgili olarak

belirlenmiştir. Şimdi bunları açıklayalım:

1. Kredilerle ilgili olarak getirilen koşul ve kurallar;

Limitler

Kredi Tavanı (Lending Rate ceiling): Verilen krediler için belli bir tutar (Örneğin 100.000\$) tavan olarak getirilmiştir. Bu tavana uyulmazsa, bazı kefalet ve garantiler alınamamakta; bazı menkul değer üreten kurumların oluşturduğu ipotek havuzlarına kabul edilmemektedirler.

Vade sınırlaması: verilen kredilerin geri ödenme süresi için 5 yıldan 30 yıla kadar değişen vadeler söz konusu olup bu husustaki bir örnek uygulamalar, menkul değerlendirme aşamasında oluşturulacak havuzlar ve IDMD'lerin vadeleri yönünden önem taşımaktadır.

Orantılar

Kredi Değer orantısı (Loan to Value Ratio): Verilen kredi, konusu olan taşınmazın değerinin belli bir oranı (örneğin %80'i) kadar olacaktır. Bu koşulla oluşturulan standart kredilerden oluşan portföylere ve bunlara dayanan menkul değerlere de yansiyacak; %20 oranında bir garanti payı anlamına gelecektir. Bu marj iki yönden kredi verenı rahatlatmaktadır; kredinin geri ödenmemesi durumunda uğranılacak faiz kaybının karşılanması ve taşınmazın satış değerinin krediye yetmemesi riskinin bertaraf edilmesi. Bu oran zaman içinde sürekli olarak değişecektir. Çünkü taksit işlemleriyle borç bakiyesinin düşmesi enflasyonla konut değerinin yükselmesi söz konusu olacaktır. Bu oran, kredinin kolay sağlanması, faiz oranının düşük olması, sigortaların ucuz alınabilmesi gibi hususlara yardımcı olabilmektedir; çünkü riskin düşmesini sağlamaktadır.

2. Taşınmazla ilgili Koşul ve Kurallar;

Peşinat/Değer Orantısı: Kredi / Değer orantısının negatifi olan bu orantı örneğin 1000.000. \$'lık bir konut alınırken 20.000\$'ın peşin ödenmesini gerektirmektedir. Bu konut alımına giren kişinin riske katılarak ciddiyetini kanıtlaması açısından önemlidir. Doğal olarak Kredi / Değer orantısında düşüren bir sonuç doğurmaktadır. Kredinin değerini yükselten bu oranın uygulanmasına kreditorü sevkedenden neden; kredinin ödenmemesi durumunda taşınmazın satış bedelinin borç bakiyesini karşılamasını kolayca sağlamaktır. (*)

Taşınmazın oturulabilir olduğuna dair olumlu inceleme raporu: Bizde belediyelerce verilen oturma ruhsatına benzemekte, özel şirketlerce de verilebilmektedir. Bizdeki araba muayenesi gibi periyodik olarak ya da her ev sahibi ve kiracı değişiminde istek üzerine yeniden yapılmaktadır.

3. Krediyi kullanan kişilerle ilgili koşul ve kurallar.

Burada temel kural kredi kullanarak konutu alacak kimsenin ya da ailenin belli bir gelir sahibi olmasıdır. Ancak şöyle bazı ölçümlere tabidir:

Aylık KK Taksidi / Borçlunun Aylık Geliri orantısı: Borçlu aylık gelirinden ne kadar az bir kısmını ipotek borcu için ayırıyorsa o kadar sağlıklı bir ödeme olanağı var demektir. Örneğin orantı %25 ise gelirin dörtte biri KK taksidi için yeterli demektir.

Aylık KK Taksidi ve Diğer Konut Giderleri Toplamı / Aylık Gelir orantısı: Bu da aynı düzgün geri ödeme garantisi düşüncesiyle aranmaktadır. ABD'de bu oran standart olarak %33'dür.

(*) Fabot F.J.; (ED) A.g.k S. 356

4. Formlar ve Dökümanlarla ilgili koşullar ve kurallar

Kredi için başvuruda bulunulurken istenecek bilgiler tam, eksikisiz ve fazlasız olarak nasıl toplanabilir, bunların üzerinde değerlendirme tam olarak; hangi noktaların, nasıl ele alınmasıyla yapılabilir?

Kanıtlayıcı ya da resmi işlemlere dayanak oluşturacak belgeler hangi içerikte ve hatta hangi ölçülerde (boyutlarda) olmalı ki kullanılırken tam olarak işe yarasın?

Tüm bu sorulara doğru cevaplar araştırılarak bulunmuş ve "Standart" olarak uygulamaya konulmuştur.

5. Uygulanan Ücret Tarifeleriyle ilgili koşul ve kurallar

Konut alımı , satımı vekredilendirmesi sürecinde emlakçılardan, tapu dairesine kadar hangi iş için ne kadar ödeme yapılacaksa tümü belirlenmiştir. Bunların sayılması ve miktar olarak belirlenmesi faize ek olarak gelecek finansman maliyetlerini netleştirmektedir. Böylece piyasada belli bir tarife sistemi oluşturulmakta ; her iki tarakda korunmaktadır.

6. İpotek piyasasında işlem yapan kişi ve kurumlar için aranan koşullar.

Bu kimselerle (Eksper, emlakçı, kreditor vs.) ilgili olarak belirlenen standartlar bazıları için bilgi, iş deneyimi ve kayıt düzeni donanımının yeterli olması bazıları için sermaye yeterliliği biçimindedir. Böylece piyasa yetkin kişi ve kuruluşların , sorumlu ve bilinçli faaliyetlerine emanet edilmektedir.

III.B.3 ABD İPOTEK PİYASALARINDA İŞLEV YÜKLENEN KAMUSAL

KURULUŞLAR

ABD'de İpotek Bankacılığı ve ipotek piyasası çok çeşitli kurum ve kişilerle ortaklaşa yürütülmektedir. Kaynaklar, bu kuruluşların gerektikçe oluşturulduğunu, bölünerek ve görevleri zenginleştirilerek artırıldığını, kısmen özelleştirildiğini; önceleri belli toplumsal kesimlerin konut edinmelerinin kolaylaştırılması ve koordineli yürütülmesi amacıyla , daha sonra bu sektöre kamusal subvansiyon ve parasal desteklerin

planlı yapılması amacıyla , daha da sonraları ikincil piyasanın ve özel girişim aktivitelerinin geliştirilmesi amaçlarıyla yönetildiklerini açıklamaktadır. Örneğin İpotek Bankacılığı alanında kredilendirme sistemi açısından çok önemli bir kuruluş olan The Federal Housing Loan Bank/FHLB (Kuruluş tarihi: 1932) yaygın kreditor ağı üzerinde etkin bir yönlendiricidir. Loan and Saving kurumlarında oluşturdukları birlik (Loan And Savings Associations) dolayısıyla sinerjik bir etkinliği sahiptirler. Burada sadece hükümetin doğrudan ve dolaylı olarak piyasaya bazı amaçları gerçekleştirmek, bazı işlere öncülük etmek üzere karışımını sağlayan ve halen etkin olan kuruluşlara değineceğiz.

Doğal olarak Bunların birincisi; HUD/The US Department of Housing and Urban Development (Konut ve Kent Geliştirme Bakanlığı) 'nın bizzat kendisidir. Bir çok kurum bunun uzantısı şeklinde organize edilmiştir.

Diğerleri;

1. FHA/Federal Housing Administration (Hükümet Konut İdaresi)
2. VA/Vateren Administration (Emeklilik İdaresi)
3. FmHA/ Farmers Home Administration (Çiftçiler Konut İdaresi)
4. FANNIE MAE ya da FNMA/The Federal National Mortgage Association
5. FREDDIE MAC ya da FHLMC /The Home Loan Mortgage Corporation
6. GINNIE MAE ya da GNMA/ The Government National Mortgage Association

Bunlar halkın, emeklilerin, köylülerin konut edinmeleri; hem finansmanı, hem kendi aralarındaki finansal dayanışmanın organizasyonu, hem de alacakları krediler için kefalet sağlamak üzere kurulan yönetimler (ilk üç tanesi) ile özellikle bu kamusal yönetimlerin ipotekli kredilerini satın alıp IDMD olarak paketlemek ve IDMD'in ana para ve faiz ödemelerine garanti sağlamak amacıyla kurulan ajanslardır. (son üç tanesi).

Bunların yanı sıra başlangıçtan beri görev yapmış çeşitli kurum, organizasyon, birlik bulunmaktadır. Ancak tümünü ele almak gereksiz olup, sistemi açıklamak için bu başlıcalarına değinmek yeterlidir. (*) (**)

(*) Kinney, J. ,Garrigan, R. (Ed.) : Agk . S. 57-72 .

(**) Fabozzi, F. , Ferri, M., Modigliani, F. : Agk. S.484-488

1. FHA/Federal Housing Administration

1934 yılında ABD'de ipotekli konut kredilerine sigorta sağlamak amacıyla kurulmuş olup, uzun vadeli, düşük peşinatlı konut kredilerine bir standartizasyon getirmiştir. Bu kurumun sigortasından yararlanabilmek için; Kredinin, krediyi alan kimsenin ve taşınmazın belli standartları taşıması gerekmektedir. Başvuru ve uygunluk formları ile ipotek dökümanlarına da tek düze bir yapı kazandırılmış olup, kredilere de bir tavan getirilmiştir.

Konut Kredileri bireysel yatırımcılardan sağlanmaya başlanmıştır.

FHA yeni uygulamalar için kurucu ve öncü olmaktadır. Örneğin, 1977'de Ödemesi Kademelendirilmiş İpotekler (Graduated-Payment Mortgages/GPMS), 1984'de Ayarlanabilir Oranlı İpotekler (Adjustable-Rated mortgage/ARM's) organize etmeye başlamış; arkasından Ginnie Mae garantili programlara katılmıştır.

2. VA/Veterans Administration

1944 yılında ABD'de emekli askerlerin konut edinmesini kolaylaştırmak amacıyla, Kongre tarafından kurulmuştur. Konut ve konut kredisi kitlığı bulunan bir dönemde; ödeyecek peşinatı hiç olmayan veya çok az olan bu kesim için alacakları kredileri garanti edecek bir kurum gerekiyordu. VA tarafından garanti edilen krediler genellikle Fannie Mae tarafından menkul değerleştirilmek üzere alınmaktadır. 1980 yılında kadar bu kurum emekli askerler için doğrudan verilen konut kredisi programları da uygulamıştır.

3. FmHA/Farmers Home Administration

1946 yılında ABD'de kırsal çevrelerde konut yapımı veya iyileştirmesinin finansmanı amacıyla, piyasa faiz oranlarından borçlanamayacak kimselerin yararlanması için kurulmuş olup;

1. Doğrudan kredi vermekte,
2. Başka yerlerden bulunan kredilere garanti vermekte,
3. Bağış programları uygulamaktadır.

İşlemleri bölge ofisleri aracılığıyla yapmaktadır. Garanti ettiği borçları kendisi Menkul Değer halinde hâla arz etmemekte, Federal Financing Bank'a satmakta ya da hükümet ajansları aracılığıyla menkul değer haline getirmektedir. Verdiği ya da garanti ettiği kredilerin faiz oranları, subvansiyonla, piyasa faiz oranının altında tutulmaktadır.

4. Federal National Mortgage Association (FANNIE MAE)

1938'de özel sermayeyi bu piyasaya çekmek, gelişen bölgelerde yüksek faiz oranlarıyla sözleşmeler yapmak, sermayenin yoğun olduğu bölgelerdeki fonları, sermaye gereksinimi olan bölgelere aktarmak gibi önemli işlevleri sağlamak üzere kurulmuştur.

1968'de hükümet, bu kurumun özel sermayeli olmasını düşünerek -görevlerinin de farklılaştırarak- ikiye ayırdı; İkinci kurum "Ginnie mae-Government National Mortgage Association" dir. Hükümet destekli, özel mülkiyetli, bir kurum olarak devam eden FANNIE MAE'nin pay senetleri New York Borsasında işlem görür. Yönetim Kurulunun 10 üyesini hissedarlar seçmekte, 5 tanesini Devlet Başkanı atamaktadır. Kurum merkezinde toplam 1200 kişi çalışmakta , çeşitli eyaletlerde bölge ofisleri bulunmaktadır.

Fannie Mae sadece, FHA ile VA'nın ipotekli kredilerini satın almaktadır. (Özel ipotek bankerlerinden yapılan geleneksel ipotekli kredi alımlarını kademeli olarak azalan bir limite bağlamıştır) ve 1970'lere kadar bu satın almalarla piyasayı subvanse etmiş, 1981'de IDMD çıkarmaya başlamıştır. İpotekli kredi alımları, çıkaracağı menkul değer tutarı ile sınırlı tutulmaktadır. Çıkaracağı menkul değerleri miktar ve getiri oranı itibarıyla taahhüt eder, yani hem bedel taksitleri hemde faizleri garanti altındadır. Devlet garantisi değildir ama çok güvenilir. Uyguladığı swap programlarıyla, yani ipotek kredisi veren kuruluşların ellerindeki kredileri para yerine IDMD karşılığı satın alarak daha etkin çalışmalara geçmiştir.

5. Federal Home Loan Mortgage Corporation (FREDDIE MAC)

1970'de ABD'de kongre tarafından, geleneksel ikinci el ipotek piyasasını kaldırmak için kurulmuştur. Kuruluş sermayesi Federal home Loan Banks'in oydan yoksun \$100 Milyon'luk pay senetlerinin satışıyla sağlanmış olup yönetim

kurulu Devlet Başkanı tarafından FHL Bank yönetiminden seçilerek atanan üç kişiden oluşmaktadır.

Kuruluşundan itibaren 15 yıl vergiden muaf tutulmuştur. Bu nedenlerle yarı devlet kuruluşudur.

Yeni sermaye ihtiyacını dağıtılmayan karların rezerv olarak tutmak ve yatırımcılara bono satmak suretiyle karşılamaktadır. Merkezinde toplam 600 personeli, 7 şubesi vardır. Şubelerinden bazıları sadece underwriting işlemleri için açılmıştır.

FHMLC portföyünde çok az ipotek bulundurmakta, bunun yeride satın almalarını swap yöntemiyle yani çıkaracağı IDMD'ler karşılığında yapmakta ya da IDMD satışlarıyla aynı zamana raslamaktadır.

FHMLC tarafından çıkarılan IDMD'lere PC (Participation Certificate/Katılım Sertifikası) denmektedir. İlk parti 1971'de çıkarılmıştır. Bunun havuzunda, FHA sigortalı, VA garantili ipoteklerle birlikte geleneksel ipotekler de yer almaktadır. Katılım Sertifikalarında hem bedel taksidi hem faizi garanti altında olmakla birlikte bir çok, PC'de sadece faiz taksidi garantilidir. Bedel taksitleri ne şekilde toplanmışsa o şekilde dağıtılmakta; yatırımcıya ödemeler aylık olarak yapılmaktadır. İpotekli kredi havuzuna dayalı olan PC için muhtemel zarar karşılığı rezerv ayrılmakta; Alınan ipoteklerde, Kredi/Değer rasyosunun (LTV/Loan to Value Ratio) %80'in altında olması istenmektedir.

Finansman yöntemlerinden biri de; GMC's (Guaranteed Mortgage Certificates/Garantili İpotek Sertifikaları) çıkarmaktır. Bu Menkul Değer uygulamasında, yatırımcıya ana parası yıl sonunda, faizi 6 ayda bir ödenmektedir. FHMLC geleneksel ipoteklere dayanarak çıkardığı Katılım Sertifikalarında (PC) iki ayrı yöntem kullanır;

1. Nakit programı; Burada bir kaç ailelik ipotek kredisi satın alınıp buna dayanarak PC çıkarılmaktadır.
2. Garantör/Swap programı; Burada bir borç verenin elindeki ipotek havuzu aynı değerdeki katılım sertifikasıyla değiştirilmektedir. Bu yöntemle özellikle birikim kurumlarının likidite sorunu çözülmektedir. Onlar bu PC'leri; satabilirler, alacakları kredilere teminat gösterebilirler ya da bir yatırım olarak tutabilirler. Bu yöntem çok başarılı ve yararlı olmuştur; kaynak aktarımı ve ikinci piyasayı güçlendirmek

açılarındnan, Birde "Gold PC"(Altın Katılım Sertifikası) adlı bir IDMD çıkarılmıştır 1990'da. Bu geleceğe dönük bir araç olup hem faizi hem bedel taksidi garantilidir. Bir diğer IDMD tipi "CMO" (The Collateralized Mortgage Obligation/Teminatlı İpotek yükümlülükleri) yine Freddie Mac tarafından sermaye piyasasına sürülmekte; bu yolla da finansman sağlanmaktadır.

FHLMC çok sayıda aile ipoteline dayanan toplu konut kredilerine ön onaylı taahhütler (Aprior Approval Commitment)de sunabilmektedir. Bu uygulama kredi verenlere henüz işlemleri tamamlanmadan, KK'nin mekkul değeriştirilmek üzere devri konusunda kesin bir taahhüt sağlamaktadır. Böylece sonradan ortaya çıkabilecek sorunlar baştan önlendiği gibi , özel kreditorlerin girişim gücünde artırılmaktadır.

Freddie Mac'ın izinli dağıtım programlarında taahhüt ücreti yoktur. Ancak isteğe bağlı dağıtımlarda piyasa koşullarına göre bir ücret kararlaştırılır. Ön onaylı toplu konut kredilerine dayalı IDMD dağıtımlarda ise talep aşamasında %2 ücret alınmakta; kredi verilir sözleşme satın alındığında bunun yarısı iade edilmektedir.

6. Government National Mortgage Association (GINNIE MAE)

1968'de ABD'de Ulusal Konut Yasasıyla, devletin sahipliğinde kurulmuştur. Görev ve sorumlulukları daha önce Fannie Mae'nin yaptığı bazı işlerdir. HUD (Konut ve Kent Geliştirme Bakanlığı) bünyesinde bulunmaktadır.

IDMD programlarına garanti vermek dışında Ginnie Mae'nin iki temel işi daha vardı:

1. Özel destek Programı; Bu düşük gelirli ailelerin konut gereksinimlerine finansman sağlamak ve konut üretimi ve kredilendirilmesindeki artışı izlemek şeklinde yapılmaktadır.

2. Devlete ait ipotekleri yürütmek ve likidite etmek.

1982 rakamlarıyla Ginnie Mae'nin menkul değer programı, diğer tüm kamu ve özel kurumların garantisinin iki katından daha fazla (\$ 141 Milyar) olmuştur.

İpotek piyasasında bazı öncülük işlevleri bulunan Ginnie Mac, yeni tip bir IDMD yarattığı zaman, buna uygun kredi veren ve ipotek sözleşmelerini, havuza uygun özellikle düzenlenmiş olan özel kişi ve kurumlara yeni girişim imkanları doğmaktadır. Fiziksel menkul değer üretimi açısından Ginnie Mae'nin sınırlı bir rolü vardır. çünkü

o -Freddie Mac ve Fannie Mae'nin aksine- ipotek satın almaz, sadece özel kreditorlerin çıkardığı IDMD'e garantisini ekler.

Ginnie Mae pek riskle karşılamaz, çünkü; işlemci kurumlarda asgari sermaye koşulu aramakta ve onların kusuru dolayısıyla çıkan zarar ve batıklar onlara ait olacak şekilde düzenlenmiş sözleşmelerle çalışmaktadır. Onun garantisıyla çıkarılan ve "Ginnie Mae's" diye adlandırılan IDMD'ler iyi organize edilmiş bir pazarla, düşük ticaret masraflarıyla alınır-satılır, çünkü talebi ve işlem hacmi çok geniştir.

GNMA tarafından garanti edilmiş IDMD'ler, ilk olarak 1968'de, "MBS/Mortgage Backed Security" adıyla çıkarıldılar; en az 25.000\$'lık kupürler halinde ve 5.000 \$'lık basamaklarla artan kupürlerde satışa sunuldu, GNMA'nın garanti ettiği bu ipotek havuzunda sadece FHA, VA, ve FMHA kefaleti taşıyan sigortalı ipotekler yer almıştır.

"Ginnie Mae II" adı altında çıkarılan ikinci grup menkul değerler içinse merkez ödeme ve transfer acentası olarak Chemical Bank kullanılmıştır. Burada ipotek havuzu her çeşit ipotekten oluşturulmuştur; "Jumbo Pools" diye adlandırılmıştır.

Ginnie Mae'nin garanti altındaki IDMD'lerin faiz oranı (kupon üzerindeki) 50 temel puan daha yüksektir. Bunun 44'ü kredi ve servis ücreti ve ana parayı baştan sağlama riskine karşılık ödenmekte, 6'sı Ginnie Mae'ye kalmaktadır.

III.B.4 ABD'de IDMD İkincil Piyasasının Geliştirilmesi

İpotek piyasasının diğer menkul değer piyasalarında olduğu gibi birincil ve ikincil piyasa diye iki parça olarak ele alınması IDMD uygulaması açısından daha anlamlı olmaktadır. Bilindiği gibi ikinci el piyasanın rolü sermaye piyasası ile ipotekli konut kredilerini sürekli bir arada tutup bütünleştirmektir.

Birincil piyasada konut alıp satanlarla, borç verenler yer almakta; konutu ipoteklendirerek satmakta, kredi sözleşmesini yapıp aylık geri ödemeleri senet ya da sözleşmeye bağlamaktadırlar. Daha sonra ya bu kredilerin vadesine kadar tahsilatını yapmakta ya da menkul değerleştirme söz konusu ise ve doğrudan kendileri yapmak istemezlerse alacaklarını başka kurumlara, menkul değere dönüştürülerek birikimcilere arz edilmek üzere devredilmektedir. Bunlar; Kreditorler (Lender), İpotek Bankerleri (Mortgage Bankers). Birikim ve Kredi Kuruluşları (SL's). Dayanaklı birikim

Bankaları (Mutual Savings Banks), Ticari Bankalar (Commercial Banks), Kredi Birlikleri (Credit Unions) gibi ipotek kredileri veren kuruluşlardır.

İkincil Piyasalarda; gene İpotek Banka ve Bankerleri , Ticari Bankalar ve çeşitli birikim değerlendirme kuruluşları (Thrift Institutions, Mutual Savings Bank, Saving and Loan Associations) ile yatırım bankaları ve menkul değerleştirme amacıyla görev yapan bazı hükümet organizasyonları işlem yaparlar. Bunlar mevduata dayalı fon sahibi kurumlar olduğu gibi, özel ya da kamusal bazı fonları değerlendiren kurumlar da olabilir. Bireysel ve kurumsal yatırımcılar da doğal olarak bu piyasada söz konusu kurumlar aracılığıyla işlem yaparak yer alırlar.

Birincil ve ikincil ipotek piyasalarında görev ve fonksiyon sahibi şirket ve kuruluşlardan bazılarını önceki bölümlerde somut olarak ele almıştık ; bunları görevleri genellikle ikincil piyasanın ya beslenmesine ya desteklenmesine yönelik olmuştur. Bu kurumların yaptığı işler; esas itibarıyla ABD'deki ikincil piyasanın kuruluş aşamalarını ve fonksiyonlarını özetlemektedir.

ABD'de 1930-1960 arasında ikinci el piyasada (kamu kurumlarının işlemleri dışında) büyük bir hareket yoktu. Bunun da başlıca iki nedeni vardı;

1. İpotekli konut kredilerinde kurumsal kefaletler ve sigortalar gibi sağlam bir teminatın bulunmaması; IDMD'lerde devlet garantilerinin yokluğu,
2. İşlem sürecinin ve belgelerin belli bir standarda dayandırılmış olması dolayısıyla karmaşık olması.

İkincil piyasanın geliştirilmesi başlıca üç önemli adımla sağlanmıştır, öyleki;

- 1.Devletin yasal düzenlemeleri zamanında ve olumlu bir anlayışla yapması ikincil piyasanın gelişmesine katkıda bulunmuştur. Genellikle yasal düzenlemeler ve mevzuat ,

uygulamadaki gelişmelere öncü olarak yol gösterici olmuştur.

- 2.İpotek işlemlerine her açıdan standartlar getirilmesi ve terminoloji açıklığının ve bilgilendirme zorunluluğunun gene yasal olarak sağlanması piyasanın bütünleşmesini kolaylaştırmıştır. Bu hususların eksikliği yüzünden bir çok girişimcinin ve ihtiyaç sahibinin baştan çekimser kalması ve işten soğuması olgularına meydan bırakılmamıştır.

- 3.Kamu kuruluşlarının ipotekli kredileri önce satın alarak , sonraları satın alacağına

dairön onay vererek , daha sonralarıda swap programlarıyla devralarak menkul değerkleştirmeye öncülük etmesi ve bu fiili öncülüğün yanı sıra bu işe girişen özel kesim şirketlerinin menkul değerklerine ücret karşılığında olsa garantiler vererek onlarında yolunu açması piyasanın geliştirilmesinde çok yararlı olmuştur. Vergi teşvikleriyle de ayrıca finansal destek sağlanmıştır.

1938'de kurulan Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) kısa vadeli borçlanmalarla sağladığı fonlarla, FHA ve VA ait kredilerle yapılmış ipotekli konut kredi sözleşmelerini devralarak, ikinci el piyasanın oluşumunda en etkin başlangıcı yapmıştır.

Resmi organlarının standartlaşmış ipoteklerinin menkul değerkleştirilmesiyle başlayan gelişme başlangıçta özel kesimin geleneksel kredi pazarını olumsuz etkilemiş; Bunun üzerine The Federal Home Loan mortgage corporation (FHLMC/Freddie Mac) örgütlenip harekete geçirilerek, bu piyasadan ipotekli krediler satın alınmış ve durgunlaşması önelenmiştir.

Sadece kredilerin devralınıp menkul değerklestirmesi yeterli olmadığı için IDMD yatırımcılarına garanti vererek IDMD'lerin kabul görme şansını artırmak üzere Government National Mortgage Association (GNMA/Ginnie mae) kurulmuştur. Bu kuruluşun garantisi altında çıkan IDMD'ler kesin devlet garantisi taşıdığı için yatırımcıları çekmiştir.

İşte böyle güçlü bir devlet öncülüğü ile ikincil piyasa canlanmış yavaş yavaş etkinlik özel kesime aktarılmaya başlanmıştır. Özel kesim bir yandan IDMD çıkararak işlev yüklenirken, bir yandan da kamu kaynaklı olmayan özel fonların bu piyasaya akması sağlanmıştır.

III.C İNGİLTERE'DE IDMD UYGULAMALARI

ABD'de KK'nin menkul değerkleştirilmesi sistemi iyi yerleşmiş; IDMD'ler tutunmuş ve yaygınlaşmıştır. İngiltere'de ise 1850'lere dayanan ipotek karşılığı kredi geleneği olmasına karşın bunların menkul değerkleştirilmesi 1980'lerin ikinci yarısında yaygınlaşmaya başlamıştır. Yine de İngiliz İpotekli krediler piyasasında menkul değerkleştirme mekanizması sınırlı bir yere sahiptir; 1990 itibarıyla konut alımı için

verilen ipotekli kredilerin tutarı 287.9 Milyar Sterlin iken bunun ancak %1'lik bir kısmı IDMD olarak piyasaya çıkarılmıştır. (*)

İngiltere'de ipotekli konut kredileri piyasasında bankalar ve yapı kurumları (The building Societes) vardır. Özellikle 1980'li yıllarda yapı kurumlarının etkinliği artmıştır. Bankalar "İpotek Hizmeti/Mortgage Services" oluşturarak konut kredisi işlemleri yaparken, bir yandan da " The Building Societies Association" adlı bir birlik altında toplanmış olan yapı kuruluşları-ki sayıları 160'ın üzerindedir, (**) İpotek bankacılığı konusunda uzman olarak işlem yapmaktadırlar. Bu uzman ipotek kurumlarından önde gelen ilk 3 tanesi (The Mortgage Corp.Ltd, National Home Loans Corp. Plc. ve House Mortgage corporation Plc.) 1991'de İngiltere'nin toplam IDMD'lerin %67'sini çıkarmışlardır. (***) Oldukça güçlü

sermayeleri ve yaygın örgütleri vardır. Örneğin Halifax Building Society 1853'de kurulmuş, 1875'de kurumlaşmış olup 670 şube ve 2300 Ajans aracılığıyla 10 milyonun üstünde müşteriye hizmet veren 20 Milyar Sterlin sermayeli bir kurumdur. Ajanslar ise gelişmiş emlak komisyoncularıdır. Emlak alım-satımlarına aracılık yanı sıra buların ekspertizi, onarılması, yönetilmesi, kiralanması, kredilendirilmesi gibi konularda hizmet vermekte, emlak sahipleriyle müşterilerini yönlendirerek, kredilerin başlangıç formalitelerini yerine getirerek ipotekli konut kredisi piyasasına önemli katkıda bulunmaktadır.

— İngiliz yapı kurumları (ya da İpotek Şirketleri) çok eski tarihlerden beri konut edinme konusunda fonksiyoner olup, belli sayıdaki katılımcıya haftalık ödemeleri karşılığında konut sağlamak üzere işe başlamışlar, zamanla kalıcı olmuşlardır. Yani konut edindirme kooperatifi gibi iş gören ve tüm katılımcıları konut edindikten sonra faaliyeti biten bu eski

yapı kurumlarının yerine daha sonra devamlı hizmet verenleri kurulmuştur. Bunlar konut edinmek amacıyla olmayan kimselerden de faiz karşılığı para toplamışlar, konut isteyen kimselere daha hızlı ve etkin bir şekilde konut sağlayabilmişlerdir.

(*) Ferran; A.g.k S.2

(**) The Building Societies Association , (Broşür) London ,1983

(***) Ferran; A.g.k S. 2

Yasal düzenlemelerle belli koşullar getirildiğinden, zamanla sayıları düşmüş ama etkinlikleri artmıştır.

Yapı Kurumları Yasası (Building Society Act) kapsamında faaliyet yapmaktadırlar.

Çoğunluğu Amerikan olan yabancı bankalar da bu alanda faaliyet göstermektedirler.

İngiltere'de ipotekli krediler ortalama 25 yıl vadeli olarak verilmekte ama uygulamada

bunların kullanım süresi fiilen 7 yıl civarında olmaktadır. Yani borcu erken kapatma

ya da devir olayı fazladır. İpotek Kredilerinin fonlanması mevduata dayanmakla

beraber Kurumlarının teminatlandırılmamış normal bonolarla sermaye

piyasasından borçlanmaları da mümkündür. Ancak bu şekilde fonlama, toplam

yükümlülüklerinin %40'ını aşamamaktadır. Öte yandan bankaların ve yapı

kurumlarının sermaye yeterliliği rasyosu hesaplanırken de 1993'den bu yana ipotek

karşılığı krediler %100 ağırlıklı olarak hesaba alınmaktadır. (*) İşte bu yasal

nedenlerle ipotekli kredileri menkul değere dönüştürerek bilançodan çıkarmak

rahatlık sağlamak, banka ve kurumları İDMD piyasasına yönlendirmektedir. Yoksa

bu kurumlar ipotek kredisi alacaklarıyla teminatlandırmadan bono çıkararak daha

zahmetsiz ve ucuz fon sağlayabilirler. Nitekim bu yöntem de yaygın olarak

kullanılmaktadır. Ayrıca bu sektörün fonlanmasını kolaylaştırmak amacıyla "Vergiden

Muaf Özel Tasarruf Hesabı" (TESSA's/The tax Exempt Special Savings Account)

geliştirilmiştir. Esas finansman kaynağı bu yolla tasarruflardan sözleşmeli mevduat

olarak sağlanmaktadır.

İngiltere'de konut edinmek isteyenlere sunulan ipotek kredileri farklı özelliklere göre

çeşitlendirilmiştir. Bunların arasında alıcının gelir kaynağının varlığını araştırmayıp

sadece taşınmazın değerine önem veren "Self Certified/Kendinden onaylı" kredilerle

, bir konut almak için henüz hazırlık aşamasında olanlara potansiyel müşteri

önceliği veren "İpotek Sertifikaları" ilginç orjinal uygulamalardır.

(*) Ibid; S. 6

III.D İPOTEK PİYASALARINDA İŞ BÖLÜMÜ

İpotek piyasası ve bunun kapsamında saydığımız ipotek bankacılığı , çalışmamızın çeşitli bölümlerinde ele alındığı gibi farklı işlerin ve farklı işlevlerin farklı kişi ve kurumlarca yapıldığı genel bir sistemdir. Bir iskelet olarak ve piyasadaki işlevlerine ağırlık vererek başlıca işlemlerin kimler tarafından yapıldığını genel olarak ele aldığımızda aşağıdaki iş bölümü ortaya çıkmaktadır.

İpotek piyasalarıda fonksiyonel bir iş bölümü vardır. Bazı işlemler hükümetçe görevlendirilmiş kurumlar tarafındad yapılır. İşlerin bir çoğu ise kar amaçlı şirketlerce paylaşılmıştır.

İpotek piyasasında yer alan kurum ve şirketler öncelikle ikiye ayrılır;

a. Doğrudan ipotek karşılığı kredi verenler,

b. Diğerleri;

*Bu krediye aracılık edenler: Anlaşmalı Emlakçılar, Ekspertler, Brokerlar vb.,

*Bu kredi için borçlu lehine kefil olan garantörler: Emeklilik Yönetimi gibi daire ve birlikler,

*Bu krediyi geri ödememe riskine karşı sigorta edenler: Örneğin özel sigorta şirketleri,

*Bu kredileri, temliklen devralıp menkul değere dönüştürenler,

*IDMD'e garanti verenler: Örneğin, ABD'de ikincil piyasayı güçlendirmek amacıyla kurulmuş kamusal ajanslar (Ginnie Mac gibi),

*IDMD'leri ve dayanağını oluşturan ipotekli kredi havuzunu yönetenler,

*IDMD'leri ve dayanağını oluşturan ipotekli kredi havuzunu saklayanlar: (Yedemin Banka)

*IDMD'leri pazarlayan ve gerekirse " Underwriting " yapan şirketler,

*IDMD'leri risk ve getiri yönünden bir yatırım aracı olarak değerlendirilip derecelendirilerek yatırımcıyı bilgilendirenler: Derecelendirme Şirketleri,

*IDMD satın alan yatırımcılar.

Krediyi veren kurum, diğer tüm işleri (son iki tanesi dışında) kendisi de yapılabilir.

Kefalet, garanti ve sigorta gibi faktörlerin yerine kendisi bazı seçim kriterleri ve

riskten korunma önlemleri alabilir. Ancak iş bölümü ve işi paylaşarak yüklenenler ne

kadar çok olursa ikincil piyasa o kadar sağlıklı ve güçlü olacak, birincil piyasadaki finansörlere o kadar çok destek verecektir.

İpotek piyasasındaki temel kişiler şüphesiz konut alıcıları ve satıcılarıdır; Konut alıcılarının taşınması gereken temel özellik belli ve düzenli bir gelir kaynaklarının olmasıdır. Bunun yanı sıra bir de peşinat için gerekli birikimleri olmalıdır. Bunlar için bazı kolaylıklar da vardır; Eğer emekli iseler bağlı oldukları kurum (örneğin ABD’de Veteran Administration peşinat konusunu bertaraf etmektedir.) Konut alıcısının dikkat etmesi gereken nokta kendine uygun konutu, kendine uygun koşullarla seçip-seçmediğidir.

Konut satıcıları esas olarak yapımcılardır. Bunlar büyük yapı şirketleri de olabilir, küçük yapsatçılarda olabilir. Kendi evini yapanlara ya da yenileyenlere de ipotek karşılığı kredi verilebilmektedir; koşullar duruma göre ayarlanmakta ancak prosedürün temel prensipleri uygulanmaktadır. Kooperatifçilik ABD’de yaygın olmayıp, ülkemizde konut alıcılarının yapım için ortaklaşa hareket etmesine dayanan ve kredi kullanabilen bir örgüt olarak önemli bir yere sahiptir. Üzerinde ayrıca durulması gereken pratik işlevler kazanmıştır.

ABD’de birincil piyasada bulunan kreditorler (İDMD açısından orjinatorler) çok sayıda ve değişik yapılardaki kuruluşlardır. Özel ve kamusal olanları vardır.

Bir de kamusal kurumlar vardır ki fonksiyon ve görevleri itibariyle kreditor, garantör, işlemci olanları vardır. İlgili başlık altında ele alındığı gibi, önce konut sektörünü desteklemek, sonra ikinci piyasayı oluşturarak konut sektörünü doğrudan sermaye piyasasıyla irtibatlandırmak amacıyla işlem yapmaktadırlar.

III.E İDMD’DE GARANTİ VE SİGORTA UYGULAMALARI

İDMD’ler ve bunların dayandıkları konut kredileri birbirinden farklı konular olup “Sigortanın” krediler için geçerli olduğunu, Menkul Değerler içinse “Garanti’nin” söz konusu olduğunu görmekteyiz.

III.E.1 Garanti Uygulamaları

IDMD'ler yatırımcılarına belli bir süre boyunca faiz ve ana paranın geri ödenmesini sağlayan menkul değer olduğu için burada garanti; faiz ve ana para geri ödemelerinin aksamaması içindir.

Bu garanti öncelikle, IDMD'leri çıkaran kuruluşun, şirketin ya da bankanın kendisi tarafından verilmektedir; yani dayanak olan ipotek havuzunun teminatı dışında menkul değeri çıkaranında, herhangi bir yetersizlik durumunda kendi imkanlarıyla ödeme yapması söz konusu olabilmektedir.

İkinci garanti uygulaması, ABD'de GNMA tarafından yapıldığı gibi kamusal bir kuruluşun belli standartları taşıyan ipotekli kredi havuzlarından oluşturulan IDMD'lere belli bir ücret karşılığında garanti vermesidir. Bu garantinin kapsamı bazan sadece faizden ibaret olabilmekte, ana para için garanti gereksiz görülebilmektedir. Üçüncü yöntem, bir bankanın teminat mektubu ve benzeri yöntemlerle sağladığı garantilerdir. Bu yöntemlerle sağlanan garantiler, yatırımcıyı ana parasını ve faizlerini almak konusunda korumaktadır.

Ancak faiz riski denilen, piyasa faizlerinin yükselmesi karşısında kazancın yetersiz kalmasına karşı bir garanti bulunmayıp burada çeşitli Korunma (Hedging) teknikleri uygulanmaktadır. Opsiyon uygulamaları, çok uzun vadeli olan bu yatırım araçları için yararlıdır, ama yaygın değildir.

III.E.2 Sigorta Uygulamaları

Sigorta, krediler de hem borç vereni, hem alanı ve mirasçılarını ödeyememe riskine karşı korumak için kullanılan pratik bir teknik olup bazı sosyal örgütlenmelerin kefaleti de bir tür sigorta işlevi görmektedir.

Sigortanın bedeli, borçlu tarafından yüklenilmektedir. Bu ya faiz oranına; $1/8-1/14$ arası bir oran fazlalığı olarak eklenir ya da başlangıçta toptan ödenir. Sigorta priminin tutarı Kredi/Değer oranı ile doğru orantılıdır.^(*) Yani kredi tutarı, konut değerine oranla ne kadar düşük ise sigorta primi de o kadar düşük olacaktır. İpotekli kredilerde sigorta başlıca 3 şekilde sağlanmaktadır.

^(*) Fabot.F J: A.g.k S 359

1. Özel ya da kamusal yapıdaki bir kurumun kefaleti;

Örneğin ABD'de emekli askerler ve çiftçiler konut amaçlı kredi kullanırken VA/Veteran Administration/Emeklilik Yönetimi, veya FmHA/Farmers Home Administration/Çiftçi Konut Yönetimi bazı kefalet garantileri sağlayarak mensuplarını desteklemekte, kredi verenlerin riski azalmaktadır. Zaten bu tür krediler bazen "Sigortalı Krediler" diye adlandırılmaktadır.

2. Özel İpotek Sigortası(PMI/Private Mortgage Insurance):

Bu bir genel sigortacılık dalı olarak uygulanmakta olup, kredi verenlerin özellikle Kredi/Değer orantısının yüksek olduğu kredilerde aradığı bir sigortadır. Sigorta şirketi borçlu borcunun kalanını ödeyemediği zaman, teminat olan taşınmazın bedeliyle karşılanamayan kısmı kapatmaya sağlamakta, buna karşılık bir prim almaktadır. Bu prim genellikle aylık kredi taksitlerinin 1/12'si tutarında olup kullanıcısı tarafından ödenmekte, maliyeti yükselmekte, buna karşılık portföy açısından kaliteyi yükseltici olmaktadır. Sigortanın kapsamı poliçede belirlenen koşullara göre bazen sınırlı olabilmektedir.

Bu özel sigorta, menkul değer düzenlemek üzere havuz oluşturulduğunda da ayrıca sağlanabilmektedir. Ancak seçilen sigorta şirketinin hasar ödeme yönünden itibarı düşükse gereksiz yere portföyün derece düşmesine de yol açılabilir.^(*)

3. Hayat ve Kaza Sigortalarıyla Sağlanan Güvence;

Burada borçlunun hayat sigortası, ölümü halinde kalan borç taksitlerinin sigorta şirketlerince ödenmesini sağlayacak kapsamda yapılmakta böylece hayatta kalan aile üyeleri de evde yaşamaya devam edebilmektedir. Bu tür hayat sigortaları, zamanla borç bakiyesinin düşmekte olması dolayısıyla pahalı olmamaktadır.^(**)

^(*) Ferran, A.g.k, S:175

^(**) Fabot F.J; A.g.k/ S. 557

Ayrıca kredi konusu taşınmazın çeşitli kazalara karşı sigortalanması ve bu sigortalarda kredi verenlerin lehdar olarak gösterilmesi, krediye dolaylı bir güvence sağladığı için burada saymakta yarar vardır. (***)

İpotek kredilerinde Sigorta uygulamanın bir diğer fonksiyonunda tarafların daha sınırlı olanaklara dayanarak daha büyük işlere girişebilmeleridir. Şekil X'de bu fonksiyon açıklanmaktadır.

ŞEKİL : X ÖZEL İPOTEK SİGORTASININ İŞLEVLERİ

A.

Sigortasız

geleneksel İpotek Kredisi

Konut Değeri :	1 Milyar TL
Net Değer	200MilyonTL Peşinat
Sigortasız İpotek	800 Milyon TL İpotek Kredisi (sadece faiz ile Ödeme)

B.

Özel Sigortalanmış

geleneksel İpotek Kredisi

Konut Değeri:	1 Milyar TL
Net Değer	100 Milyon TL Peşinat
Sigortalı Risk	100 Milyon TL'lik İpotek Kredisi
Sigortasız İpotek	900 Milyon TL İpotek Kredisi (Faiz + Sigorta primi ile Ödeme)

KAYNAK: D. Kidwel; R, Peterson; Financial Institutions, Market and Money

*** Deppar, H; Handbook of Mortgage Banking Probus Public Company, Chicago 1993 S.104

Burada, özel sigorta uygulaması yapılarak kreditor risk almaksızın ve kredi/değer orantısını gerçek oranda bozmadan 800 Milyon TL yerine 900 Milyon TL kredi vermekte, krediyi kullanan ise 200 Milyon TL peşinat yerine 100 Milyon TL peşinat ile aynı konutu alabilmektedir. Devreye sigortanın girmesiyle, konutun değer düşüşünün ve kredinin geri ödenmemesinin riskleri kısmen sigorta şirketine aktarılmakta buna karşılık faiz oranı sigorta prim taksidi kadar yükselmektedir.

III.F. İDMD'İN DERECELENDİRİLMESİ

ABD'de hükümet ajansları tarafından çıkarılan devlet garantili İDMD'lerin yanı sıra özel İDMD'lerde piyasaya çıkınca-1970'lerde-"Derecelendirme Şirketleri"(Rating Comp.), bunların kalitesini araştırarak yatırımcılara yardımcı olmak işini üstlenmişlerdir.

Derecelendirme şirketleri, yatırım araçlarını risk ve getiri yönünden alternatiflerine oranla değerlendiren böylece yatırımcıya yön veren şirketler olup, derecelendirdikleri menkui değerler "Yatırım Dereceli kağıt" (Investment Grade Paper) diye adlandırılmaktadır.

Bu şirketler sadece bilanço yorumları ve analizleri yapmazlar tüm ihtimalleri göz önünde bulundurarak her faktörü detayıyla inceleyerek karar verirler. Örneğin bir İDMD'e derece verirken; kredilerin her birinin durumu itibarıyla ipotek havuzunun kalitesini; garanti, sigorta ya da kredi desteği sağlayan bir kurum olup-olmadığını varsa gücünü ve garantisinin koşullarını; ipotek hizmetini yapan kurumun hizmet etkinliğini değerlendirmeye alırlar. Örneğin Standart And Poor's Corporation şu dört özel ölçütü değerlendirme yapmaktadır:

1. İDMD'in mevzuat yönünden düzeni,
2. Teminat oluşturan kredilerin kalitesi,
3. Kredi teminatlarının özelliği,
4. Geri ödeme planının yapısı,

Başka şirketlerin ölçütleri arasında; İDMD'i düzenleyen kurumun gücü ve yönetim becerisi de yer almaktadır."

"Duet, Edwin; "Quality ratings of MBS," Real Estate Review . September 1990 S 59

Kredi teminatları; ipotek sigortası, banka garantisi veya tahsis edilmiş herhangi bir kredi limiti, nakit rezerv, teminat marjı gibi farklı türlerden olabilmektedir.

Derecelendirme yapılırken bunların her biri değerlendirilmektedir. Esasen IDMD'ler düzenleyen kurumun kendi garantisini taşımaktadır, kurumun muteber olması durumunda yatırımcı sadece ipotek portföyünün (havuzun) kalitesini göz önüne alacaktır. Örneğin kredi derecesi B olan bir bankanın, yine B dereceli bir şirketin sigortasını alarak çıkaracağı bir IDMD'in A derece olması çok zor koşulların yerine getirilmesiyle mümkündür. Bu durumda borçların ödenmeme ihtimalinin büyüklüğü önem kazanacaktır. Bunu ölçerken;

1. İpotek Değeri/Kredi Tutarı oranı,
2. Taşınmazın cinsi ve özellikleri,
3. İhtiyaten alınan önlemler,
4. Taşınmazın coğrafi konumu,
5. Kredinin amacı ve ödenme özellikleri,
6. Hile ihtimalleri, açılarından değerlendirme yapılır.^(*)

Ancak (Pass-through/Aktarımlı) ipotek katılım sertifikalarından farklı IDMD türlerinin, özellikle türevlerinin derecelendirilmesi çok zordur. Çünkü, dalgalı faiz oranlarına bağlanmak, sadece ana para ödemesine ya da faiz ödemesine dayandırılması gibi çeşitli yapısal özelliklerle ayrılmışlardır.

Bilindiği gibi yüksek dereceler olarak tercih edilen yatırım araçları arasında yer alan IDMD'ler bu başarılarını, ipotek piyasasındaki kurumların ciddi çalışmalarına ve itibarlarına öncelikle borçludurlar.

III.G İPOTEKLİ KREDİLERDE, IDMD'DE VE MENKUL DEĞERLEŞTİRMEDE

RISK

İpotekli kredilerdeki riskler, kreditorler açısından; IDMD'deki riskler yatırımcılar açısından; Menkul Değerleştirme işlemindeki riskler ise özellikle düzenleyiciler açısından önemlidir. Bu riskler bir aşamadan diğerine yansır.

İpotekli Kredilerdeki Riskler;

1. Ödememe riski (Kredi riski),

^(*) Duet : A.g.k S: 62

2. Erken Ödenme riski,
3. Faiz riski (Gelir riski),
4. Likiditeden uzak kalma riski ,
5. kredinin kullanılmama riski,

olarak beş ayrı gruba ayrılır. IDMD'lerde ise bu risklerden ilk dördü aynen kalabildiği gibi ikincil piyasanın gelişmişliği ve IDMD'lerin gelişmişliği ölçüsünde tamamen elimine edilebilir. Şöyleki;

1.Ödememe Riski (Kredi Riski); Verilen kredinin borçlu tarafından geri ödenmemesi, teminatların nakde çevrilmesi için takibe geçilmesi ve teminatların yetersiz kalması durumunda zaman ve emek yanısıra para kaybına da yol açan bir risk olup , sigorta mekanizmasıyla önlenebilmektedir. Sigorta kredi aşamasında sağlanabildiği gibi menkul değer aşamasında ek sigorta ve garantilerle kesin bir güvenceye ulaşılabilmektedir. Esas itibarıyla menkul değer tek bir krediye değil bir portföye dayanmaktadır. Bu yapı içinde ödenmeyecek bir kaç kredinin etkisi azalmaktadır. Buna da menkul değerlerin ödenmeme riskine karşı yapısal üstünlüğü görülmektedir. IDMD'lerin bir ipotek havuzuna dayanma şeklindeki yapısal özelliğinden sağlanan ve kredinin ödenmeme riskinin yatırımcıya yansımaları önleyen bir yöntemde -yapay olmakla beraber- havuzun A grup ve B grup diye kredilerin kalitesine göre farklılaştırılmasıdır. IDMD türleri bölümünde açıkladığımız gibi B grup kredilere dayanan (Subordinated structur) IDMD'lerin riski yüklenmesi pahasına , A grup kredilere dayanan (Senior structured) IDMD'ler bu riskten kurtulmaktadır. Bu uygulamada kredi riskinden korunma yöntemleri arasında sayılmaktadır^(*)

2. Erken Ödenme Riski; Belli koşul ve teminatlarla verilen kredinin borçlu tarafından vadesinden önce kapatılmasıyla, kreditorün parasına beklemediği bir zamanda kavuşması şeklindeki bu ilginç risk ancak belli koşullarda zarara yol açar. Örneğin kredinin faiz düzeyi yüksek, teminatı sağlam iken piyasa koşulları değiştiği için ayrı olanakları sağlayacak şekilde yeni bir yatırım yapılamazsa zarar söz konusu olacaktır. Bir yandan da yapılan planlar aksamış olduğundan portföyün yönetimi yeni çabalar gerektirecektir.

^(*) Ferran, E. ; Agk..S.175

Bu risk de menkul değ erlerin yapısına göre önlenebilmektedir. Örneğin, aynı ipotek kredisi havuzuna dayandıkları halde vade ve geri ödeme koşulları itibariyle alt sınıflara ayrılan  DMD'lerde (CMO's) bu risk kısmen elimine edilebilmektedir.

3. Faiz Riski (Gelir Riski); Eğer verilen faizi oranı kredi süresince sabit kalacak şekilde s ze meye bağlanmı sa ve daha sonra para piyasalarında faiz oranları y kselmi se kreditor parasını düşük getiri ile bağlamış olduğu için zarara uğrayacak; Bu tür kredilere dayanan  DMD'lerin de fiyatı düşecektir. Bu riske, gelir farklılaşması riskine denmektedir. Olaya enflasyon açısından yapılacak değerlendirmelerle yakla tığımızda hem kreditor, hem de borçlu için ayrıca bir satın alma gücü riski de söz konusu olacaktır.

Ancak ayarlanabilir faiz oranlı kredi sözleşmelerine bağlanmış kredilerde ve bu tür KK'ne dayanan  DMD'lerle bunların faizleri için garanti almış olması durumlarında bu risk önlenebilmektedir.

4. Likiditeden Uzakla ma Riski; Kredinin vadesinden önce ödenmesi özellikle faizlerin yükseldiği dönemlerde çok zayıf bir ihtimaldir. Ancak ikincil piyasanın geli mi  olması durumunda menkul değerler için bu risk daha da düşüktür      gerektiğinde satılarak likiditeye geçilebilir. Bunun için de piyasaların geli mi  olması, satılmak istenen menkul değere kolayca alıcı bulunabilmesi gerekmektedir.

5. kredinin kullanılmama riski (Fallout Risk); Kreditorlerin iyi fiyat ve hizmet sunamamaları halinde kar ıla abilecekleri ilginç bir risk türüdür; doğal olarak  DMD'lere ve yatırımcılarına yansımaz.

Kredilerin menkul değere dönüştürülmesi her zaman amaca ula tırmayabilir. Yani ipotekli krediler için sayılan risklerin önüne ge ilmeyebilir. Esasen menkul değerle tirme riskleri yok etmek için değil, etkisini dağıtarak azaltmak için yararlıdır. Bu da menkul değerin türüne ve türünün koşullarına göre değişik ölçülerde olacaktır.

Yukarda KK için sayılan risklerin dışında  DMD'ler için  u risklerde ayrıca söz konusu olacaktır;

1. Pazar Riski; Çıkarılan her menkul değer satın alacak yatırımcı bulamayabilir. IDMD'in kalitesi, aldığı derece, sağlayacağı getiri gibi kendine ait faktörlerle; finansal piyasalardaki koşullar, rekabet ortamındaki alternatifler buna neden olabilir. Ancak bir yüklenimci (Underwriter) aracılığıyla menkul değerleştirme yapılmışsa onun tarafından satın alınacağından risk aktarılmış olur.
2. Fiyat Riski; Piyasa koşullarının kısa sürede değişmesi ya da başka yatırım seçeneklerinin belirmesi dolayısıyla çıkarılan menkul değerler istenen fiyata müşteri bulamayabilir, satış ancak düşük fiyatlarla mümkün olabilir ya da satın alanlar tekrar satışa geçebilirler.

Menkul değerın düzenleyicisi açısından sayılan bu iki temel riskin etkilerinin yanı sıra;

1. Eğer krediler devralınarak menkul değeriştirilyorsa,
2. Bu amaçla kredi kullanılmışsa,
3. Eğer menkul değerler başka bir ülkede pazarlanmak üzere düzenlenmişse, ayrıca kredi, kur, transfer, tasfiye riskleri çeşitli zorluklar olarak kendini gösterebilir.

Bilindiği gibi finansal piyasalar geliştikçe yatırımcıları çeşitli mali risklerden koruyan teknikler; bu arada Futur ve Opsiyon gibi araçlar çıkmaktadır. Genellikle Hisse Senetlerinin değeri ve döviz kurları üzerinde opsiyonlar; faiz oranları üzerinde Futur sözleşmeler yaygınlaşmaya başlamıştır.

Bir araştırmaya göre ABD'de işlem gören futur sözleşmeleri ürün bazında; %43 faiz oranı, %19 tarımsal ürünler, %11 Borsa Endeksleri, %9 Enerji Ürünleri, %9 Döviz, %8 Değerli madenler, v.s. üzerinde dağılmaktadır.^(*)

Ancak IDMD için finansal risklerden özel korunma araçları yeterince gelişmemiştir. Bu nedenle faizlerin gidişatına bakılarak "Hazine Bonosu Futur Sözleşmeleri" ile korunma sağlanma teknikleri geliştirmektedir.^(**)

* Karahan, Hakan; "Sermaye Piyasalarının Ekonomideki Yeri ve Önemi" ,Finans Dergisi, İstanbul, Temmuz 1992

** Batlin Carl; "Hedging Mortgage-backed Securities with Treasury bank Futures" . Journal of Futures Markets/December, 1987 S.657

"Hazine Bonusu Opsiyonları"da, büyük portföyler için kullanılabilir. IDMD faizleriyle hazine bonusu faizleri arasında bir paralellik kurularak değerlendirme yapılmakta, ancak erken ödemeler dolayısıyla özel çalışmalar gerekmektedir.

III.H IDMD PORTFÖY VERİMLİLİKLERİNİN VE GÜNLÜK DEĞERLERİN BELİRLENMESİ

Verim ve değer belirleme çalışmaları yönünden IDMD'ler diğer kıymetli kağıtlara göre temelinde bir farklılığa sahiptirler; kredilerin erken ödenmesi ihtimali ve bu ihtimalin hangi durumlarda ne oranda gerçekleşerek yatırımcısına belli bir erken itfa ile yeniden yatırım araştırması zahmeti çıkarabileceğinin bilinmemesi, dolayısıyla bu konuda tahminler yapılması ve tahminlere dayanılarak hesap yapılması gerekmektedir.

İkinci zorluk, türev ve yapay IDMD türlerinde Risk/Getiri dengesinin; her birinin yapısal özelliklerine göre belirlenmesinin zorunlu olması, bunuda özel teknikler gerektirmesidir. Örneğin ipotekli kredilerin sadece faiz ödemelerine ya da sadece ana para ödemelerine dayandırılmış (şeritlendirilmiş) IDMD'ler için finansal piyasalardaki gelişmeler farklı yönde ve farklı şiddette etki yapacaktır.

Genellikle;

- a. İpotek kredilerinin piyasa değerine, ya da
 - b. Beklenen fon akımının bugünkü değerine bakılarak değerlendirmeler yapılmaktadır. Bu yöntemlerden ikincisi daha gerçekçi olup ABD'de uygulanmakta ama FHA tarafından toplanan geçmiş dönemlere ait erken ödeme istatistiklerine bakarak gelecekteki muhtemel erken ödemeleri tahmin etmeyi gerektirmektedir. (*)
- Yatırımcı açısından IDMD konusunda portföy çalışmaları (Duration ve Convexity) yapmanın zorluğu ve kolaylığı çok çeşitli olan IDMD türüne göre değişmektedir.

(*) Murphy, Austin, "An emirical Test of Option Pricing Model of MBS Pricing" Journal of Economics and Business, February, 1991, S. 37

(***) Murphy, Austin, "An emirical Test of Option Pricing Model of MBS Pricing" Journal of Economics and Business, February, 1991, S. 37

IV.A YAPI SEKTÖRÜNÜN EKONOMİDEKİ ÖNEMİ

Yapı sektörü ekonominin lokomotif sektörlerinden biri olup, bu sektördeki gelişme ya da gerileme diğer birçok sanayi sektörünü doğrudan etkilemektedir. Yapı çalışmaları öncelikle çeşitli ham ve mamul madde kullanımını gerektirmekte, bunun yanı sıra destek hizmetlerede gereksinim duyulmaktadır. Dayanıklı tüketim malları dışında 300 çeşit ürünün yapı sektörü için üretildiği belirlenmektedir. Yapı sektörüne bağlı bu sektörler, sağladıkları girdi oranında etkilenmekte olup Tablo II'de gösterilmişlerdir.

TABLO II

YAPI SEKTÖRÜNE BAĞLI SEKTÖRLER

Sektörler	Sağladığı girdi (%)
Demir-çelik	18.30
Çimento	13.50
Kereste	11.20
İnşaat toptan ve perakende Tic	10.84
Seramik	10.22
Karayolu taşımacılığı	9.75
Taş Ocakları	3.77
Banka, sigorta ve kooperatif	2.95
Mobilya ve mefruşat san.	2.93
Elektirikli makineler	2.92
Cam	2.50
Metal eşya	1.86
Diğer kimyasal maddeler	1.68
Denizyolu taşımacılığı	1.43
Petrol arıtımı	1.26
Motorlu kara ulaşım araçları	1.23
Kişisel ve emesleki hizmetler	1.17
Diğer sektörler	2.49

Kaynak: DİE/ (CAPİTAL 4/95)

Dayanıklı tüketim eşyası üreten sektörler de, konut sayısı artışından olumlu etkileneceğinden; dolaylı olarak yapı sektörünün etkisi içindedir.

Yapı sektörü, işsizlik sorununa çözüm bulmak için de çok uygundur, çünkü burada kalifiye olmayan işgücü kullanılabilmekte, yaygın bir coğrafya alanında - neredeyse ülke çapında- kısa bir süre içinde işe başlatılabilmektedir. Oysaki başka bir sanayi ya da hizmet sektöründe hem istihdam edilecek kişi başına yüksek tutarlarda yatırım gerekmekte, hem de uzun bir kuruluş süresi gerekmektedir. Kaynaklar, yapı sektöründe 1 milyonun üstünde insanın çalıştığı bunların 50 bine yakın kısmının yurt dışı şantiyelerde bulunduğunu bildirmektedir.

Sanayi ve ticaret odalarına kayıtlı yüklenimci sayısı 40 bin civarında olup bunlardan 25 bin tanesi müteahhitlik karnesi sahibidir. Kayıtlı olmayanlarla birlikte iş yapan yüklenimcilerin 60 bin kadar olduğu tahmin edilmekte; Bunların ancak 60-70 tanesinin büyük, 2000 kadarının orta ölçekli, kalanının küçük girişimci ve şirketlerden oluştuğu anlaşılmaktadır. (*)

Cumhuriyetle başlayan bayındırlık çabaları, baştan bazı yabancı yüklenimcilerle hareketlenmişse de kısa zamanla yerli yüklenimciler desteklenerek ön plana çıkmıştır. 1929-33 krizi ve II. Dünya Savaşı yıllarının yarattığı durgunluğun arkasından özellikle kamu yatırımlarında yerli yüklenimcilerin artan sayıda yer aldığı görülmektedir. 1960'lı yıllarda özellikle köyden kente göç olgusuyla;

1) Gecekonduculuk arttı,

2) Şehirlerdeki arsalar değerlendirildi,

3) Kat karşılığı yapım uygulaması yaygınlaştı ve böylece konut yapımı, yapı sektörü içinde ön plana çıktı. 1970'li yıllarda kooperatifleşme ve özellikle petrol zengini ülkelerin bayındırlık atakları dolayısıyla yurtdışı yüklenimcilik ortaya çıktı. bu aşamalarla, konut yapımlarında düzenli bir gelişme sürecine girilirken, yüklenimcilikte; makina parkı, sermaye ve teknik bilgi kullanımı yönünden olgunlaşmıştır.

Gelişen yapı yüklenimciliği daha sonraları eski Doğu Bloku ülkeleri başta olmak üzere çok geniş bir coğrafyaya yayılarak 25 milyar \$ civarında bir yüklenim hacmine ulaşmıştır. Ayrıca 1980'li yıllarda Türkiye'de yapılan büyük bayındırlık ve alt yapı

(*) Yapı Dergisi/Kasım 1992 Sayısı Ve Capital Dergisi 4-95 Sayısı

alışmalarında genellikle yabancı ortaklarla birlikte çalışılarak uluslararası nitelikler kazanılmıştır.

1984'de Toplu Konut İdaresi'nin ve Toplu Konut Fonu'nun kurulmasıyla konut sektöründe büyük bir canlanma görölmüşür. Ancak bu canlanma, Toplu Konut Fonu ve Kamu Kaynakları'nın kullanılmasında tutarlı olunamaması, kooperatiflerin giderek yönetim sorunlarıyla birlikte amaç netliğinden uzaklaşması ve gecekonduculuk rantlarının maksimize edilmesi hareketleri gibi nedenlerle sağlıklı bir gelişme ve yapılaşma sürecine girememiştir.

Yapı sektörünün, GSMH içindeki payı Tablo III'da GSMH artışı ile gösterdiği korelasyon Tablo IV'de gösterilmiştir.

TABLO . III **YAPI SEKTÖRÜNÜN GSMH İÇİNDEKİ PAYI**

<u>YILLAR</u>	<u>%</u>
1983	5.8
1984	6.0
1985	6.6
1986	6.6
1983	5.8
1984	6.0
1985	6.6
1986	6.6
1987	6.5
1988	6.5
1989	6.1
1990	5.5
1991	5.4

Kaynak: TSKB SEKTÖR RAPORLARI

TABLO . IV GSMH VE İNŞAAT SEKTÖRÜNÜN BÜYÜME HIZLARI (%)

Dönem	GSMH	İnşaat Sektörü	Konut
1991	0.9	1.1	2.4
1992	6.0	6.0	2.5
1993	7.5	6.9	2.8
1994 (1.Çeyrek)	4.3	2.9	2.9
1994 (1.Çeyrek)	-11.3	-2.1	3.0
1994 (1.Çeyrek)	-7.9	-0.3	3.0

Kaynak: Capital Dergisi 1995/4

Lokomotif olmak, hızla istihdam yaratmak ve Milli Gelir içinde büyük bir paya sahip olmak gibi önemli özellikler taşıyan yapı sektörünün bir diğer önemli özelliği de ekonomik krizlerden az etkilenmesi ve bu etkinin gecikmeli olarak yaşanmasıdır. Bir yerde stabilizatör sektör olabilmektedir. Bunun nedeni; yapı sektörünü dayandığı üç alt bölümün yani; konut üretimi, Kamu Bayındırlık Yatırımları, Yurtdışı Yüklenimcilik işlerinin birbirinden farklı özelliklerde olmaları dolayısıyla, birindeki krizin diğerlerine ağırlık verilerek dengelenebilmesidir. Ayrıca; başlanan bir iş kolay kolay yarım bırakılmamakta geciktirilerek de olsa bitirilmesi yani krize direnilmesi rasyonel olmaktadır. Konut yapımında maliyetler satış fiyatlarına yansıtılabilmekte, krizler böylece geçirilebilmektedir; yeter ki talep kesilmesin.

Konutlar, Yapı sektöründe; 1. Sırada bulunmakta, ticari yapılar 2., sinai yapılar 3. Sırada yer almaktadır. Örneğin 1991 yılında 46.4 milyon metrekare konut, 8.4 milyon metrekare ticari yapı, 3.2 milyon metrekare sinai yapı izni verilmiştir. Yurtdışı yüklenimlerde de konut yapımı ilk sırada yer almaktadır. Ancak Tablo V'de görüldüğü gibi; konut yapımının, yurtdışı yüklenimler arasındaki ağırlığı azalmaktadır.

TABLO . V **YÜKLENİMCİLERİN YURTDIŞI İŞ DAĞILIMI (%)**

İşin türü	1970-1989	1990-1994
Konut	43.74	28.60
Bina	9.15	15.98
Altyapı	14.65	6.26
Otel/Hastane	4.08	13.89
Sulama	3.17	16.14
Baraj/Enerji Sant.	6.35	4.37
Yol/Köprü/Tünel	8.45	2.27
San. Tesisi/Rafineri	1.60	7.08
H. Alanı/Liman	1.38	2.24
Diğer	7.43	3.17

Kaynak: TMB/UMB veri tabanı (Türkiye Mühendisler Birliği üyelerini kapsıyor.)

IV.B YAPI/KONUT SEKTÖRÜNE DEVLET DESTEK VE KATKISI

Hükümetler, devletler konut ve sosyal amaçlı yapılar için bazı destekler sağlamak, bunun için de, fon ayırmak ya da gelir fedakarlığına gitmek durumundadır. En önemli katkıları bu alanda etkin ve kalıcı organizasyonlar, planlar ve örgütlenmeler yapmaları ve önderlik etmeleridir. Katkıları bazen de olumsuz sonuçlar verebilmektedir.

Devlet, özellikle kentleşme olgusuna önder olarak karışmayıp, sonradan devreye girdiği için; Ne planlı bir kentleşme olabiliyor ne de kuralları kanunca belirlenmiş piyasa mekanizması işleyebiliyor. Kent dışı gelişen alanlar (gecekondular) kentsel sistemle entegre olmak için sosyal hizmetleri sağlamak gibi temel konularla uğraşmak yerine kurdukları belediyeler öncelikle tapu sağlayarak meşrulaşmayı

gerçekleştirmek için çalışıyor. Bu durumda devlet ya popülist ya polisiye tavırlar takınmak durumunda kalıyor. Devlet Müdahalesi dört genel başlık altında özetlenebilmektedir: yasal düzenlemeler, parasal yardımlar, kredi ve ipoteklere garanti vermek ve doğrudan yatırımlarda bulunmak.

Dünyada ve ülkemizde bazı katkılar ve destekler fiilen ve başarıyla uygulanmakta, bazıları dilek aşamasında beklemekte, bazıları için de başlangıç girişimleri yapılmış olup sahipsiz ve takipsiz tutulmaktadır.

Şöyleki:

IV.B.1 Arsa Üretimi ve Arsa Tahsisi

Arsa ofisi, Valilikler ve Belediyeler, uydu kent şeklinde ya da gecekondü önleme bölgesi şeklinde geniş arazileri, ihtiyaç sahiplerine belli sürelerde ve koşullarda, konut yapmak üzere uygun bir ödeme planıyla satmakta, Böylece sağlıklı bir kentleşmenin temelinden hareketle konut yapımına katkıda bulunabilmektedirler. Bu yetkiye sahiptirler.^(*) ^(**)

IV.B.2 Vergi Teşvik Uygulamaları

Dünyada ve ülkemizde konut üretimi ve edindirilmesi teşvik edilirken çeşitli vergi-harc kolaylıkları, indirim, istisna ve muafiyetleri sağlanmaktadır. Çok çeşitli olan bu uygulamalara bazı örnekler aşağıya çıkartılmış olup bir çoğu ülkemizde de uygulanmaktadır;

1. Yeni alınan bir konutun ilk 5 yıl için, yıllık emlak vergisinden muaf tutulması,
2. Konut alım kredilerinin faizleri üzerinden vergi alınmaması ya da herhangi bir fon kesintisi yapılmaması,
3. Yeni alınan ya da yapılan konutla ilgili ipotek işlemlerinden harc alınmaması,
4. Krediyle sosyal konut alımlarında vergi uygulanmaması,
5. Konut için ödenen faizlerin gelir vergisi matrahından düşülmesi,

Devletin bu destekler dolayısıyla uğradığı gelir kaybı, aslında yapı sektörüne bağlı sektörlerin canlanması dolayısıyla artan başka tür vergilerle, fazlasıyla karşılanmaktadır. Şöyleki;

^(*) 2.2.1987/19370 tarih ve sayılı R.G. ;Toplu Konut Kanunu , Uygulama Yönetmeliği Md.4

^(**) 10.05.1969/13195 Tarih ve Sayılı R.G/ Arsa Ofisi Kanunu md. 1 ve 2

1. Konut Kredisi kullanılarak yapılan konut alımlarında bedeller gerçek seviyede beyan edileceğinden, diğer konut alım-satımlarında da bu emsal gözetilmek zorunda kalınacak, dolayısıyla düşük beyan yoluyla kaçırılan vergiler önlenecektir.
2. Yapı sektörünün canlanmasıyla, bağlı sanayi sektörlerindeki üretim artışı ve ticaret hacminin genişlemesi buna bağlı olarak kârlılığın ve istihdamın artması; Katma Değer Vergisi, Kurumlar Vergisi, Gelir Vergisi gibi vergi türlerine yansıyacaktır.

IV.B.3 Fon Sağlanması

Konut yapımı için gerekli olan harcamalar, konut edinmek isteyen bireyler tarafından ve onların oluşturdukları kooperatifler tarafından yapılan ön birikimlerle çok yavaş yapılabileceğinden başlangıçta devletin belli sayıdaki konutun üretimi için belli bir miktarda fon aktarması; hane halkı evine yerleştikten sonra, kira ödemeleri sona erip kazançlarının kullanılabilir kısmı rahatlayınca, uzun vadeli taksitlerle geri alması ve konumuzun özü itibarıyla bu geri ödemelerin menkul değerlendirilmesi yolunu açarak ve geliştirerek kendi kendine dönmesini sağlaması en kestirme yöntemdir.

Ülkemizde, ilgili bölümde anlatıldığı gibi esasen Toplu Konut İdaresince ve Emlak Bankası kanalıyla kamusal fonlar kredi olarak kullandırılmakta ayrıca Toplu Konut Fonu adı altında toplanan fonlar yine kredi olarak ya da toplu konut üretilip uzun vadeyle satılması şeklinde bu sektöre ayrılmaktadır.

Yapı sektörüne devlet müdahalesi ilke olarak yararlı olmaktadır, Ancak;

- T.C. Arsa Ofisi 1980'li yılların sonlarında, İstanbul'da arsa üretip tahsis etmek vaadiyle para toplamış (yaklaşık 50 bin kişiden 2000'er dolar civarında) fakat aradan 10 yıla yakın bir zaman geçmesine ve 1987-1997 arasında yılda 4 milyon m²'nin altına düşmeyecek şekilde arsa tahsisi yaparak gelir sağladığının bildirilmesine karşın bedel alıp belge vererek başlattığı bu kampanyalarda ikinci bir adım atmamıştır.

- Yine 1980'li yıllarda ülkemizde gecekondü sahiplerine dağıtılan ve planlı bir şehirleşmeyi amaçlayan "Tapu Tahsis Belgeleri" gecekondü ticaretini geliştiren bir araç olmaktan ileriye gidememiştir.

- Kamu Bankalarının ucuz finansmanı ile ve kamusal ulaşım yatırımlarıyla desteklenen uydu kent girişimleri ve bunların zaman içinde yüksek rant sağlaması, zaman zaman genel konut talebinin efektif hale dönüşmesini kolaylaştıracak başlangıç koşulları düşük gelirli hanehalkı için bile çekici bir şekilde düzenlenerek sunulan krediler dolayısıyla konut fiyatlarında sıçramalar ve kredilerde ödeme zorlukları görülmüştür.

Dengesiz, yanlış ya da yavaş uygulamalar; güven sarsmakta, geri dönüş krizlerine yol açmakta, konut edinmek isteyen hanehalkının ya birikimlerini heba etmekte ya da ümidini kırmakta, bir yandan da konut sektörünü bir spekülasyon alanına dönüşmesine yol açabilmektedir.

IV.C KİRA KONTROLLERİ / KİRALARDA TAVAN UYGULAMASI YOLUYLA KONUT SORUNUNA KAMUSAL MÜDAHALE

Konut arzında yetersizlik hızla giderilemeyeceği için ya da konut talebindeki artışın kısa dönemde durdurulamaması dolayısıyla konut üretimi dışında bazı yasal düzenlemeler ile konut sorunu hafifletilmek istenmiştir. Bazı ülkelerdeki, bazı şehirlerde, çeşitli tarihlerde, kiralara tavan belirlenerek sınırlamalar getirilmiş böylece kiracılığı kolaylaştırmak ve yerleşim zorluklarının önüne geçilmek istenmiştir. NewYork, Londra, Paris ve Roma'da en azından İkinci Dünya Savaşından itibaren kira kontrolleri uygulanmıştır. Ancak bu uygulamaların hepsinde aynı sonuca ulaşıldığı görülmüştür. Konut açığı ve karaborsa. (*) Bazı ülkelerde ise konut arzı artırılarak fiyatlarının ve kiralalarının düşmesi istenmiştir. Bazı zengin Arap ülkelerindeki bu uygulama sonuçta bazı konutların boş kalmasına; kaynak israfına yol açmıştır.

Bir tür dayanıklı tüketim malı olan konutlar konusunda da kıtlık söz konusu olacaktır. Arz-talep dengesinin talep lehine bozulması durumunda konut fiyatlarının yanı sıra kiralarda yükselecektir. Konut piyasasında devlet müdahalesi genellikle kiracıları korumak yönünde çıkan yasalara dayanmaktadır. Bu müdahale kısa vadede kira yükünü azaltarak geniş bir kitleyi rahatlatır ama uzun vadede bu dayanıklı tüketim malı stokunun kendiliğinden artmasını zorlaştırmış olur.

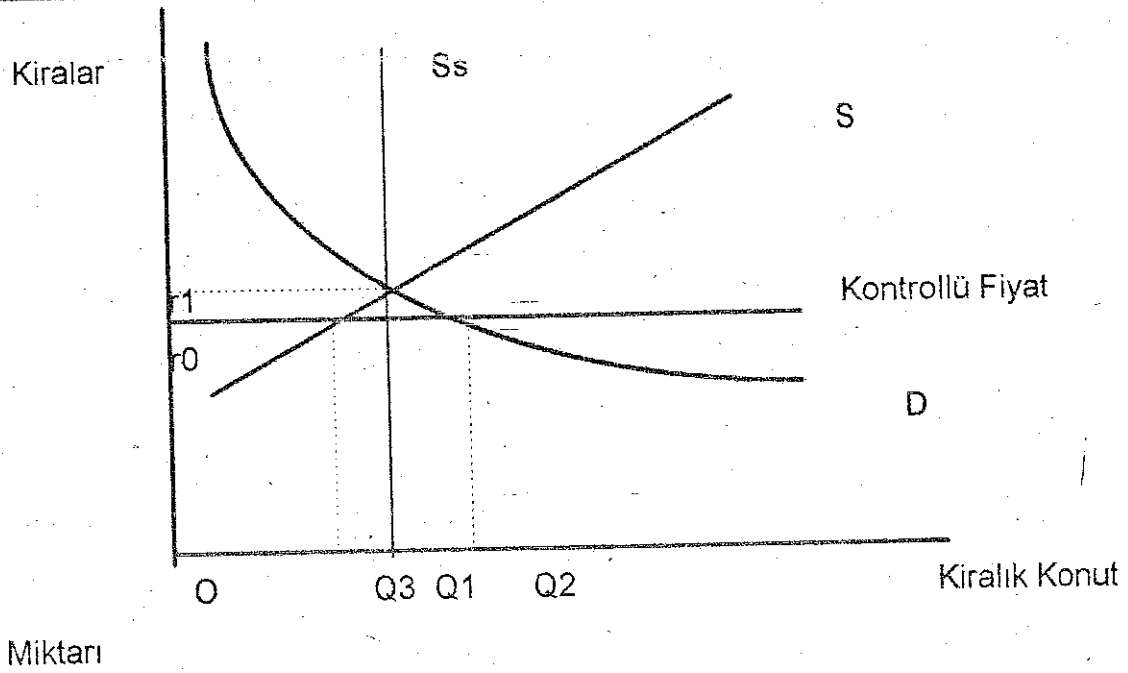
*) Lipsey, R., Sterner, P.O., Purvis, D.D., Courant, P.N. ; İktisat, Bilim Teknik Yayınları İstanbul, 1994, S.99

Belli bir kira düzeyine karşı oluşan tepkiler için süreyide göz önünde tutarak birden fazla arz eğrisi çizebiliriz: Uzun dönem arz eğrisi kiralara gereken tepkileri içererek gerekli ayarlamalar yapıldıktan sonraki Konut Miktarını, kısa dönem arz eğrisi ise kira düzeyine karşı esnekliği düşük olan bir eğri olacaktır.

Uzun dönemde, kiralardan beklenen gelir, alternatif yatırım alanlarına oranla düşük kalırsa, fonlar başka alanlara kayacak ve konut üretimi düşecektir. Apartmanlar eskidikçe gerekli onarımlar yapılmayacaktır.

Oysa kira gelirleri tatminkar olursa barınma ihtiyaçındaki ailelerin dışında, kiraya vermek içinde konut üretimine girişilecektir. Bu yüzden uzun dönem konut arz eğrisi büyük ölçüde esnektir.

ŞEKİL XI KISA VE UZUN DÖNEMDE KİRA KONTROLÜNÜN ETKİLERİ



Kaynak: R.G Lipsey, P.C Steiner, D.D Purvis, P.N. Courant/ İktisat

AÇIKLAMA:

Şekilde, kısa dönem Konut arzı sabitken, uzun dönemde kira düzeyine duyarlı olarak değiştiği görülmektedir. Buna karşılık kiralar arttıkça düşen bir talep söz konusudur. Bu arzla talep E noktasında dengedeyken Q1 Q2 kadar açık varken, kontrollü kira düzeyi dolayısıyla uzun dönemde konut arzı azalınca konut açığı Q3- Q2 kadar olacaktır.

Kısa Dönemde, yani birkaç ay gibi kısa bir sürede kiralar yükselsede düşsede konut miktarını, özellikle kira için arz edilen konut miktarını çabucak değiştirerek tepki vermek kolay olmayacaktır. Bu yüzden arz eğrisi esneklik gösteremeyecektir. Kiralar yükseldiğinde, konut arzını hızla arttırmak mümkün olmadığından konut sahipleri havadan karlar elde edeceklerdir. Maliyetlerle ilgisi olmayan bu karlar, kaynakları konut üretimine yönelmek üzere motive edecektir. Aksi bir durumda konut üretimine gidilmeyecektir. Kısa dönemli kira karları yada kira zararları uzun dönemli konut arzının ayarlanmasında yön belirleyici olacaktır.

Kiraların çok fazla düşmesi; konut bedelinin alternatif yatırım alanlarından sağlayabileceği getirinin altında kalması, üstelik konutun bakım ve onarım giderleriyle aşınması, ayrıca gelir vergisine konut üretilip kiraya arz etmek şöyle dursun binaları yıkıp arasına başka amaçlarla kullanmaya bile yönlendirebilir. Ancak konutların alternatif kullanımlara açılması çok fazla koşula bağlıdır, zordur.

Kiralar yükseldikçe buna gösterilecek tepkiler çeşitli şekillerde olacaktır. Şöyleki;

1. Bazı aileler, konutu kiralamak yerine satın almak isteyeceklerdir.
2. Bazı aileler, kiraların ucuz olduğu yerlere taşınmak isteyeceklerdir.
3. Bazı aileler, ya daha küçük evlere geçerek kirayı düşürmek, ya da evi başkalarıyla paylaşarak kira yükünü düşürmek isteyeceklerdir.
4. Bazı kimseler, evlenip başkasının evine yerleşmek, boşanıp eski ailesinin evine dönmek gibi sosyal durumunu değiştirmek isteyeceklerdir. (*)

*) Lipsey, R. Steiner, P, Economics, Harper And Row Publishers, NewYork 1981, S. 118

Bütün bu tepkiler kiralık konut talebi üzerinde düşürücü etki yapacak ve sonucunu konut üretiminin gerektirdiğinden daha kısa bir sürede ortaya koyacaktır. Yani kira talebi eğrisi, konut arz eğrisine göre daha esnektir, ancak bu talep kira fiyatlarının dışında başka etmenlerinde fonksiyonu olduğundan kendi başına yapacağı ayarlamalar konut piyasasını pek etkilemeyecektir.

Belli bir bölgeye geçici nüfus akımı olması dolayısıyla kiralara, artan talebe bağlı olarak aşırı yükselmesi durumunda kira kontrollerinin uzun vadedeki konut arzı üzerinde olumsuz etkisi pek olmaz çünkü talep geçicidir. Ancak geçici kira kontrolleri siyasi baskılar sonucunda kalıcı hale gelebilir. Nitekim ABD'de II. Dünya savaşındaki nüfus

hareketleri dolayısıyla doğan geçici konut açıkları sırasında birçok eyalette uygulanan kira kontrolleri, aralarında New York'unda bulunduğu bazı eyaletlerde, savaş sonrasında artık üretim faktörlerinin konut alanına yönlendirilebilmesi olanağı belirdikten sonrada devam etmiş; konut arzının genişlemesi için yapılabilecek arz ayarlamalarını önlemiştir.^(*) Böylece kısa dönemli konut sıkıntısı, uzun dönemli hale gelmiştir.

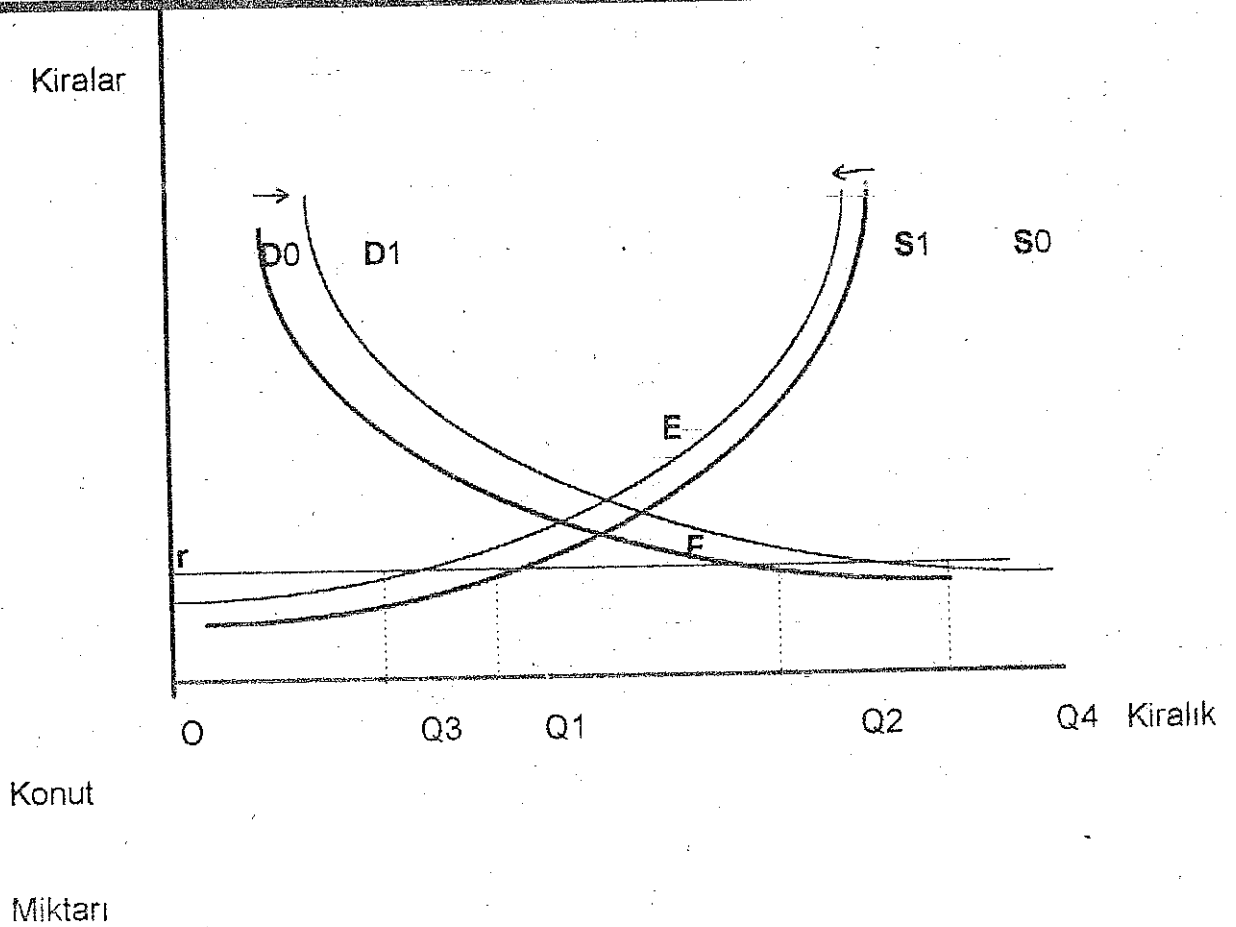
Oysaki bilinçli bir kamusal müdahalenin, bir yandan kira kontrolleri uygularken, bu uygulamayı fazla uzatmadan paralelinde konut üretimini ve edinimini kolaylaştıracı önlemlerde olması, bir plan dahilinde destek ve yönlendirmeler yapması sorunu geciktirmeden çözecektir.

Kiraların düşük tutulması için kontrol uygulanması ya da yasal düzenlemelerle kiracıların gerektiğinden fazla korunması durumunda yoksul kiracıların yanı sıra birde varsıl kiracı grubu belirir ki bunlar, konut edinmek yerine, birikimlerini çeşitli yatırım alanlarında değerlendirerek kira avantajından da yararlanmayı seçen aileler olacaktır. Bu durumda ülke kaynakları konut üretiminden uzaklaşacak, konut sorununun faturası mal sahipleriyle gerçekten barınma ihtiyacı içinde olup kiralık konut bulamayanlar ödeyecektir. Sorunlara, toplumun bütünü düşünülerek ve uzun vadeli perspektif içinde ele alınacak çözüm aranması gerekir.

^(*) Ibid S: 103

Enflasyonun kronik olduğu bir ekonomide konut üretimi zaten zorken, birde kiralara tavan uygulanırsa konut sıkıntısı dahada artar. Sırf kiraya vermek için konut üreten veya satın alan yatırımcılar sınırlı koşullarda karlı olabilirler. Ancak konut arzındaki yetersizliğin gecekonduculukla kapatılabildiği ülkelerde ekonomik kuramlar yanılabilir.

ŞEKİL XII SÜREKLİ ARTAN KONUT SIKINTISI



AÇIKLAMA:

Enflasyonist bir süreçte büyüyen bir ekonomide daha yüksek gelirli ailelerin katılımıyla kiralık konut talebi artacak talep eğrisi sağa doğru koyacaktır. Bana karşılık maliyetlerin sürekli artması yüzünden konut üretimi azalacak, konut fiyatlarının yükselmesi yüzünden de satışlar azalacak, böylece arz eğrisi sola doğru kayacaktır. Bu durumda kiraların tavan uygulamasıyla kontrolü, Q1 Q2 aralığı kadar olan konut açığının Q3 Q4 kadar olmasına yol açacaktır. Kontrol olmasaydı kısa dönemde sadece kiralar yükselecekti. Uzun dönemde de arz ve talep kendini ayarlama sürecine daha hızlı girecekti.

V.D KONUT SEKTÖRÜNÜN FINANSMANI

IV.D.1 Konut Finansında Kaynaklar Ve Yöntemler

Konut üretimi ve edinilmesi için gerekli finansmanın sağlanması çeşitli yöntemlerle mümkün olabilmektedir. Bazen özel bir finansman gerekmemekte bazende çok gelişmiş finans yöntemleri kullanılmaktadır.

Konut edinme yöntemleri;

1. Kendi konutunu kendi yapma:

Bireyler kendi arsaları üzerinde veya uygun durumdaki bir arsa üzerinde kendileri konut yapabilir, yaptırabilirler. Ellerine para geçtikçe konutların genişletir, yükseltir, geliştirirler.

Bu işler bireysel olarak yapılabilirdiği gibi ortaklaşa hareketle ya da kooperatifleşerekte yapılabilir. Yasal olmayan uygulamalar "gecekonduculuk" diye adlandırılmaktadır.

2. Doğrudan Satın alma yöntemi:

Bu yöntem ödeme şekline göre farklılaşabilmektedir. Şöyleki

- Tamamı Peşin ödenerek satın alma,
- Yakın çevreden ödünç paralar bulunarak peşin ödeme yapıp satın alma,
- Kısmen peşin ödeyip kısmen taksitle bağlama

- d. Tamamen taksitlerle ödeyerek satın alma,
- e. Konutu teslim almazdan önce ödemeye başlayıp teslimden sonrada taksitleri sürdürerek satın alma,

3. Takas suretiyle satın alma:

özellikle arsa karşılığı yada gene bir konut karşılığında daha iyi bir konut almak şeklindeki bu yöntemler "kat karşılığı arsa vermek" ve "konut geliştirme/Improvization şirketlerine katılmak" diye bilinmekte; birincisi ülkemizde yaygın bir şekilde uygulanmakta, ikincisi gelişmiş ülkelerde bir mahalleyi olduğu gibi yıkıp yeni imar koşullarının avantajıyla, yeniden ve daha çok kimseyi barındıracak şekilde yapmak şeklinde uygulanmaktadır.

4. Sözleşme Yöntemi:

Bu yöntem, konut edinmek isteyenlerin birikimleriyle birbirine destek olmaları ve böylece üretimi yada satın almayı sırasıyla yararlanmak üzere hızlandırmaları esprisine dayanmaktadır. Ülkemizde Emlak Bankası ve Toplu Konut idaresi tarafından da kullanılmış olan bu sistem Almanya, Fransa ve İngilterede yaygındır. Konut edinmek isteyen ancak yeterli birikin olmayan kimseler, mevcut birikimlerini, yetkili İpotek Bankalarına yada Uzmanlaşmış Birikim-kredi kuruluşlarına yatırırlar. Böylece toplanan fonlardan öncelik sırasına göre katılımcılara fonlardan öncelik sırasına göre katılımcılara kredi verilir; Hiç biri ev alamayacak durumdaki kimselerden bir kısmı erkenden evini alıp "birikin yapan" durumundan "borç ödeyen" durumuna geçer. sisteme yeni kimseler katıldıkça ve kredi geri ödemeleri fonu tekrar zenginleştirdikçe diğer katılımcılarda kredilerini kullanıp evlerini alırlar. Bu sistemde; Fonların eritilmemesi, birikilere ödenen faiz düzeyi ile kredilerden alınan faizlerin iyi koordine edilmesi gerekmektedir. Birçok ülkede her iki faiz oranını aynı ölçüte bağlayan ilkeler benimsenmiştir.

5. Mevduata Dayalı Fonlarla Finansman Yöntemi:

Bu uygulamada bankalar topladıkları mevduatlar ipotek kredilerinde kullanılmaktadırlar. İpotek Bankalarının yanı sıra ticari bankalarda bu işlemi yapmaktadırlar. Bazı özel mevduat hesapları, sözleşme yönteminin mantığı ile çalışmakta özellikle konut kredileri için kullanılmaktadır. Bankaların yanı sıra çeşitli

lkelerde konut finansmanıyla yetkili ve gerekli çeşitli kuruluşlarda mevduat toplamaya yetkili olup topladıkları mevduatları konut kredilerine plase etmektedirler. Örneğin ABD’de Loan And Savings Associations, İngilterede Building Societies banka olmadıkları halde bankacılık yöntemleriyle konut sektörünü finanse eden kuruluşlardır.

6. İpotek Bankacılığı Yöntemi:

Ayrı bir bölümde ele aldığımız İpotek Bankacılığı, Konut finansmanı konusunda entegre bir çalışma sistemine sahip olup Finansal piyasalardan fon temini için Menkul Değer oluşturmak ve yönetmek aşamasına kadar işlem yaparak bir ipotek piyasası oluştururlar.

Bu finansman yöntemlerininde kısmen aydınlattığı gibi Konut Sektörünün parasal kaynakları;

1. Bireylerin ve hane halkının kendi birikimleri,
2. Sosyal güvenlik kurumlarının fonları,
3. Şirketlerin kazanç saikasıyla yatırdıkları fonlar,
4. Kamusal fonlar
5. Uluslararası fonlar

Kamusal fonlar genellikle sosyal ve siyasal düşüncelerle ayrılarak kullanılmakta, akıllıca kullanımlar; İpotek piyasasının oluşması, ikincil piyasanın oluşması ve gelişmesi, genel yönlendirme hedeflerini gerçekleştirmektedir.

Uluslararası fonlar, özellikle döviz üzerinden verilen İpotek kredilerine dayanılarak ıkarılan İpoteğe Dayalı Menkul Değerlerin, uluslararası piyasalarda satılmasıyla sağlanmaktadır. Birde Yabancı İpotek Bankalarının, kendi sermayeleriyle gelip ülkede faaliyet göstermeleri yoluyla sağlanabilmektedir.

Ayrıca bazı uluslararası kuruluşlar gelişmekte olan ülkelerle konut ve konut finansmanı ile ilgili olarak çok önemli teknik ve bir ölçüde mali yardım sağlanmaktadır;

- Birleşik Devletler Uluslararası gelişme kurumu konut ofisi,
- Dünya Bankası
- Uluslararası Finansman kurumu,
- Birleşmiş Milletler. ^(*)

^(*) Alp., Ali; İpotek Kredileri ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler yoluyla Türk Konut Finansman Sorununun özümünde Bir Model önerisi, SPK Yayınları No: 51, Ankara, 1996 S: 17 ve 27

IV.D.2 Türkiye'deki Finansman Uygulamaları

Ülkemizde konut sektörünün finansmanı için hem geleneksel finansal aracılık, yani banka kredileri ve kamusal krediler kullanılmakta, hem de Menkul Değerleştirme yoluyla fon sağlama yolunu açan sermaye piyasası Araçları geliştirilmektedir.

Ancak her iki yöntemin uygulanmasında da, yasal düzenlemesinde de, bir takım yetersizlikler bulunmaktadır. Kredi sistemi; süreklilik arzeden kredi tipleri ve teşvik uygulamalarıyla kurumsallaştırılmış değildir. Uzun yıllar tek bir kamu bankasının tekelindeki ipotek bankacılığı işlemleri, hem fiyatlandırma hem planlama yönünden, ülke ihtiyacına göre otomatik bir ayarlama mekanizması olmaksızın çalışmıştır. Fon aktarımında otomatik ayar mekanizmasını sağlayacak menkul değerleştirme sistemi içinse doğrudan İpoteğe Dayalı Menkul Değer konusunda bir yasa ve buna bağlı mevzuat bulunmamakta Varlığa Dayalı Menkul Değer kapsamında uygulama yapılmaktadır. Gayrimenkul sertifikası ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı için hazırlanmış mevzuat bulunmakta fakat yaygın kullanım olanakları henüz bulunmamaktadır.

Konut sektörünün finansmanı amacıyla; Emlakbank mevduatları, **faizi subvanse edilen anlaşmalı özel banka mevduatları ya da Toplu Konut Fonu'na dayanan krediler** ile toplu konut projelerinin desteklenmesi dışında ön birikim yapılarak kredi kullanmaya hak kazandıran **"Toplu Konut Tasarruf Sistemi"** gibi sözleşme yöntemine dayanan kredi tiplerinin çeşitlendirilmesi ve geliştirilmesi çalışmaları yapılmakta; Ayrıca menkul değerleştirme yöntemlerine uygulama olanakları açan sistemler oluşturulmaktadır. Şöyleki

1. Konut projelerinin **Varlığa Dayalı Menkul Değer** kapsamında yatırımcılara arzı sağlanmış,
2. Toplu Konut İdaresi ve Emlakbank tarafından yapılan ya da deneyimli yüklenimci şirketler tarafından yapılabilecek olan toplu konut projelerinin finansmanı amacıyla **Gayrimenkul Sertifikaları** çıkarılmış, Konut Sertifikalarının yeni bir varyasyonu oluşturulmuştur.
3. **Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının** kurulması için yasal çalışmalar tamamlanmıştır.
4. **Gayrimenkul Yatırım Fonları** kurulması için yasal başlangıç yapılmış.

5. **İpotekli Borç Senetleri ve İpotekli İrad Senetleri** kullanışsız olarak kalmışlardır. Şimdi mevcut uygulamaları ya da tasarlanan yöntemleri detaylı olarak gözden geçirelim;

IV.D.2.1 Konut Kredileri

Konut kredileri için sistematize olmuş bir İpotek Bankacılığı bulunmamakta, sektörün finansmanı Toplu Konut İdaresi ve Emlak Bankası'nın çalışmalarına bağlı bulunmaktadır. Bu kamusal kurumların dışında ticari bankalarda "Tüketici Kredileri" çerçevesinde konut kredisi verebilmektedirler.

Toplu Konut İdaresi, 1980'li yıllarda enflasyona paralel olarak yükselen ve serbest bırakılan faiz oranlarının çok yükselmesi dolayısıyla konut üretilmesi ve edinilmesi özel destek gerektirdiği için "Toplu Konut Fonu" adıyla oluşturulan fonların kullanımını organize etmek üzere başlangıçta Kamu Ortaklığı İdaresiyle aynı çatı altında kurulmuştur. Emlak Bankası ise kuruluş kanunu/ Ana Sözleşmesi gereği konut sektörünün finansmanına yetkili ve görevlidir.

T. Emlak Bankla birlikte, T. Vakıflar Bankası ve T. Öğretmenler Bankası da konut kredileri için yetkili iken diğer ticari bankaların bu sektöre kredi vermesi, kaynakların sanayi, tarım, ticaret gibi kalkınma için finansmanı zorunlu sektörlerden uzaklaştırılmaması için 1958 yılında Bakanlar Kurulu kararıyla engellenmiştir. (*)

Esasen zaman içinde çeşitli değişikliklere uğramasına rağmen Bankalar Yasasının, bankaların ipotek karşılığı kredi vermesini sınırlıyan ve koşullara bağliyan hükümleride ,bir yandan bankaların likit kalmasını ; kredilerin, ülke kalkınması açısından öncelik taşıyan sektörlerle yönelmesini ve bu sektörlerde taşınmaz teminatı verebilenlerle-veremeyenler arasında öncelik farklılaşmasının önlenmesini gözetirken 1980'li yılların ortalarına kadar süren uzunca bir dönem için KK'nin yaygınlaşmasını ve rekabet ortamında gelişmesini engellemiştir. (**)

(*) Akçay, Belgin; Türkiye için Yeni bir Konut Finansman Domeli yaklaşımı (Konut Üretim Modeli yaklaşımı (konut üretim Modeli/Derleyen: Murat Balemir) ODTÜ Mimarlık Fakültesi Yayını Me: 93.02 Ankara, 1993 S. 45

(**) 3182 sayılı Bankalar Kanunu Md.50 (Gayrimenkul Üzerine İşlemler)

Bankaların taşınmaza yatırım yapmaları kısıtlandığı gibi belli koşullarla edindikleri taşınmazlarda , genel risk ve kredi sınırları kapsamında hesaplara alınmaktadır.

Bankalar Yasası ,ticari bankaların ipotek karşılığında kredi vermesini - fonların iş ve ticaret alanında ve girişimcilere fırsat eşitliği içinde dağıtılmasını sağlamak amacıyla - sınırlandırmış olmasına karşın öyle geniş istisnalar getirmiştir ki, bu yasak sadece genel amacı işaret eden bir faktör halinde kalmıştır.Konut üreticilerinin kredi almasında önemli bir sorun yoktur.

Burada sorun emlak alımlarının normal yollardan kredilendirilmesindedir. Tüketici kredileri kapsamında başlayan KK uygulamaları , hem yasanın içeriğinin hemde bankaların mantalitelerinin daha olumlu bir aşamaya ulaşmasını beklemektedir. Emlakbank kuruluş yasası, (*) ana sözleşmesi kapsamında yetkili olduğu için ipotek bankacılığını tek başına yapmakta iken, 1984'de getirilen bir değişiklikle tüm

1. 38. md.nin birinci fıkrasındaki sınırlara dahil olmak üzere bankaların edinecekleri gayrimenkullerin amortisman düşüldükten sonrakı kayıtlı değerleri toplamı özkaynaklarının yarısını geçemez .

2. Bankalar ticaret amacıyla gayrimenkul alım ve satımıyla uğraşamazlar.

3. Bankaların sermayesine %10'un üstünde katıldıkları ortaklıklarla bunların sermayelerinin çoğunluğuna sahip oldukları ortaklık ve kuruluşların iş konularının gerektirdiği işyeri fabrika, imalathane ve eklentileri gibi gayrimenkuller dışında gayrimenkul edinmeleri TCMB'nin iznine bağlıdır.

4. Bankalar münhasıran gayrimenkul ticareti yapan ortaklıklara katılamazlar, bu konuda iş yapan gerçek ve tüzel kişilere kredi açamazlar.

5. Bankalar alacaklarından dolayı edinmek zorunda kaldıkları gayrimenkulleri 3 yıl içinde elden çıkarmak zorundadırlar.....

3182 sayılı Bankalar Kanununa ilişkin 11 no.lu tebliğ /538 sayılı KHK ;9.2.1995 tarih ve 22157 sayılı R.G.

Md.12.....Diğer taraftan ,Kanunun 50. maddesi uyarınca bankalarca edinilen gayrimenkullerde genel risk sınırlamasının tesbitinde hesaplama dahil edilecektir.

(*) Emlak Bank Ana Statüsü/ Madde 4: Çağdaş bankacılığın gerektirdiği çalışma düzeni içinde tasarruf birimine katkıda bulunmak, bu tasarrufları ekonominin gerek duyduğu alanlarda değerlendirmek Dış Ticaretin gelişmesini sağlayıcı faaliyetlerde bulunmek ve özellikle ihracatçıların finansman ihtiyacını karşılamak , ülkemizin ihracatçılarına diğer ülke ihracatçıları ile rekabet edebilme imkanını sağlayıcı

bankalar tüketici- konut kredisi vermeye ya da TKİ ile anlaşarak onun kredilerine aracılık etmeye başlamışlardır.

Konumuz olan ipotek kredileri; ipotek karşılığında ve taşınmaz alımının ya da yapımının finansmanı amacıyla yönelik kredilerdir. Bunlar halen tüm ticari bankalarda tüketici kredisi türü olarak uygulanmakta Emlakbank tarafından özel uzmanlık kredileri olarak uygulanmakta ama İpotek Bankacılığının kendine özgü sistematik düzeninden uzak bulunmaktadır. Emlakbank'ın kredileri de, özü itibarıyla Kamu Kaynaklı ya da Kamu Bankasının fedakarlığına dayalı bir finansman türü olup kendi kendini finanse eder bir yapı kazanmıştır. Gelişmiş ekonomilerde ise bu tür krediler; hem ipotek işlemlerinin standardizasyonu ve kullanışlılığı hem de Menkul Değerleştirebilme kolaylıkları yönünden çok olumlu koşullar içinde sistematize olduklarından çok çeşitlenmişlerdir.

1995 yıl sonu itibarıyla, ülkemizde konut kredilerini uzmanlık konusu edinmiş olup dolayısıyla ipotek bankacılığını fiilen uygulayan tek banka olan Emlak Bankasının, konut sektörüne kullandığı kredi tutarı yaklaşık 50 trilyon TL'dir. Bu tutar bankanın toplam kredileri içinde %47'lik pay demektir. Bu kredinin 1.5 trilyon TL'lik kısmı döviz üzerinden verilmiştir.

tedbirleri alarak uygulamak, dış pazar gelişmesini sağlamak, Dış Ticaret Sektör Bankacılığı yapmak, konut sektörünü kredilendirmek, Konut Sektörü bankası görevini yürütmek, böylelikle uluslararası ekonomiyle bütünleşmenin sağlanmasına katkıda bulunmak ile Türkiye Emlak Bankası Anonim Şirketi teşkil olunmuştur. Banka, bu amaçları gerçekleştirmek için aşağıdaki faaliyetleri gösterir.....

- 10) Yurttaşları, konuta kavuşturmak için arsaları ile birlikte hazır ve yapılacak binaların ipoteki karşılığında ikazlarda bulunmak ve krediler vermek;
- 11) Bankaya ve başkalarına ait arsalar üzerinde karlılık ve verimlilik ilkeleri gözönünde tutularak bina yapmak, bunları peşin veya ipotek karşılığı taksitle satmak;
- 12) Amaçları gerçekleştirmek için hür türlü Gayri Menkul satınalmak ve satmak, gerektiğinde arsa ve arazileri ifraz ve imar suretiyle satmak veya müdahale etmek
- 13) Örnek yerleşim alanları kurarak düzgün şehirleşmeye ve güzel yapılaşmaya önderlik etmek; Bu kurulacak yerleşim alanlarında döviz getirici her türlü faaliyette bulunmak;
- 14) Yapı ve yapı malzemesi endüstrisi kurmak, ticaretini yapmak, bu konuda kurulmuş ortaklıklara katılmak.
- 15) Tasarrufların konut finansmanına dönüştürülmesini sağlamak, amacı ile yurt içinde ve yurt dışında yapı tasarruf sandıkları kurmak, kurulmuş ve kurulacak bu tür sandıklara katılmak.

Ülkemizdeki bankalardan 19 tanesi tüketici kredisi vermekte; konut kredileri de Emlak Bankası dışındakiler için bu kapsamda sayılmaktadır. Bu bankaların kullandığı konut kredisi toplamı kesin olarak belirlenememekte ancak tüketici kredilerinin - ki toplam tutarı 127.5 trilyon TL'dir - %10'u civarında olduğu varsayımıyla 13 trilyon TL olabileceği tahmin edilmektedir. Ancak bankaların kredilerinin sektörel dağılımı konusunda TBB kaynakları "gayrimenkul" sektörüne 56.4 trilyon TL tutarında toplam kredi verildiğini göstermektedir. Sonuçta yaklaşık olarak 60 trilyon TL tutarında yapı sektörü kredisi bulunduğunu varsayabiliriz; bu toplam banka kredilerinin %3.5'luk kısmı demektir.

Konut sektörünün finansmanı için ülkemizde kullanılan temel yöntem; Emlakbank kanalıyla kamu fonlarının -konut Edindirme Yardım Fonları- kredi olarak verilmesi ve bu kredilere göreceli olarak düşük faiz uygulamasıdır.

Bu krediler bazen döviz bazında kullandırılmış fakat hızlı kur artışları dolayısıyla ortaya çıkan ödeme zorluklarına çözüm olarak bu kredilerin TL'ye dönüştürülmesi yoluna gidilmiştir.

Konut alanlara doğrudan bireysel kredi verildiği gibi konut yapan kooperatiflere de kredi verilebilmektedir. Kredi dışı bir yöntemde Emlakbank'ın arsaları üzerinde yaptırılan ve uzun vadeyle satılan uydu kent projelerinin finansmanıdır.

Konut finansmanı için kredi veren kuruluşlar arasında 1923 yılından bu yana Bayındırlık Bakanlığının ve Sosyal Güvenlik Kuruluşlarının bulunmasına karşın pratikte bunların kredileri pek hacimli olmamış, yurt çapında krediler T. Emlak Bankası tarafından verilmiştir.

"Gayri Menkul Kredilerinin", "Toplam Krediler" içindeki payı yıllar itibariyle tablo VI'de gösterilmiştir.

**TABLO . VI TOPLAM BANKA KREDİLERİ VE GAYRİMENKUL KREDİLERİNİN
ORANSAL DAĞILIMI**

(MLY TL)

Yıllar	A	B	C	D	C / A %	D / B %
	Kümülatif Banka Kredileri	Net Banka Kredileri	Kümülatif Banka Gm.Kredileri	Net Banka Gm.Kredileri		
1980	855.1	392.2	11.1	3.3	1.3	0.8
1981	1483.9	628.5	19.6	8.5	1.3	1.4
1982	2048.9	565.3	34.4	14.8	1.7	2.6
1983	2739.3	690.4	65.3	30.9	2.4	4.5
1984	3684.2	849.7	150.9	85.6	4.1	10.1
1985	6213.9	2591.4	375.4	224.5	6.0	8.7
1986	11100.1	4886.2	791.8	416.3	7.1	8.5
1987	17498.9	6389.8	1539.1	747.3	8.8	11.7
1988	25405.3	7915.4	2194.5	655.5	8.6	8.3
1989	46046.6	20641.3	3453.5	1258.8	7.5	6.1
1990	80634.2	33987.6	5094.4	1640.9	6.3	4.8
1991	120973.8	49939.6	8411.6	3317.2	6.5	6.6
1992	231532.0	101558.0	16515.5	8103.9	7.1	8.0

Kaynak: Tekel, M.B; Sermaye Piyasası Araçları Yoluyla Gayrimenkul Finansmanı ve Yatırım,
SPK yayınları 43, Ankara 1996

Bu tablodan 1984-1987 yıllarında gayrimenkul için önemli krediler verildiğini, toplam Banka kredileri içinde de gayrimenkul kredilerinin kümülatif olarak payının 1988 yılına kadar sürekli yükseldiğini daha sonra gerilemeye ve duraksamaya başladığını görüyoruz.

Emlakbank kredilerinin yanı sıra 1984 yılında Başbakanlık Toplu Konut İdaresi (TKİ) devreye girmiş aynı yıl kurulan Toplu Konut Fonu'nu (TKF) ^(*) kullanarak anlaşmalı bankalar aracılığıyla konut alım ve yapım kredileri vermeye başlamış ayrıca uydu kent projelerine girişmiştir. Buna göre; kooperatif kredileri, Ferdi konut kredileri, kendi arsaları üzerinde toplu konut üretip satılması ve Belediyelerle işbirliği içinde toplu konut üretilerek satılması şeklinde dört ayrı kredilendirme modeli uygulanmaktadır. Anlaşmalı bankalar, aracılık ettikleri fon kredilerine ek olarak kendi kaynaklarından da kredi verirlerse, TKİ tarafından belirlenmiş faiz oranında kullanılmakta fakat faiz farkını alabilmektedirler. Böylece bankaların fonları da, karı devlet tarafından yapılan destekle tamamlanmak suretiyle konut sektörüne akıtılabilmektedir.

Kredi uygulamasında konutlar büyüklüklerine göre sınıflandırılmakta;

1. 60 metrekareden küçük
2. 60-80 metrekare arası
3. 81-100 metrekare arası
4. 101-150 metrekare arası

konut büyüdükçe faiz oranı yükselmekte, kredi tutarı faiz artışına göre daha az oranla artmaktadır.

Krediler, konutların büyüklüklerine göre - Türkiye'nin neresinde olursa olsun - belli bir tutarda verilmekte dolayısıyla ekspertiz değerine göre bir marj uygulaması hiç gündeme getirilmemektedir. Kredilerin konutların maliyetine oranı % 20 gibi çok düşük bir ortalama arz etmekte dolayısıyla destek kredisi özelliği ağır basmaktadır. Kredi başvurularında, kredinin %10-15 civarında bir "alıcı payı" nakden bankaya yatırılarak işlemler tamamlanınca krediyle birlikte geri ödenmektedir. Böylece hem başvurunun ciddiyeti sağlanmakta, hem de fon zenginleştirilmektedir. Ancak bu

(*) 17.03.1984/18344 R.G. 2985 No.'lu Toplu Konut Kanunu, Madde 3: Toplu konut Fonu; ferdi ve toplu konut kredisi faiz subvansiyonu, toplu konut iskan sahalarına arsa temini, araştırma, turizm alt yapıları, konut alt yapıları veya okul, karakol, ibadethane, sağlık tesisleri, spor tesisleri, postane, çocuk parkları ve benzeri tesisler ile konut sektörü sanayiini teşvik için yatırım ve işletme kredisi alanlarında kullanılır.

Fonun ne şekilde kullanılacağı Toplu Konut ve Kamu Ortaklığı Kurulu'nun hazırlayacağı öneriler de dikkate alınarak, Bakanlar Kurulu'nun tanzim edeceği tüzükle tespit edilir.

bekleme süresinin uzaması dolayısıyla satıcıyla-alıcı arasındaki anlaşmanın bozulması durumunda ne olacağı belirlenmemiştir.

Emlakbank kaynaklı ya da toplu konut fonu kaynaklı bu krediler genellikle 1989 öncesinde sabit faizli olup belirlendiği tarihteki piyasa faizlerine göre düşük tutulduğundan sübvansiyon içermektedir. Zamanla piyasa faizleri yükseldiğinde ayarlanmadığı için bu sübvansiyonlar büyük avantajlara dönüşmekte ayrılan fonlarda erime söz konusu olmaktadır. Ya da, döviz üzerinden kullandırılan kredilerde olduğu gibi, taksitler zamanla çok yüksek TL tutarlara ulaşarak borçluların ödeme gücünü aşmakta ve ödeme sorunları ortaya çıkmaktadır. 1989'dan sonra TKİ kredileri; Memur maaşlarındaki artışa endekslenmiştir.

1997 Yılında , kredi yönetmeliğinin değiştirilmesiyle ; tolu konut yapımcılarında - en az 200 konut yapmak gibi-bazı koşullarla kooperatifler ve belediyeler gibi toplu konut ve altyapı kredileri kullanabilmeleri sağlanmıştır.

Çeşitli ülkelerde çeşitli tarihlerden bu yana konut edinmek isteyenlerin kredilendirilmesinde fon oluşturmak üzere sandık sistemleri kurulması yoluna gidilmiştir. Bu sistemde insanlar önce küçük taksitlerle birikimde bulunurlar, böylece kredi fonlarını beslerler; sonra birikim tutarları ve bekleme süresiyle orantılı olarak bir kredi alırlar." Alman Konut Sistemi", "1964 Fransız Konut Finansman Reformu", "İngiliz Yapı Kurumları"nın kredilendirme tarzı hep bu sözleşme esaslı otofinansman sistemine dayandırılmıştır.

Bu sistem ülkemizde 1960'lı yıllarda Emlak Kredi Bankası'na uygulanmıştı. Şimdi Toplu Konut İdaresince daha düzenli olarak canlandırılmaktadır. "Toplu Konut Tasarruf Sistemi/TKTS" denen bu tasarıya göre; ayda 2-7 milyon TL arası birikim yapan kimseler 2-7 yıl arası bir süre sonunda birikimleri kadar bir kredi alabilecekler, geri ödeme süresi de birikim süresi kadar olacak ve geri ödeme taksitleri 3 aylık sürelerde enflasyon oranı ve konut kredisi faiz oranları doğrultusunda yeniden değerlendirilerek hesaplanacaktır. Birikimlere büyük bankaların faiz ortalaması doğrultusunda bir faiz ödenecek ve isteyen istediği zaman sistemden çıkabilecektir. Tabi TKİ'nin bundan başka fon kaynakları ve geri ödemeleri süren eski kredilerin aylık faiz ve konut bedeli tahsilatları da vardır. (*)

Otofinansmana dayanan konut kredisi sistemlerinde önemli olan: Kaynağı kurutmamak, Fonları eritmemektir. Eğer sistem sürekli olarak canlı tutulabilirse kaynak kesilmez. Kaynağın maliyeti ile kredilerin getirisi sürekli dengeli götürülebilirse fonlar erimez. Bunu sağlamak için de ekonomik ve sosyal ortamdan kopmayacak bir tarz seçip sürdürmek gerekir.

IV.D.2.2 Varlığa Dayalı Menkul Değerler / VDMK

Finansal piyasaların gelişimiyle ortaya çıkan menkul değerleştirme (Securization) olgusunun en önemli örneği olan " Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler /VDMK " (Asset-Backed Securities) ülkemizde uygulama zeminine sahiptir. Ancak bankaların klasik finansal aracılık hizmetlerine alternatif bir yöntem olmasına karşın uygulaması gene bankaların yetkisine ya da garantisine bırakılmış olduğu için ayrıca bir fon toplama sistemi olarak algılanıp mevduatın tabi olduğu yasal karşılıklara tabi tutulduğu için göstermelik bir finansal araç hatta gereksiz bir formalite durumunda kalmıştır. Bilindiği gibi VDMK, belli varlıklar (alacaklar) karşılığında çıkarılan kıymetli evraktır. Bu alacaklar, çıkarıcıların (ihraccıların) kendi işlemlerinden doğmuş olabileceği gibi temellük edilmişde olabilir.

SPK Md. 13/A'da "Alacaklar ve Duran Varlıklar karşılık gösterilerek menkul değerler ihraç edilebilir" denmektedir. Ülkemizde çıkarılan VDMK'lerin yasal dayanağı bu madde olup 31.07.1992/21301 tarih ve sayılı R.G.'de yayınlanan Seri III No. 14 tebliğde detaylı düzenleme yapılmıştır.

Bu tebliğe göre, VDMK çıkarabilecek kişiler; " Bankalar" ve "Genel Finans Ortaklıkları"dır. Bu işleme konu olabilecek alacak türleri ise; tüketici kredileri, konut kredileri, finansal kiralama sözleşmelerinden doğan alacaklar, ihracat işlemlerinden doğan alacaklar, anonim ortaklıklarla; özelleştirme kapsamındaki KİT'lerin taksitli satışlarından doğan senede bağlanmış olacaktırlar.

Görüldüğü gibi KK , VDMK yoluyla menkul değeriştirilebilecek varlıklar arasında sayılmıştır. Böylece VDMK'ler , İDMD fonksiyonunuda yüklenmişlerdir.

VDMK'e ilişkin S. III No. 14 tebliğin 4/b maddesinde konut kredileri şöyle açıklanmaktadır; "Bankaların, TKİ Başkanlığı ile yapılan anlaşma hükümlerine göre kendi kaynaklarından hazır konut alan kişilere açtıkları bireysel krediler, bankaların

verdiği ipoteğe dayalı bireysel konut kredileri, konut sektörünü kredilendirmeye yetkili KİT statüsündeki bankaların kendi mevzuatları çerçevesinde açtıkları krediler.” Genel finans ortaklıkları, münhasıran VDMK ihracı için kurulmuş olan ortaklıklar olup uygun alacakları temellük ederek bu işe girmektedirler. Bankalar ise kendileri kredilendirme yoluyla varlık ve alacakları yaratmaktadırlar.^(*) Genel finans ortaklıkları, özkaynaklarının 20 katına kadar menkul değer çıkarabilmektedirler. Menkul değer çıkarmak dışında bir finansman yöntemine başvuramamaktadırlar. Menkul değerleştirme, yani bir alacağın başkalarına devredilerek şirketin varlık kayıplarından çıkarılması, hukukumuzdaki "alacağın temlik" mekanizmasının finansal piyasa gereklerine uygun biçime dönüştürülmüş bir uygulamasıdır ve VDMK'ler bunun tipik örnekleridir. Nitekim temlik işlemi, alacak sahibinin başka, VDMK çıkarıcısının başka bir kişi olması durumunda kullanılmaktadır.

Temlik, Borçlar Yasası'nda düzenlenmiş olup; doğmuş ya da doğacak bir alacağın devredilmesi anlamına gelir. Yazılı olarak, borçluya haber vermek gerekmeden ve bir borç belgesi (senet/sözleşme v.b. gibi) varsa onun da temellük edene teslimiyle gerçekleştirilir. Böylece alacak devreden mal varlığından çıkar, devralanın mal varlığına eklenir. Seri III No. 14 tebliğinin 14. Maddesinde ise alacakları temlik eden kuruluş ile Genel Finans Ortaklıkları veya Banka arasında yapılacak temlik sözleşmesinde, temlik eden kuruluşun; Alacakların varlığından ve borçluların temerrüdünden sorumlu olacağına ilişkin bir taahhüt vermesi istenmektedir. Şöyleki "Borçun muacceliyet kazanmasından itibaren üç gün içinde ödenmemesi halinde borçlulara herhangi bir ihtar, ihbar, protesto, icra takibi ve dava ikamesine gerek olmaksızın Genel Finans Ortaklıkları'na veya Banka'ya ödenmeyen borç tutarı ödeyeceğiz." Yani temlik eden kuruluş bilançosunda çıkardığı varlık için bilanço dışı bir taahhüt riski taşımaya devam etmektedir. Temlik alan kuruluş ise riskten bağışık olarak sadece hizmet yapmış olmaktadır.

Aynı tebliğin 15. Maddesinde ise portföyün yönetimi, alacakların tahsili için ayrıca bir vekalet sözleşmesi yapılması öngörülmektedir.

Tebliğin 16. Maddesi ise "ödenmesi banka garantisine dayanmayan VDMK ihraç edilemez" diyerek Bankaları garantör kılınmakta; Ayrıca 17. Madde de VDMK'lere

* Aras, Güler; Menkul Kıymetleştirimli Kredi Uygulamaları ve Türkiyede VDMK, İşletme ve Finans Dergisi, Şubat 1996, Sayı: 119, S.52.

dayanak teşkil eden varlıkların bir Bankada saklanması hükmüne bağlanarak

"Yedimlilik kurumu" sisteme dahil edilmektedir.

VDMK'lerin halka arz yoluyla satışı için SPK kaydına alınması zorunlu olup bu kayıt için satış değeri üzerinden %0.3 ücret ödenmektedir. Ancak kurul kaydı formalitelerin kontrolü dışında bir anlam - garanti - taşımamaktadır. Burada ABD 'deki IDMD uygulamalarıda görülen hükümet ajanslarının ücret karşılığı belli koşulları taşıyan IDMD'lere kendi garantisini ekliyerek onun piyasasını destekleme yöntemini hatırlayıp , ülkemizde bunun yokluğuna dikkat çekmek gerekir. Bizde sadece bir banka garantisi koşulu vardır ki bu da gene piyasanın banka odaklı kalmaktan kurtulamaması sonucunu doğurmaktadır.

VDMK iskonto esasına göre satılabileceği gibi, dönemsel ve değişken faiz ödemeli olarak da çıkarılabilmektedir. Iskonto ya da faiz oranları ile ödeme planı; dayanak oluşturan alacakların getirileri ve vade yapıları göz önüne alınarak, bunlarla uyumlu bir biçimde belirlenmek koşuluyla ihraççının kararına bırakılmıştır. Aynı şekilde alacakların erken ödenmesi durumunda oluşacak fonun ve tüm VDMKserisinin ödenmesinden sonra kalabilecek paranın (bu kalan miktarın mahiyeti tebliğde belirsizdir.) kullanım esaslarının ihraççı tarafından yayımlanacak izahname ve sirkülerde ayrıntılı olarak belirtilmesi istenmiştir.

Satılamayan VDMK oranında portföy küçültülebilmektedir.

İkinci el piyasada alım - satımı serbest bırakılmıştır.

Görüldüğü gibi VDMK düzenleyenlere bırakılan seçenekler VDMK için tür oluşturma, piyasanın isteklerine cevap vermek üzere hazırlık yapmaya uygundur. Ancak temlik esasları düzenleyiciyi korumak amacıyla kredi verenin sorumluluğunu saklı tutacak biçimde oluşturulmuştur. Banka garantisi koşulu ile VDMK "Banka Garantili bonolar"a benzetilmiş. Böylece yatırımcılar ek bir güvence altına alınmış ama kreditorler bankalara bağımlı duruma getirilmiştir.

1992-1995 yılları arasında çıkarılan VDMK tutarları ve bunların dayandıkları krediler arasında ne kadar konut kredisinin bulunduğu Tablo VII'de gösterilmiştir.

TABLO . VII SPK KAYDINA ALINAN VDMK İHRAÇLARI (MLN TL)

<u>YILLAR</u>	<u>TUTAR</u>	<u>İÇERDİĞİ KONUT KREDİSİ</u>
1992	14.480.585	—
1993	52.756.390	—
1994	42.299.369	11.362.900
1995	112.402.450	—

Kaynak: SPK, aylık bülten 1995/11

Bu tablodan anlaşılacağı gibi ipotekli Kredilerin Menkul Değerleştirilmesi yönünden önemli bir katkısı bulunmamakta, yetersiz kalmaktadır

Konut kredilerinin, VDMK kapsamında menkul değerleştirilmesi uygulaması "İpoteğe Dayalı Menkul değerler/İDMD" boşluğunu kısmen doldurmaktadır. Ancak İDMD'ler ayrı bir yatırım aracı olmadıkça;

- 1) -Garanti edilmeleri ya da sigortalanması,
 - 2) Bankalar, sigorta şirketleri gibi kurumların disponibl kıymet ya da teminat olarak tutabilecekleri kıymetlerden sayılmaları,
 - 3) Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ve Fonları tarafından satın alınmaları,
 - 4) Çeşitli vergi muafiyet ve istisna uygulamaları kapsamına alınmaları,
 - 5) Tür ve türevlerinin rahatça oluşturulabilmesi,
 - 6) İkincil piyasaların geliştirilebilmesi gibi
- çeşitli destekleri ve kolaylıkları görmek üzere yasal düzenlemelerde el alınmaları , ayrıca özgün bir ipotek piyasasının ve bankacılığının doğması zor olacaktır

IV.D.2.3 Gayrimenkul Sertifikaları / GMS

20.07.1995/22348 tarih ve sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan Seri III No.4 SPK tebliği ile açıklanan ve esasa bağlanan Gayrimenkul Sertifikaları; bir toplu konut ya da işyeri projesinin finansmanını ve satışını amaçlayarak çıkarılan bir menkul değer olup; ihraççıların bedellerini inşa edilecek veya edilmekte olan gayrimenkul projelerinin finansmanında kullanılmak üzere ihraç ettikleri, nominal değeri eşit, hamiline yazılı, seri halinde düzenlenmiş menkul kıymetler diye tanımlanmaktadır. Gayrimenkul sertifikaları; çıkaranlara yapmakta oldukları toplu konut için finansman ve bitiminde satış şansı sağlamakta; Yatırımcıları içinde almayı düşündükleri konut için bir yandan peşinat ödemek bir yandan birikim yapmak şeklinde aşamalı ve opsiyonlu bir fırsat sağlamaktadır. Bekleme süresinde, borsada gayrimenkulün gösterdiği değer artışına paralel olarak prim yaparak, kazanç da sağlamaktadır. Projenin gerçekleşmemesi durumunda geri ödeme koşulu çerçevesinde yüksek faiz uygulayan 5 bankanın faiz ortalamasına endeksli bir yatırım yapılmış olunmaktadır. Bu sertifikayı çıkaracak ortaklıkların, önerdikleri proje büyüklüğündeki bir işi daha önce gerçekleştirmiş olmaları ve yeterli mesleki ve teknik donanımına sahip olmaları aranmaktadır.

Gayrimenkul sertifikası bir banka garantisi ihtiva etmektedir. Bu garanti; sertifikayı ihraç eden ortaklığın, söz konusu yapıyı bitirdiğinde sertifika sahiplerine devretmesini ya da sertifikaların anapara ve faizlerinin ödenmesini ayrıca gayrimenkulün sertifika sahiplerince talep edilmediği için satılmayan bölümleri olursa bunların satılarak sertifika sahiplerine dağıtılmasını kapsamaktadır.

Bu sertifikalar, özü itibariyle ana parası taşınmaza endekslenmiş, banka garantili borçlanma senetleri/tahvilleridir. Borsada günlük değerinin nasıl belirleneceği konusu belirsizdir. Çünkü taşınmazların değerinin bu kadar hassas ölçülmesi mümkün değildir. Ayrıca ait olduğu taşınmazların değerinin kimler tarafından ne hassasiyetle belirleneceğide belirsizdir. Sonunda istenirse taşınmazı almak hakkı tanınması dolayısıyla bir tür "Call Option" özelliği taşıdığıda söylenebilir. Yatırımcı açısından ileriye dönük değer tahminlerinin tatminkar olarak yapılabildiği bir piyasa gerektirmektedir. Sadece belli taşınmazları satın almaya niyetli kimselere

hitab eder durumda kalırsa bir "Menkul Değerden" çok bir "Peşinat Makbuzu" 'na benzer.

Gayrimenkul sertifikaları, ilk önce 1989 yılında TKİ tarafından "Hamiline konut Sertifikası" adı altında Halkalı toplu konut projesindeki 1 metrekare yapı bedeline endeksli olarak çıkarılmış ve Borsa'da işlem görmüştü 15.10.1989/20313 tarih ve sayılı Resmi Gazetede yayımlanan " Konut Sertifikaları Uygulama Yönetmeliğinde "Brüt 1m² konutun satışına eş değer bir "Menkul Kıymet" olarak tanımlanmış olan bu Menkul Değer 5 yıl içinden geçerli olarak çıkarılmıştı ve toplu konut projesinin finans sorununu çözmek için çıkarılmıştı. Özü itibariyle ana parası taşınmaza endekslenmiş bir borç senedi mahiyetindeydi. Şimdi Gayri Menkul Sertifikaları aynı yasal zemine kurumsallaşmak üzere oturtulmuş olmakta ve başlangıç uygulaması Emlakbank'ın Ataşehir projesi üzerinde yapılmaktadır.

GMS , Konut ya da ticari bina yapımı girişimlerinin finansal kaynaklarını , doğrudan yatırımcılardan sağlayabilmelerine yarayan ve gerektiğinde bir "Convertible Bond" değiştirilebilir bono gibi yatırımcısına sözkonusu taşınmazdan satın almak seçeneğininide veren kullanışlı bir araçtır. Eleştirdiğimiz yönlerine karşın , büyük proje girişimcilerine

-bankalara sadece garanti için uğramak kaydıyla- doğrudan finansal piyasalardan fon sağlama olanağı vermesi açısından yararlı bir araçtır.

IV.D.2.4 Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları / GmYO

Gayrimenkuller ve gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarından portföy oluşturup, işleten ve gayrimenkule dayalı projelere yatırım yapan sermaye piyasası kurumları olan "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları"; 22.07.1985/22351 tarih ve sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan Seri VI No.7 SPK tebliği doğrultusunda yapılanma ve çalışma durumundadır. Tebliğde Başlıca Amaçları:

- 1) Ortaklık portföyünü oluşturmak yönetmek ve gerektiğinde değişiklikler yapmak,
 - 2) Portföy çeşitlendirmesiyle yatırım riskini en aza indirecek bir biçimde dağıtmak,
 - 3) Gayrimenkuller ve gayrimenkullere dayalı araçlara ilişkin gelişmeleri sürekli izlemek ve portföy yönetimiyle ilgili olarak gerekli önlemleri almak,
 - 4) Portföyün değerini korumaya ve artırmaya yönelik araştırmalar yapmak;
- diye dört grupta sayılmıştır.

GmYO'ları kayıtlı sermayeli bir anonim ortaklık olarak ve pay senetleri halka arz edilmek üzere kurulabilmektedirler.

Sermaye ve yedek akçe toplamının %10'unu aşmayacak şekilde gayrimenkule dayalı olmayan sermaye piyasası araçlarına da yatırım yapabilmektedirler." Risk Sermayesi Yatırım ortaklıkları'nın pay senetleri dışında diğer yatırım ortaklıklarının pay senetlerine ve yatırım Fonlarının katılım belgelerine yatırım yapamamaktadırlar. İşlemlerini borsalarda yapmak zorundadırlar. Hiç bir ortaklığa %9'dan fazlasına sahip olacak şekilde yatırım yapamamaktadırlar. Yabancı ülkelerdeki gayrimenkullere de yatırım yapamamaktadırlar. Kredi kullanabilmekte ve bu amaçla portföydeki varlıklarını teminat gösterebilmektedirler. Portföydeki varlıkların sigorta ettirilmesi zorunluluğu vardır. Borçlanmaları; kredi almak suretiyle sermaye ve yedek akçelerinin %25'ini aşamazken, "Borçlanma Senedi" çıkarmak durumunda sınırsız olabilmektedir. Tüm alım - satımların ve borçlanmalarının ekspertiz raporlarına dayandırılması, ekspertizlerin her yıl yenilenmesi gerekmektedir. Halka arzın, kuruluşu izleyen ilk 6 ayda sermayenin % 49'una ulaşacak şekilde gerçekleşmesi ve bir "Aracı Kurum" aracılığıyla yapılması istenmektedir.

Bu ortaklıklar, belirttiğimiz çalışma prensipleri ve kuruluş amaçlarıyla, konut sektörünün finansmanı açısından özellikle ikincil piyasa oluşturulması yönünden yararlıdırlar. Esasen büyük ticari yapıların üretimini ve yatırımcılara taşınmazlar üzerinde ortaklaşa kazanç olanağı sağlanması konularında çok uygun bir finansman/yatırım aracıdırlar.

ABD'de, "Real Estate Investment Trust/REIT's" uygulamaları ipotekli kredilere yatırımdan çok büyük ticari binaların yapımı ya da geliştirilmesi çalışmalarının finansmanı amacıyla kullanılmakta olup, 1970'li yıllarda büyük krizler yaşamış, %70'e varan zararlara uğramıştır. Ancak büyük projeler için vazgeçilmez olduğu anlaşılmaktadır.

"Gayri menkul yatırım ortaklıkları/GmYT" yada başka bir deyimle "Taşınmaz yatırım ortaklıkları/TYO", taşınmaza yatırım yapmak için pratik bir araçtır. Yatırımcıların kendi yaklaşımlarına göre seçim yapmalarına olanak veren farklı tipleride vardır. ABD'de, TYO uygulaması 19. yüzyılda başlamıştır. 1930'larda vergi avantajları kaldırılınca bir süre için yıldızı sönmüş ama 1960'da tekrar özel vergi avantajları

sağlanınca yeniden parlamıştır. 1960'da başlayan uygulama, bu ortakların kazançlarının vergilendirilmemesi, ortaklarına kesintisiz aktarmalarının sağlanması şeklindedir. Ancak ortakların bu gelirleri kendi toplam gelirleri çerçevesinde vergilendirilmektedir. Ne varki 1974'den itibaren 10 yıldan fazla süren bir dönemde taşınmazların değer yitirmesi dolayısıyla bu piyasada bir kriz kendini göstermiştir. Bu kriz sonucunda, Taşınmaz Yatırım Ortaklıklarının sermaye yapıları ve yönetimleri açısından daha güçlü olmaları gerektiği anlaşılmıştır. 1980 vergi düzenlemeleriyle; getiriye yönelik TYO, mülkiyete yönelik TYO' na göre daha çekici duruma gelmiştir.^(*)

1974 yılında TYO çok büyük fonlar toplayarak, kaliteli yapı projelerinin gerektirdiğinden fazla sermaye birikimi sağlamışlardı. Bu yüzden riskli yapı projelerini kredilendirdiler ve gereksiz taşınmazlar aldılar, sonunda zarar ettiler. Ancak varlıkları-taşınmazlar olsun, ipotekli krediler olsun- uzun vadede prim yapan varlıklar olduğu için ayakta kalabilirler.

Taşınmaz Yatırım Ortaklıklarının Türleri

Taşınmaz yatırım ortaklıkları, çeşitli ölçütlere göre sınıflandırılabilir.

Şöyleki,

1. Yatırımların yoğunlaştığı alanlara göre üç gruba ayırabiliriz;
 - a. Mülke Yönelik TYO: Bunlar esas itibarıyla sermayelerini taşınmaz satın alımı için kullanırlar.
 - b. İpotekli Kredilere Yönelik TYO: Burada da TYO ticari taşınmazların uzun vadeli kredilendirilmesine ağırlıkla verilmektedir.
 - c. Karma Amaçlı TYO: Bunlar mülk edinmek ve yetkili oldukları tüm yatırımları dengeli bir şekilde yapmak suretiyle sermayelerini belli bir alanda yoğunlaştırmadan kullanan ortaklıklardır.

^(*)Rosenberg, Menochem; "Reit's Emerge as Sources of Real Estate Review, 1976/1, S. 41

2. Sermaye yapısına göre iki gruba ayrılabiliriz;

a. Sınırlı (Closed-end) Sermayeli TYO :

b. Sınırsız (open-end) Sermayeli TYO :

Sermayesi ve paydaşlığı sınırlı ortaklıklar, belli koşullarla alınacak kararlar dışında sermaye arttırmayacakları için ortakların yeni sermaye çıkarmaları ve pay oranlarının düşmesi söz konusu olmayacaktır. Bizdeki düzenleme bu ortaklıkların kayıtlı Sermaye sistemine göre kurulmalarını öngördüğünden yönetim kurulunun kararıyla, yeni pay senetleri çıkarılarak sermaye arttırımına kolayca gidilebilecek böylece hem kolay finansman sağlayacak hemde yatırım fırsatları kolay değerlendirilebilecektir.

3. Finansman yetkilerine göre iki gruba ayrılabilir;

a. Borçlanma Olanağına Sahip olan TYO

b. Borçlanma Olanağına Sahip Olmayan TYO

Ülkemizdeki düzenleme TYO ne borçlanma yoluyla finansman sağlama yolunu belli koşullarla açık tutmaktadır. Kuruluş sözleşmelerinde yer almak kaydıyla, yasal düzenlemelerin uygunluğu şartıyla borçlanarak yeni yatırımlara girebildikleri gibi bu yönetime başvurulmasının yasaklandığı türleride vardır.

4. Sürelerine göre iki gruba ayrılırlar;

a. Süreli TYO

b. Süresiz TYO

Süreli ortaklıklar belli bir tarihte işlevini tamamlayarak ellindeki taşınmazları paraya çevirip karını ortaklarına dağıtırlar, çünkü belli bir süre için kurulmuşlardır. Bu süre dolunca tasfiye olurlar. Süresiz TYO ise alım-satım ve işletme yapmaya devam ederek varlıklarını korurlar.

5. Amaçlarına göre iki gruba ayrılırlar;

a. Belli Taşınmazlar için kurulan TYO

b. Belirsiz taşınmazlar için kurulan TYO.

TYO genel olarak baştan belirlenmeyen taşınmazlar ve taşınmaza dayalı menkul değerlere yatırım yapmak, bunların alım-satımından ya da işletilmesinden kar sağlamak amacıyla kurulurlar. Yaygın uygulama baştan özel amaç

belirlenmemesidir. Uygun gördükleri taşınmazlara yatırım yaparlar ve piyasa koşullarına göre alacakları kararlarla çalışırlar. Ancak herhangi bir TYO, baştan kurulup sermaye toplarken, hangi taşınmazı satın almak yada işletmek amacıyla olduğunu belirleyebilir. Bu yatırımın zaman içinde de değıştirmez. Bu durumda yatırımcısı da daha net tahminlerde bulunabilecektir.

TYO, genel bir amaçla uygun taşınmazlara yatırım yapmak üzere kurulur ve piyasa koşullarına göre alacakları kararlarla çalışma yaparlar. Herhangi bir TYO, bu sınıflandırma çerçevesinde belli bir kompozisyonu karakterize edebileceğinden çok çeşitli tipte TYO'dan söz edilebilir.

Bu çeşitlilik yatırımcı tercihleri açısından olumlu bir piyasa yaratacağı gibi pay senetlerinin değeri, yani yatırımın getirisi üzerinde de etkin olacaktır.

Taşınmaz sahiplerinin TYO kurup pay senetlerini satması, taşınmazı parçalar halinde satmaları anlamına gelir; hem mevcut taşınmazı (ki bu yapım aşamasındaki bir taşınmazda olabilir) piyasa koşullarına göre paraya çevirirler, hemde bunun yönetimi dolayısıyla belli bir ücret geliri sağlarlar. Alternatif olarak henüz ortada belli bir taşınmaz yokken TYO kurulması söz konusu edilebilir, bu durumda satınalmaları ve yatırımlar daha sonra kurallar çerçevesinde yapılacaktır.

Bizdeki yasal düzenleme, başlangıç sermayesinin (250 Milyar TL) nakit olarak çıkarılmasını istemektedir. Eğer kuruluş bir başka ortaklığın TYO'na dönüşümü suretiyle yapılıyorsa bu nakit koşulu aranmamaktadır.

TYO'nun bir "Yüklenimci Şirket" tarafından kurulduğunu düşünürsek: Bir yatırım bankası, sermaye desteğı ve halka arz hizmeti verecek; bir danışmanlık şirketi, kuruluş çalışmalarını yapacak; Bir yönetim grubunda yatırımların / taşınmazların dolayısıyla ortaklığın yönetimini gerçekleştirecektir. Bu çalışmaların hepsinde yüzde ile hesaplanan ücretleri olacaktır.

IV.D.2.5 Gayri Menkul Yatırım Fonları / GMYF

Taşınmaz Yatırım Fonları, Ortaklık statüsünde olmayan ama taşınmaz üzerine yatırım amacı ile kurulan tüzel kişilikler olup işlemleri itibarıyla "Taşınmaz Yatırım Ortaklıkları"na benzetilmektedirler.

Sermaye piyasası yasası 37.Maddesinde "Gayri Menkul Yatırım Fonu" kurulabilmesi için bir başlangıç yapılmış ve yatırım fonları tanımlanırken; " Halktan katılma

belgeleri karşılığında toplanan paralarla, belge sahipleri hesabına riskin dağıtılması ve inançlı mülkiyet esaslarına göre sermaye piyasası araçları, gayrimenkul , altın ve diğer kıymetli madenler portföyü işletmek amacıyla kurulan mal varlığı" denmiş ve gayrimenkul zikredilmiştir. Ancak " yatırım fonu ve yatırım ortaklığı portföylerinde bulunan taşınmazlarla, taşınmaza dayalı senetlerin tescil, şerh ve diğer tapu işlemlerinin yerine getirilmesine ilişkin esaslar "Tapu ve Kadastro Genel Müdürlüğü"nün bağlı olduğu bakanlık tarafından çıkarılacak yönetmelikle belirlenir" hükmünün gerektirdiği yönetmelik henüz çıkmadığından "Gayri Menkul Yatırım Fonları" henüz uygulama alanında yer almamaktadır.

BÖLÜM V

İPOTEĞE DAYALI MENKUL DEĞERLERİN UYGULANABİLİRLİĞİ AÇISINDAN TÜRKİYE'NİN KOŞULLARI

Bilindiği gibi İDMD'ler esas itibarıyla bir yatırım aracıdır. Emlak sektörüne fon aktarmak üzere fonksiyoner olabilmesi, öncelikle finansal piyasalarda tutunmasına bağlıdır. Bu nedenle ekonominin genel durumuyla, finansal piyasaların özellikleri İDMD'lerin kendi özelliklerinin dışında önem taşımaktadır. Öte yandan İDMD'lerin emlak sektörüne yararlı olabilmesi, bu sektörün yapısıyla ayrıca ilgilidir. Bu durumda, "İpoteğe Dayalı Menkul Değerler'in" (İDMD) tutunması ve yaygınlaşabilmesi, dolayısıyla işlevlerini yerine getirebilmesi için ülkemizde uygun koşulların bulunması gerekir. Bu koşullar, hem konut sektörüyle, hem para/sermaye piyasalarının yapısıyla, dolayısıyla ekonomik ve sosyal durumla ilgilidir. Ülkemizde;

1. Ekonominin,
2. Para ve Sermaye Piyasalarının,
3. Yasal Çerçevenin,
4. Demografik Yapı ve Kentleşme olgusunun, genel ve özel durumları; belirgin yapısal özellikleri, gelişmişlik dereceleri ve gelişme yönleri ile ele alınarak konumuz açısından değerlendirilmesi ve önerilerin, yapılacak saptamalara dayanılarak ortaya konması yararlı olacaktır.

İDMD'lerin fonksiyonlarını kendine özgü piyasasından soyutlanmış bir durumda yerine getirmek üzere kapsamı geniş tutulmuş olan VDMK'lerin neden yaygınlaşmadığını açıklayıcı faktörlerde bu genel değerlendirmeye bulunabilir.

V.A. EKONOMİNİN YAPISINDAN KAYNAKLANAN SORUNLAR

Ülkemiz ekonomisinin genel durumunu, sadece "Yapı Sektörü" ile "Para ve Sermaye Piyasaları"nda, birikimci, yatırımcı ve girişimci kararlarını etkileyen yönleriyle ele aldığımızda, konumuz olan İDMD'ler açısından ilginç ve etkin noktalar şu şekilde saptanmaktadır:

A.1 Yüksek Oranlı Ve İstikrarsız Bir Yapı Gösteren Enflasyon

Ekonomimizin en belirgin olgularından biri enflasyondur; Enflasyon sürekli ve yüksek oranlıdır. Nedenlerine ve bugüne kadar başvurulmuş mücadele yöntemlerinin sonuçsuz kalmasına bakarak, artık yapılaşmış olduğunu düşünerek hareket etmek daha sağlıklı bir yöntem olacaktır. Bilindiği gibi Enflasyonun temelinde kamu borçlanması yatmaktadır. Devlet bütçeleri açık vermekte, açıktan yapılan kamu harcamaları, vergi ve diğer gelirlerle kapatılamayıp ya emisyon hacmi artırılarak ya da iç ve dış borçlanma yoluna başvurulmuş karşılansızdır. Devlet bütçeleri giderek borç ve faiz ödeme planları haline gelmeye başlamıştır. ^(*) İç borç ödemeleri 1995 yılı itibariyle vergi gelirlerinin %143.9'una yükselmiştir. ^(**) İç borçların yanı sıra dış borçlarda çok yüksek düzeylerde dir. İç ve dış borç stoğu milli gelirin yarısından fazlasına ulaşmıştır. Tablo I ve II borç stoklarının durumunu göstermektedir.

TABLO .VIII

İÇ BORÇ STOĞU

(Milyar TL)

	<u>1993</u>	<u>1994</u>	<u>1995</u>
Kağıda Bağlanan	255	544	1.143
Kağıda Bağlanmayan	102	255	218
Toplam	357	799	1.301
İç Borç Stoğu/Milli Gelir	19%	21%	18%

Kaynak : TBB/Bankalarımız 1995/İST/Mayıs 1996

^(*) Uludağ, İlhan; Türkiye Ekonomisi , MÜ - BSE Yayınları, İstanbul, 1990 ,S.292

^(**) Ekonomist Dergisi, 14 Temmuz 1996

TABLO .IX

DIŞ BORÇ STOĞU

(Milyar Dolar)

	1993	1994	1995
Orta/Uzun Vadeli	48.8	54.3	57.6
Kısa Vadeli	18.5	11.3	15.7
Toplam	67.3	65.6	73.3
Diş Borç Stoğu/GSMH	37%	42%	44%

Kaynak : TBB/Bankalarımız 1995/İST/Mayıs 1996

Enflasyonu besleyen ikinci faktör; Önemli sanayi hammaddelerine -ki bir çoğu KİT ürünüdür- yapılan zamların, bunları girdi olarak kullanan üretim sektörleri tarafından mallarına aynen yansıtılarak, dolayısıyla arttırılarak, piyasaya aktarılması şeklindeki maliyet / fiyat dengesizliğidir. Şöyle ki; elektriğe %10 zam yapıldığında elektriğin, girdileri arasında %10 yer tuttuğu bir malın fiyatı da %10 oranında arttırılırsa zammın etkisini 10 kat arttırılmış olarak piyasaya yansıyacaktır. İlk bakışta dikkat çekmeyen bu uygulama zincir halinde sürdüğünde maliyet/fiyat döngüsüyle enflasyonu beslemektedir. Böylece enflasyon, kendisinden kâr sağlayan bir kesimin öncülüğünde yaygın ve kalıcı olmaktadır.

Ülkemizde enflasyonun kaynaklarını irdelerken; özellikle para arzıyla, kredi sisteminin sağladığı fon akımlarının, reel mal ve hizmet üretiminin hacmiyle ahenkleşememesi üzerinde de durmak gerekir.^(*) Mali sektör ile, reel sektörün birbirinden kopması ^(**) piyasa sisteminin oturmamış olmasından ve ekonomik alt yapı yetersizliğinden ileri gelmektedir..

Ekonomik işlemlerin gerektirdiği para hacmi, makro ekonomik ilişkiler çerçevesinde kendiğilinden belirlenecekken, mali sektörden kopmasının temel yanlış monoterist

* Kılıçbay,Ahmet; Türk Ekonomisi, T. İş Bankası Yayınları, Ankara, 1991, S. 325

** TBB; Bankalarımız 1995, İstanbul, Mayıs 1996, S. 11

uygulamalar yada kamu gereksinimlerinin karşılanması için para piyasalarındaki nakit akışının yapay şekilde etkilenmesi, nedenini oluşturmaktadır.

Ayrıca Mali sektörün, çoğu kez manipülasyonlarla oluşan kendi içi dinamiğide; değer dalgalanmaları, yüksek rant gelirleri, paranın belirli vadelerde hareket yeteneğinde zaafa uğraması gibi sonuçlarla bu kopukluğu biçimlendirmekte, para temel fonksiyonlarından uzaklaşarak, neredeyse sadece bir üretim aracı durumunda kalmaktadır. Sadece mali sektörde faiz ve rant üretiminde kullanılmaktadır.

Enflasyonist süreç, konut sektörünü ve konut kredilerini nasıl etkiler? Olumlu ve olumsuz olmak üzere iki yönlü;

1) Sürekli yükselme eğilimi gösteren faiz oranları dolayısıyla, konut kredilerinin faiz oranlarının sabit tutulması halinde, kredi verenler ve IDMD yatırımcıları zarara uğrayacaktır. Uzun vade ile bağlanmış olan fonlar, piyasa faiz oranları yükseldiğinde, düşük getirili kalacaktır. Bu durumda konut sektörüne ayrılmış olan fonların aşınması, dolayısıyla tekrar aynı boyuttaki projeleri gerçekleştirmek için yetersiz kalması söz konusu olacaktır. Öte yandan yatırımcıların getirisi düşük kalan bu menkul değerlerden çıkması, giderek IDMD'in yatırımcılar açısından düşük verimli görünmesi bu sektörde fon akımının kesilmesine yol açabilir. Dalgalı faiz uygulanırsa, ipotek borçluları yükselecek taksitler karşısında borçlarını ödeyememe durumuna düşebilecek, ipotek piyasasında kriz doğabilecektir.

2) Öte yandan konut maliyetleri ve fiyatları sürekli yükselerek taşınmazlara yatırım yapmayı, konut alımını ve konut alımı için borçlanmayı çekici kılacaktır. Böylece; IDMD yoluyla finansman sağlama aşamasına gelen bir ipotek (konut kredisi) piyasası, mali sektörden, ancak konut gereksinimi kadar fon talep edecek bir otomatizme sahip olduğundan ve düzenli taksitlerle bu fonu iade edeceğinden; düzenleyici, hatta anti enflasyonist bir özellikte olacaktır. Ayrıca enflasyona karşı yatırımcı bulabilecek ve yatırımcısına yararlı olacaktır çünkü sonuçta taşınmazların güvencesi söz konusudur. Taşınmazlar ve genel olarak ipotek piyasası, enflasyonist dönemlerde, koruma fonksiyonuyla ön plana çıkacaklarından konut sektörünün enflasyondan yararlanma olasılığı daha fazla olacaktır.

V.A.2 Belirsizlik Olgusu

Ekonomi tam olarak kontrol edilemediği için, kontrol edilebilen kısmı da politik kararlarla çok kolay değişebildiği için, ileriye doğru bakıldığında ihtimaller çok geniş bir açıya dağılmaktadır. Bu belirsizlik ortamında güven duyulan başlıca yatırım araçları döviz ve taşınmaz olmaktadır. Kamu borçlanma kağıtlarına da güvenilmektedir, ama bu güven biraz da yüksek faiz çekiminin desteğiyle sağlanmaktadır.

Tüm döviz hareketinin TCMB tarafından kontrol edilemediği mali piyasada bazen sıcak parayı ülkeye çekmek, bazen ihracatçıyı desteklemek, bazen de ithalatı ucuz tutmak kaygılarında

odaklaşan, değişken mali politika dolayısıyla; kurların hareketi zaman zaman büyük spekülatif kazançlara olanak sağlayacak boyutlarda olmaktadır. Ayrıca siyasi istikrarsızlık ortamında birikimler - tüm ekonomik verilerden bağımsız olarak - dövizle sığınmayı seçtiklerinden anlamsız kur değişimleri yaşanabilmektedir. Bunun etkisi diğer yatırım araçları üzerinde olumsuz olmaktadır. Esasen bir para birimi olan dövizler, birer yatırım aracına dönüşmekte bilgi seviyesi düşük birikimciler bile usta dealer'lar gibi kazanç sağlayabilmektedir, yada tam tersi olmaktadır.

İstatistik verilerin yetersizliği ve güvensizliği ekonominin tümünü geniş bir perspektif içinde ortaya çıkaran bir tablo oluşturmaya olanak vermemektedir. Belirlenen rakamlar bazı tahminlerle tamamlanarak kullanılabilmektedir; örneğin kayıt dışı ekonomi üzerindeki tahminler, gecekondü sayısı üzerindeki tahminler - ülkenin ekonomik portresi açısından çok önemli iki konu olmalarına karşın- kesinleştirilememekte, hesaplara alınamamaktadır. Ekonomi politikalarındaki tutarsızlıklardan ve sık sık değişimlerden doğan belirsizlikler, "aşırı kâr sağlama" isteğine yönlendirilerek ayrı bir sorun yaratmaktadır.^(*) Tüm ekonomik kararlar kısa vade için alınmakta, uzun vadeli yatırımlardan kaçınılmaktadır.

^(*) Kılıçbay ; Agk. S.329

Finansal kurumların yönetimleri ne yaparlarsa yapsınlar kâr etmektedirler; yeter ki, likiditede kalsınlar. Yüksek faizler, kur gelişmeleri ve çok kolay faiz ayarlamaları yaparak çıkış yolu bulabilmek rahatlığı içinde çalışmaktadırlar. Sonunda devlet borçlanmasına dayanan faiz getirilerinin cazibesi yüzünden gerçek üretim faaliyetleri geri kalmaktadır. Bir reel üretim alanı olan konut sektöründe bu olgudan, yani belirsizlikler dolayısıyla birikimcilerin ve finans sektörü birimlerinin kısa vadeli mali yatırımlarda likit kalmayı seçmelerinden, olumsuz etkilenmektedir.

V.A.3 Kaynak Yetersizliği Ve İsrafı

Ülkemiz'de bir yandan kaynak kıtlığı bulunmakta, bir yandan da kıt kaynaklar israf edilmektedir.

- 1) Kamu harcamalarının kamu gelirleriyle karşılanamaması,
- 2) Özel işletmelerde kısa vadeli borçlanma oranının yüksekliği (Örneğin 1996'da yapılan bir Borsa Şirketleri değerlendirmesinde "Borç/Toplam Özkaynak" oranı için önerilen oran %50'nin altında olmaktadır ki, %50 aslında yüksek bir orandır. ^(*))
- 3) Yabancı sermayenin yetersizliği,
- 4) Birikim kurumlarının (Sosyal Sigortaların) fonlarını çar - çur etmiş olmaları dolayısıyla kurumsal yatırımcı olarak rol alamamaları gibi yurtiçi birikimlerin ve fonların azlığının göstergesi (bazen de nedeni) olan etkenler dolayısıyla;
 - 1) Kaynakların maliyeti yükselmekte,
 - 2) Yükselen rantlar dolayısıyla gerçek yatırımlar yerine finansal yatırımlar seçilmekte,
 - 3) Fonların çok rasyonel kullanılması zorunluluğu doğmaktadır.

Bu etmenleri değerlendirilmesinden anlaşılacağı gibi ülkemizde hem kaynak yetersizliği hem de kıt olan kaynakların çeşitli nedenlerle israfı birlikte söz konusudur. Bunun anlamı kaynak kullanımında akılcı davranılamamasıdır.

V.A.4 İşsizlik Olgusu

^(*) Ekonomist, 14 Temmuz 1996

Ülkemizde işsizlik oranı yüksektir. Hem açık hem gizli işsizlik vardır. Bu insan kaynaklarında bir fazlalığın olduğu, daha doğru bir söylemle insan kaynaklarının değerlendirilemediği anlamına gelmektedir. Yeni iş olanakları açarak ya da var olan işleri genişleterek üretimi artırıp çalışma ve çalışmanın sürekliliği konusunda güven duygusu sağlamak gerekmektedir.

İşsizlik, konumuzu iki yönden ilgilendirmektedir; birincisi, konut ihtiyacı içinde olan kesimin işsizlik dolayısıyla yoksulluğu; ikincisi ise yapı sektöründeki canlanmanın istihdam artırıcı olması. Doğal olarak bu iki olgu birbirinin varlığını desteklemektedir. Yapı sektörü vasıflı-vasıfsız her türlü işgücüne kısa zamanda istihdam açabilen bir sektör olup genişlemesi ve istikrarlı ve disiplinli bir düzen kazanması işsizliğin çözümüne katkı açısından çok önemlidir. Konut alarak uzun vadeli borçlanmalara girebilmek içinse bireylerin işlerinin sürekliliğine inanmaları gerekir. İşsizlik azaldıkça, gelir düzeyi artacağından ve işsiz kalma ihtimali düşeceğinden bireylerin konut talebi artacak ; bu talep arttıkça sektör canlanacak ve yeni iş alanlarının açılmasıyla istihdam artacak yani olumlu bir döngü başlayacaktır.

V.A.5 Gelir Dağılımı Dengesizliği

Türkiye'de bireyler arasındaki gelir dağılımında büyük ölçüde farklılaşmalar olabilmektedir. Bu dengesizlik bazen sektörler, bazen iş kolları bazen de iş yerleri arasında görülebilmektedir. Ayrıca ücret politikalarının uyumsuzluğu dışında, yatırım araçlarının getirilerinde görülebilen sürpriz uçurumlar dolayısıyla da gelir dilimlerinin birinden diğerine geçiş mantıksal bir nedensellik olmaksızın mümkün olabilmekte, dolayısıyla kısa zaman içinde, gelir yükseliş ve düşüşleri yaşanabilmektedir. Gelir dağılımındaki dengesizlik; yani çok zenginlerle çok fakirlerin bir arada olması konut sektöründe farklı yönlendirmeler yapmaktadır. Özel yap-satçı konut üreticileri - ve bazı kamusal toplu konut projeleri - zenginleri hedef alarak çalışmakta, yüksek kârlar sağlamaktadır. Ayrıca konut kredileri, ödeme gücü olan ve konuta rant amacıyla para yatıran bu kesim sayesinde yüksek faiz oranlarıyla talep bulabilmektedir. Düşük gelir grupları; ev sahibi - kiracı çekişmesi içinde birikimlerini eritmekte, bir yandan da gecekondu girişimciliği ile rant vurgunu çalışmaları yapmaktadır. Gelir düzeyinin garantisizliği, yani işsizleşme, borsa endeksinin düşmesi, döviz kurlarının frenlenmesi gibi nedenler dolayısıyla gelirin birden belirsiz bir süre için

sıfırlanması, ya da birden yüksek gelirli bir iş fırsatı yakalamak gibi ilginç koşullar konut birikim ve ödemelerinde krizlere ya da gerçekçi olmayan bireysel girişimlere yol açmaktadır.

V.B PARA VE SERMAYE PİYASALARINDAN KAYNAKLANAN SORUNLAR

Para ve sermaye piyasalarımız, esas itibariyle TCMB nezdinde oluşturulan TL ve Döviz İnterbankları; İMKB nezdinde "Pay Senedi", "Tahvil ve Bono" piyasaları ile Altın Borsası şeklinde örgütlenmiş bulunmaktadır. Pay senedi piyasası için TAKASBANK takas ve saklama işlemlerini yerine getirmekte, Tahvil ve Bonolar hazinenin denetiminde tutulmaktadır.

Takasbank , İDMD çıkarma sürecinde , ipotek havuzunun yedilemiliğini yapmak için uygun bir kurumdur.

Piyasaların elektronik donanımları gelişmiş olup işlem hızı, iletişim ve denetim olanakları yönünden problemleri yoktur. Ancak bilindiği gibi piyasalar sadece organizasyonları açısından odak merkezleriyle değil, tüm ülkeye yayılmış üyelerinin durumu ve etkinliği ile değerlendirilmelidir.

Para / Sermaye piyasalarının, İDMD açısından etkin özellikleri şöyle belirlenmektedir:

V.B.1. Yüksek Faizle Devlet Borçlanması

Devlet hem harcamalarını finanse etmek, hem de borçlarını ve faizlerini ödemek için başka bir kaynak yaratamadığı ve tasarrufa gidemediği için sürekli olarak yeniden borçlanma durumunda kalmaktadır. Borçlanmalar yüksek faizle yapılmaktadır. Devlet tahvili ya da hazine bonosu gibi kamu borçlanma araçları piyasadaki en düşük riskli yatırım aracı olmanın yanı sıra en yüksek denilebilecek düzeyde faiz kazancı sağlayan yatırım araçları olarak da dikkati çekmektedir. Özellikle kısa vadeli kâğıtların yıllık bileşik faiz getirileri çok yüksek olmaktadır. Yani, borç bulma ihtiyacı zaman zaman paniğedönüşmekte, riskin düşük olmasına karşın yüksek oranlarda faiz ödenmekte böylece kâr-risk dengesi anlamsız bir şekilde bozulmaktadır. ⁽⁷⁾

⁽⁷⁾ Uludağ: A.g.k. S.354

Aşağı yukarı her hafta tekrarlanan devlet borçlanması ihalelerine katılıp 1-3 ay arası vadeli kâğıtlardan alıp hemen ertesi gün az bir kâr marjıyla diğer finansal kuruluşlara ve birikim sahiplerine devretmek cazip bir iş durumuna gelmiştir.

Kamu borçları, ülkedeki makro ekonomik dengesizliklere de yol açmaktadır. "Kamu kesiminin mali sektörden giderek daha çok kaynak kullanmasıyla ekonomik faaliyetlerinin sürdürülmesi için gerekli kaynak miktarı sınırlı bir düzeye inmiştir."(**)

Bütçe açığının finansmanı için yapılan borçlanmalar özellikle IMF ile yapılan anlaşmalar uyarınca iç kaynaklarda yoğunlaşmış ve önemli boyutlara yükselmiştir.

Tablo X ve Tablo XI Finansal Açıklarını ve bunların finansmanı için kullanılan yöntemleri göstermektedir.

TABLO . X	MALİ SİSTEMİN VE KAMU KESİMİNİN AÇIĞI	(%)		
	<u>1993</u>	<u>1994</u>	<u>1995</u>	
Yurtiçi Birikimler/Milli Gelir	22	20	21	
Kamu Kesimi Açığı/Milli Gelir	12	8	7	
M2Y/Milli Gelir	27	29	32	
Kamu Kesimi Açığı/M2Y	45	35	22	
Tahvil+Bono Stoğu/M2Y	47	48	47	

Kaynak: TBB/Bankalarımız 1995 / İST./Mayıs1996, S.26

TABLO . XI	BÜTÇE AÇIĞININ FİNANSMANI	(Trilyon TL)		
	<u>1993</u>	<u>1994</u>	<u>1995</u>	
Hazine Avansı	255	544	1.143	
İç Borçlanma (Net)	102	255	218	
Toplam	357	799	1.301	
İç Borç Stoğu/Milli Gelir	19%	21%	18%	

Kaynak: TBB/ Bankalarımız 1995/ İST./Mayıs1996, S.26

***TBB; A.g.k, S.11

Yüksek faizli, yüksek garantili, kısa vadeli ve hacimli devlet borçlarının yapı/konut sektörü üzerindeki etkisi; IDMD'lerin taşınmaz garantisi avantajını gölgelemek; Kısa vadelerde elden çıkarılabilme özelliğini kazanmasını ve yüksek getiri sağlamasını zorunlu kılmak gibi olumsuz yönde ve bir kaç tanedir.

V.B.2. Banka Mevduatları Üzerindeki Devlet Garantisi

Bankalardaki tasarruf mevduatları üzerinde, Bankalar Yasası uyarınca, TCMB nezdinde kurulmuş olan Tasarruf Mevduatı Garanti Fonundan karşılanmak üzere oluşturulmuş bir sigorta varken ve bu sigorta zaman zaman artırılan bir limit dahilinde, her bir mudinin, hangi Bankada olursa olsun tasarruf mevduatının ya da sertifikasının belli bir kısmını kapsamaktayken 1994 yılında çıkan bir kararla tüm Bankalardaki, tüm tasarruf mevduatları limitsiz olarak devlet garantisi altına alınmış, sadece faizi belli bir oran için garanti kapsamında tutulmuştur.

Yüksek faizler ve yatırım araçları üzerindeki devlet garantisinin genişliği dolayısıyla birikimciler, rantiyeye dönüşme sürecine girmişler ancak sağlanan rahat ortam dolayısıyla risk ve getiri analizlerinden anlayan bilinçli bir yatırımcı olma ihtimalleri de zayıflamıştır. Kabul edileceği gibi birikim sahibi finansal yatırımcıların bilinç düzeyi de bir ekonominin gelişmişliğinin bir parçasıdır.

Faiz oranlarının gelişi güzel artırılabilirdiği bir ortamda Banka Tasarruf Mevduatları üzerindeki yaygın ve sınırsız devlet garantisi; IDMD ve benzeri bir çok yatırım aracının tercih edilmesi için bir neden bırakmamakta, üstelik menkul değerleştirme sürecinin formalitelerini ekstra bir zahmet durumuna düşürmektedir.

Görüldüğü gibi mevduatlar üzerindeki devlet garantisinin makul kriterlere dayandırılması ve sınırlandırılması hem gelişmiş bir finans piyasasının gereği hemde IDMD'in tercih edilebilmesi için zorunludur.

V.B.3. Bankaların Tüm Finansal Hizmetleri Sunabilme Üstünlüğü

Ülkemizdeki tüm para ve sermaye piyasası işlemlerinde bankalar başta gelmektedir. Klasik finansal aracılık ve hizmet kapsamında olmayan sermaye piyasası işlemlerinde de ağırlıklarını korumaktadırlar. Neredeyse her bankanın birer Borsa Aracı Kurumu, Sigorta, Finansal Kiralama, Faktoring v.b finansal kuruluşları

bulunmaktadır. Böyle kuruluşları olmasada banka bünyesinde çok çeşitli finansal aktiviteler yapılmaktadır. Pay senedi piyasasında ve sabit getirili kamu kâğıtlar (Bono-Tahvil) piyasasında Borsa Bankerliği kuruluşları (Yetkili Aracı Kurumlar), döviz piyasalarında Döviz Büfeleri diye adlandırılan yetkili kuruluşlar, bankaların etkinliğini kısmen paylaşmaktaysalar da; özellikle Menkul Değer Yatırım Ortaklıklarının ve Fonlarının fiilen bankalar nezdinde yoğunlaşmış olması; sosyal güvenlik kuruluşlarıyla, sigorta şirketlerinin piyasalarda bulunmaması; Derecelendirme, Portföy Yönetim, Yatırım Danışmanlığı Şirketlerinin yokluğu gibi nedenlerle bankalar bu piyasalarda egemen durumdadırlar. Diğer kurumların geliştirilmesi, otomatik - şeffaf - denetimlerle güvenilirliklerinin artırılması, gelişmemiş para piyasasının fon akımına yardımcı aracı kuruluşlar biçiminde kurumsallaşmalarının sağlanması gerekmektedir; ancak bu şekilde konut kredileri ve bunların menkul değerleştirilmesiyle ilgili çalışmalar marjinal çıkarları gözetecek şekilde detaylanarak yaygınlaşabilecektir. Çünkü İpotek piyasası Bankalar dışında çok çeşitli aracı kuruluşun yardımıyla işleyebilmektedir.

V.B.4. Pay Senetleri Piyasasının Etkinsizliği

Birikim sahipleri açısından borsa istikrarsız bir yatırım alanı durumundadır. Yatırımcı bazen kısa bir süre içinde çok yüksek kârlar elde etmekte, bazen de uzun bir süre beklemekte zarar etmektedir. Borsadaki değer gelişmeleri, şirketlerin bilançolarının gösterdiği gelişmelerden kopuk bir şekilde oluşabilmekte, bu yüzden; borsaya para yatırmak bir şans oyununa katılmak gibi olmaktadır. 31.12.1996 itibariyle İMKB'de pay senedi işlem gören 230 şirket bulunmaktadır. Bunların 16 tanesi yatırım ortaklığıdır.

Bu şirketlerin sermayelerinin halka açılan kısmı en az %5 olup, piyasa rayiç değerleri toplamı(kapitalizasyon değeri) 3.3 Katrilyon TL (30.8 milyar \$) dir. Ancak bu değer % 46'sı; 10 büyük Şirkete ait olup bunların 4 tanesi Kamu Kuruluşu (THY, TÜPRAŞ, PETKİM, ERDEMİR) 4 tanesi Banka (İŞ BANKASI, AKBANK, YKB, GARANTİ BANKASI)dir. Oysaki şirket sayısı ve yatırımcı sayısı ülke çapında yaygınlaşarak artmak için yeterli potansiyele sahiptir. Pay Senetleri Borsası yeterince gelişmiş olsa bile İDMD'ler farklı özellikleri dolayısıyla yatırımcı

çekebileceklerdir. Nitekim Borsada yeni işlem görmeye başlayan GMYTR Ortaklıkları bir İDMD benzeri yatırım aracı olarak başarılı olmaktadır.

V.B.5. Bürokratik Organizasyon,Denetim ve Değerlendirme Yetersizliği

Finansal piyasalarda kamusal düzenleme ve denetim işlevleri için ilgili bürokratik otoritelerin birbiriyle bağlantısının sağlıklı bir biçimde organize edilmemiş olması ;mali konularda bütünsellikten uzaklaşmalara , duraksamalara hatta karmaşaya yol açmaktadır.Devletin mali işlevlerini yürüten tüm organlarının daha etkin olmak üzere yeniden yapılanma ihtiyacı içinde olduğu hissedilmektedir.

Finansal piyasalarda yer alan ve devletin dışında kalan diğer kurum,şirket ve kişilerinde daha düzenli bir koordinasyon ve iletişim içinde çalışarak; daha az işlemle daha etkin olmaları mümkün görünmektedir.

Ayrıca finansal yatırım araçlarının değerlendirilmesi için gerekli"Rating"işlemlerinin sağlıklı bir biçimde yapılıp,kolay ulaşılır sağlıklı bilgiler halinde hazır tutulmaları; gelişmiş finansal piyasalar için bir zorunluluk olduğu halde ülkemizde bu alanda boşluk vardır.Bağımsız denetim şirketlerinin ve yabancı ileri ülke değerlendirme şirketlerinin girişimlerinin yanı sıra ; bankalar, özel finans kurumları, faktoring ve finansal kiralama şirketlerinin istihbarat ve mali analiz departmanlarının ortaklaşa çalışmalarıyla-arşivlerinin birleştirilmesiyle- bu boşluğun doldurulmasına yönelmek gerekmektedir.

V.C KONUYA İLİŞKİN YAŞAL YAPIDAN KAYNAKLANAN SORUNLAR

Yasaların, zamana uygun olarak canlı tutulması yerine, temel yasaların dışında pratik çözümler bulunarak aynı konuyu düzenleyen yeni yasa ve buna bağlı olarak mevzuat oluşturulması; Para ve Sermaye piyasalarında , mevzuat takibinde ve yorumunda duraksamalar yaratmaktadır.

IDMD konusunda, Özel bir mevzuat oluşturularak kurumsallaşmasını sağlayıcı yönlendirme yapılmadan, konut kredisi taksitlerinin menkul değerleştirilmesi için VDMK kapsamında bir kestirme çözüm bulunması, TTK ve Borçlar Kanunu üzerinde

bağlantı çalışmaları yapılmadan sadece SPK mevzuatı çatısı altında bazı düzenlemelerle, bütünsel olmayan bir yasal çerçeve ve uygulama prosedürü oluşturulması, yetersiz kalmaktadır.

İmar planlarındaki değişiklikler, imar afları, tapu tahsis belgeleri, arsa tahsis belgeleri uygulamaları, büyük ve temel sorunu ele almadan, birkaç gösteriş yapmaktan ileri gitmemektedir. Oysa İDMD'in fonksiyonel ve kalıcı olması baştan sona eksiksiz ve birbiriyle uyumlu bir yasal düzenleme çalışması gerektirmektedir. Bu çalışma bir yandan finansal alanlarda; bir yandanda tapu, kadastro, ipotek, kat mülkiyeti, toplu konut alanlarında bütünselleştirme, kolaylaştırma, öncülük etme yaklaşımlarıyla yapılmalıdır.

Bürokratik otoritelerin baştan bütünsel bir anlayışla işe girişmesi; Düzenlemelerini, sağlıklı bir ipotek piyasası oluşturmaya ve bu piyasa içinde kurumsallaşmaya yönelik yapmaları gerekmektedir.

V.D.DEMOGRAFİK YAPI VE KENTLEŞME OLGUSUNDAN KAYNAKLANAN SORUNLAR

Türkiye'de kaç tane konut bulunduğunu ve mevcut hanehalkı ve nüfusa göre sayısal yeterlilik derecesini kesin olarak söylemek zordur. Çünkü bu konuda genel sayımlar yoktur. 1984 yılında DİE tarafından "Bina Sayımı" yapılmıştır. Ama bu sadece belediye örgütünün bulunduğu yerleşim yerlerini kapsamakta, köyler ve belediye kayıtlarında yer almadığı için gecekondular dışarda kalmaktadır. Bu sayımda tümüyle konut olan 3.515.104 yapı saptanmıştır.

Tablo XII bu konudaki tesbitleri göstermektedir.

TABLO XII - BİNALARIN KULLANIM AMAÇLARINA GÖRE DAĞILIMI

Binanın Kullanım Amacı	Bina Sayısı
Genel Toplam	4.387.971
Tümü Konut	3.515.104
Çoğunluğu Konut	326.499
Tümü İşyeri	424.216
Çoğunluğu İşyeri	59.158
Tümü Resmi Kuruluş	18.795
Tümü Dini	13.494
Tümü Sağlık Kuruluşu	2.132
Tümü Eğitim ve Kültür Kuruluşu	13.485
Karışık	12.209
Diğer	812
Bilinmeyen	2.067

Kaynak: DİE 1984 Bina Sayımı

Sayımda saptanan konut sayısına ek olarak 1994 yılına kadar verilen yapı ruhsatları toplamı 3.828.346 olarak bulunmaktadır. Yapı ruhsatlarının yaklaşık %25'i ev, %75'i apartman için verilmektedir.

Böylece 7.343.450 konutun belediye sınırlarında gecekondulu olmadan bulunduğu anlaşılmaktadır. Ama 1990 Genel Nüfus Sayımı'na göre ülkemizde 56.473.935 kişi yaşamakta ve bunlar 11.188.636 hanehalkı (aile) oluşturmaktadır. 1990 itibarıyla konut sayısının 5.365.855 olduğunu düşünürsek 4.737.806 ailenin de köylerde yaşadığını gözönüne alırsak 1.084.975 ailenin gecekonduda oturduğunu (ya da evsiz olduğunu) söyleyebiliriz.

Konut sayısının nüfusa göre yetersizliğinin yanı sıra, konut mülkiyeti açısından da olayı değerlendirdiğimizde; konumuz itibarıyla asıl önemli olan konut edinme gereksiniminin ne ölçüye ulaşabileceğini anlarız. Bunun içinde DİE kaynaklarına baktığımızda 2.422.707 hane halkının - ki 1.917.449'u kentlerdedir - kiracı durumunda olduğunu görürüz.

Tablo XIII ve XIV'de de durum detayıyla görölmektedir.

TABLO . XIII

KİRACI-KONUT SAHİBİ DAĞILIMI

Konuta tasarruf Şekli	Sayı / Oran (Türkiye Geneline)	Sayı / Oran (Kentlerde)	Sayı / Oran (Köylerde)
Ev sahibi	7.866.259 71.20	3.518.955 60.60	4.347.304 82.92
Kiracı	2.422.707 21.93	1.917.449 33.04	505.258 9.46
Lojman Diğer	463.842 4.20	222.483 3.83	241.404 4.60
Toplam	11.047.560 100.00	5.803.496 100.00	5.243.064 100.00

Kaynak: DİE Konut Sayımı 1984

TABLO . XIV

KİRA ÖDEME DAĞILIMI

Aileler Köyler	Türkiye Geneli	Kentler
Kira vermeyenler 4.737.800	8.624.853	3.887.047
Kira ödeyenler 505.258	2.422.707	1.917.449

Kaynak: DİE, Konut Sayım 1984

Konut edinme gereksinimini belirleyen faktörlerden; mevcut konut açığı ve mevcut kiracı sayısı dışında kalan diğer ikisi de; kentleşme süreci ve nüfus artış hızıdır. Nüfusun yılda artış hızı, - 1985-90 verilerine göre - %22'dir. HABITAT II toplantısı dolayısıyla hazırlanan Ulusal Rapor ve Eylem Planındaki tahminlere göre; 2005 yılında Türkiye nüfusunun 71.7 milyona çıkacaktır. Bu tarihe kadar nüfusu 20.000'in üstüne çıkacak yerleşme merkezlerinde konut ihtiyacını karşılayabilmek için yıllık konut üretim kapasitesinin 1995'de 414.000'den başlayıp, 2000 yılında 500.000'e ve 2005 yılında 616 .000'e ulaşmış olması gerekmektedir. Bir hektara 20 konut yapılabileceği hesabıyla bu 10 yılın ilk beşinde 25 bin hektar arsa üretilmesi gerekmektedir. Konut dışı kullanımlar içinde bir bu kadar alanın daha hazırlanması zorunlu görülmektedir.

Nüfus artışına bağlı konut gereksinimi üzerine ilgili kaynaklarda çok çeşitli tahminlerin yapıldığı ancak, tüm tahminlerin yılda ortalama 300 bin konut üretilmesi gerektiği noktasında birleşebildiği görülmektedir.

1927 yılında 13.648.270 olan ülke nüfusunun %24.2'si (3.305.875) şehirlerde %75.8'i (10.348.391) köylerde yaşamakta iken, bugün kentleşme oranı %60'a ulaşmıştır.

Tablo: XV kentleşme sürecini detayıyla göstermektedir.

TABLO . XV

KENTLEŞME SÜRECİ

	Toplam ülke nüfusu (000)	Nüfusu 10 binden fazla yerleş. (000)	Kentli nüfus oranı (%)	kentli nüfus artışındaki etmenler		
				Net göç	Tanım değişme	Doğal artma
1945	18.790	3.442	18.3	6.29	14.7	22.4
1950	20.947	3.782	18.1	55.0	12.8	32.2
1955	24.065	5.425	22.5	51.2	17.6	31.2
1960	27.755	7.308	26.3	49.5	18.8	31.7
1965	31.391	9.383	29.9	57.5	19.3	23.2
1970	35.605	12.754	35.8	52.5	15.9	31.6
1975	40.348	16.707	41.4	46.7	12.1	41.2
1980	44.737	20.330	45.5	46.4	11.7	41.9
1985	50.664	25.890	51.1	44.9	11.8	43.3
1990	56.473	31.805	56.3			

Kaynak: Habitat II Ulusal Rapor Taslağı (Ekonomi Dergisi 17 Aralık 1995)

Tablo . XVI ise, kentleşme ve nüfus artışı dolayısıyla üretilmesi gereken konut ve arsa miktarına ilişkin tahminleri, yıllar itibarıyla göstermektedir.

TABLO .XVI 1995-2005 DÖNEMİNDE YENİ KONUT VE KENTSEL ARSA GEREKSİNİMİ

Yıllar	Nüfus (000)	Kentli nüfus (000)	Kentsel yeni konut talebi (000)	Kentsel arsa talebi (Hektar)
1995	62.171	37.854	414	20.700
1996	63.171	39.620	432	21.550
1997	64.186	41.469	448	22.400
1998	65.218	43.405	467	23.350
1999	66.267	45.430	488	24.400
2000	67.332	47.550	508	25.400
2001	68.184	49.368	528	26.400
2002	69.046	51.255	548	27.400
2003	69.920	53.214	570	28.500
2004	70.804	55.248	592	29.600
2005	71.700	57.360	616	30.750

Kaynak: HABITAT II Ulusal Rapor Taslağı (Ekonomi dergisi 17 Aralık 1995)

Günümüzde eylemsel olarak yaşanan kentleşme olgusu; yani köylülüğün çözülmesi kentlerin kentlileşilemeden büyümesi yani göçle gelen kimselerin kentli değerlere sahip olamaması, kent yaşamıyla bütünleşememesi, hatta aksine yabancılaşarak tepki ya da aşırılıklar içeren bir yeni kültür oluşumuna yönelmesi biçiminde bir kalabalıklaşma olarak gerçekleşmekte ama sonuçta konut gereksinimi anlamına gelmektedir. Bu konut gereksinimi, kentli değer yoksunluğu dolayısıyla bir çok kentsel yaşam gereksiniminden de (Eğitim, ulaşım, spor, dinlenme, eğlenme olanakları sağlanması; ticari merkezler ve sanayi bölgeleri oluşturulması gibi) soyut olarak ortaya çıkmakta ve bunlar düşünülmeden üretim yapılarak çarpık kentleşme olgusuna yol açılmaktadır.

Üretilen konutlarda yaşam standartları yönünden düşük kalitede olmaktadır. DİE'nin belediye kayıtlarına göre yaptığı saptamalara göre 1991 yılı itibarıyla "oturma izni" bulunmasa dahi tüm konutlarda elektrik ve su var, fakat kanalizasyon sadece %72'sinde, kalorifer ise %6'sında vardır.

Normalde, yapı için önce belediyeden "**ruhsat**" alınıyor. Bu imar planına uygun bir projenin onayı anlamına geliyor. Yapı bitince belediyenin kontrolü ile "**oturma izni**"

Üretilen konutlarda yaşam standartları yönünden düşük kalitede olmaktadır. DİE'nin belediye kayıtlarına göre yaptığı saptamalara göre 1991 yılı itibarıyla "oturma izni" bulunmasa dahi tüm konutlarda elektrik ve su var, fakat kanalizasyon sadece %72'sinde, kalorifer ise %6'sında vardır.

Normalde, yapı için önce belediyeden "**ruhsat**" alınıyor. Bu imar planına uygun bir projenin onayı anlamına geliyor. Yapı bitince belediyenin kontrolü ile "**oturma izni**" alınıyor. Bu da uygun şekilde bitirildiği anlamına geliyor. Ancak istatistiklere baktığımızda; yapı kullanma izinleri sürekli olarak yapı ruhsatlarının altında seyretmektedir. Tahmini neden; yapıların projeye uygun bitirilmemiş olması ve az bir kısmının bitirilememiş olması.

Yapı sektörünün uğradığı krizler ve özellikle de konut yapımlarında bitirilememe ya da gecikme nedenleri üzerinde araştırma yaptığımızda;

- 1) Yapı maliyetlerinin hızla yükselmesi,
- 2) Kooperatifçilik sorunları,
- 3) Faiz düzeylerinin hızla yükselmesi,
- 4) Hükümet politikalarındaki değişiklik
- 5) Ekonomik büyüme oranı düşüklüğü gibi faktörlerin etken olduğunu görüyoruz.

Şöyleki;

1) Konutlarda metrekare maliyeti 200\$ civarındadır. Yapımcılar üretirken, finansman; Alıcılar alırken, kredi / birikim /gelir yetersizliği ile karşı karşıya kalmaktadırlar.

2) Kooperatifler Yasası, kooperatifleri üyelerine karşı öylesine koruyucu önlemler almıştır ki bir ay aidatını ödeyemeyen çıkarılabilmekte, o güne kadar yatırdığı para az bir faizle ve kooperatifin birikim durumu el verdikçe iade edilmekte, yapılan ödeme tutarına oranla daha çok prim yapmış pay başkalarına satılabilmektedir. Bir yandan da yönetim olanak ve zorunlulukları, yapının bitmesinden çok sürmesini yararlı kılmaktadır.

3) Faiz getirili yatırımlardan yüksek kazanç sağlandığı -örneğin, mali politikaların ülkeye sıcak para çekmek üzere yönlendirildiği-dönemlerde, birikim sahipleri konut

edinmek yerine, kirada oturup menkul değ rlere yatırım yapmayı seçmektedirler. Bu da talep d      lerine yol açmaktadır.

4) Hükümetler  retimi artırmak ya da talebi efektif hale getirmek için kredi sistemlerini  alı tırma yoluna gitmedikleri zaman da tıkanıklıklar ortaya çıkmaktadır.

5) Ekonomik büyüme dönemlerinde normal konut taleplerinin yanı sıra, yazlık ev ya da ikinci ev talepleri de ortaya çıkararak sektörü olumlu yönde etkilemektedir.

Sonuc olarak; konut yapımlarının konut talebine, konut taleplerinin ihtiyaç durumuna bağlı olarak otomatikman y r d    bir sistemin kurulamamı  olduğunu görüyoruz. Ya ihtiyaç karşın konut yapılamıyor, çünkü kaynak ve disiplin yok; ya da ihtiyaç fazlası üretim var, çünkü planlama veya plan işlevi gören etkin piyasa mekanizması yok.

Bütün bu saptamalar gösteriyor ki; konut sektörü kendi kendini planlayan, finanse eden, kalite ve kolaylıkları gözetererek üretim yapan bir piyasa durumuna getirilmelidir. Bunun içinde devlet karışımı, katkısı ya da  nderli inden ziyade, sağlıklı ve ciddi düzenlemeler yapılması , sağlıklı bir piyasa oluşturulması gerekmektedir.

V.E MENKUL DEĞERLEŞTİRMeye YAKIN VE ÜLKE ÖZELLİKLERİNE UYGUN BİR KREDİ VE İDMD MODELİ ÖNERİSİ

Baştan beri yaptığımız araştıma ve açıklamalarımız çerçevesinde; ileri ekonomilerin deneyimleri sonucu geliştirip çeşitlendirdikleri ipotek kredilerinden ve bunlara dayanarak çıkardıkları İDMD'lerden ülkemiz koşullarıyla uyum sağlayarak bizim için etkin ve yararlı olabilecek tiplerin seçilmesi yerine daha rasyonel bir yaklaşımla , gelişmiş kredi tiplerinin ve İDMD türlerinin oluşum ilkeleri gözden geçirilerek en iyi modelin;hangi mantığa, hangi kredilendirme koşullarına, hangi menkul değerleştirme yöntemlerine ve hangi menkul değer yapılarına göre kurulabileceğinin saptanması daha doğru olacaktır.Bu uygulamayı,ipotek piyasası ürünlerinin sağladığı seçeneklerle ülkemiz koşullarının genellik arzeden ve kalıcı görünen başlıcalarını birlikte değerlendirerek yapacağız:

*Kredilendirme ilkeleri,

*Konut özellikleri ve alım koşulları,

*Menkul değerleştirme yöntemi ve ideal İDMD tipinin belirlenmesi,

*İpotek piyasasını oluşturmak ve ipotek bankacılığını geliştirmek için gerekli önlemler,

*Ülkemizdeki ekonomik politika uygulamalarının rasyonalize edilmesi zorunlulukları yapacağımız model çalışmasının basamaklarıdır.

Ülkemizde İpotek Piyasasının ve bankacılığının belli bir sistem modelinde odaklaşılarak geliştirilmesi çalışmaları yapılırken ; bu konuda ABD'nin ileri bir aşamada olduğu, teknik yönden How-Know sağlayabileceği hatta İngiltere'de olduğu gibi bizzat ABD bankalarının ipotek bankacılığına fiilen katılabildiği unutulmamalıdır.Türkiyeyede yabancı ipotek bankalarıyla yapılacak ortaklıkların katkısı büyük olacaktır.İşlem süreci,kullanılacak formlar,bilgisayar yazılımları ve

işbirliğiyle katılacak kişi ve kurumların fonksiyon dağılımı gibi noktalar bu sayede çok kolaylaşacaktır. Ayrıca döviz üzerinden verilen ipotek kredilerinin , dövizli IDMD haline getirilmesi halinde buna yurt dışı piyasalarda yatırımcı bulunması , gene deneyimli yabancı ipotek bankalarının ortaklığıyla daha kolay mümkün olabilecektir.

Konut Sektörünün finansal piyasa araçlarıyla fonlanması amacıyla oluşturulabilecek bir sistem için model belirlemesi yaparken ,günümüz Türkiyesinin koşullarına uyum kaygısı kadar, koşullarda iyileştirme düşüncelerinede yer vermek hatta öncelik vermek gerekir. Örneğin; risksiz yatırım alanı olan kamu borçlanmalarında faizlerin piyasadaki mevcut risk/getiri dengelerini bozmayacak şekilde belirlenmesine özen gösterilmesi,yani gereksiz yüksek faiz ödemelerinden uzak kalmanın önlemlerinin alınmasıyla ,piyasalarda dengelere saygı gösterilmesi zorunludur.

Bankalardaki tasarruf mevduatları üzerindeki sigortanın ve devlet garantisinin objektif ölçütlere dayandırılarak hakkaniyet yönünde normalleştirilmesi yani her bankanın mali bünyesi gözetilerek,sermaye yeterliliğine,plasmanlarının sağlamlığına ,faaliyetinin karlılığına,verimliliğine vb. özelliklerine bakılarak hakettikleri farklı limitler içinde adil bir mevduat sigortası yapılmalıdır.

Sonuç olarak ülke ekonomisinin ve finansal piyasa koşullarının iyileştirilmesi değilse de rasyonalize edilmesi gereklidir.

Uygun ve etkin bir model oluşturulurken öncelikle amacın net olarak belirlenmesi gerekir:Emlak sektörünün , özellikle konut üretim ve ediniminin finansal piyasalardan doğrudan fonlanabilmesi.Bu tanım,finansmanın pazar fiyat ve koşullarıyla yapılması gerektiğini ,fonların erimekten korunması gerektiğini,optimum tutarlardaki işlemleri istenen zamanlarda yapılması gerektiğini , kredi fırsatlarının isteyen herkese -basit koşullarla-açık olması gerektiğini zaten ifade etmektedir.

Amacı belirledikten sonra finansal piyasa araçlarıyla yapılacak finansmanın önceliklerinin saptanması gerekir:Finansman ,konut üretimine değil konut alımına yönlendirilerek biçimlendirilmelidir.Kim hangi evi almak istiyorsa alsın,herhangi bir teşvik ve sübvansiyon avantajı sağlamak için, "Evin yeni olması " gibi koşullar ileri sürülerek bir yandanda konut üretiminin artışını sağlamayı gözeten ayrımlar,ülkenin konut açığının kapatılması hareketinde, konut ihtiyacı içindeki dar gelirli kesimleri

öncü durumuna getirmektedir. Bu iki nedenle sakıncalı olmaktadır. bir defa mali güc yetersizliği

yüzünden -sosyal konutlar değil-çağdaş gereksinimlerden yoksun kötü konut üretimi öncelik kazanmaktadır. İkinci olarakta dar gelirli kesim eski ev alarak kestirme bir çözüme gidecekken yokuşa sürülmektedir. Öte yandan bu gibi yönlendirmeler, çoğu kez, bir şekilde saptırılarak istenen fonksiyonu sağlamak yerine bürokratik dolambaçlar yaratmaktan ileri gidememektedir.

Konut kredileri ABD ve benzeri gelişmiş ülkelerde 30 yıla kadar uzanan taksitlerle geri ödenmekte böylece aylık ödentiler çok küçültülebilmekte, kira düzeyine indirilebilmektedir. Ülkemizdeyse enflasyon dolayısıyla yüksek oranlarda seyreden faizler ve gelir seviyelerinin düşüklüğü nedenleriyle bu mümkün olmamaktadır. Örneğin aylık faiz oranı %6 ise 1 milyar TL'lık bir kredide her ay 60 milyon TL'lık bir yük borca eklenmektedir. Sabit taksitli bir geri ödeme planı seçilirse, vade ne kadar uzarsa uzasin aylık taksitler 60 milyon TL'nin altına düşmeyecektir. Örnek olarak ortaya konacak bir konut kredisi tipi esas itibarıyla; ödemelerin kolayca gerçekleştirilmesi ve bu alana ayrılan kamusal-ya da özel girişimcilere ait fonların zaman içinde erimeden korunması olgularının ikisini birden sağlayan bir model olmalıdır.

Bu durumda kredilendirmede temel ilkenin; hem faiz oranlarının, hemde aylık taksit tutarlarının periyodik olarak belli ölçütlere göre ayarlanması olduğu anlaşılmaktadır. Bu uygulamada, başlangıç kolaylıklarının sağlanması; negatif amortizasyona, periyodik ayarlamalar sonucu aylık ödemelerin, ödeme gücünü aşması durumunda tikanıklıkların giderilmesi; vadenin uzatılmasına yol açacaktır. Bunların baştan planlanıp kurallara bağlanması gerekir. kredi vadesi boyunca, enflasyon oranının ne olacağı, piyasa faiz oranlarının nasıl seyredeceği, borçlunun gelir düzeyinin ne oranda artacağı, emlak fiyatlarının ne oranda-ve ne yönde-gelişme göstereceğitahmin edilmeli ve aylık taksitler, borçlunun gelir artışıyla enflasyon oranı ortalamasına, faiz oranları da piyasada geçerli oranlara belli bir mantık içinde endekslenerek sözleşme hazırlanmalıdır.

Öyle bir kredi tipi seçilmelidirki:

1. Aylık taksitler, borçlunun ödeme gücü gözetilerek başlangıçta düşük tutarlarda olsun ve periyodik olarak-örneğin yılda bir-belli bir oranda ya da enflasyon oranı gibi, memur maaşlarındaki artış oranı gibi belli bir ölçüte göre-örneğin yılda %75 oranında-artmalıdır. Burada ideal artış oranı; borçlunun gelir artış oranının biraz altında kalmak şartıyla, kredi dönemi enflasyonu ortalamasıdır.

2. kredinin faiz oranları engeç altı ayda bir ayarlanabilmelidir. Örneğin kredi dönemi 3 yıl olsun ve bu dönemde faizlerin düşüş trendine girdiğini düşünelim; kredinin aylık faiz oranı %6, %5.75, %5.5, %5.25, %5, %4.75 şeklide sürekli yeniden belirlenerek ayarlansın. Bu aylık faiz oranları sırasıyla; %100, %95, %90, %85, %80, %75 yıllık oranlara tekabül etmekte ve 3 yıllık ortalama olarak %87.5'u göstermektedir. Bu oran yıllık %75 enflasyona göre %12.5 reel faiz kazancı-ya da yükü- içermektedir.

Kredinin kolayca geri ödenebilmesi; Kullanıcıların ödeme gücünün gözönünde bulundurulması, sonuçta taksitlerin düşük olması koşuluna bağlıdır. Ancak taksitleri düşürmek için vadenin uzatılması yoluna gidilirken, hesaplar iyi yapılmalı ve anlamsız bir geri ödeme şişkinliğine yol açılmamalıdır. Ödeme planlarının genel karakteristiğinin, vadenin uzatılmasıyla aylık ödemelerde düşüş sağlanması olmasına karşın cari faiz oranları çerçevesinde, bu düşüş olgusu; 3. yıla kadar etkin olmakta, sürenin daha fazla uzatılmasında sağlanan taksit düşüşü, katlanılan ödemeleri değmemektedir. Örneğin 1 milyar TL'lık bir kredi borcu aylık %6 faizle;

*12 ayda 120 milyon TL taksitlerle 1.430.000.000.-TL olarak,

*36 ayda 68 milyon TL taksitlerle 2.460.000.000.-TL olarak,

*60 ayda ise 62 milyon TL taksitlerle 3.700.000.000.-TL olarak geri ödenmektedir.

Bu durumda 36 ay yerine 60 ay vadeyi seçmenin zararı, yararını aşmaktadır. Aylık taksit 6 milyon TL düşsün diye 1.240.000.000 TL fazla para ödemek anlamsız olmaktadır. Dolayısıyla Modelimizde kredi vadesi olarak; 36 ayı seçebiliriz.

Seçtiğimiz kredi tipi, gelişmiş piyasalarda uygulanan ipotek kredilerinin bir kompozisyonu durumundadır, şöyleki: Aylık ödemeler periyodik olarak-yıllık bazda-arttırılmaktadır. Faiz oranı periyodik olarak- altı ayda bir - ayarlanmaktadır.

Aylık ödeme tutarları yapılan ayarlama ve artışlar sonucu borçlunun ödeme gücünü aşarsa vade uzatımına gidilmektedir. Vade uzatımıyla çözüm getirilemezse; ipotek daha ucuz bir konuta aktarılarak konutun değiştirilmesi sağlanmaktadır. Aylık taksitler ve faiz ayarlamaları farklı ölçütlere göre yapılmaktadır.

Model oluştururken; aylık geliri 80.000.000 TL (asgari ücretin 4 katı;1000 DEM) olan, 10.000.000 TL kira ödeyen , 300.000.000 TL peşinatı bulunan 1.3 milyar TL değerinde ev alan bir **hanehalkı** ile ; ortalama %75 enflasyon, % 10 - 15 reel faiz koşullarında ; ilk yılda %25'e ulaşacak kadar negatif amortizasyon içeren bir ödeme planı çerçevesinde , teminata göre %25 marjla 1.000.000.000 TL kredi veren bir **bankanın** ortak çıkarlarını esas alarak hareket edeceğiz.

TABLO . XVII.A

ÖRNEK KONUT KREDİSİ VARSAYIMLARI

1.	Enflasyon tahmini	%85	%75	%65
2.1	Piyasa Faiz Oranları (Yıllık)	%100,%95	%90,%85	%80,%75
2.2	Piyasa Faiz Oranları (Aylık)	%6 , %5.75	%5.5,%5.25	%5 , %4.75
3.	Borçlunun Gelir Artışı	%100	%90	%80
4	Emlak Değer Artışı	%90	%80	%70
5.	Kira Artış Oranı	%95	%85	%75
6.	Kredi Taksit Artışı (Yıllık)	%75	%75	%75
7.	Kredi/ Değer Oranı	%80		

AÇIKLAMA: Modelimiz oluşturulurken ülkede enflasyonun giderek düşeceği, 3 yılda %85'den %65'e geriliyeceği varsayılmıştır. Piyasa faiz oranlarının %12.5 reel düzey civarında olabileceği tahmini yapılmıştır. Faiz ayarlamalarının altı ayda bir yapılması planlanmıştır. Borçlunun gelirinin enflasyondan oldukça yüksek, faiz oranlarındansa biraz yüksek oranda artabileceği düşünülmüştür. Taşınmaz değer artışının, kiralardaki artış oranını 5 puan geriden izleyerek gerçekleşeceği ve bununda enflasyonun üstünde, faizlerin altında kalarak seyredeceği kabul edilmiştir. Kredi taksitlerinin yılda bir, artışı planlanmış, artış oranı olarakta 3 yıllık kredi vadesindeki enflasyonun ortalaması alınmıştır: %75 . Bu oran borçlunun gelir artışının biraz altında tutulmuştur ki, gelir artışının nimetlerinden konut dışı yararlanma olanakları da bulunsun. Kredi/Değer orantısı %75'dir. Yani ekspertiz değeri 1.300.000.000 TL olan bir konuta karşılık 1.000.000.000 TL kredi verilmiştir.

Tablo XV.B, örnek olarak 1.000.000.000.-TL'lık bir kredinin altı ayda bir yapılan ayarlamalarla; %6'dan başlayıp %4.75'e doğru gelişen aylık faiz oranları ile yılda bir arttırılan taksitlerle geri ödeme planını göstermektedir.

Bu planda kredi kalancasının aylık faiz tutarı ile ana paradan düşülmesi gereken tutar ayrıca gösterilmektedir. Bu ikisinin toplam aylık taksitten yüksek olduğu aylarda "Risk/Borç Bakiyesi"düşeceği yerde, aksine yükselmekte" Negatif Amortizasyon " söz konusu olmaktadır. Negatif amortizasyon 12. aya kadar yükselerek kreditorü likiditeden iyice mahrum etmekte sonra düşüşe geçmektedir.

Geri ödeme tabloları, büyük ölçüde kredi tipi demektir. Örneğini çıkardığımız türün yanı sıra örneğin ara ödemeleri içeren , faiz oranı sabit olan tipleri de düşünebilirdik ya da vadeyi örneğin 30 yıla kadar uzatabilirdik fakat sonuçta "faiz tutarı - ödeme gücü" dengesi" ile "Ayrılan kredi fonlarının eritilip eritilmemesi" hususları gündeme gelecektir. Bir yandanda bu modeli ülkemizde çıkarılacak İDMD'ler açısından oluşturduğumuz düşünülürse; Fazla uzun vadeli ve getirisi belirsiz kredilerin seçilmemesinin, borçluların ödeme gücünün fazla zorlanmamasının espirisi kolay anlaşılır. Kredilerdeki ödenmeme risklerinin , İDMD'lere yansımaması için, bu yüzden doğabilecek açıkları karşılamak üzere İDMD çıkarıcılarının, çıkardıkları menkul değer tutarının belli bir oranı kadar (örneğin %1) yedek fon bulundurmaları, bu fonu yediemin banka nezdinde tutmak koşuluyla yöneterek, gerektiğinde İDMD'lerin aylık ödeme ve itfalarında kullanmaları zorunlu tutulmalıdır. Ayrıca kredilendirilmiş konutların satışının daha küçük konutlarla takasının ve kredi devirlerinin kolaylaştırılarak sözleşme ve yasal düzenleme zeminlerinde kurala bağlanmış; standardize edilmiş olmasıda gerekmektedir.

TABLO . XVII.B

ÖRNEK KONUT KREDİSİ ÖDEME PLANI (+ 000)

AY	TAKSİT TUTARI	RİSK	KONUTUN DEĞERİ	TAHMİNİ KİRA	BORÇLUNUN GELİRİ
1	42.801	1.017.199	1.300.000	10.000	80.000
2	42.801	1.035.430	1.300.000	10.000	80.000
3	42.801	1.054.796	1.300.000	10.000	80.000
4	42.801	1.075.239	1.300.000	10.000	80.000
5	42.801	1.096.952	1.300.000	10.000	80.000
6	42.801	1.119.968	1.300.000	10.000	80.000
7	42.801	1.141.565	1.300.000	10.000	80.000
8	42.801	1.164.404	1.300.000	10.000	80.000
9	42.801	1.188.557	1.300.000	10.000	80.000
10	42.801	1.214.098	1.300.000	10.000	80.000
11	42.801	1.241.107	1.300.000	10.000	80.000
12	42.801	1.269.670	1.300.000	10.000	80.000
13	74.902	1.264.600	2.470.000	19.500	160.000
14	74.902	1.259.252	2.470.000	19.500	160.000
15	74.902	1.253.609	2.470.000	19.500	160.000
16	74.902	1.247.656	2.470.000	19.500	160.000
17	74.902	1.241.375	2.470.000	19.500	160.000
18	74.902	1.234.749	2.470.000	19.500	160.000
19	74.902	1.224.672	2.470.000	19.500	160.000
20	74.902	1.214.065	2.470.000	19.500	160.000
21	74.902	1.202.902	2.470.000	19.500	160.000
22	74.902	1.191.152	2.470.000	19.500	160.000
23	74.902	1.178.786	2.470.000	19.500	160.000
24	74.902	1.165.771	2.470.000	19.500	160.000
25	131.078	1.092.981	4.446.000	36.000	304.000
26	131.078	1.016.553	4.446.000	36.000	304.000
27	131.078	936.302	4.446.000	36.000	304.000
28	131.078	852.039	4.446.000	36.000	304.000
29	131.078	763.563	4.446.000	36.000	304.000
30	131.078	670.664	4.446.000	36.000	304.000
31	131.078	571.442	4.446.000	36.000	304.000
32	131.078	467.508	4.446.000	36.000	304.000
33	131.078	358.636	4.446.000	36.000	304.000
34	131.078	244.593	4.446.000	36.000	304.000
35	131.078	125.134	4.446.000	36.000	304.000
36	131.078	0	4.446.000	36.000	304.000

37	2.985.354	-	7.500.000	866.000	547.000
----	-----------	---	-----------	---------	---------

AÇIKLAMA: Önerdiğimiz İpotek kredisi modeli bir kompozisyon özelliğindedir ;

"Düşük Başlangıçlı (Low Start Mortgage) ya da " Artan Tutarlı" (Graduated- Payment Mortgage) tipindedir ; çünkü borçlunun ödeme gücü ve muhtemel gelişimi gözetilerek düşük taksitlerle geri ödeme başlatılmakta , yılda bir arttırılmaktadır.

"Çeşitlendirilebilir Oranlı "(Variable-Rate Mortgage) ve "Ayarlanabilir Oranlı" (Adjustable-Rate) tipindedir, çünkü ; faiz oranları piyasa koşullarına göre belli ölçütlere bakılarak altı ayda bir değiştirilerek uygulanmaktadır.

Ayrıca taksitlerin ödenmesine borçlunun gücünün yetmemesi durumunda vade uzatımına gidilmek suretiyle taksitler makul bir düzeyde tutulabilmektedir .

Örneğimizde fiilen gösterilmeyen bu özellik dolayısıyla "Müzakereli İpotek Kredileri" (Renegotiated-Rate Mortgages) tipine benzemektedir.

Bir başka yönüyle, "Kaydırılabilir İpotek Kredisi" (Movable Mortgages) tipindedir, çünkü -gene örneğimizde fiilen yer vermememize karşın- borçlunun aldığı evin ödemelerine devam edemeyeceğinin anlaşılması durumunda ; "İpotek" daha küçük bir eve kaydırılarak değişim yapılabilecektir.

"Çift Oranlı" (Dual Rate Mortgages) ipotek kredisi tipinin özelliklerindeki taşımaktadır, çünkü; yıllık bazda yapılan geri ödeme artışları , enflasyon oranında ; altı ayda bir yapılan faiz ayarlamaları ise finansal piyasalardaki cari faizlere göre yani ikinci bir ölçüt esas alınarak yapılmaktadır.

İşte kredi modeli için önerdiğimiz genel ilkeler ve ortaya çıkan karma tip böyle olup "Geri Ödeme Planı" borçlunun gelir düzeyinde, satın alınan konutun değerinde ve kiralarda ortaya çıkabilecek tahmini yükselişlerle birlikte

tablolştırılmıştır. Görülmektedirki, enflasyonist ortamda ki gelişmelerle ; konutun değeri, kendisi için ödenen kredi (2.985.354.000 TL) ve peşinat (300.000.000. TL) çok aşarak, 7.5 milyar TL'ya yükselmiş ayrıca önemli bir tutarda kira geliri ya da avantajı (866.154.000 TL) sağlamıştır.

Modelimizde, 12' ayda kredinin %25'ine ulaşan, sonra düşüşe geçerek 27. ayda yok olan negatif amortizasyon , kreditor açısından gerçek bir risk, konut alıp kredi kullananlar açısından gerçek bir kolaylıktır. Ancak konut değerinin-enflasyon oranının üstünde artış göstermesi durumunda-borç bakiyesini fazlasıyla karşılayabilecek düzeyde olacağından kreditor açısından ve bu krediye dayanan menkul değerler açısından bir tehlike söz konusu olmayacaktır. Kredi verilirken, konut değerine göre %25 bir marj uygulanması durumunda "Negatif Amortizasyon" dolayısıyla yükselen risk, başlangıçtan itibaren teminat kapsamında tutulmuş olacaktır.

Bugünün ölçüleriyle 1 milyar TL'lik bir evin kirası ancak 10 milyon TL olacağından ve her yıl enflasyonun üstündeki bir oranda, artacağından ; 36 aylık bir sürede 866.154.000 TL'lik bir tutara ulaşır ki bu Tablo XVII.A'da görülen kredi amortisman tutarının (2.985.354.000-TL) % 29'una tekabül etmektedir.

Konut taksitleri kira düzeyine indirilememektedir. Kredi taksitlerinin, aylık kira giderinin 4 katı bir tutardan başlaması ve hızla yükselmesi ödeme sorunlarını gündeme getirebilecektir. Bu risk, borçluların ihtiyaç duyacakları kadar vade uzatmalarına gidilerek çözülebilir. Bu uzatmalar için önceden sözleşme kuralları belirlenmelidir.

Geri ödeme tabloları, büyük ölçüde kredi tipi demektir. Örneğini çıkardığımız türün yanı sıra örneğin ara ödemeleri içeren , faiz oranı sabit olan tipleri de düşünebilirdik ya da vadeyi örneğin 30 yıla kadar uzatabilirdik fakat sonuçta "faiz tutarı - ödeme gücü" dengesi" ile "Ayrılan kredi fonlarının eritilip eritilmemesi" hususları gündeme gelecektir. Bir yandanda bu modeli ülkemizde çıkarılacak İDMD'ler açısından oluşturduğumuz düşünülürse; Fazla uzun vadeli ve getirisi belirsiz kredilerin seçilmemesinin, borçluların ödeme gücünün fazla zorlanmamasının espirisi kolay anlaşılır. Kredilerdeki ödenmeme risklerinin , İDMD'lere yansımaması için, bu yüzden doğabilecek açıkları karşılamak üzere İDMD çıkarıcılarının, çıkardıkları menkul değer tutarının belli bir oranı kadar (örneğin %1) yedek fon bulundurmaları, bu fonu yediemin banka nezdinde tutmak koşuluyla yöneterek, gerektiğinde İDMD'lerin aylık ödeme ve itfalarında kullanmaları zorunlu tutulmalıdır. Ayrıca kredilendirilmiş konutların satışının daha küçük konutlarla takasının ve kredi devirlerinin

kolaylaştırılarak sözleşme ve yasal düzenleme zeminlerinde kurala bağlanmış; standardize edilmiş olması gerekmektedir.

Kurulan kredi modelinde ;

80 milyon TL aylık geliri, 300 milyon TL birikimi olan hane halkı 10 milyon TL kira yerine 43 milyon TL taksit ödemesine geçerek bir konut alabilmekte ; 3 yıl boyunca aylık gelirinin yarısına tekabül eden taksitlerle, toplam 3 milyar TL ödeyerek 7.5 milyar TL değerinde bir evin sahibi olmaktadır.

Çünkü;

1. Krediyi alır almaz evde alıp yararlanmaya başlamaktadır.

2. Enflasyon karşısında mülk sahibi olarak bulunduğu için korunmakta hatta yararlanmaktadır.

3. 80 milyon TL gibi iyi bir aylık kazanca ve bunun enflasyonun üstünde artarak devam etmesi şansına sahiptir.

4. 1.3 milyar TL'ya bir konut bulabilmiştir.

Bu modelde , kreditor anaparasını değeri sürekli artan bir taşınmaz teminatına dayandırarak ve iyi bir reel faiz kazancıyla; negatif amortizasyon karşısında teminat boşluğu ve kazanç kaybı ile karşı karşıya kalmadan plase etmiş olmaktadır. Sadece likiditeden uzaklaşmaktadır. Ancak bu likidite sorununun çözümü; ana konumuz olan menkul değerlendirme olup söz konusu konut kredilerini IDMD'e dönüştürerek likidite sorunu aşılabilmektedir.

Modelimizi IDMD yönündende geliştirelim:

1. IDMD çıkarmaya yetkili kurum ve ortaklıklar , önceden çıkaracakları IDMD tutarının örneğin %1'i kadar bir ihtiyat fonu ayırıp , kredi taksitlerinde bir aksilik olursa bunu yatırımcıya yansıtmamak üzere buradan ödeme yapmalıdırlar

2. Çıkarılacak IDMD'ler , altı ay gibi kıs vadeli olmalıdır. Hem piyasa faiz oranlarından kopmayan ve yatırımcılarda faiz riski tereddütü uyarmayan bir yatırım aracı olması açısından ; hemhe dayandığı kredilerin faiz ve geri ödeme gelişmelerinin paralelinde kalması için bu zorunludur.

Ayrıca kredi 3 yıl vadeli olduğu halde ve borçlunun ödeme gücüne göre vadenin daha da uzaması ihtimali mevcutken buna dayanan IDMD'lerin kısa vadeli olması ,

finansal yatırımcıların likidite isteklerinin de cevaplanmasını sağlayacaktır. Bu iki önemli avantajın sağlanması , sadece menkul değeriştirme formalitelerinin arttırılmasına ; 3 yıl vadeli 1 IDMD yerine 6 ay vadeli , 6 ayrı IDMD çıkarılmasına bağlı olur , buna değeri.

Ancak başlangıçta taksitler düşük tutulacağı için çıkarılan ilk IDMD'ler önemli ölçüde mevcut ihtiyat fonundan yapılacak ödemelerle itfa edilecek ve bunlar mahiyetleri itibarıyla "İpotek Teminatlı Bono" (Mortgage-Backed Bond) tipinde olacaktır. Ancak sonraki tertip IDMD'ler kredilerden gelen tahsilatlarla ödenebileceğinden bunlar; "Aktarımlı İpotek Katılım Sertifikaları (Pass trough MBS) mahiyetinde olacaktır. İstenirse her altı ay için sadece o dönemin beklenen kredi tahsilatları kadar IDMD çıkarılabilir. Gene istenirse , 6 tertip birden ; 6ay, 1yıl, 18 ay, 2 yıl, 30 ay, 3 yıl vadeli olarak da çıkarılabilir ama uzun vadeliilerin pazar şansı kamusal yönlendirmelere bağlı kalır.

3. Çıkarılacak IDMD'lerin faiz ödemeleri vade sonunda , ana para ödemeleriyle birlikte yapılmalıdır. Bu arada kredilerden yapılacak aylık tahsilatlar ihtiyat fonuya birlikte getiri sağlayacak şekilde yönetilmelidir. Böylece hem fon artacaktır , hem aylık ödemelerde aksamalar olursa IDMD vadesine kadar telafi yolları bulunacaktır, hem de kredi - IDMD yönetimleri -işlem hacmi azalması dolayısıyla- kolaylaşacaktır.

4. IDMD çıkarma yetkisinin özellikle toplu konut üreten ortaklıklarada tanınması ya da onları genel finans ortaklığı kurmalarının kolaylaştırılması IDMD'lerin yaygın ve etkin olabilmesi için zorunludur.

5. IDMD'lerin gelişmesinin ; öncelikle taşınmaz kredilerinin ve taksitli konut satışlarının belli standartlar çerçevesinde disipline edilerek arttırılmasına ve sonra ikincil piyasanın bazı özel özendirmelerle güçlendirilmesine bağlı olduğu bilinerek mevzuat düzenlemeleri yapılmalıdır.

Özetle; konutlar açısından ucuzluk, borçlular açısından yeterli ve garantili kişisel kazanç, kreditorler açısından yeterli bir miktar fon ve kredilerini menkul değeriştirme olanakları, yatırımcılar açısından IDMD'lere kamusal güvence

sağlanması ve ekonomik işleyişinin rasyonel ilkelere dayandırılması halinde önerdiğimiz KK ve IDMD sistemleri başarılı olacaktır.

Bütün bu saptamalardan, yüksek finansal maliyetlerin bulunduğu bir ekonomide asgari ücret düzeyindeki insanlara sosyal bir destek olmaksızın konut edindirmenin çok zor olduğu ancak akılcı seçeneklerin; konut ve kredi alan kimselerin kişisel gelirlerine göre planlar yapılmasıyla sağlanabileceği anlaşılmaktadır. Bu durumda hiç vade belirlemeyip aylık asgari bir taksit belirleyip bunun üzerinde yapılacak her ödemeyi kabul ederek kredi itfası yapmak gerekir ki bu tür kredilerde menkul değerlendirme aşamasında, pass-trough/Aktarımlı IDMD için değil ama ancak "İpotek Teminatlı Bonolar" (Mortgage-Backed Bonds) ve belki "Teminatlandırılmış İpotek yükümlükleri" (CMO) için kullanışlı olur.

Faiz oranlarının cazip olması ve belli bir ölçüde göre periyodik olarak ayarlanması esastır.

Modelimizi biçimlendiren seçimler yapılırken; yatırımcılara tatminkar bir kar sağlamak için faiz oranının düşük tutulmasından kaçınılmış; gereksiz borç yükünü önlemek için kredinin vadesi kısa tutulmuştur. Enflasyon oranının yüksekliği ve negatif amortizasyondan doğan riskler göz önüne alınarak kredilere, en az %25 oranında, Konut Değeri/Kredi Tutarı marjı uygulanmalı; İpoteklerde, kredinin en az 2 katı bir değer üzerinden tesis edilmelidir ki uzun sürebilecek ödememe risklerini karşılayabilsin.

Ancak gerçek teminatın; Borçluların ödeme gücü ve konutların değer artışı olduğu anlaşılmaktadır. Konut kredisi ve tapu işlemleri ne kadar kolaylaştırılırsa, efektif konut talepleri de o ölçüde artacağından sistemin kendi kendini destekliyerek geliştireceği anlaşılmaktadır.

SONUÇ VE ÖNERİLER

"İpoteğe Dayalı Menkul Değerler", gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarında seçkin bir finansal yatırım aracı olarak işlem görmektedir. Yatırımcıların isteklerine göre son derece çeşitlendirilmiştir. Yatırımcılar tarafından tercih edilmelerinin esas nedeni, dayandığı gayrimenkulün hem geri ödenmeme riskine, hemde enflasyon aşındırmasına karşı sağladığı garantidir. Yatırımcıların seçim nedenlerinin yanı sıra, bu finans piyasalarında yer alan kreditorleri IDMD üretmeye yönlendiren nedenlerde bu gelişmişliğin açıklanması için önemlidir; kamu denetimlerinde bankaların mali bünyelerinin gücünü gösteren sermaye yeterliliği rasyonlarında menkul değer taahhütlerinin, hiç yer almaması yada bilançonun aktifindeki konut kredilerine oranla daha düşük risk puanıyla değerlendirilmesi; mevduatlar için munzam karşılık ayırmak gerekirken IDMD taahhütlerinin bu zorunluğun dışında tutulmuş olması; İpotek bankacılığı yapan kurumların disponibl kıymet olarak IDMD tutmalarının kabul edilmiş olması; IDMD'lere bazı vergi kolaylıkları sağlanmış olması gibi mevzuat yönlendirmelerinin yanı sıra "Menkul Değerleştirme" mekanizmasının sağladığı, plase edilmiş kaynakların kısa yoldan tekrar ele geçirilerek, yeni yatırımlarda bulunabilme olanağı, yani öz ve yabancı kaynakların devir hızının artırılması olanağı da başta gelen motivasyon unsurlarıdır. Ayrıca krediler dışında taksitli satışlardan doğan alacaklar içinde menkul değerleştirme yolunun açık olması piyasayı canlandırmaktadır. Bankalara bu derecede teşvik sağlanmamıştır. VDMD çıkarıldığında bunların bedelleri, mevduat gibi karşılık zorunluluklarına bağlıdır. Ancak kredilerin bilançodan çıkarılması sermaye yeterliliği rasyonlarını iyileştirmektedir. Bu yasal özendirme yetersizliklerinin yanı sıra bankacılık sisteminin kaynak sıkıntısında olmaması; daha uygun bir ifadeyle plasman talepleri karşısında genel kredi limiti ve likidite zorluğu duymaması da bir motivasyon yetersizliği nedenidir. Bankalar yarasınca tanınan kredi genel limitlerinin yetersiz kalması söz konusu olmadığından kredilerin menkul değerleştirilmesi yoluyla sağlanacak bir limit boşaltımına ve likiditasyona ihtiyaç duyulmamaktadır. Taksitli satışlarda, genellikle henüz bitmemiş konutlarda uygulandığından sağlıklı ve standartize edilebilecek ipotekler söz konusu olamamaktadır. Dolayısıyla bir tür kredi olan konut

taksitlerinin bir menkul değer dayanağı olarak gerekli kaliteyi içermemeside IDMD çıkarılması konusunda materyal yetersizliğine yol açmaktadır.

Gelişmiş ülkelerde IDMD'lerin yaygın ve fonksiyoner olmasında, dayandığı kredilerin kaliteside önemli bir faktördür. Kredilere belli standartlar getirilmiş, formaliteler keskinleştirilmiştir. Bürokratik endişeler ortadan kaldırılmıştır. Kredi kullanıcılarına kefalet sağlayan organizasyonlar kurulmuştur. Politik kaygularla yapılacak kamu müdahalelerinden uzak, ussal yaklaşımlarla istikrarlı bir sistem oluşturulmuştur.

Ülkemizde konut ihtiyacı içinde olan kimseler en azında bağlı oldukları sosyal güvenlik kuruluşları tarafından, alacakları konutun ya da konut kredisinin taksitleri için kefalet sağlanarak desteklenmediklerinden bitmiş konutların taksitle satışı baştan zorlaşmakta; menkul değerleme süreci tıkanmaktadır.

Yatırımcılar açısından IDMD eksikliği hissedilmemektedir. Çünkü sıfır riskli ve en yüksek getirili devlet borçlanma araçları ile sıfıra yakın riskli ve bazen en yüksek getirili olabilen tasarruf mevduatları IDMD'lerin taşınmaz teminatından kaynaklanan güvencesini ve tatminkar getirisini aratmamaktadır.

İşte ileri ülkelerde hem konut sektörü (üretim ve satış düzeni) hem kreditorler, hemde yatırımcılar yönünden; birbirini tamamlayan ve birlikte oluşturulan nedenler ve sonuçlar, IDMD'lerin ve benzeri yatırım araçlarının başarılı ve fonksiyoner olmasını sağlamaktadır.

Ülkemizdeyse engellemektedir.

1996 yılında İstanbul'da yapılan Habitat II, Birleşmiş Milletler Dünya Kent (Yerleşim) zirvesinde insanların konut sahibi olması neredeyse bir "Temel Hak" derecesinde önemsenmiş, temel hak kabul edilmesi için dilekçeler hazırlanmıştır.

Ülkemizde ve birçok yabancı ülkelerde birçok konut üretim ve konut finansman programları uygulanmış ama bunların hiç birisi sürekli işlerliği olan modeller olmadığı için geçici çözümler getirmiş, genellikle politik amaçlı girişimler olarak kalmıştır.

Örneğin **Brezilya**'da 1964 yılından bu yana "Konut Finansmanı Bakanlığı"nın öncülüğünde 27 tane "Birikim ve Borç" (Saving and Loan) kurumu konut finansman programları uygulamakta, ucuz fonlar yaratılmaya çalışılmakta ve kullandırılan

kredilerin riski devletçe yüklenilmektedir. Fonların % 40'ı devlet subvansiyonuna dayanmakta kalanı için banka mevduatlarından ve çalışanların maaşlarından %8 oranında yararlanılmaktadır. Krediler 20-30 yıllık geri ödeme vadesinde olup faizleri reel olarak %1-5 şeklinde kredi tutarına ve konut büyüklüğüne göre değişmektedir. **Kolombiyada** 1972'den beri, yalnızca konut üzerine işlem yapmaya yetkili "Konut Birikim ve kredi Bankaları" (Corporacion de Ahorro y Vivienda), enflasyona endeksli birikim hesaplarına mevduat toplayarak fon oluşturmakta ve konut kredisi olarak vermektedir. Burada diğer ticari bankalara tanınmayan bir avantaj (dövizle endeksli hesap) konut bankalarına tanınarak fon toplanması kolaylaştırılmaktadır. Burada reel faiz %6 iken diğer bankalarda %1 olmaktadır. Vadesi 10-20 yıl arası olan konut kredilerinin reel faizi ise %2.5 -%12 arasında olup vade ve bölgeye göre değişmektedir. Ancak kredi talebi hep toplanan fonun üzerinde olmakta bu yüzden talepler ayıklanarak azaltılmaktadır. Yani bir seçim sözkonusu olmaktadır. Ancak bu gibi ülkelerde politik populizm ve yanlış yönlendirmeler yüzünden, ayrılan fonlar erimekte, atılımlar kurumsallaşmamakta, özel çıkar tezgahları kurulabilmektedir. Az gelişmiş ülkelerdeki bu konut açığı ve üretim çabaları gelişmiş ülkelerde de vardır. Hindistanda olduğu gibi **ABD'in büyük şehirlerinde** de geceleri birçok insanın parklarda, mağaza girişlerinde vb. uygunsuz yerlerde uyduruk yataklarla geceledikleri görülür. Bunlar genellikle ailelerinden kopmuş yoksul (Evsiz) kimselerdir, eşya edinmeden çağdaş mağara kovuklarında barınmaktadırlar. **Hindistanda** yoksul aileler, büyük kalabalık şehirlerin içinde evleri olmaksızın derme-çatma barınaklarda yaşarlar. Başka örnekleride bulunabilece bu evsizlik boyutundaki yoksulluk, gelişmiş ülkelerde şaşırtıcıdır. Sorunun çözümü, daha doğrusu baştan önelenmesi için gerekli önlemler arasında; bireylerin, ev halkının kolayca ev sahibi yapılması; bunun için konut üretim ve konut edindirme sistemleri oluşturulması, konut sektörünün geliştirilerek finansal piyasalara üye yapılması akıllıcadır. Güney Amerika ülkelerindeki konut finansman programları ülkemizde zaman zaman uygulanan programlara benzemekte soruna sürekli çözüm getirmediği gibi bazı problemlerle de karşı karşıya bırakmaktadır. Şöyleki;

1. Kredi talepleri ve sonunda kredi borçları aracı banka yada kurumun bilançosunda toplanan ya da ayrılan fonları aşacak şekilde büyümektedir.

2. Kredi borç taksitleri istisnai modeller dışında borçluların aylık gelirlerinden daha hızlı artarak tıkanmalara yol açmaktadır. Ya da dar gelirli bu sistemden yararlanamamaktadır.

3. Konut için devletin subvansiyonu geremektedir.

4. Siyasi nedenlerle ödenmeyen borçların üstüne gidilmeyebilmektedir.

5. Konut için toplanan fonlar, ya da konut üretimine yönlendirilebilecek sosyal amaçlı fonlar devletin ya da kamu kurumlarının açıklarını kapatmak için kullanılabilir.

6. Siyasi amaçlı kararlarla, konut fonları yanlış önceliklerle israf edilebilmektedir.

7. Uygulama kurallarının çok sık değiştirilmesi tüm tarafları şaşkına çevirebilmektedir.

8. Kredilere yüksek subvansiyon, yapılan konutlara ekstra prim sağlayıcı uygulamalarla zaten kısıtlı olan kaynaklar çok ucuzlatılmakta; civardaki arazilerin ulaşım ve sosyal çevre yoksunu mahalleler olmasına önayak olunmakta böylece; ya mevcut fonlar aşmakta ya SSK, BAĞ-KUR gibi kurumlar zararı göğüslemeyedikleri için finansal destekten vazgeçmekte ya da konut kredisi için uygun koşulları sağlayabilen ama konut ihtiyacında olmayan kesimlerin yatırım amaçlarına ve geçekonduculuğun kurumsallaşmasına dolaylı hizmet verilmiş olmaktadır.

9. Düşük gelir gruplarına konut edindirmek yaklaşımla yola çıkıldığından, konut sektörünün kendi fon ihtiyacını kendi başına karşılayabileceği sistemleri kurup oturtmak mümkün olmamakta; kestirme yollardan geçici çözümlerle yetinilmektedir.

10. Düşük gelir gruplarına konut edindirmek için çalışıyor gibi görülmesine karşın, kamusal alt yapı yatırımlarından yararlanılarak sağlanan arsa rantları, lüks konutlarla tamamlanıp uygun koşullu kredilerle pazarlanarak gereksiz fiyat yükselmelerine öncülük etme durumuna düşülmektedir.

Açıktır ki; konut sorununun sürekli devlet olanaklarıyla toplu konutlar üretilerek çözülmesi; kamu kaynaklarının verimli olmayan alanlara ayrılarak devletin fonksiyonlarını gereksiz yere genişletmek ; sonuçta rasyonel olmayan bir ekonomik seçenekte bulunmak olacaktır. Şehirleşmenin ve şehirde olsun kırsal alanda olsun konut üretiminin; sosyal ve ekonomik gelişmeye paralel olması, endüstriyel veya tarımsal doğruları çarpıtmadan sağlanması gerekir

Hangi açıdan nasıl bakarsak bakalım; konut üretimi ve edindirilmesi olgusu bir kaynak ayırma, kaynak bulma, fonları bu alana kanallandırmak sorununda odaklaşmaktadır.

Tasarruflar; hem riske atılmadan hemde getiri kaybına uğratılmadan konut sektörüne nasıl çekilebilir; az birikimli, dar gelirli insanların konut satın alınabilmesi nasıl sağlanabilir; klasik finansal aracılık mekanizması aşarak, iyi bir kredilendirme sistemiyle taşınmaz teminatına dayanan menkul değerler nasıl fonksiyoner olabilir; işte bu üç soruya genel ekonomik doğrulara ve ülke koşullarına uygun cevaplar bulunmak üzere sektörün kendi klendini finanse edebileceği bir piyasa oluşturulmalıdır. "İDMD/İpoteğe Dayalı Menkul Değerler" gibi finansal yatırım araçlarının geliştirilmesi, "Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı" gibi kurumların oluşturulmasıyla hiçbir sosyal ekonomik çarpıklığa meydan bırakılmadan, gereksinim ölçüsünde hareket edilerek hem konut sektörü fonlanabilmekte hemde tasarruflara, taşınmaz güvencesine dayalı, yüksek getirili uzun vadeli yatırım alanları açılabilir. Olay bir yanıyla konut sektörünü, öbür yanıyla sermaye piyasasını ilgilendirmektedir. Üretilen yatırım araç ve mekanizmalarının işlevsel olabilmesi için her iki piyasanın koşullarına uygun olup, ihtiyaçlarına cevap verebilmesine bağlıdır. Ancak söz konusu piyasalarda biraz çarpıklıklar varsa bunları düzeltilmesi de zorunludur.

Sağlıklı bir ipotek piyasası kurulduktan sonra, konut sorunu olan evsiz halk kesimleri kalırsa; sosyal amaçlı kamusal girişimlere o zaman, akılcı ve bütünsel yaklaşımlarla başvurulmalıdır. Yerel yönetimler de dahil ilgili kamu kuruluşlarının etkin ve organize çalışmaları koordinasyonla, çok yönlü olarak yürütülmelidir. İpotek piyasası o derece geliştirilebilir ki; bireysel alım satımlar taksitle yapılabilir. Araya hiç banka girmeden taksit senetleri ya da borç sözleşmeleri-ipotekleri ile birlikte- temlik edilerek ipotek bankacılığı yapan kurumlara ya da ortaklıklara aktarılır. Böylece satıcıya konut bedeli tamamen ödenmiş; İDMD'nin çıkarılıp piyasaya sürülmesi ile de krediler, nihai yatırımcıların kaynağına bağlanmış olur. İstenirse taksit senetleri düzenlenip sözleşmesi yapılırken ipotek kredisi veren bir banka devreye girer satıcının bedeli peşin ödenir, alıcı kredilendirilmiş olur; nihai çözüm İDMD çıkarıp krediyi finansal piyasalarda likidite etmek olacaktır.

Her ülkenin ekonomik yapı ve gelişmişlik derecesi farklı olduğu için konut sektöründe, finansal piyasalarda farklı özellikler taşır. Koşulları ve gereksinimleri birbirinden farklıdır. İyi bir analizle isabetli saptamalar yapılmadan uygulanacak bir ipoteğe dayalı menkul değer sisteminin karşılaşılabileceği en basit tehlike; sık sık kuralların değiştirilmesiyle kullanıcıların tedirgin edilmesidir. En büyük tehlikede ipotekli Borç ve irad senetleri örneğinde olduğu gibi hiç kullanılmamasıdır. Nitekim VDMK bu akıbete uğramak üzeredir.

Ben bu çalışmayı yaparken, kurulacak sistemin kendi kendine gelişerek işlemesi için zorunlu yasal ve ekonomik koşulları da araştırdım. Temel koşulları tam oluşturulmayan bir sistem, devlete yeni bir yük, bireylere yeni bir istismar alanı haline dönüşebilir.

Ülkemizde yeni finansal yatırım araçlarına ihtiyaç vardır. Ancak bu ihtiyaç daha pratik yollaradan, geleneksel yöntemlerin ve alışılmış araçların fonksiyonlarının genişletilmesiyle karşılanamaz.

İpotekli kredileri sadece konut sektörüyle ilgili görmeyip; özellikle işyeri ve çiftlik olarak kullanılarak sahibinin düzenli gelir sağlanmasına yardımcı olacak emlakinde kredilendirilmesinin teşvik edilmesi, böylece ipotekle ilgili menkul değerlerin dayandığı ipotek havuzlarında konut dışı emlak ipoteklerinin oransal olarak yükselmesi ödenmeme riskini azaltacaktır.

Enflasyonist ortamın yarattığı belirsizlik; değişken faiz oranlı araçların kullanılmasıyla bertaraf edilecektir. Ancak ikincil piyasanın çok iyi gelişmiş olması gerekir ki yatırımcılar ellerinde bulundurdıkları IDMD'lerden istedikleri zaman çıkabileceklerine inansınlar. Uzun vadeye karşı yapılabilecek bir diğer çözümde çıkarılacak IDMD'lerin altı ay gibi kısa vadeli olmasını sağlamaktır. Aynı havuza dayanarak 3 yıl vadeli bir IDMD çıkarmaktansa 6 kez yenilenebilecek türden bir uygulama ile yatırımcıları rahatlatmak daha geçerli olur. Bu da "Aktarımlı İpotek Katılım Sertifikası" türü IDMD yerine "İpotek Teminatlı Bono" türü IDMD'lere ağırlık vermek anlamına gelmektedir.

Konut üretimi ve finansmanı ile ilgili tüm tarafların sağlıklı bilgilendirilmeleri; Nüfusun hareketlerinin ve kentleşme eğiliminin iyi izlenerek doğru planlama yapılması ve istatistik bilgilerinin düzenli olarak yayınlanması yararlı olacaktır. Bürokratik işlemlerin rasyonalize edilmesi; temel gereksinimdir. tapu, ipotek, kredi işlemleriyle ilgili yasal

düzenlemelerin yeterli ve bütünsel hale getirilmesiyle, formalitelerin standartlaştırılması ve bürokratik uygulamanın sağlam ve akılcı olması gereklidir. Ülkemizde konut açığı ve evsizlik sorunu vardır. Nüfus artışının ve şehirleşmenin hızlı olması gibi, konut açığının iki ana nedeninin yanı sıra; mevcut konutların bir çoğunun başlangıçta iyi yapılmayıp barınak anlayışıyla oluşturulmuş olması dolayısıyla hane halkının ev değiştirme gereksinimi ve birikimlerini değerlendirmek isteyen kimseler için ülkemizde gayrimenkulün çekici bir yatırım aracı olması; kira geliri elde etmek, çocuklarının -ilerde belirecek-konut ihtiyacına karşılık hazırlık yapmak, tatil amacıyla bir deniz yada dağ evi edinmek gibi isteklerde konut açığını arttırmaktadır. Konut açığının kapatılması için; kaynak ayrılması, konut üretilmesi ve hane halkına satılması gerekmektedir. Esasen bu süreç mevcuttur, ülkemizde halen kaynak ayrılıp, konut üretilmekte ve satılmakta/alınmaktadır. Ancak bu sürecin yeni finansal araçlar ve yöntemler kullanılarak rasyonelize edilmesi gerekmektedir. Mevcut konut finansman sisteminin rasyonelize edilmesi için yapılması zorunlu işler şunlardır:

1. Ekonomi daha az kaynak ayırıp bunu hızla döndürerek konut finansmanını sağlayabilmelidir.
2. Konutlar, yüzyıllarca işe yarayacak; uygar insanın doğal ortamını yitirmeden yaşayabileceği ve tüm sosyal gereksinimlere kolayca ulaşılabilir bir biçimde yapılmalıdır.
3. Birikimi olmayan dar gelirli insanlar kolayca konut edinebilmelidir.
4. Tapu kayıt ve işlemleriyle, ipotek işlemleri çok kolay, net ve kesinliği tartışılmaz bir biçimde yapılabilmelidir.
5. Konut kredileri ile taksitli satışlar için belli standartlar ve sadece gerekli bilgi ve kanıtları ama tam olarak içeren standart formlar geliştirilip kullanılmalıdır.
6. Belli krediler ödenemediği yada belli konutlar üretilme aşamasında yarım kaldığı zaman hemen yol değiştirerek ilerlemeye devam edilebilmek üzere; konutun, kredinin ve finansörlüğün devri kolaylaştırılmalıdır.
7. Konut dışı taşınmazlar içinde paralel çalışmalar yapıp sistemler oluşturulmalıdır. Bunların anlamı, kurulacak rasyonel bir finansman sisteminin, bir yandan optimal bir fonun hızla dönerek konut üretimini ve edinimini sağlarken bir yandan da çıkabilecek sorunların kolayca aşılabilmesi için gerekli önlemlerin alınmasının ihmal

edilmemesidir. Ancak bu zeminde taşınmaz kredilerinin menkul değeriştirilerek piyasaya sunulması fonksiyoner olabilir.

Hangi tip kredilere dayanan hangi tip menkul değeriürler ölkemiz koşullarına uygun düşer ve ölkemiz ihtiyaçlarına cevap verir? İşte bu soruların cevabı bir model oluşturmaktır ki çalışmamızın ilgili bölümlerinde ulaştığımız ilkelerle bu modelin özü belirlenmiştir.

Ölkemiz koşul ve gereksinimlerine uygun kredilendirme-menkul değeriştirme sistemi için genel ilkeler;

1. Enflasyon sürekliliği ve yüksekliğine karşılık kredilerin ayarlanabilir oranlı olması, böylece piyasadaki faiz dalgalanmalarına göre , ipotek kredilerinin faizlerinin vadesi içinde periyodik olarak yeniden ayarlanmasıyla ; fonların erimekten, borçluların istismardan sistematik olarak korunması,
2. Faiz ayarlamalarının objektif ölçütlerle yapılarak kredi veren ve borçlanan tarafların her ikisinin de zarar etmemesinin ya da haksız kazanç elde etmemesinin sağlanması,
3. Hazır konutlar için düşük başlangıçlı-artan tutarlı ödeme planlarıyla, girişim rahatlığı sağlanması ve aylık taksitlerin gene belli ölçütler gözetilerek periyodik artışlarla planlanması,
4. Gerektiğinde vade uzatmaları pahasına aylık ödemelerin yeniden ayarlanarak borçluların ödeme gücünün sürekli gözetilmesi,
5. Borçluların ödeme gücünün zorlanmasıyla, aylık taksitlerin düşük tutulması, fazla artırılmayıp vade uzatımına gidilmesi durumunda kreditorlerin fonlarının zarar görmemesi ve IDMD yatırımcılarının bu aksamalardan etkilenmemesi için IDMD çıkarıcıları nezdinde zorunlu bir ihtiyat fonu oluşturularak destek verilmesi,
6. Ölkemizde geliştirilmesi istenen ipotek bankacılığının, yabancı bankaların faaliyetine de açılması ve yabancı ipotek bankalarıyla ortaklıklar kurulması için kolaylıkların sağlanması,
7. Finansörlere çeşitli destekler sağlanarak ipotek kredilerinin ve kredili taşınmaz satışlarının belli standartlar altında artırılmasıyla , menkul değeriştirmeye materyal olabilecek kredilerin çoğaltılması,

8. IDMD'lerin kolayca nakde çevrilebilmesinin garantiye bağlanması, bu garanti için çıkarıcının belli süre koşullarıyla geri almasının zorunlu kılınması ya da bir tür destekleme alımı için kamusal bir kaynak ayrılması,

9. IDMD'lerin kısa vadeli olarak çıkarılması, aynı ipotek havuzuna dayanılarak çıkarılan IDMD'lerin seriler halinde KK'nin vadesinden kısa vadeler için düzenlenmesi,

10. IDMD'lerin itfa koşullarında herhangi bir belirsizlik olmaması.

Kredilerin standardize edilip yaygınlaştırılması ve IDMD çıkarımlarının çoğaltılması; yatırımcıların likidasyon ihtiyacına cevap verecek ve IDMD'lerin değerlerini sürekli belirleyecek ikincil piyasa geliştirilemedikçe yeterli olmayacaktır. Bunun için de ikincil piyasanın geliştirilmesi zorunludur. Aksi halde borsaya sürülen IDMD'ler manipulasyon konusu olarak kalabilirler.

İkincil piyasanın yaratılması ve geliştirilmesi hem IDMD hemde ipotek borçlu konutlar için birlikte sağlanmalıdır. Yani nasıl bir IDMD kolayca alıcı bulabilecek, sahibini istediği zaman likiditeye kavuşturabilecekse; konutların da üzerindeki ipotek ve kredi borcuyla birlikte devri, o şekilde kolaylaştırılmalı ve kesinleştirilmelidir. Gelişmiş bir ikincil piyasanının ancak gelişmiş bir birincil piyasanın varlığıyla mümkün olabileceği de düşünülmeli dolayısıyla emlak kredilerinin belli standartlarla yaygınlaştırılması hatta taksitli satışların bu kapsama girmesi sağlanarak, oluşturulabilecek ipotek havuzlarının kaynakları zenginleştirilmelidir.

IDMD'ler için ikincil piyasanın etkin çalışmasını baştan garantiye almak gerekir.

Bunu sağlayacak önlemler:

1. Bankaların çıkaracakları IDMD'ler için belli koşullarda munzam karşılık ayırmalarını istememek, ya da mevduata göre düşük tutmak,
2. Bankaların-en azından taşınmaz kredisi veren bankaların-disponibl kıymet ve munzam karşılık olarak IDMD tutabileceklerini kabul etmek,
3. Bankaların sermaye yeterliliği rasyolarında konut kredilerini ve IDMD taahhütlerini, diğer kredilere göre daha düşük riskli kabul ederek, onları bu alana yönlendirici oranlarda değerlendirmek,
4. Sigorta şirketlerinin, teminat karşılığı olarak IDMD tutabilmelerini sağlamak., ayrıca yapacakları özel KK sigortaları karşılığı IDMD kabul etmelerini özendirmek,

5. İDMD'lere ve yatırımcılarına vergi avantajları sağlamak,
6. Döviz üzerinden verilen ipotek kredilerine dayanan menkul değerlerin gene döviz üzerinden düzenlenmesini kolaylaştırarak yurt dışında pazarlanmasını özendirmek,
7. İpotek kredileri için ilk aşamada borçlulara kefil olabilecek kuruluşların ortaya çıkarılmasını kolaylaştırıp organize ederek İDMD'lere yansıyabilecek olan kredinin ödenmeme riskini elimine etmek,
8. Kamusal arsa satışlarını, İDMD karşılığı yapark bir tür swap programı geliştirmek,
9. İDMD'leri kamu ihalelerinde ve mahkemelerde teminat olarak kabul ederek ikincil piyasasını geliştirmek,
10. Elinde belli süreler İDMD bulundurmuş olduğunu kanıtlayan yatırımcılara ipotek kredisi gereksinimi duydukları hallerde öncelik tanıyıcı bir sistem geliştirmek .

Konut kredilerinde doğabilecek tıkanıklıkların aşılabilmesi için kestirme çözümler sağlamak üzere öncelikle Toplu Konut idaresinin yetkilileri genişletilmelidir. Şöyleki;

- 1) Başlangıçta ekspertizini yapmış ve izlemeye almış olmak kaydıyla kredi taksitleri ödenemeyen konutları devralabilmelidir.
- 2) Devraldığı kredi ve ipotekli evler karşılığında taksidi daha düşük, küçük evler önerebilmelidir.
- 3) Konut açığını ve bölgesel gereksinimleri izleyerek programlar yapmalı ve bölgeler arasında ipotekli konutların takası için imkan yaratabilmelidir. Bu kapsamda büyük şehirlerdeki gecekonduculara memleketlerine dönmeleri halinde yararlanabilecekleri seçenekler sunabilmelidir.
- 4) Gerektiğinde konut kredilerini temliken devralarak İDMD çıkarabilmelidir.
- 5) Çıkaracağı İDMD'leri finansal piyasalara sunmanın yanı sıra bunlar karşılığında doğrudan bitmiş ya da yarı tamamlanmış konutlar alarak, sektöre çözümleyici destekler verebilmelidir.
- 6) Elinde tuttuğu konutları, bir yandan satışa arz ederken bir yandanda; bir gayrimenkul Yatırım ortaklığı organizasyonu ile değerlendirebilmelidir.
- 7) Yerel Yönetimleri "Belde iyileştirme/İmpovization" faaliyetleri için destekleyebilmelidir.

Bu destek kapsamında elindeki taşınmazları boşaltılacak mahalle sakinlerinin geçici ya da daimi yerleşimi için verebilmelidir.

Toplu konut ortaklığı bu şekilde daha geniş işlevler yüklenirken; Arsa ofisinde kendi görevini en az gecekondular kadar yerine getirmesi zorunludur. Arsa üretim çalışmaları toplu taşımacılıkla koordineli olarak yürütülmelidir. Arsa satışlarından sağlanan gelirler, modern bir şehirleşme mantığı içinde; ülke çapında konut, ticari yapı ve çiftlik edindirme ve geliştirme işlerinin kullanımına ayrılmalıdır.

Gecekonduların yapanlara satışı şeklindeki, çarpıklığı meşrulaştırıcı popülist yöntemler yerine belde iyileştirme programları uygulanmalı, istimlak ve tahliye kolaylığı için önlemler alınmalıdır.

IDMD'lerin Türkiye'de de fonksiyoner olarak uygulanabilmesi için ülke ekonomisinin ve mali piyasalarının olumsuz özelliklerinin bertaraf edilmesi, olumlu özelliklerinin kullanılması gerekmektedir.

Türkiye'de IDMD uygulamasının başarılı olabilmesi için ilk koşul devletin borçlanma ihtiyacı içinde olmamasıdır. Çünkü hazine bonosu ve devlet tahvili gibi yüksek faiz oranlı, vergi yönünden teşvikli, istenen vadelerde ve son derece güvenli kamu borçlanma senetleri piyasada varken buna alternatif yatırım araçları zor talep görür. Tasarruf mevduatı üzerindeki ölçsüz ve genel boyuttaki devlet garantiside aynı olumsuz etkiyi yapmaktadır.

Türkiye'de başarılı bir ipotek piyasası oluşturmanın şansızlıklarından biride sosyal sigorta ve emeklilik kuruluşlarının fon yoksulu olmasıdır. Özel sigorta şirketlerinin katkısı da mevcut koşullarda önemli olamayacaktır.

IDMD'lerin , yaygın bir şekilde uygulanması ve fonksiyoner olması durumunda ; finans sektöründe yer alan banka vb. kuruluşların ipotek bankacılığı konusunda uzmanlaşması, öncelikle konut sektörünün fonlanmasında kullanılacak olan bu aracın giderek ticari ve tarımsal taşınmazlarla ilgili olarakta kullanılması , finansal piyasalardan fon aktarımının kolaylaşmasıyla taşınmaz sektörüne plase edilen kaynakların daha hızlı dönüşünün sağlanması ve optimize edilmesi ayrıca makro dengeler yönünden mali sektördeki rahatlamanın , taşınmaz sektöründe kontrol edilebilir bir canlanma yaratması ve bu sektörde fiyatların daha gerçekçi belirlenmesi gibi bazı olumlu gelişmeler olacaktır.

Enflasyonist ekonomik ortamın, yatırımcıyı ürkütmek biçiminde yansıyan olumsuz yönünün yanı sıra; konut, işyeri ve çiftlik fiyatlarının yükseleceğini ciddi bir beklenti

olarak ortaya çıkarması itibarıyla emlak edinme çabalarını, dolayısıyla ipotekle borçlanmayı cazip hale getirerek hem talebin artması, hemde emlak alanların gerçekten karlı çıkması sonucunda bu sistemin güçlenmesi gibi olumlu ynleride vardır. Uygulamada bu hususda dikkate alınırsa başarıya katkısı olur. Olumsuz koşullar , farklı açılardan kullanılarak etkisizleştirmenin ötesinde yararlı kılınabilir bile . Nasıl ki, yelkenliler denizde rüzgarın estiği yöne doğru da yol alabilirler.

KAYNAKLAR

- Akçay, B; Türkiye için Yeni bir Konut Finansman modeli Yaklaşımı (Konut üretim Modeli/Ed. M. Balamir) ODTÜ Mimarlık Fak. Yayınları No: 93.02 Ankara, 1993
- Alp, Ali; İpotek Kredileri ve İDMK yoluyla Tüm Konut Finansman Sorununun çözümünde bir Model Önerisi, SPK Yayınları, Ankara, 1996
- Aras, Güler; Ticari Bankalarda Kredi Portföyünün Yönetimi, , SPK Yayınları, Ankara 1996
- Batlin, Carl, A; Hedging Mortgage-Backed Securities With Treasury Bond Futures Journal of Futures Markets, December, (Makale) 1987
- Berki, Şakir; Toprat Hukuku Güzel Sanatlar Matbaası İstanbul, 1957,
- Bozkurt, Ünal; Menkul Değer Yatırım Yönetimi, İktisat Bankası Yayınları, İstanbul, 1988
- Cagan, Leigh D; Carriero, Nicholas J; Zenios, Stavros A, A Computer Network Approach to Pricing MBS (Makale) Financial Analyst Journal, 1993, 2
- Ceylan, Ali; Korkmaz, Turhan; Uygulamalı Portföy Yönetimi, Ekin Yayınları, Bursa, 1995
- Chandler, Lester V; The Economics of Money And Banking, Harper And Brothers Publishers, Network 1975
- Chin, Howard W; Bhattacharya, Anandk, Synthetic Mortgage-Backed Securities (Makale) Journal of Portfolio Management, Spring, 1992
- Davidson, Andrews; Herskovitz, Michael D; Mortgage Backed Securities, , Probus Public Company, Chicago 1994
- Davidson, Andrews; Ho Thomas S.Y. Aim Yung. C; Collateralized Mortgage Obligations, Probus Public Company, Chicago 1994
- Derosa, Paul; Goodman, Laurie, Zazzarino, MKE Duration Estimates on Mortgage-Backed Securities (Makale) Journal of Portfolio Management, Winter, 1993
- Duet, Edwin, H; Quality Ratings of MBS (Makale) Real Estate Review, Fall 1990
- DPT; Konut Özel İhtisas Komisyonu Raporu, Ankara, 1993
- Ekren. Nazım; Uluslararası Bankacılık ve Türkiye Örneği, , T. İş Bankası Yayınları, Ankara 1986

- Ender, Sema; Röportaj, Kentleşme Politikası, Milliyet Gazetesi, 9.8.1996
- Erdoğan, Celal, Tahliye ve kira Tesbiti Davaları, , Balkanoğlu Matbacılık 1970
- Erolgaç, Yılmaz; Profesyonel Para Yönetimi, , Inkılap Kitabevi, İstanbul 1993
- Esmer Galip; Mevzuatımızda Gayrimenkul Yükümlüleri, , Olgaç Matbaacılık 1996
- Faboth, F.J; (Editör), The Handbook of Fixed Income Securities Probus Publishing Comp, Chicago, 1987
- Fabozzi, Frank. J; Modigliani, Franko; Mortgage And Mortgage-Backed Securities Markets, , Harvard Business School Press, Boston 1992
- Fabozzi, Frank. J; Modigliani, Franko; Ferri, Michael. G; Foundations Of Financial markets And Institutions, Prentice Hall Inc., New Jersey 1994,
- Ferran, Eilis; Mortgage Securitisation (Legal Aspects), Butter Worths, London 1992,
- Francis, Jack Clark; Management of Investments, Mc Graw Hill, Inc.London, 1993
- Friedman, I.S; Enflasyon, Dünyayı Saran Bunalım, İkt; Yay. ve Danışma LTD, İstanbul, 1981
- Gordon, Robert; Makro Economics, L. Brown Comp. Canada, 1984
- Günver, O. Remzi; Sermaye Piyasası Aracı olarak İpotekli Borç Senedi ve İrad Senedi, T.B.B., Ankara 1994
- Güran, M. Cahit; VDMK, Vergilendirilmesi ve Analizi (Makale) Uzman Gözüyle Bankacılık, Mart, 1994-5
- Gürsoy, Kemal. Tahir; Birden Ziyade Gm: Ayn. Borç İçin İpotek Edilmesi ve Çıkan Sorunlar, TBB 1978,---
- Hempel, George; Coleman, Alan; Simonson, Donald; Bank Management, J.W. And Sons,1989
- Hirschfeld, Michael; Humphreys, Thomas A; Tax Reform Brings New Certainty to Mortgage-Backed Securities (Makale) Journal-Of Taxation, May, 1987
- Horvite, Paul; Fry, Clifford, Crockett, John; Are S/L Participations In Real Estate Ventures Toc Risky (Makale) Real Estate Review
- Jones, Charles Parker; Investments Analysis And Management, John Willey And Sons Inc.1991
- Karahan, Hakan; Sermaye Piyasalarının Ekonomideki Yeri ve Önemi, Finans Dergisi, Temmuz, 1992-73

- Karslı, Muharrem; Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler, İstanbul, 1989
- Kidwell, David. S; Peterson, Richard L; Financial-Institutions, Markets And Money
Texas Technic University, Texas, 1987
- Kılıçsoy, Ahmet; Türk Ekonomisi, T. İş Bankası Yayınları, 1991
- Kılıçbay, Almet; Değişen Dünyada Türk Ekonomisi, Cem Yayınevi, İstanbul, 1993
- Kinney, James. M; Garrigan, Richard T; (Editors)The Handbook of Mortgage
Banking,
Dow-Jones-Irwin, Illions, 1985
- Kuntalp, Erden; İpotek Dereceleri, Boş Dereceden İstifade ve Uygulamada Çıkan
Sorunlar
- Lange, Oscar; Ekonomi Politikası, Ekonomik Rasyonellik İlkesi, Ataç Kitabevi,
İstanbul 1967
- Lederman, Jess (Editör) The Handbook of Motgage Banking, Probus Public
Company, Chicago, 1993
- Lederman, Jess, Sullivan, Michael P. The New High Field Bond Market, Probus
Public Company, Chicago, 1993
- Lederman, Jess; Celic, Margaret A. (Editör) Adjustable-Rate Mortgage And
Mortgage-Backed Securities, Business One Irwin, Chicago, 1991
- Levitin, Charles. M; Remic's: Removing Tax Obstacles to More Efficeent Trading of
MBS (Makale) Real Estate Review, Fall 1987
- Lipsey, R.G; Steiner P.O; Economics, Harper And Raw Publishers, New York , 1981
- McCallum, Bennet T; Monetary Economics, MacMillan Publishing Comp, New York,
1989, S. 145
- Mishkin, Frederic, The Economics Of Roney, Banking And Financial Markets
Harper Collins Publishing New York, 1995
- Murphy, J, Austin; An Ampirical Test of An Option Pricing Model of MBS Pricing
Journal of Economics And Busines, February, 1991
- Newman, Pr; Miltagel, M; Eatwel, J; The New Palgrave Dictionary of Money And
Finance The McMillan Press Ltd.; London, 1992;
- Özsunay, Ergun; Bankacılık Yönünden Medeni Hukuk Kuralları, , TBB, 1975
- Parasız, İlker; Para Banka ve Finansal Piyasalar, Bursa, 1992
- Paya, Merih; Para Teorisi ve Para Politikası, Filit Kitabevi, İstanbul, 1994

TABLOLAR

I	İpotek Geri Ödemelerinde Faiz - Anapara Payları	45
II	Yapı Sektörüne Bağlı Sektörler	134
III	Yapı Sektörünün Gsmh İçindeki Payı	136
IV	Gsmh Ve Yapı Sektörünün Büyüme Hızları	137
V	Yüklenimcilerin Yurtdışı İş Dağılımı	138
VI	Toplam Banka Kredileri Ve Gm. Kredilerinin Oransal Dağılımı	154
VII	SPK Kaydına Alınan VDMK İhraçları	160
VIII	İç Borç Stoku	169
IX	Dış Borç Stoku	170
X	Mali Sistemin Ve Kamu Kesiminin Açığı	176
XI	Bütçe Açığının Finansmanı	176
XII	Binaların Kullanım Amaçlarına Göre Dağılımı	181
XIII	Kiracı-Konut Sahibi Dağılımı	182
XIV	Kira Ödeme Durumu, Dağılımı	182
XV	Kentleşme Süreci	183
XVI	1995-2005 Döneminde Yeni Konut Ve Arsa Gereksinimi	184
XVII.A	Örnek Konut Kredisi Varsayımları	191
XVII.B	Örnek Konut Kredisi Ödeme Planı	193

ŞEKİLLER

I	İpotek Geri Ödemelerinde Faiz-Anapara Payları	44
II	Ayarlanabilir Oranlı Kredilerle, Sabit Oranlı Krediler Arasındaki Faiz Riski Farkılaşması	48
III	Aktarımlı İpotek Katılım Sertifikalarında Ödeme Düzeni	72
IV	İpotek Havuzunun Fon Akım Yapısı	74
V	Zero Kuponlu, Teminatlı İpotek Yüklenimlerinde (CMO) Fon Akımı	81
VI	Teminatlı İpotek Yüklenimlerinde (CMO) Fon Akımı	82
VII	IDMD Oluşum Prosedürü	87
VIII	İpotek Kredilerinin Kullanıldıkları Taşınmazlar İtibarıyla Dağılımı	103
IX	İpotek Kredilerinin Kreditorler İtibarıyla Dağılımı	104
X	Özel İpotek Sigortasının İşlevleri	127
XI	Kısa ve Uzun Dönemde Kira Kontrolünün Etkileri	142
XII	Sürekli Artan Konut Sıkıntısı	145

SUMMARY

TC

MARMARA UNIVERSITY

BANKING AND INSURANCE INSTITUTE

(BANKING PROGRAMME)

MORTGAGE-BACKED SECURITIES IN FINANCE OF THE HOUSING

(DISSERTATION)

Prepared by HAYATI ERIŞ

İstanbul 1997

CONTENTS

INTRODUCTION

SECTION I Interaction Between Financial Markets, Financial Investment Instruments And Overall Economical System

I.A The Financial Markets And Theirs Types

I.A.1 Classification Of The Financial Markets

I.B Financial Investment Areas And Tools

I.B.1 Definite And Fixed Return Financial Investment Tools

I.B.2 Indefinite And Variable Return Financial Investment Tools

I.B.3 Partially Definite And Fixed Return Financial Investment Tools

I.B.4 Principles Of Financial Investment

I.C Rational Expectations Hypothesis By Investor's Decisions

I.D Opportunity Cost Hypothesis And Alternative Investment Choises

I.E Efficient Market Hypothesis

SECTION II Mortgage - Backed Securities (MBS), Types And Derivatives

II.A MBS, What is it ?

II.B What is Mortgage ?

II.B.1 Mortgage As A Pledged Real Estate

II.B.2 Mortgage

II.B.3 Document In Legal Mortgage Procedure

II.B.4 Relation Between Value And Total In Mortgage

II.B.5 Mortgage In Co-ownership And Collective Ownership Situation

II.B.6 Collective Mortgage

II.B.7 Several Mortgage On The Same Real Estate

II.B.8 Mortgage On State - Owner Real Estate

II.B.9 Insurance In Mortgage

II.B.10 The Bonds Whith Mortgage

II.B.11 The Bonds For Income

II.C Thypes With Mortgages

II.C.1 Home Mortgage - Commercial Real Estate Mortgage

II.C.2 Single Home Mortgages - Multible Home Mortgages

II.C.3 Traditional Mortgages - Institutional mortgages

II.C. 4 Standart Mortgages - Unstandart Mortgages

II.D Mortgage Loans and Types

II.D.1 Fixed Rate Mortgages / FRM's

II.D.2 Unfixed Payment Mortgages / UPM's

II.D.2.1 Graduated - Payment Mortgages / GPM's

II.D.2.2 Adjustable - Rate Mortgages / ARM's

II.D.2.3 Capped ARM's

II.D.2.4 Variable - Rate Mortgages / VRM's

II.D.2.5 Convertible ARM's

II.D.2.6 Dual- Rate Mortgages / DRM's

II.D.3 Movable Mortgages /MM's

II.D.4 Early Payoff Mortgages /EPM's

II.D.4.1 Ballon Payment Mortgages

II.D.4.2 Rollover Mortgages / ROM's

II.D.4.3 Renegotiated- Rate Mortgages / RRM's

II.D.5 Equity Based Mortgages / EBM's

II.D.5.1 Growing Equity Mortgages / GEM's

II.D.5.2 Shared - Appreciation Mortgages / SAM's

II.D.5.3 Equity Participation Mortgages / EPM's

II.D.6 Flexible Loan-Insurance Programs / FLIP's

- II.D.6.1 Pledged-Account Mortgages / PAM's
- II.D.6.2 Buydown Loans / BDL And Buydown Mortgage / BUM's
- II.D.7 Low-Start Mortgages
- II.D.8 %100 Mortgages
- II.D.9 Self-Certificated Mortgages
- II.D.10 Endowment Mortgage
- II.D.11 Pension-Linked Mortgage
- II.D.12 Conditional Sale Agreement
- II.D.13 Reverse-Annuity Mortgages / RAM's
- II.E Securitization
 - II.E.1 Securitization Method
 - II.E.2 Advantages And Development Reason Of Securitization
- II.F Types Of Mortgage -Backed Securities
 - II.F.1 Mortgage Pass-Troug Certificates / MPTC
 - II.F.2 Mortgage-Backed Bonds / MBB
 - II.F.3 Mortgages Pay-Trough Obligations / MPTO
 - II.F.3.1 Collateralized Mortgage Obligation / CMO's
 - II.F.3.2 Stripped Mortgage - Backed Securities / SMBS's
 - II.F.3.3 Real Estate Mortgage Investment Conduits / REMIC's
 - II.F.4 MBS Phases

SECTION III Mortgage Market And Mortgage Banking

- III.A What Is Mortgage Market And Mortgage Banking
 - III.A.1 Mortgage Market
 - III.A.2 Mortgage Banking
 - III.A.3 Functions Of Secondary Market From Efficiency view point
- III.B Growth Of Mortgage Market And MBS Practice In USA
 - III.B.1 Legal Regulation Of Mortgage Banking,
Mortgage Loans And MBS In USA
 - III.B.2 Standarts Of Mortgage Procedures

- III.B.3 Governmental Institutes Functioning In USA
Mortgage Markets
- III.B.4 Development Of Secondary Market In USA
- III.C MBS Practices In England
- III.D Persons And Institutions Functioning In Mortgage Markets
- III.E Warranty And Insurance Practices In MBS
 - III.E.1 Warranty Practices
 - III.E.2 Insurance Practices
- III.F Ranking Of MBS
- III.G Risk At Mortgage Loans, MBS And Securitization
And Protection Ways
- III.H Determining The Portfolio Productivity And Daily Values

SECTION IV Turkey's Constraction Industry And Finance Of House Construction

- IV.A Importance Of Construction Sector In Economy
- IV.B Governmential Support And Aid To Consruction Sector
 - IV.B.1 Producing And Assignment Of Building Land
 - IV.B.2 Incitement Taxation Advantages
 - IV.B.3 Subsidize
- IV.C Governmential Intervention By Rent Control ,
Rent Ceiling Applications
- IV.D Finance Of Housing
 - IV.D.1 Resources And Methods Of House Finance
 - IV.D.2 House Finance Practices In Turkey
 - IV.D.2.1 Loans
 - IV.D.2.2 Asset - Backed Securities
 - IV.D.2.3 Real Estate Certificates
 - IV.D.2.4 Real Estate Investment Trust
 - IV.D.2.5 Real Estate Investment Funds

SECTION V Turkey's Conditions From The View Point Of MBS

V.A Problems due To Structure Of Economy

V.A.1 High and Unsteady Inflation

V.A.2 Uncertainty

V.A.3 Resource Insufficiency And Vaste

V.A.4 Unemployment

V.A.5 Unbalanced Income Distrubition

V.B Problems Due To Financial Markets

V.B.1 High Rated State loans

V.B.2 Governmental Warranty On Bank Deposits

V.B.3 Bank's Superiority In Providing All Financial Services

V.B.4 Inefficiency Of Stock Markets

V.B.5 Inefficiency In Legal Regulations

And Bureaucratic Procedures

V.C Problems Due To Legal Structure

V.D Problems Due To Dermographical Structure

And Urbanization

V.E A Proposition Of Securitization Model

And A Convenient Loan Type

Which is Suitable Turkey's Features

CONCLUSION

INTRODUCTION

Securitization, is a new tecnic in the financial area. Therefore, loans of real estate -especially mortgages- are supplied to financial markets as a new investment instrument. They are called **"Mortgage - Backed Securities / MBS"**

These securities which have lots of variations, are backed by mortgages which have more different variables. Mortgages, special real estate's credits , have many types.

"Structured Securitized Credit / SSC" is used more popularly in the developing country to reach liquidity in short . If the assets are loans; this procedure is called **"Reintermediation"** ; if they have only montly instalment payments, they are called **"Disintermedistion"**.

The most popular product of securitization is **"Asset-Backed Securities /ABS"**, the other one is mortgage - backed securities as mentionet; it is our subject here. Since 1992 in Turkey , there is asset-backed security application which include mortgage -backed security specifications. Because , mortgages can be used as a portfolio of ABS's. We have not got a special instrument as a MBS, but it is possible securitization of mortgages by ABS. Instade of such a practical possibility like this; securitization is not more common for mortgages. And there are no **"Mortgage Market"**, and no improved **"Mortgage Banking"** in Turkey.

In the developing countries, mortgages were improved. they have many derivations suitable for all kind of customers. This kind credits are applied by using some "Standarts" ; on the forms, criterias, procedures even terms.

In Turkey , we can say, ther are some supplement applications for all mortgage banking instruments; but they are not in a harmonization because of absence of mortgage market.

Types of credits, some securitization tecnics, a few mortgage banking practices can not be able to organize a satisfactory mortgage market.

our dissertation subject is a research on the conditions for a succesfully application of MBS's in Turkey. In which stuation , MBS's can be useful and funcional to finance housing sector . What kinds of specifications MBS's must have so that it is an acceptable financial instrument in the local and international markets. And how will be the types of mortgages to produce safe securities.

General conditions of the economy, financial market specialities, alternatives of investors; all have important effect on MBS's. Rational expectation hipothesis, alternative cost theory and efficient market hipothesis have importance about making decision on investment and using credit.

Ther is a shortage of housing in Turkey due to population and urbanization. There are different ways of building houses and many mistakes in buying them. Some of problems come up as, general salary level , unbalances on incomes, mistakes on individual saving and spending . At the same time ther is not enough easy alternative investment instruments and building planning practices in free market or a govenmental department.

The other source of problems are some social and economical irrational phenomenans.

The subject of our dissertation is only to put ligh to the conditions for utility of MBS's financial sector and housing sector all together, not to solve problems.

Our approach is based on;

- 1.credit policy priority for buying houses, rather then building them ,
- 2.to increase instalment in selling real estate,
- 3.establish a mortgage market for self financed housing sector .

Section I

Interaction Between Financial Markets, Financial Investment Instruments And Overall Economical System

Nowadays, financial markets are improved and obtained international dimension depending on international monetary system and technical innovations.

World wide transactions is possible in financial markets; they obtained this ability as a result of technical development and monetary system's improvement.

Financial markets are divided into several groups, with regard to their subject; money, FX, stock exchange, bonds, RP etc. Some of them are an organized establishment, some of them are only a relation and connection between banks.

It passes over classical financial intermediates; banking of deposits and credit.

New financial techniques and instruments are produced; Securities and swaps, futures, options, warrants, currency borrowing, back-to-back loans, parallel loans etc. Addition to the profit, hedging functions against currency risk, interest risk etc. are occupation of these new instruments. For individual investor, the right classification of investment alternatives is the one that regards their income-risk situation.

Firstly we must see all kinds of financial instruments, in capital and money markets.

Because they are alternatives of MBS's for investors. We can separate financial instruments and techniques into three groups:

1. Definite and fixed return financial investment instruments; like, TRL deposits, deposits certificates, treasury bonds, bills, RP, private bonds, bonds of banks, ABS's.
2. Indefinite and variable return financial investment instrument; like, stock exchange, REIT's, Real estate certificates, Mutual Funds, Gold, FX, works of arts, even life insurance.
3. Partially definite and fixed return financial investment instrument; they are FX deposits, inflation indexed deposits, gold indexed deposits, inflation indexed bonds.

Financial investors have some principles. Their preferences is a reflection of some reasonable approach. A good investment must have some superiority:

1. security,
2. Reel and high return,
3. Liquidity,
4. extra advantages
5. serviceability,
6. secrecy.

Investor's decisions, come from **rational expectations**, and all of them has a **opportunity cost**. Suitable decisions requested by an **efficient market**.

Rational expectations Hipotethis by Investor's Decisions

Estimation about futur events is made using some tecnics which consider statistical figures and all kinds of knowledge on subject. Rational expectation hipotethys improved from adaptative expectation hipotethis. All possibilities must be taken into consideration for a good estimation. This hipotethis, shooke Keynesyen macro theory. Expectations and mistakes can be shown by formulation.

Opportunity Cost Hipothesis and Alternative Investment Choise

Opportunity cost comes up, as an alternative investment's return which were given up.

Every investment has a profit but some time it can be negative becouse of interest rate risk, inflation risk, even defould risk. The goal of this theory is to explain what is real cost and real profit.

Efficient Market Hipothesis

Markets conditions have more importance on instrinsic value of securities.

due to the effect of each new data, the prices change randomly. (random walk.)

Effective market requieres some conditions; all data must be reachable easily by every investors at the same time, transaction costs must be low, interpretation of data must be right.

Section II

Mortgage- Backed Securities / MBS , Types And Derivatives

As mentioned before, mortgage - backed securities are kinds of structured securitized credit which is created from mortgages. there are lots of types , can be classified as regard some criteria, like these;

1. Home mortgage - commercial real estate mortgages,
2. Single home mortgages - multiple home mortgages ,
3. Traditional mortgages - institutional mortgages,
4. Standard mortgages - non-standard mortgages.

Credit types are more important ; because they give specification to MBS's. There are too many credit types, but one of them called; traditional. It is a fixed interest rate and fixed monthly payment type. The others called as "Alternative Mortgage Instruments".

Traditional, "**Fixed Rate Mortgages**", usually are 30 year credits. Their monthly payments are low, like a rent instalment and its payment plans not include negative amortization.

Instead of **FRM** , there are many derivative credit types for each customer's special request:

Graduated - Payment Mortgages (GPM's) ;

Monthly payments of mortgages, changed periodically , depends on a criteria which is decided before.

Adjustable - Rate Mortgages (ARM's) ;

Interest rate of mortgages are adjusted periodically , during the credit time. Thus, interest rate risk imposed on borrower. Therefore, interest rates are lower than FRM's.

This type of credits are suitable for inflationist economy , to protect funds from inflation's erosion.

Graduated - Payment , Adjustable - Rate Mortgage Loans (GPAML's);

Montly payment and interest rate all together adjusted periodically.

Tired Payment Mortgages (TPM's);

This is a kinds of ARM . It has ceiling and floor limits for each new years interest adjustment.

Capped ARM's ;

Increase on interest rates or/and montly payment has some limits which are decided before as some percentage. This stuation look after borrowers payment possibility.

Convertible ARM's;

Borrowers can pass to FRM programs any time within maturity .

Price -Level Adjusted Mortgages (PLAM's);

Criterion for periodic interest adjustment , is price levels.

Salary-Level Adjusted Mortgages (SLAM's);

Criteria for interest adjustment is salary levels in generally.

Variable - Rate Mortgages (VRM's);

This is a similar credit type whith ARM, but it has some special rules, like ; lifetime caps and floors, periodic payment caps.

Dual - Rate Mortgages (DRM's); it is a kind of ARM but here different benchmark index is used for each one of interest rate and montly payments.

Movable Mortgages (MM');

Pledged real estate can be changed ones in a year. Mortgage transfer to another real estate gives a occation selling old one and buying a new one whithout time waste.

Early Payoff Mortgages;

Its payment program prepared for a long time but if it possible , in a 3-5 years payback balance of credit.

Bolloon Payment Mortgages;

During the time of credit barrower made some intermediat payment.

Rollover Mortgages;

At 3-5 years steps, criteria and rules change.

Renegotiated - Rate Mortgages (RRM's);

Lender and borrower renegotiate about interest rate and payment, each 3-5 years ends.

Two Step Mortgage (TSM's);

Changes on interest rate can be made only one time during the credit.

Growing - Equity Mortgages (GEM's);

Montly payment programmed look after increase at equity.

Shared- Appreciation Mortgages (SAM's);

Creditor share equity of the real estate in return to low level interest rate .

Equity Participation Mortgages (EPM');

Here again , speculative rant return shared whith someone else who joins montly payment.

Pledged Account Mortgages (PAM's) ;

A deposit account which is belong to borrower , partially joins each month mortgage payment to obtain some advantages.

Buydown Mortgages;

There is a deposit account which was opened with seller money, to help monthly mortgage payment.

Low- Start Mortgages ;

It looks like GPM, monthly payment of credit was planned low level to make easy mortgages for borrower who in expectation increase in his salary.

%100 Mortgages;

This credit type can start without any deposit account requested by contract.

Self-Certificated Mortgages;

On this credit type, borrower and his payment power has not got any importance, credit look after mainly real estate itself.

Endowment Mortgage;

It is an insurance related mortgage type.

Pension- Linked Mortgage;

It is an insurance related mortgage type.

Conditional Sale Agreement;

This is only a way of selling, property right pass to new owner, after payments finish.

Reverse- Annuity Mortgages (RAM's);

Here, instead of buying a house, selling is programmed for a long time. Owner of the house, after get all monthly payment pass the property right to new owner.

Securitization is a new and useful technique to liquidate financial assets.

Especially, sellers may liquidate their instalments by a cheaper way. Creditors also obtain liquid funds easily. All kinds of credits, instalments and continuous salaries

can be transfer to financial markets as a form of security. They are also usefull instruments for financial investors.

By securitization, mortgage credits turn to MBS's. Usually credit types on the portfolio give characteristic to the securities. There are several type mortgage backed securities; mainly we can separate them in three groups:

1. Mortgage Pass- Through Certificates (MPTC)

This is typical MBS's structure. They are issued by a trust that holds a fixed pool of mortgages. Originators of MPTC usually continues to service the portfolio and to collect interest and principal. Pool's interest, montly paybacks and -if occur- prepayments are assets for securities. Each certificates represent a right on each payment of interest and principal on each mortgage in the pool. All the fund current of pool, turn over to investors, whith a time shift. The distributions are redused by fees for mortgage servicing and pool administration. Ther are two special risks except others; "Prepayment " and "Default". MPTS's are not debt obligations of the originator.

Balance sheets of creditor change by securitization because assets reduce or turn to liquid.

2. Mortgage - Backed Bonds (MBB)

MBB is a bond collateralized by a portfolio of mortgages , this is structured like traditional corporate bond, credit pool is only a collateral. Originator , like a corporate bonds issuer reponsible for securities payments. Portfolio is preserved by a trust. Problems on the pool do not transfer to investors. Here, assets side of balance sheet does not change.

3. Mortgage Pay - Trough Obligations (MPTO)

This securities, is essentially a hybrid between a pass-through security and a mortgage backed bond ;it looks like MPTC, because of portfolio gives a payment power; looks like MBB, because investors does not effect funds trends in pool. The cash flow on the mortgages making up the collateral is dedicated to the payment of

interest and principal to investors. In this respect the structure resembles that of pass-through securities. But it is a debt obligation of the issuer collateralized by a pool of mortgages. To obtain this speciality some derivative MPTO's is produced.

3.1 Collateralized Mortgage Obligations (CMO's)

This is a type of Pay-through obligation which is divided into tranches. Usually securities separate four tranches, which are on different maturity and payment priority. After first tranche payback, start second tranche's payment and forth tranche is a support group because it take residual in the end, under the auspices of this Z class CMO's, another protect payment difficulties.

3.2 Stripped Mortgage Backed Securities (SMBS's)

The securities backed by same pool can be separate two groups; we also can call them interest backed and principal backed groups. First group's investors has right only on interests, second group's investors has right only on principals of the pool.

3.3 Real Estate Mortgage Investment Conduits (REMIC's)

REMIC's are a group of MBS's, which treated as a sale of assets, not as debt financing. The differences between REMIC's and others are largely fiscal; because REMIC provision of TRA'86.

SECTION III

Mortgage Market And Mortgage Banking

Mortgage market separate in to two parts; primary and secondary markets.

Mortgage loans and their process is the first step for MBS's. Securities created from loans are supply to investors thus liquid funds turn to creditors again. This two steps are primary market. Secondary market for mortgages backed securities has importance to reach investors.

Mortgage banking include securitizations by his side credits.

Foundation, development and growth of markets was made possible governmental inventions at USA.

Some **federally sponsored agencies** lead the sector;

1. FHA / Federal Housing Administration
2. VA / Veterans Administration
3. FmHA / Farmers Home Administration
4. FANNIE MAE or FNMA / The Federal National Mortgage Association
5. FREDDIE MAC or FHLMC / The Home Loan Mortgage Corporation
6. GINNIE MAE or GNMA / The Government National Mortgage Association

These establishments who are in different task, join to mortgage markets by issuing MBS's, warranties on securities, insurances on mortgage credit and buying credits thus subsidies creditors.

Several **legislative acts and regulatory changes** helped foster the development of markets. For example; The secondary Mortgage Market Enhancement Act of 1984, The Tax Reform Act of 1986, The Real Estate Settlement Procedures Act of 1974, The Equal Credit Opportunity Act of 1974, The Employee Retirement Income Security Act of 1974, The Truth In Lending Act of 1969, The Home Mortgage Disclosure Act of 1975, The Gorn-St Germain Depository Institutions Act of 1982, The Uniform Land Transactions Act of 1975, The uniform Simplification of Land Transfer Act of 1976, The Uniform Condominiums Act of 1974, The Securities Act of 1933, The Securities Exchange Act of 1943 .

"Standarts", is the one of important factor on foundations and development of the secondary mortgage markets. "Standarts" are established on terms, credits, real estates, borrower , dealers, forms , fees etc. For example;

- Lending Rate Ceiling
- Loan to Value Ratio
- Maturity Limits
- Prepayment/Value Ratio
- Montly Payment/ Borrowers Salary Ratio
- Fees Limits

There are several **risks** and hedging tecnics on credits and securities by different ways.

In the mortgage markets there are lots of **players**:

- Creditors or Lenders (Commercial Banks, Mutual Saving Banks, Mortgage Bankers, Investment Banks, Trift Institutions, Sawing and Loan Associations, in England: Building Societies)
- Originators
- Trusts
- Govermental Warranty Ajancies
- Insurance Companies
- Underwriting Companies
- Rating Companies
- Investors (Individual , institutionel)

SECTION IV

Turkey's Construction Industry And Finance Of House Construction

The constraction sector has a leading function on the economy. Lots of industrial productions (over 300) use on construction .

In Turkish constraction sector, there are approximatly 1 million employee, 40.000 constructors. Primarily govermental support to housing comes from , subsidies, tax advantages, building land assignment.

House finance practices in Turkey has some traditional and new tecnics and instruments:

- House loans (Mortgages / Credits)
- Asset backed securities
- Real estate Certificates
- Real estate investment trust
- Real estate investment funds

SECTION V

Turkey's Conditions From The View Point Of MBS

Promotions of MBS's as an investment instrument will be difficult, such as ABS's significant application, because of some problems due to structure of economy, financial markets' conditions, legal structure, demographical structure and urbanization.

The Turkish economy has a "high and unsteady inflation". Another primary characteristic is "uncertainty". Besides resource insufficiency there is resource waste. Unemployment and unbalanced income distribution effect on housing negatively.

Treasury Bills, with high rated and big volume state debt, take an important portion in the Turkish financial markets. At his very side, banks saving deposits has unlimited governmental warranty. Inefficiency in stock market and in legal regulations are other negative factors. Banks superiority in providing all financial services is a cause for mortgage institutions weakness.

If we try to propose a securitization model which is suitable Turkey's features and a convenient loan type, it would be a mixture of;

- Low Start Mortgage/Graduated payment Mortgage
- Variable Rate Mortgage/ Adjustable Rate Mortgage
- Renegotiated Rate Mortgage
- Movable Mortgage
- Dual Rate Mortgage

MBS must be produced in short maturity like 6 months.

As a result, Turkey's financial markets and housing sector are in need of MBS's.

MBS's will be useful in convenient conditions.