

**YILDIZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

113755

**TÜRKİYE'DE GAYRİMENKUL FİNANSMANI VE
GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI**

Gülin ŞEN

SBE İşletme Yönetimi Anabilim Dalında Hazırlanan

YÜKSEK LİSANS TEZİ

113755

Tez Danışmanı: Doç. Dr. Güler ARAS

**T.C. YÜKSEKÖĞRETİM KURULU
DOKÜMANTASYON MERKEZİ**

İSTANBUL, 2002

İÇİNDEKİLER

KISALTIMA LİSTESİ	i
ŞEKİL VE GRAFİK LİSTESİ	ii
TABLO LİSTESİ	iv
ÖZET	vi
ABSTRACT	vii
GİRİŞ	1
1. GAYRİMENKUL FİNANSMANI	4
1.1. Genel Olarak Gayrimenkul Finansmanı	4
1.2. Gayrimenkul Finansman Kaynakları	6
1.2.1. Kurumsal Olmayan Gayrimenkul Finansmanı	6
1.2.2. Kurumsal Gayrimenkul Finansmanı	9
1.2.2.1. Uzman Konut Finansman Kurumları	9
1.2.2.2. Genel Finansman Kurumları	10
1.2.3. Kamu Gayrimenkul Finansmanı	11
1.2.4. Gayrimenkul Finansmanı İçin Uluslararası Kaynaklar	11
1.3. Gayrimenkul Finansman Sistemleri	12
1.3.1. Dolaysız Yöntem	14
1.3.2. Sözleşme Yöntemi	14
1.3.3. Mevduat Finansman Yöntemi	15
1.3.4. Konut Kredi Bankaları (İpotek Bankası) Yöntemi	16
1.4. Kamunun Konut Finansmanında Etkileri	18
1.4.1. Konut Finansman Piyasasına Müdahale Amacıyla Uyguladığı Yöntemler	20
1.4.1.1. Mali Düzenlemeler	20
1.4.1.2. Mali Yardımlar	21
1.4.1.3. Kredi ve İpotek Garantileri	22
1.4.1.4. Dolaysız Yatırımlar	22
2. İPOTEK FİNANSMANI	23
2.1. İpotek Piyasaları	23
2.2. İpotek Düzenleyen Taraflar ve Düzenleme Süreci	25
2.3. İpotek Kredisinin Verilmesinde Kullanılan Kriterler	26
2.3.1. İpotek Ödemelerinin Gelire Oranı	27
2.3.2. Kredi Tutarının Mülkün Değerine Oranı	27
2.4. İpotek Düzenlemeden Elde Edilecek Getiriler ve Düzenlemenin Taşıdığı Riskler	29
2.4.1. İpotek Kredi Düzenleme Ücreti	29
2.4.2. İpotek Kredisinin Takibinden Dolayı Hizmet Ücretleri	29
2.4.3. İkinci El Piyasa Satış Karı	30
2.4.4. Satılan Kredi İle İlgili Faiz Gelirleri	30
2.4.5. Kredi Kullanmama Riski	31

2.4.6. Fiyat Riski	31
2.5. İpoteğe Yatırımın Taşıdığı Riskler	32
2.5.1. Faiz Riski	32
2.5.2. Kredi Riski	32
2.5.3. Likidite Riski	33
2.5.4. Satın Alma Gücü Riski	33
2.5.5. Erken Ödeme Riski	34
2.6. İpotek Sigortası	34
2.7. İpotek Kredisi Türleri	36
2.7.1. Sabit Faizli (Klasik) İpotek Kredisi	37
2.7.2. Değişken Oranlı İpotek Kredileri	39
2.7.3. Artan Geri Ödeme Tutarlı İpotek Kredileri	40
2.7.4. Enflasyonun Olumsuz Etkilerini Giderici İpotek Kredisi Türleri	41
2.7.4.1. Fiyat Düzeyine Ayarlanan Kredi Türleri	42
2.7.4.2. İki Oranlı İpotek Kredisi	43
2.7.4.3. Kazanç Paylaşımli İpotek Kredileri	44
2.7.5. Diğer İpotek Kredisi Türleri	45
2.7.6. Karma İpotek Kredileri (Hibrid)	45
2.7.7. Sabit Oranlı, Basamak Ödemeli İpotek Kredileri	45
2.7.8. Yüksek Ödemeli İpotek Kredileri	45
2.7.9. İki Aşamalı İpotek Kredileri	46
2.7.10. İndirimli İpotek	46
2.7.11. Hayat Sigortalı, Emeklilik Bağlantılı İpotek Kredileri	47
2.7.12. Kaydırılabilir İpotekler	47
2.7.13. Yalnız Faiz Ödemeli Krediler	47
3. GAYRİMENKUL PİYASALARI VE GAYRİMENKULE DAYALI	
MENKUL KIYMETLERİN SERMAYE PİYASASI	
AÇISINDAN DEĞERLENDİRİLMESİ	48
3.1. Gayrimenkul Piyasaları ve Gayrimenkule Dayalı Menkul Kıymetler	48
3.1.1. Piyasa Farklılıkları	48
3.1.2. Teminat Farklılıkları	49
3.1.3. İhraççılar ve Menkul Kıymet İhracındaki Amaçları	50
3.1.4. Kredi Değerliliğini Arttırmak İçin Kullanılan Yöntemler ve Arasındaki Farklar	50
3.1.5. Menkul Kıymet Çeşitleri Arasındaki Farklar	51
3.1.6. Menkul Kıymetlerin Özelliklerine Göre Farklılıklar	52
3.2. Birincil ve İkinci El İpotek Piyasası	54
3.3. ABD’de İkinci El İpotek Piyasası	56
3.4. İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler	58
3.4.1. İpotekten Geçen Menkul Kıymetler	62
3.4.1.1. Kamusal Kurumların İhraç Etiği MBS’ler (İpotekten Geçen Menkul Kıymetler)	63
3.4.1.2. Klasik MPS’ler	65
3.4.2. Teminatlı İpotek Yükümlülükleri (CMO)	67
3.4.2.1. CMO’ların Özellikli Seri (Sınıf) Çeşitleri	69
3.4.2.1.1. Faiz Biriktirmeli Borçlanma Senetleri	69

3.4.2.1.2. CMO Kalanları	71
3.4.2.1.3. Kontrollü Amortize Edilen Tahviller	71
3.4.2.1.4. Değişken Faizli CMO'lar	71
3.4.3. Getirisi Ayrılan İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler	71
3.4.4. İpoteğe Dayalı Tahviller	73
3.5. İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetleştirmenin Faydaları	74
3.5.1. İhraç Eden Kesime Faydaları	74
3.5.2. Yatırımcılara Olan Faydalar	75
3.5.3. Kredi Alanlar Açısından Faydalar	76
4. GAYRİMENKUL DEĞERLEMESİ	77
4.1. Gayrimenkul Değerlemesi	77
4.1.1. Gayrimenkul Değerinin Unsurları	80
4.1.1.1. İçsel Unsurlar	80
4.1.1.2. Dışsal Unsurlar	80
4.1.2. Gayrimenkul Değerlemesinde Dikkate Alınan Faktörler	81
4.1.2.1. Çevre	81
4.1.2.2. Nüfus	80
4.1.2.3. Doğal Afetlere Karşı Korunma	82
4.1.2.4. Arsa	82
4.1.2.5. Güvenlik Tedbirleri	82
4.1.2.6. Sosyal Alana ve Alışveriş Merkezine Uzaklık	82
4.1.2.7. Bina Kalitesi	83
4.1.2.8. Pazarlanabilirlik	83
4.1.2.9. Kamusal Hizmetlerden İstifade Edebilme	83
4.2. Konut Değerlemesi	83
4.2.1. Yeniden İnşa Etme Maliyeti Yaklaşımı	84
4.2.1.1. Karşılaştırma Yöntemi	84
4.2.1.2. Maliyetlere Ayırma Yaklaşımı	85
4.2.1.3. Amortisman Tutarının Hesaplanması	85
4.2.1.3.1. Doğrusal Amortisman	86
4.2.1.3.2. Gözlemlenen Durum Yöntemi	86
4.2.1.3.2.1. Fiziki Yıpranma	86
4.2.1.3.2.2. İşlevsel Yıpranma	87
4.2.1.3.2.3. Sosyo-Ekonomik Yıpranma	88
4.2.2. Piyasa Değeri Yaklaşımı	88
4.2.3. Gelir (Nakit Akışı) Yaklaşımı	89
4.2.4. İpotek Öz Sermaye Teorisi (Ellwood Tekniği)	90
4.3. Ticari Gayrimenkullerin Değerlemesi	91
4.3.1. Net Faaliyet Geliri	90
4.3.2. Getiri Oranının Seçimi	94
4.3.2.1. Yatırım Aralığı Tekniği	94
4.3.2.2. Toplama Yöntemi	95
4.3.2.3. Amortisman ve Kapitalizasyon Oranı	96
4.3.2.3.1. Bina Kalıntısı Tekniği	96
4.3.2.3.2. Arsa Kalıntısı Tekniği	96
4.3.2.3.3. Enkaz Değer Yaklaşımı	97
4.4. Kiralanan Gayrimenkullerin Değerlemesi	98

4.5. Değerleme Süreci	98
5. TÜRKİYE’DE GAYRİMENKUL FİNANSMANI	
VE GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI	101
5.1. Türkiye’de Gayrimenkul Piyasasının Yapısı ve Konut Edinmeyi Güçleştiren, Konut Açığını Sağlayan Nedenler	101
5.1.1. Konut Açığı ve Boyutları	101
5.1.1.1. Nüfus Artışı ve Göç	106
5.1.1.2. Konut Fiyatının Gelire Oranı	107
5.1.2. Ekonomik Politikalardan Kaynaklanan Faktörler	107
5.1.2.1. Gelir Dağılımındaki Dengesizlik	108
5.1.2.2. Enflasyon ve Faiz Oranları	108
5.1.2.3. Yüksek Faizle Yapılan İç Borçlanmalar	111
5.1.2.4. Sermaye Piyasalarının Genel Durumu	111
5.1.3. Gayrimenkul Sektörü İle Ekonomi Arasındaki İlişkiler	113
5.2. Konut Finansman Sistemi	114
5.2.1. Kurumsal Olmayan Sistem	115
5.2.2. Kurumsal Sistem	117
5.2.2.1. Toplu Konut İdaresi (TKİ)	118
5.2.2.2. Ticari Bankalar	119
5.2.2.2.1. Emlak Kredi Bankası Yuva Kredisi	120
5.2.2.2.2. Yapı Kredi Bankası Konut Kredisi	123
5.2.2.2.3. OYAK Bankası Konut Kredisi	125
5.2.2.2.4. İş Bankası Konut Kredileri	126
5.2.2.3. Sosyal Güvenlik Kurumları ve Dayanışma Sandıkları	127
5.3. Gayrimenkul Finansmanı Sağlayan Sermaye Piyasası Araçları	132
5.3.1. Gayrimenkul Karşılıklı Senet İhracı	133
5.3.2. Rehinli Tahvil İhracı	134
5.3.3. İpotekli Borç Senedi ve İrad Senedi	135
5.3.4. Varlığa Dayalı Menkul Kıymet	136
5.3.5. Gayrimenkul Sertifikası	137
5.3.5.1. Gayrimenkul Sertifikaları ile GYO Arasındaki Farklar	139
5.3.6. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO)	141
5.3.6.1. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Amacı, Faaliyet Alanları ve Özellikleri	142
5.3.6.2. GYO Türleri	145
5.3.6.2.1. Öz varlığa Dayalı GYO	145
5.3.6.2.2. İpotekli GYO	148
5.3.6.2.3. Karma GYO	149
5.3.6.3. ABD’de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları	149
5.3.6.4. GYO İlişkin Yeni Mevzuatla Getirilen Değişiklikler Ve Yenilikler	155
5.3.6.5. GYO Vergilendirilmesi	157
5.3.6.6. GYO Kuruluş, Halka Arz İşlemleri ve Portföy Oluşumu	159
5.3.6.7. GYO’nun Ekonomiye Katkısı	161
5.3.6.8. GYO Mevcut Durumu ve Değerlendirilmesi	162
5.4. Türkiye’de GYO’nın Finansal ve Ekonomik Yapılarının Analizi	169

5.4.1. GYO'nun Bilanço ve Gelir Tablolarının	
Dikey Yüzde Yöntemi ile Analizi	169
5.4.1.1. Varlık Yapısının Değerlendirilmesi	169
5.4.1.2. Kaynak Yapısının Değerlendirilmesi	170
5.4.1.3. Gelir Tablosunun Değerlendirilmesi	174
5.4.2. GYO'nun Mali Tablolarının Oran Analizi İle Değerlendirilmesi	175
5.4.2.1. Likidite Oranları	175
5.4.2.2. Mali Yapı Oranları	177
5.4.2.3. Karlılık Oranları	181
5.4.2.4. Büyüme Oranları	181
5.4.2.5. Borsa Performans Oranları	181
5.4.3. Değerlendirme	186
SONUÇ	189
KAYNAKLAR	194
EKLER	198
Ek 1 GYO'nun Gelir Tablosu	199
ÖZGEÇMİŞ	201

KISALTMA LİSTESİ

ARM	Ayarlanabilir Oranlı İpotek Kredisi
BM	Birleşmiş Milletler
CMO	Teminatlı İpotek Yükümlülükleri
DRM	İki Oranlı İpotek Kredileri
FHLMC	Federal Konut İpotek Kredisi Şirketi
FNMA	Federal İpotek Birliği
FHLB	Federal Konut Kredi Bankaları
FHA	Federal Konut İdaresi
GNMA	Hükümet İpotek Birliğidir
GPM	Artan Geri Ödeme Tutarlı İpotek Kredisi
GSMH	Gayri Safi Milli Hasıla
GYO	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları
İBS	İpotekli Borç Senedi
İS	İrad Senedi
KDV	Katma Değer Vergisi
LTV	Kredi Tutarının Mülkün Değerine Oranı
MBS	İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler
MBB	İpoteğe Dayalı Tahviller
MPS	İpotekten Geçen Menkul Kıymetler
NAREIT	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Ulusal Birliği
OYAK	Ordu Yardımlaşma Kurumu
PTI	İpotek Ödemelerinin Gelire Oranın
PLAM	Fiyat Düzeyine Ayarlanan İpotek Kredisi
REIT	Real Estate Investment Trust
SEC	Menkul Kıymet Ve Borsa Komisyonu
SMBS	Getirisi ayrılan İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler
SPK	Sermaye Piyasası Kurumu
SSK	Sosyal Sigortalar Kurumu
TKİ	Toplu Konut İdaresi
TPM	Sabit Oranlı İpotek Kredileri
UPREIT	Şemsiye GYO
VA	Emekliler İdaresi
VDMK	Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler
VRM	Değişken Oranlı İpotek Kredisi

ŞEKİL VE GRAFİK LİSTESİ

Şekil 1.1.	Finansman Sistemi Türleri	13
Şekil 3.1.	Birincil ve İkincil İpotek Piyasasındaki İlişkiler	55
Şekil 3.2.	İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet İhracında Kurumlar ve Bireyler Arası İlişkiler	61
Şekil 3.3.	Ginnie Mae (GNMA)'nın Pass Through (Ödeme Aktarmalı) Menkul Kıymet İhracında Kurumlar ve Bireyler Arası İlişkiler	66
Şekil 3.4.	CMO'nun İlk İhracındaki Nakit Akım Şeması	68
Şekil 3.5.	İlk Serinin İtfasından Sonra CMO'nun Nakit Akım Şeması	69
Şekil 3.6.	Biriktirmeli Seri İle Birlikte CMO'nun Nakit Akım Şeması	70
Şekil 3.7.	İlk Serinin İtfasından Sonra CMO'nun Nakit Akım Şeması	70
Grafik 5.1.	Sektörler İtibariyle 1997-1999 Yılları Arası Büyüme Hızları (Yüzde)	102
Grafik 5.2.	Sektörler İtibariyle 1999-2001 Yılları Arası Büyüme Hızları (Yüzde)	103
Grafik 5.3.	2000 Yılı İlk Üç Ayında Yapı Kullanma İzin Belgesi'ne Göre Kullanma Amaçlı Yüz Ölçümlerinin Yüzde Dağılımı	104
Grafik 5.4.	2001 Yılı İlk Üç Ayında Yapı Kullanma İzin Belgesi'ne Göre Kullanma Amaçlı Yüz Ölçümlerinin Yüzde Dağılımı	105
Şekil 5.1.	Geleneksel GYO Yapısı	151
Grafik 5.5.	ABD'de GYO'nun Piyasa Kapitalizasyon Oranı (2000 Yılı)	155
Grafik 5.6.	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Portföy Bileşimi (31 Ağustos 2001)	166
Grafik 5.7.	1996 Yılı Kaynak Yapısı	178
Grafik 5.8.	1997 Yılı Kaynak Yapısı	178
Grafik 5.9.	1998 Yılı Kaynak Yapısı	179
Grafik 5.10.	1999 Yılı Kaynak Yapısı	179
Grafik 5.11.	2000 Yılı Kaynak Yapısı	180
Grafik 5.12.	GYO'nun 1996-2000 Yılları Arası Hisse Senedi Fiyatları	182
Grafik 5.13.	GYO'nun ve Alarko GYO'nun Hisse Senedi Fiyatı Karşılaştırılması	182
Grafik 5.14.	GYO'nun ve Yapı K.K. GYO'nun Hisse Senedi Fiyatı Karşılaştırılması	183
Grafik 5.15.	GYO'nun ve Vakıf GYO'nun Hisse Senedi Fiyatı Karşılaştırılması	183
Grafik 5.16.	GYO'nun ve Nurol GYO'nun Hisse Senedi Fiyatı Karşılaştırılması	184
Grafik 5.17.	GYO'nun ve İş GYO'nun Hisse Senedi Fiyatı Karşılaştırılması	184
Grafik 5.18.	GYO'nun ve EGS GYO'nun Hisse Senedi Fiyatı Karşılaştırılması	185

Grafik 5.19.	GYO'nun ve İhlas GYO'nun Hisse Senedi Fiyatı Karşılaştırılması	185
Grafik 5.20.	GYO'nun ve Osmanlı GYO'nun Hisse Senedi Fiyatı Karşılaştırılması	186



TABLO LİSTESİ

Tablo 2.1.	Klasik (Geleneksel) İpotek İçin Aylık Geri Ödemeler	38
Tablo 4.1.	Yatırım Aralığı Tekniğinin Hesaplanması	95
Tablo 5.1	GSMH ve İnşaat Sektöründeki Büyüme	104
Tablo 5.2.	Kent ve Kır Nüfusu	106
Tablo 5.3.	Fert Başına GSMH	109
Tablo 5.4.	Fiyat Endekslerinde Değişmeler (1994=100) (%)	110
Tablo 5.4.	Fiyat Endekslerinde Değişmeler (1994=100) (%) Devamı	111
Tablo 5.5.	Hazine İç Borçlanma Senetleri Vade Yapısı	112
Tablo 5.6.	Menkul Kıymet Stokları (Oransal Olarak)	113
Tablo 5.7.	Kredi Kullandırım Koşulları	120
Tablo 5.7.	Kredi Kullandırım Koşulları Devamı	121
Tablo 5.7.	Kredi Kullandırım Koşulları Devamı	122
Tablo 5.8.	Örnek Taksit Tutarları	123
Tablo 5.9.	Konut Kredisi İçin Örnek Geri Ödeme	124
Tablo 5.10.	1.000.000.000.-TL İçin Alınan Kredinin Geri Ödemeleri (Dolar)	125
Tablo 5.11.	1.000.000.000.-TL İçin Alınan Kredinin Geri Ödemeleri (TL)	125
Tablo 5.12.	2.500.000.000.-TL İçin Alınan Kredinin Geri Ödemeleri	126
Tablo 5.13.	Görevdeki Üyeler İçin Sabit ve Değişken Ödemeli Konut Kredisi Tablosu (Sabit Taksitle Ödeme Halinde)	128
Tablo 5.14.	Görevdeki Üyeler İçin Sabit ve Değişken Ödemeli Konut Kredisi Tablosu (Değişken Taksitle Ödeme)	128
Tablo 5.15.	Emekli Maaş Sistemi Üyeleri İçin Konut Kredisi ve Başlangıç Taksitleri Tablosu (Sabit Taksitle Ödeme)	129
Tablo 5.16.	Emekli Maaş Sistemi Üyeleri İçin Konut Kredisi ve Başlangıç Taksitleri Tablosu (Değişken Taksitle Ödeme)	130
Tablo 5.17.	Konut Üretimine Finansman Desteği Sağlanan Konutlar	131
Tablo 5.18.	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ile Gayrimenkul Sertifikaları Arasındaki Temel Farklar	140
Tablo 5.19	ABD’de GYO Mevcut Durumu	154
Tablo 5.20.	ABD’de Portföy Yapılarına Göre GYO (28.9.2001 Tarihi İtibariyle)	154
Tablo 5.21.	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Halka Arzı	163
Tablo 5.22.	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının İşlem Görmeye Başlama Tarihindeki Portföy ve Net Aktif Değerleri	164
Tablo 5.23.	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Portföy, Net Aktif ve Piyasa Değerleri (31 Ağustos 2001)	164
Tablo 5.24.	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Portföy Bileşimi (%) (31 Ağustos 2001)	165
Tablo 5.25.	Hisse Senetleri Halka Arz Edilen GYO (Trilyon TL)	166
Tablo 5.26a.	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Hisse Senedi ve Aylık Getirileri (2000 TL Bazlı)	167
Tablo 5.26b.	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Hisse Senedi ve Aylık Getirileri (2000 TL Bazlı)	167
Tablo 5.27	GYO’nun Borsa Fiyatları	168

Tablo 5.28.	GYO'nun 1996-2000 Yılları Arasındaki Bilançoları (Milyon TL).....	172
Tablo 5.28.	GYO'nun 1996-2000 Yılları Arasındaki Bilançoları (Milyon TL) Devamı.....	173
Tablo 5.29.	GYO'nun 1996-2000 Yılları Arasındaki Gelir Tablosu.....	176
Tablo 5.30.	GYO'nun 1996-2000 Yılları Seçilen Bazı Oranları	177



TÜRKİYE’DE GAYRİMENKUL FİNANSMANI VE GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI

Gülin Şen

İşletme Yönetimi, Yüksek Lisans Tezi

Gayrimenkul sektörü, diğer sektörlerle dinamizm getirmesi ve istihdam olanakları sağlaması açısından ekonomiye büyük katkı sağlar. Gayrimenkul sektörünün gelişmesi için kurumsal bir gayrimenkul finansman sisteminin olması gerekmektedir. Gayrimenkul finansman sisteminin kurumsallaşması içinde ekonominin gelişimi ve istikrarı şarttır. Gayrimenkul edinimi sosyal bir olgu olduğundan hükümetler piyasaya müdahale ederek gayrimenkul sektörünün gelişmesini sağlarlar.

Bu çalışmada, gayrimenkul finansman sistemleri, kaynakları ve kamunun gayrimenkul piyasasına etkileri, müdahale yöntemleri incelenmiştir. Gayrimenkul finansmanı içinde yer alan ipotek kredilerinin verilmesinde kullanılan kriterler, ipotek düzenlemeden elde edilecek getiriler ve riskler, ipotek sigortası ve türlerinin, finansman sisteminde önemli işlevinin bulunmandan dolayı incelenen diğer bir konu olmuştur.

İpotek piyasaları birincil ve ikincil ipotek piyasaları olmak üzere ikiye ayrılır. İkincil ipotek piyasaları en gelişmiş ülke ABD dir. Çalışmada ABD’deki ikincil ipotek piyasaları ve ipoteğe dayalı menkul kıymetler ve faydaları incelenmiştir. Çalışmanın en son bölümlerinde ise, Türkiye’deki gayrimenkul piyasalarının yapıları incelenerek, verilen konut kredileri araştırılmıştır. Gayrimenkul finansmanında önemli konumları bulunan GYO’nın Türkiye’deki performansları incelenmiş ve gayrimenkule dayalı senetler ve gayrimenkul sertifikaları anlatılmıştır. Son olarak da, konut ve ticari gayrimenkullerin değerlendirilmesi verilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Gayrimenkul Finansmanı, İpotek piyasaları, konut kredileri, GYO, Gayrimenkul değerlendirilmesi.

REAL ESTATE FINANCE AND REAL ESTATE INVESTMENT TRUST IN TURKEY

Gülin Şen

Management Administration, M.S. Thesis

The real estate sector contributes a lot to the economy by adding dynamism and providing employment possibilities to other sectors. In order the real estate sector to develop, an institutional real estate finance system must exist. In order the real estate finance system to become institutional, economy must develop and render steady. Since the acquirement of real estate is a social event, governments intervene in the market and thus encourage the development of real estate sector.

In this study the real estate finance systems, sources and the impacts of the public on the real estate market and the intervention methods have been examined. The criteria used in the supply of mortgage loans, the yields acquired from mortgage and the risks, mortgage insurances and types have been subjects that were examined due to their important functions within the finance system.

The mortgage markets are seperated into two categories such as first and secondary mortgage markets. The secondary mortgage markets are mostly developed in the USA. In the study the secondary mortgage markets in the USA and the mortgage based securities and their benefits have been examined. In the final section of the study the structure of the real estate markets in Turkey and the home loans given have been investigated and the evaluation of houses and commercial real estates has been given. The performances of the Real Estate investment trusts which play an important role in the real estate finance in Turkey have been investigated and real estate based bonds and real estate certificates have been explained.

Key Words : Real Estate Finance, Mortgage Markets, Home Loans, Real Estate Investment Trust, Real Estate Evaluation

GİRİŞ

Gayrimenkul edinme sosyal bir olgu olarak kabul edildiğinden, ülke hükümetleri tarafından gayrimenkul sektörüne ve geliştirilmesine önem verilmektedir. Gayrimenkul finansmanının sosyal boyutunun yanında ekonomik boyutu da bulunmaktadır. Gayrimenkul finansman sistemindeki gelişme, diğer sektörleri de olumlu etkiler. İstihdam sağlaması ve diğer sektörlerle dinamizm getirmesi nedeniyle ekonominin gelişmesinde önemli bir yeri bulunmaktadır.

Gayrimenkul üretiminde üç temel unsur, inşaat malzemeleri, arsa ve finansmandır. Yeterli finansman kaynağı sağlandığında arsa ve inşaat malzemeleri kolaylıkla tedarik edileceğinden gayrimenkul finansmanı bu üç temel unsur arasında en önemlisidir. Oturma amaçlı konutların ve özellikle de ticari amaçlı gayrimenkullerin inşası için büyük fonlara ihtiyaç duyulmaktadır. Bundan dolayı da gayrimenkul satın almak yada gayrimenkul projelerini gerçekleştirmek isteyenlerin gelecekteki gelirlerinin, uzun vadeli olarak gayrimenkul kredisi şeklinde kullanılması gerekmektedir.

Kurumsal gayrimenkul finansman sistemi içerisinde yer alan krediler uzun vadelidir. Bu kredilerin türleri ve vadeleri ülkelere, içinde bulundukları ekonomik şartlara göre değişmektedir. Ekonomileri istikrarlı olan ülkelerde kurumsal bir gayrimenkul sistemi görülürken, inişli çıkışlı ekonomilere ve büyük enflasyon oranlarına sahip ülkelerde kurumsaldan daha ziyade kurumsal olmayan gayrimenkul finansman sistemi görülmektedir. Bu ülkelerde bireyler, gayrimenkul alımında ihtiyaç duydukları fonları birikimlerinden, borç alarak yada aile yardımlarıyla sağlamaktadırlar.

Kurumsal bir gayrimenkul finansman sisteminde, birincil ipotek piyasaları ve ikincil ipotek piyasaları olmak üzere iki ipotek piyasaları bulunmaktadır. Birincil ipotek piyasaları, gayrimenkul almak isteyen kişilerin ihtiyacı olan fonları, ipotek kredileri veren kurumlardan almak istedikleri gayrimenkullerin ipotek edilmesi karşılığında tedarik etmeleridir. İkincil ipotek piyasaları ise, bu verilen ipotek kredilerinin yada bunlara dayalı olarak çıkarılan

menkul kıymetlerin yatırımcılara satılmasıdır. Bu iki piyasadan birinin gelişimi, diğerinin gelişimine bağlıdır.

Kurumsal bir gayrimenkul sistemi, ekonominin gelişimiyle paralellik gösterdiğinden istikrarlı bir ekonomik ortama ihtiyacı vardır. Gelişmiş ülkelerde oturmuş bir finansman sisteminin olmasının temel nedeni budur. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde hükümetler dolaylı ve dolaysız yöntemlerle piyasaya müdahale edip sistemin işlemlerini yada gelişmesini sağlarlar. Dolaylı müdahaleler daha çok gelişmekte olan ülkelerde uygulanmaktadır.

Bu doğrultuda çalışmanın temel amacı, konunun finansman boyutunu ele alıp, gayrimenkul finansmanının ve ipotek piyasalarının, gayrimenkul yatırım ortaklıklarının genel özelliklerini açıklamak ve bunlar ışığında Türkiye'deki gayrimenkul finansmanının ve gayrimenkul yatırım ortaklıklarının genel durumunu inceleyerek bir değerlendirme yapmaktır.

Çalışmanın birinci bölümünde, gayrimenkul finansman kaynakları, sistemleri ve kamunun konut finansmanda rolleri, etkileri, uyguladığı müdahaleler incelenmiştir. İkinci bölümünde ise, gayrimenkul finansman aracı olarak ipotek finansmanı başlığı altında, ipotek kredilerinin tanımı, ipotek kredisinin verilmesinde kullanılan kriterler, ipotek düzenlemeden elde edilecek getiriler ve riskler, ipotek sigortası ve ipotek türleri ele alınmıştır.

Çalışmanın üçüncü bölümünde, gayrimenkul piyasaları ve gayrimenkule dayalı menkul kıymetlerin sermaye piyasası açısından değerlendirilmesi başlığı altında, gayrimenkul piyasaları ve gayrimenkule dayalı menkul kıymetler, birincil ve ikinci el ipotek piyasası, ABD'de ikinci el ipotek piyasası, ipoteğe dayalı menkul kıymetler ve faydaları incelenmiştir.

Çalışmanın dördüncü bölümünde, gayrimenkul değerlemesi incelenmektedir. Gayrimenkul alımı için gerekli olan fonların konut kredileri yöntemiyle sağlanması ve GYO'nın portföylerinde bulundurdıkları gayrimenkullerin eksper tarafından değerlemesinin önemi nedeniyle konu incelenmiştir. Bu bölümde, konut ve ticari gayrimenkullerin değerlemesi anlatılmıştır.

Çalışmanın beşinci ve son bölümü, Türkiye’de gayrimenkul finansmanı ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları başlığını taşımaktadır. Bu bölümde, genel ekonomik koşullar ve finansal piyasaların yapısı, mevcut ticari bankalar, sosyal güvenlik kurumları, dayanışma sandıkları tarafından verilen bireysel konut kredileri incelenmiştir. Gayrimenkul finansmanında yer alan GYO’nın incelenmesi ve Türkiye’deki GYO’nın değerlendirilmesi, medeni kanunda yer alan gayrimenkule dayalı senetler ve gayrimenkul sertifikaları, ele alınan diğer konulardır.



1. BÖLÜM

GAYRİMENKUL FİNANSMANI

1.1 Genel Olarak Gayrimenkul Finansmanı

Gayrimenkul alımında, birçok yatırımcı gayrimenkulün bedelini tamamen ödeyecek kaynağa sahip olmayıp, sadece büyük kuruluşlar almak istedikleri gayrimenkullerin tamamını alabilecek güçtedirler. Birey, finansman kuruluşu, bir gruptan oluşan yatırımcılar, elde etmek istedikleri gayrimenkullere nakit ödeme yapmak yerine, sağladıkları ipotek kredisi veya teminatsız kredinin üzerine kendi fonlarını da birleştirerek finansman ihtiyaçlarını giderebilmektedirler.

Gayrimenkul satın almak isteyen bireylere veya büyük gayrimenkul projelerini gerçekleştirmek isteyen kurumlara, gerekli olan fonların sağlanması gayrimenkul finansmanının amacını teşkil etmektedir. Bu amacı gerçekleştirmek için pek çok finansman sistemi geliştirilmiştir. Uygulanan finansman sistemi, bazı ülkelerle benzerlikler gösterse de genelde her ülkenin kendine has bir finansman sistemi vardır. “Bazı ülkelerde gayrimenkul kredileri, bu konuda uzman kuruluşlar tarafından sağlanırken, bazı ülkelerde, konuyla ilgili bakanlıklar yoluyla sağlanmaktadır. Özellikle alınan mali tedbir ve teşviklerle maliye bakanlıkları gayrimenkul piyasasını önemli ölçüde etkilemektedir”¹. Çeşitli finansman sistemleri oluşmasına rağmen bu sistemlerin ortak özeliği, tasarruf sahiplerinin ve yatırımcıların fonlarını fon açığı olan kişi ve kurumlara kanalize etmesidir. “Ancak sistem bu fonksiyonları yerine getirirken, elindeki tasarrufu borç olarak verebileceklerle ‘bir getiri’

¹ Ali Alp, M. Ufuk Yılmaz, **Gayrimenkul Finansmanı ve Değerlemesi**, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, 2000, s. 5.

sağlayabilmeli ve diğer yandan da bu fonları alarak borçlanan kesime de geri ödeyebilecekleri kredi koşullarını arz edebilmelidir”².

Bireylerin konut elde etme şekilleri ve süreçleri gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde farklılık gösterir. “Sanayileşmiş ülkelerde, hane halkının büyük bir kısmı kurumsal kaynaklardan sağladıkları kredilerle oturacakları konutları satın alırken, bu oran gelişmekte olan ülkelerde %10-%20 düzeylerinde seyretmekte ve konut finansmanı genellikle kurumsal olmayan kaynaklardan tedarik edilmektedir”³. Ticari gayrimenkuller de konut amacıyla inşa edilen gayrimenkuller gibi kurumsal olmayan yöntemlerle finanse edilir. Böylelikle de inşası yıllarca sürebildiğinden, gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerine büyük yük getirebilirler.

Gelişmekte olan ülkelerde, kendi yapısına uygun gayrimenkul finansman sisteminin oluşturulması, ülkelerin finansal kurumlarını güçlendirecek ve dolayısıyla da ekonomik gelişmeye büyük katkıda bulunacaktır. “Bu güne kadar yapılan araştırmalar, iyi bir konut finansman sisteminden beklenenleri, tasarrufları harekete geçirmesi, tasarruflardan konuta ayrılan payın artırılması, konut finansmanında uzmanlaşmış kurumların tesisi, konuta ayrılan tasarrufların bu kurumlarda toplanmasının sağlanması, bu kurumların etkin çalışması için gerekli tedbirlerin alınması ve konuta ilişkin hedeflerin gerçekleştirilmesinde düşük gelirli gruplara öncelik verilmesi olarak sıralamaktadır”⁴. Bu sistemin oluşturulması içinde gelişmiş ülkelerde uygulanan gayrimenkul finansman sistemlerinin incelenmesi ve gelişimlerinin takibi gerekmektedir. Uygulanan çok çeşitli finansman sistemlerinin, ülkelerde meydana getirdiği neticelerin analizi yapıp, en uygun sistem kurulmalıdır.

“Amerika ve İngiltere gibi gelişmiş ülkelerde, küçük ve orta ölçekli gayrimenkullere finansal sistem içerisinde finansman sağlanmasında pek bir problemle karşılaşılmasına rağmen, büyük ölçekli gayrimenkul projelerinin finansmanında birtakım sorunlar yaşanmaktadır. Arsaların azalması ve arsa fiyatlarının artması nedeniyle daha yüksek binaların küçük alanlarda yapılması zorunluluğu gelmekte, bu da maliyeti oldukça arttırmakta, dolayısıyla da finansman sorununu birlikte getirmektedir. Genellikle konut finansmanı ve orta çaplı projeler

² İlhan Uludağ, **Konut Üretiminde Bölgesel Koşullara Uygun Alternatif Finansman Sistemleri ve Teknikleri**, İstanbul Ticaret Odası, 1997, s. 27.

³ Ali Alp, **İpotek Kredileri ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Yoluyla Türk Konut Finansman Sorununun Çözümünde Bir Model Önerisi**, Ankara: Sermaye Piyasası Kurumu, 1996, s.5.

⁴ Belgin Akçay, “Yeni Konut Finansman Modelleri,” *Banka ve Ekonomik Yorumlar*, Haziran 1999, ss. 49 – 61.

kredi piyasalarında finanse edilirken, büyük projelerin finansmanı sermaye piyasaları yolu ile yapılması daha az masraflı olabilmektedir”⁵.

1.2. Gayrimenkul Finansman Kaynakları

Ekonomiyi, şirketler kesimi, kamu kesimi, uluslararası kesim ve hane halkı olarak dört bölüme ayırabiliriz. Bu bölümlendirmede ekonomiye fon transferi bakımından en önemli kesim hane halkıdır. Hane halkı ekonomiye doğrudan fon transfer ederek katkıda bulunmaz. Hayat sigortası, emeklilik fonları ve bankalardaki mevduat yoluyla ekonomiye kaynak aktarır. Şirketler kesimi ve kamu kesimi genelde piyasalardan fon talep eden kesimlerdir. Kamu kesimi her ne kadar borçlanıcı konumunda olsa da, hükümetler kredi ve sübvansiyon yoluyla ekonomiye fon girişinde bulunabilirler. Uluslararası kesim ödemeler dengesi ile alakalıdır. Şöyle ki ; ödemeler dengesi fazlalığı ülkeden fon çıkışını, ödemeler dengesi açığı ise ülkeye fon girişini ifade eder. Gelişmekte olan ülkeler, ekonomilerini geliştirmek için dışarıdan fon talep etme yani ödemeler dengesi açığı verirken, gelişmiş ülkeler dışarıya fon transfer etmekte yani ödemeler dengesi fazlalığı vermektedirler. 1990’lı yıllara kadar uluslararası kesim, fon sağlamaktan ziyade teknik yardımda bulunmuştur. Globalleşme süreciyle mali piyasaların gelişmesiyle, ülkeler başka ülkelerin sermaye piyasasında menkul kıymet ihracı yaparak fon transferini sağlarlar.

Değerlendirme yaparsak, hane halkının, gayrimenkuller için en önemli hatta tek fon kaynağı olduğunu rahatlıkla söyleyebiliriz.

1.2.1. Kurumsal Olmayan Gayrimenkul Finansmanı

Kurumsal olmayan gayrimenkul finansman sektörünü, yapılan faaliyetlerin gelenek ve uygulamalara dayandığı ve dolayısıyla da bu faaliyetlerin kural ve yönetmeliklerinin resmi bir şekilde oluşturulmadığı bir sistem olarak tanımlayabiliriz.

Gelişmekte olan ülkelerde, kurumsal sektör yeterince gelişmediğinden, gayrimenkul sahibi olmak yada inşa etmek isteyenler, kurumsal olmayan kaynaklardan yararlanırlar. Bu yararlanan kurumsal kaynaklar şunlardır;

⁵ Murat Bahadır Teker, Sermaye Piyasası Yoluyla Gayrimenkul Finansmanı ve Yatırımı, SPK, 1996, s. 6.

- **Hane Halkının Cari Gelirlerinden Yaptıkları Tasarruflar;** Gelişmekte olan ülkelerde gelir düzeyi çok büyük farklılıklar gösterir. Gayrimenkul sahibi olmak isteyen bireyler, bina malzemesi almak için, gelir düzeylerine göre, tasarruf yapmaya çalışırlar.
- **Aile ve Çevresinden, Akrabalardan, Arkadaşlardan Tedarik Edilen Fonlar;** Birbirlerine çok yakın olduklarından bu tür yardımlar karşılıklı olur ve genelde faiz uygulanmaz.
- **İşverenden veya İşyerinde Beraber Çalışılan Arkadaşlardan Alınan Fonlar;** Bu tür kredilerde faiz uygulanır.
- **Tasarruflardan Sağlanan Altın ve Benzeri Değerlerin Satılmasıyla Sağlanan Fonlar,**
- **Resmi Olmayan Yollarla Tefeci Gibi Bazı Kişilerden Sağlanan Fonlar;** Konut finansmanı için uygun bir kaynak oluşturmaz. Bunun nedeni hem vadesinin çok düşük, hem de faiz oranlarının çok yüksek olmasıdır.
- **Tasarruf ve Kredi Birlikleri Gibi Kurumsal Olmayan Kaynaklardan Sağlanan Fonlar;** Genellikle aynı iş yerinde çalışan, aynı sosyal grubun içinde bulunan, aynı inançlara sahip olan insanlar bir araya gelerek tasarruf ve kredi birliklerini oluştururlar. Bu grubu oluşturan bireylerin gelir düzeyleri genelde düşük seviyede ve sayıları da 50-150 arasındadır. Sistem şöyle işlemektedir; üyeler arasından bir yönetim seçilir ve bu yönetim üyelere kısa vadeli kredi de verebilir. Üyelere verilen bu konut kredileri belli bir meblağda ve 5 yıl gibi orta vadede geri ödemede düzenlenir. Faiz oranları ve geri ödeme şartları birliğin yönetmeliğinde belirtilir. Faiz oranları, piyasaya göre biraz daha düşüktür. Günlük idare işler ise gönüllü üyeler tarafından takip edilir. Karar alımlarında üyelerin sahip oldukları mevduat miktarları önem taşımaz. Her üyenin bir oy hakkı vardır ve sistemin borçlarından beraber mesuldürler. Bireylerin bir araya gelip birikim sağlayarak bu sistemi oluşturmalarının ana nedeni konut alımıdır.
- **Müteahhitlerden Elde Edilen Krediler;** Gayrimenkulün değerinin tümü, gayrimenkulü satan müteahhitlere peşin olarak ödenmez. Ödenen belli bir meblağdan sonra kalan kısım vade ve vade farkı ile birlikte müteahhitte konuşularak belirlenir. Genellikle konut bitiminde uygulanmayıp, konutların inşaatına yeni başladığı veya inşaatının sürdüğü dönemlerde kullanılan bir yöntemdir. Konut alımında bu yöntem gösterilen ilgi, kredi faizlerinin çok yüksek olması ve kredi bulmadaki güçlükler nedeniyle oluşur.

- **Konut Kooperatifleri;** Tasarruf ve kredi birlikleri ile benzerlik gösterir. Kooperatiflerin tasarruf ve kredi birliklerinden farklı olduğu noktalar; kooperatiflerin konut işinde uzmanlaşmış yani konut işi tek amaçları olmasıdır. Bir diğer nokta ise inşaat edilen konutlar, tasarruf ve kredi birliklerindeki gibi üyelerin değil kooperatiflerin mülkiyetindedir. İnşaat tamamlandıktan sonra konut mülkiyeti kooperatif üyelerine geçer. Bu konutları üyelerine teslim ederken de kura veya ilk üye olan ilk seçer yöntemlerinden biri kullanılır. Genellikle gelişmekte olan ülkelerde uygulanır. Gelişmekte olan ülkelerde konut ediniminin artmasında önemli rol oynar. Bu rol, kooperatifi kuran kişilerin kültür düzeylerine, kooperatifi yönetenlerin bilgi, dürüstlük ve yeteneklerine bağlı olarak değişir.
- **İşçi Evleri;** Bir iş yerinde çalışanların, konut alımlarında gerekli olan fonları işverenden temin ettikleri bir sistemdir. İşveren, konutların maliyetinin tamamını kendisi karşılayabilir yada maliyetin bir kısmını belli şartlarla işçilerin ücretlerinden kesebilir. Ayrıca işveren, çalışanlarının konut edinimleri için doğrudan kendisi yatırım yapabileceği gibi piyasaya göre daha uygun ve belli koşullarda işçilerine konut kredisi de verebilir. Bu iki yoldan hangisinin yapılacağı ülkelerin yapısına ve şartlarına göre belirlenir. Bazı ülkelerde düşük gelirli çalışanların konut sahibi olabilmeleri için işverenlerin bu tür faaliyette bulunmaları amacıyla bir takım teşvikler getirilmiştir.

Yukarıda bahsedilen yöntemler, oturmuş bir kurumsal finansman sistemlerinin olmamasından dolayı gelişmekte olan ülkelerde görülen yöntemlerdir. Sadece konut amacıyla değil ticari gayrimenkul inşaatlarında da bu tür yöntemlere başvurulur. “İnşaat sektörü konutlar, ticari, sınai, sosyal ve kültürel yapılar ile özel uzmanlık gerektiren tesisler üreten kuruluşlardan başka, sektöre dolaylı ve dolaysız girdi sağlayan tüm sanayi işletmelerini ve bu çerçevede içinde ticari işler yapan özel ve tüzel kişileri kapsar”⁶. Kamu ve özel sektör kuruluşları, ticari gayrimenkul için gerekli olan fonları ya kendi öz kaynaklarından yada kamusal kaynaklardan sağlamaya çalışırlar. Bunun sonucunda da inşaat faaliyetleri uzun yıllar sürmekte bazen de yarım kalmakta dolayısıyla da bu faaliyette bulunan kamu veya özel sektöre büyük külfet getirmektedir.

⁶ Şükrü Karahasanoğlu, “İnşaat Sektörünün Finansal Sorunları,” *Yaklaşım*, Temmuz 1998, ss. 84 – 89.

Ülke ekonomileri geliştikçe kişilerin gelir ve eğitim düzeyleri de artar ve de kurumsal olmayan yöntemler yerine kurumsal yöntemlere yönelir. Kurumsal yöntemlerin kullanılabilmesi için, ülkedeki sistemde yer alacak kurumların düzenlenip faaliyete geçerek kendine uygun enstrümanlar geliştirmesi, sistemi rayına oturtması gerekir.

1.2.2. Kurumsal Gayrimenkul Finansmanı

Kurumsal olmayan finansmandan tamamen farklı olarak, hukuki bir temele dayanan ve de kamu otoriteleri tarafından onaylanan bir finansman şeklidir. Sistemde yer alan kurumların faaliyetleri incelenir ve kamuya açıklanır.

Kurumsal finansman kaynakları, uzman konut finansmanı ve genel finansman kurumları olarak iki bölümde incelenebilir;

1.2.2.1. Uzman Konut Finansman Kurumları

- **Kamu Tarafından Kurulan Firma ve Bankalar;** Hükümetin sağladığı tahsisler, vergiler, özel yada kurumsal mevduat toplanarak sağlanan fonlar genelde konut finansmanı için kullanılır. Düzenlenmiş ipotek kredilerinin menkul kıymetleştirilip satılmasıyla da sermaye piyasalarına girerek borçlanabilmekte ve bu yoldan da kaynak elde edebilmektedirler.
- **Özel Sektör Tarafından Kurulan Finansman Kurumları;** İhraç ettikleri ipoteğe dayalı menkul kıymetlerden ve topladıkları mevduattan fon temin ederler. Kamu sektörü finansman kurumları ile aynı şekilde faaliyet gösterirler fakat hükümetten aldıkları mali yardımlar oldukça az olmaktadır.

Bazı ülkelerde, uzman konut finansman kurumlarının değişik isim ve faaliyetleri bulunmaktadır. İngiltere’de faaliyette bulunan uzman konut finansman kurumları Building Societies (Konut Birlikleri), Almanya’da faaliyetteki kurumlar Bausparkassen ve ABD’de faaliyet gösteren kurumlar Loan and Savings Associations olarak ifade edilmektedir. Bu üç kurumun faaliyetlerine bakıldığında Loan and Savings Associations ve Building Societies’in birbirleriyle benzer yapıda oldukları fakat Bausparkassen’lerin diğer iki kuruma göre farklı yapıda olduğu görülmektedir. Loan and Savings Associations ve Building Societiesler

mevduat yoluyla topladıkları fonları konut kredisi olarak verirler. Konut sahibi olmak isteyenler, Bausparkassen'lara mevduat yatırırlar, piyasaya göre düşük faiz elde ederler. Konut alma sırası kendilerine geldiğinde de piyasaya göre düşük faizle ipotek kredisi alırlar.

Uzman finansman kurumları, her ülkede değişik isimler adı altında farklı faaliyette bulunsalar da, bu kurumların temel görevleri konut satın almak yada inşa ettirmek isteyen kişilere ipotek kredisi vermektir. İpotek kredilerinin vadesi 15-30 yıl arasında değişirken, bu ipotek kredilerinin koşulları tercih edilecek olan ipotek kredisine göre farklılık gösterir. İpotek kredileri toplanan mevduatlarla, yada düzenlenen ipotek kredilerinin menkul kıymetleştirilmesi yoluyla temin edilen fonlarla verilmektedir. Uzman finansman kurumları, konut sektöründe yoğunlaştığı ve kalifiye işgücü kullandığından dolayı konut kredisi temini için diğer kurumlara göre daha avantajlı durumdadır. Bundan dolayı da konut finansman piyasalarında yüksek kredi hacmine sahip olmaları karlılıklarına yansır.

1.2.2.2. Genel Finansman Kurumları

Genel finansman kurumları, ticari bankalar, sigorta şirketleri ve emeklilik fonları olmak üzere üçe ayrılır.

- **Ticari Bankalar;** Ticari ilişkileri finanse ederler, gayrimenkul kredilerinin uzun vadeli olmasından dolayı da gayrimenkul sektörüne yönelmezler. Çünkü, genelde kısa vadeli mevduat toplarlar ve kısa vadeli olarak da satarlar. Gayrimenkul sektörüne yönelseler bile toplam kredi hacimlerinde gayrimenkul kredileri çok sınırlıdır.
- **Sigorta Şirketleri ve Emeklilik Fonları;** Sigorta şirketleri, özel, kamu ve çok ortaklı olarak üç şekilde kurulur. Bazı ülkelerde, mevzuatla sigorta şirketlerinin ve emeklilik fonlarının düzenlenmiş olan ipotek veya ipoteğe dayalı menkul kıymetleri satın almaları zorunlu hale getirilmiştir. Çünkü bu kurumlar, yapıları gereği uzun vadeli fon toplamaktadır. Bu fonlarda uzun vadeli olan finansman için çok uygundur. Düzenlenmiş olan ipotek kredilerini veya ihraç edilen ipoteğe dayalı menkul kıymetleri satın alma yada gayrimenkullere portföylerinde yer verme yoluyla gayrimenkul finansmanı sağlarlar. Uzun vadeli fon temin eden kurumlar için ipotek kredileri ve ipoteğe dayalı menkul kıymetler, çok cazip yatırım aracıdır. Ayrıca eşit vadeli kamu ve şirketler kesimi menkul

kıymetlere kıyasla daha yüksek getiri getirdiklerinden ve de kredi riskinin çok düşük olmasından dolayı bu menkul kıymetlere yatırım daha cazip hale gelir. Bu avantajlar, özellikle gelişmiş ülkelerde, bu menkul kıymetlere yatırım için getirilen zorunlu tutarın üzerinde yatırımın gerçekleşmesini sağlamaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde ise bu kurumlar, yeterli mali kaynaklara sahip değildir.

Gelişmekte olan ülkelerde gayrimenkul finansman sisteminin kurumsal bir kimlik kazanması, gayrimenkul kalitesinin gelişerek şehirlerin düzene girmesine, yaşam ve çalışma standartlarının artmasına neden olacaktır.

1.2.3. Kamu Gayrimenkul Finansmanı

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde, düşük gelir gruplarının konut edinimleri gerekli ve önemli bir sosyal hizmet olarak düşünülmesi, ayrıca konutun sağlık, eğitim ve sosyal güvenlik ile birlikte sosyal politikanın en önemli unsurlarından biri olarak görülmesi, konut sektörüne kamunun özel ilgi duymasına neden olmaktadır. “İnşaat sektörü gerek yeni iş alanları ve olanakları yaratarak milli gelire katkısı gerekse diğer endüstrilerle ilişkileri yönünden ele alındığında ekonominin en önemli faaliyet alanıdır”⁷. Yatırım hacminin ve istihdam potansiyelinin yüksekliği, diğer sektörlerle ve sanayilerle yakın ilişki içerisinde bulunması kamunun, dolaysız yatırımlar ve teşviklerle fon transfer ederek bu sektörün gelişmesini sağlamaya çalışmasına neden olur; fakat dolaysız yatırımların maliyetinin yüksek olması devlete büyük yük getirmektedir. Bu durum kamuyu dolaysız yatırımlardan uzaklaştırmakta, talebin hepsi karşılanamamaktadır. Bu nedenle, dolaysız yatırımlar yerine, teşvik sistemine geçilmektedir.

1.2.4. Gayrimenkul Finansmanı İçin Uluslararası Kaynaklar

Konut, inşaat ve planlama ile ilgili olarak Birleşmiş Milletler’e (BM) bağlı bir merkez kurulmuştur. “Öte yandan 1972 yılında Stockholm’de İnsan Çevresi (Human Environment) ile ilgili olarak düzenlenen konferansta alınan karar çerçevesinde Birleşmiş Milletler nezdinde çevre programı (Environment Program) oluşturulmuş ve bu kuruluşun merkezi

⁷ Şükrü Karahasanoğlu, “a.g.m,” ss. 84 – 89.

Nairobi (Kenya) olarak belirlenmiştir. Bu kuruluş üye ülkelere konut üretimi ve finansmanı ile ilgili teknik yardım sağlamakta yoksa, finansman sağlamamaktadır”⁸.

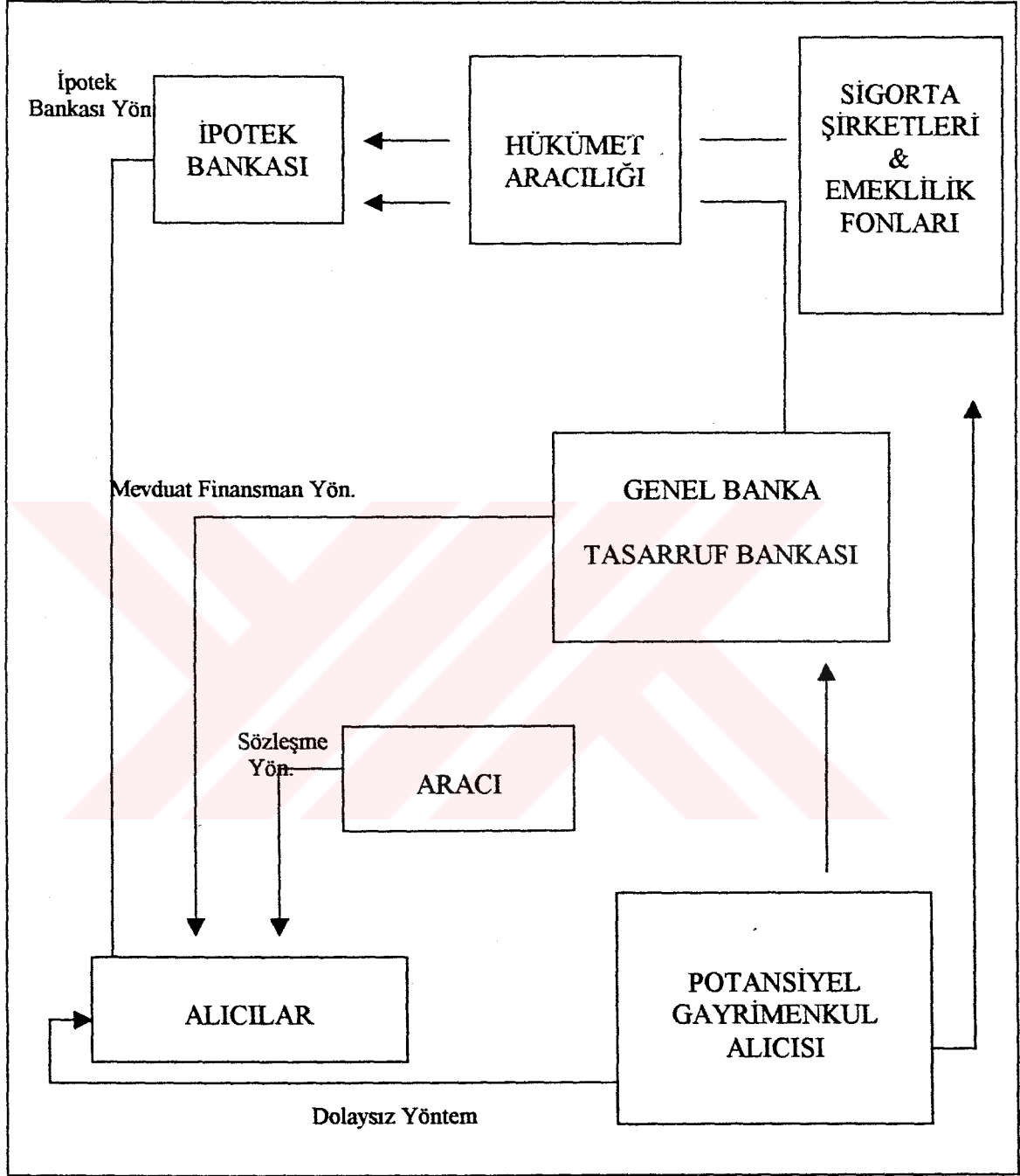
Dünya Bankası ve Uluslararası Finans Kurumları, uluslararası düzeyde konut ile ilgilenen diğer kuruluşlardır. Üye ülkelere, konut ile ilgili olarak teknik ve mali yardım verebilirler. Özellikle Dünya Bankası, mali yardımda bulunduğu ülkenin garantisini isterken, Uluslararası Finans Kurumu ise ülkelerdeki finansal kuruluşlarla ortaklık kurarak yada bu kuruluşlara belli koşullarda kredi sağlayarak fon aktarır, böylelikle de mali yardımda bulunur. Her ne kadar bu kurumlar mali yardım yapabilseler de, yardımlar genelde teknik yardım düzeyindedir. Bu kuruluşlardan sağlanan teknik ve mali yardımlardan başka, ülkelerin karşılıklı yaptıkları anlaşmalar, yurt dışı bankalar aracılığıyla elde edilen krediler, menkul kıymetlerin uluslararası mali piyasalarda satılmasıyla sağlanan fonlar, gayrimenkul finansman piyasalarına kaynak oluştururlar.

1.3. Gayrimenkul Finansman Sistemleri

Gayrimenkul finansman sisteminin işlevi fon fazlası olan kişilerin bu fonlarını fon talep edenlere kanallara kanalize etmektir. Ev sahibi olmak için almak istenen kredilerin ne şekilde verileceğinin ve geri ödemelerin hangi formatta gerçekleşeceğinin kararı önemlidir ve gayrimenkul finansman sistemini oluşturur. “Konut finansman piyasasının mali piyasaların bir alt sistemi ve mali piyasaların da genel ekonomik sistemin bir alt sistemin olduğu ekonomik bir gerçektir. Bu gerçekten hareketle, oluşturulacak olan konut finansman sisteminin sağlıklı bir şekilde işleyebilmesi için genel ekonominin şartları çerçevesinde oluşturulması, diğer bir deyişle, alt sistemi oluşturan genel sistemin özelliklerine adapte edilmesi gerekmektedir”⁹.

⁸ Ali Alp, M. Ufuk Yılmaz, a.g.e., s. 18-19.

⁹ Ali Alp, “Konut Finansman Piyasası ve Alt Yapı Sorunu,” *Finans Dünyası*, 2000, ss. 53 – 64.



Şekil 1.1. Finansman Sistemi Türleri

Kaynak: Ali Alp; M. Ufuk Yılmaz, Gayrimenkul Finansmanı ve Değerlemesi, İMKB; Boleat Mark, National Housing Finance Systems: A Comparative Study, London, 1985, s.24.

Gayrimenkul Finansman sistemlerini 4 bölümde ele alabiliriz;

1.3.1. Dolaysız Yöntem

Gelişmekte olan ülkelerin mali piyasaları yeterince gelişmediğinden, ev sahibi olmak isteyen bireyler, ihtiyaç duydukları fonları akrabalarından sağlarlar. Alınan bu fonlar evin tüm değerini karşılayabilir; fakat genelde bu fonların verilme nedeni, evin satın alınma sırasında gerekli olan ilk peşinatın ödenebilmesi içindir. Ayrıca sağlanan kaynaklar aile yakınlığına göre borç olmayabilir.

Bir başka dolaysız yöntem ise satıcıların, satış fiyatının tamamını peşin talep etmeyip, gayrimenkul değerinin belli bir miktarının peşin ödenmesinden sonra geri kalan kısmının vadelere ayrılmasıdır. Nitekim bu yöntem 1970'li yılların sonları 1980'li yılların başlarında ABD'de, mali piyasalarındaki sıkıntı nedeniyle kullanılsa da kaynak kullanım etkinliği açısından çok verimsiz bir yöntemdir.

“Bu yöntem kurumsal finansman yapısının gelişmediği ya da talebi karşılayacak düzeyde fon arz edemediği, yani mevcut finansal kuruluşların herhangi bir şekilde verimli çalışmadıkları ortamlarda kullanılan bir yöntem olsa da gelişmiş ülkelerde de görülmektedir”¹⁰.

1.3.2. Sözleşme Yöntemi

Konut sahibi olmak isteyen kişiler bu sektörde uzmanlaşmış kurumlara tasarruflarını yatırır ve yatırım dönemi boyunca da piyasa fiyatlarının altında faiz geliri elde etmiş olur. Ev sahibi olmak için kredi alma sırası kendine geldiğinde ise aldığı krediye piyasaya göre daha az faiz öder. Böylelikle de kişiler, birbirlerini piyasanın altında maliyetle finanse ederler. Sağlanan kredi miktarı, konut bedelini tamamen karşılayamadığından, genelde diğer finans kurumlarıyla desteklenen bir uygulamadır.

¹⁰ İlhan Uludağ, a.g.e., s. 27.

Gelişmiş ülkelerde, bu sisteme, Almanya'daki Bausparkassen'ler ve Fransa'daki Tasarruf Kurumları örnek verilebilir ki sistemin gelişmiş ve kurumsallaşmış şekilleridir. Gelişmekte olan ülkelerde ise, diğer kurumlara göre daha fazla fon bulunan sosyal güvenlik fonları, bu sistemde konut finansmanında kullanılmaktadır. Bu sistemi en iyi kullanan ülke Brezilyadır. Meksika ve Filipinlerde sözleşme yöntemini kullanan ülkeler arasındadır. Türkiye'de ise araba alım kampanyaları ve Toplu Konut Sözleşmeleri'ndeki faaliyetleri, sözleşme yöntemi içinde değerlendirebiliriz.

1.3.3. Mevduat Finansman Yöntemi

Mevduat toplayan kurumlar, bu topladıkları mevduatların hepsini veya bir kısmını gayrimenkul finansmanı için kullanır. "Ticari Bankalar, Tasarruf Bankaları (Savings Banks), Tasarruf ve Kredi Birlikleri (Saving and Loan Asso.), Emeklilik Fonları (Pension Funds), Yapı Toplulukları (Building Societies) gibi bu konuda uzmanlaşmış finans kurumları piyasa faizi ile topladıkları mevduatların bir kısmını (bazılarında tamamını) yine piyasa faiz oranıyla (bazıları devletçe sağlanan özel vergi ve munzam disponibilite indirimi vb. gibi nedenlerle) piyasa fon oranının altında konut (ipotek) kredisi olarak arz ederler"¹¹. Ticari Bankalar, topladıkları mevduatları çeşitli alanlara yatırırlar. Gayrimenkul satın almak isteyenlere verilen ipotek kredileri, bu alanlardan biridir. Ticaret Bankaları, kısa vadeli mevduat ve kredilerde uzmanlaşmış olduklarından, bir kaynak kullanım dengesizliği söz konusudur. Bu yüzden, özellikle bu bankalar, istisnalar hariç, uzun vadeli kredilerde isteksizdirler. İngiltere'deki Building Societies ve ABD'deki Loan and Savings Associations, topladıkları mevduatları konut finansmanına aktardıklarından dolayı bu sisteme örnek teşkil ederler.

"Gelişmekte olan ülkelerin genelinde, kamu açıkları problemi yaşanmaktadır. Kamunun bu problemini çözmek için yüksek faiz uygulamasına geçilir ve kendine fon aktaran tasarruflara da vergisel avantajlar sağlanır. Buda mevduat toplayan mali piyasalarla kamu arasında, kamunun lehine, rekabetin kalkması anlamına gelir. Faiz hadleri üzerindeki kamu kontrolleri ve bunun sonucunda oluşan negatif faiz uygulaması, mevduat toplayan kurumları olumsuz etkiler"¹².

¹¹ İlhan Uludağ, a.g.e., s. 28.

¹² R.J. Struyk; M.A. Turner, *Guidelines For Creating a Housing Finance Strategy in a Developing Country*, Washinton, 1987, s. 7.

Mevduat finansman yöntemi, gayrimenkul finansman sistemleri arasında en yaygın olanıdır ve bu yöntemle toplanan mevduatlar çok önemlidir. Bu yöntemin etkin olabilmesi için, mali kurumlara akan fonların artması, mevduat finansman sisteminin etkin bir şekilde çalışması, kamunun faiz oranları üzerinde kontrollerinin bulunmayıp mali sistemde rekabete açık bir kurumsal yapının meydana gelmesi ve toplanan mevduatlara da reel faiz ödenmesi gerekmektedir.

1.3.4. Konut Kredi Bankaları (İpotek Bankası) Yöntemi

“Daha çok gelişmekte olan ülkelerde görülen hızlı nüfus artışı, şehirleşme, refah düzeyinin yükselişi, hızla gelişen konut üretim teknolojisi gibi nedenlerle konuta karşı duyulan talebin sürekli bir artış gösterdiği görülmektedir. Konut talebinin karşılanmasında pek çok küçük ve orta gelir düzeyindeki yatırımcı konut bedelinin tamamını nakit olarak ödeyecek kaynağa sahip değildir. Hatta bunlarda dahil olmak üzere, konut alımları çoğu zaman nakit ödenerek gerçekleşmemektedir. Özetlersek, büyük ölçüde konut ve gelir getirici gayrimenkuller genellikle borçlanma yoluyla sağlanan fonlarla alınabilmektedir. Bu amaçla borçlanmanın ilk en yaygın kullanım şekli ipotek kredileri veya teminatsız krediler şeklinde başladığı görülmektedir”¹³.

Sistemde yer alan ipotek bankaları ve finansman kurumları, kredi talep edenlere sabit faizle kredi verirler. Verdikleri bu krediyi de, sermaye piyasalarında, cari faiz oranıyla satmış oldukları menkul kıymetlerden temin ederler. Bundan dolayı da bu kurumların fon toplayabilmeleri, sermaye piyasalarındaki etkinlik ve işlem hacimlerinin artış düzeyi ile yakından ilgilidir. Menkul kıymetler, çok çeşitli faiz ve vade yapılarındadır. İkincil ipotek piyasalarında ve bu piyasada uzmanlaşmış finans kurumlarınca satın alınırlar. Bu menkul kıymetlere en çok talep gösterenler, Emeklilik Fonları ve Sigorta Şirketleridir. Bu piyasada, ipotek Bankaları ve Tasarruf Bankaları, aktif kurumlardır.

Gelişmiş ikinci el menkul kıymet piyasalarında bu sistem etkin olmakta, tahvillerin satılabileceği sermaye piyasasının olmaması halinde, sistemden beklenen performans sağlanamamaktadır. Ayrıca ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin rekabet gücü olması amacıyla,

¹³ İlhan Uludağ, a.g.e., s. 28 – 29.

bu menkul kıymetlere pek çok hükümet, vergisel avantajlar sağlamıştır. Emeklilik Fonları, Sigorta Şirketleri gibi bazı kurumlara, belli oranda ipoteğe dayalı menkul kıymeti portföylerinde yer vermeleri için vergisel teşvikler ve düzenlemeler getirilmiştir. Buradaki amaç, bu tür menkul kıymetlerin alımını cazip hale getirmektir. İpotek bankalarının ve diğer uzman kurumların ihraç ettikleri ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin güvencesi çok önemlidir. Bu yüzden bu menkul kıymetlerin kamusal ipotek finans kurumları yada sigorta şirketleri tarafından garanti edilmesi veyahut da sigortalanması gerekmektedir.

İngiltere’de, tahvil piyasasında vergisel avantajlara sahip kamu menkul kıymetleri bulunduğundan özel kesim tahvil piyasası gelişmemiştir. Bundan dolayı da bu sistemin etkin bir şekilde faaliyette bulunacağı bir ortam bulunmamaktadır. Almanya, gelişmiş bir tahvil piyasasına sahiptir ve bu yüzden de sistem etkin bir şekilde işler. Amerika’daki ipotek bankaları, vermiş oldukları ipotek kredilerini sigorta ettirerek hükümet garantisi altında kurumsal yatırımcılara satarlar. İsveç gibi bazı ülkelerde ise, finansal kurumların belli miktarlarda tahvil satın alması şartı getirilmiştir ve bireysel yatırımcılar tarafından tahvillerin cazip hale getirilip satın alınması amacıyla da teşvik edici düzenlemeler yapılmıştır.

Sistemler hazırlanırken, kişilerin tasarrufla ilgili durumları göz önünde bulundurulmalıdır. İnsanlar gençliklerinde harcama, yaşlılıklarında ise biriktirme eğilimindedirler. Gençliklerinde düşük olan gelirleri, yaşlandıkça artış gösterir. Dolayısıyla gayrimenkul sektörünün gelişimi için çok önemli olan konut finansman yöntemleri geliştirilirken bu faktörlerin göz önüne alınması gerekir. Göz önüne alınması gereken başka faktörlerde vardır; konut finansmanı uzun vadeli olmak zorundadır. Konut fiyatları, kişilerin gelirleriyle karşılaştırıldığında çok yüksek olduğu görülür. Kişiler, ancak uzun vadeli konut kredileri aldıkları zaman borçlarını geri öderler. Bu verilen uzun vadeli krediler finansman kurumlarına bir çok risk yükler. Kısa vadeli olarak toplanan fonların uzun vadeli olarak plase edilmesi, banka krizlerinin nedenidir. Riskten korunmak için, finansman kurumlarının verdikleri uzun vadeli kredilerin faizleri, belirli dönemlerde kısa vadeli faiz oranlarına paralel olarak değiştirilmesi ve kendilerinin de uzun vadeli olarak borçlanmaları gerekmektedir. “Konut almak isteyenlere gelecekteki gelirleriyle geri ödenmek üzere, uzun vadeli konut kredisinin temini, oluşturulacak olan konut finansman sektörü tarafından çözülecektir. Bu sektörün etkin bir şekilde çalışması ve bu sektörde faaliyet gösteren kurumların varlığını

sürdürebilmesi, sistemin piyasa mekanizmasına dayalı olarak kurulmasına bağlıdır. Bu aşamada hükümetlere düşen en önemli görev, bu sektörün oluşumu için gerekli düzenlemeleri yapmak, bu sektöre gerekli ve yeterli fon akışını sağlamak için mali teşvik tedbirlerini almaktır. Ancak belirtilmesi gerekir ki, konut finansman sektörünün oluşturulup bu piyasaya yeter düzeyde fon akışını sağlamak, ilgili ülkelerin ekonomik ve finansal sistemlerinin güçlü olmasına bağlıdır”¹⁴.

Bu sayılan finansman sistemlerden hangisi kullanılırsa kullanılsın, yüksek, değişken faiz oranıyla ve enflasyon sorunuyla karşılaşılır. “Türkiye’de olduğu gibi, özellikle gelişmekte olan ülkelerde yaşanan yüksek enflasyon sorunu konut finansman sisteminin etkin olarak işleyişini olumsuz yönde etkilemektedir”¹⁵. Bu karşılaşılan sorunlar, kredi alan yada kredi veren tarafı olumsuz etkileyebileceği gibi bazen de aynı anda her iki tarafı da olumsuz etkiler. Bazı sistemlerde bu sorunlar daha kolay çözülür. Artan faiz oranları ve enflasyonun olumsuz etkileri nedeniyle bir çok ülkede uygulanan finansman sistemleri yeni koşullara uygun olabilmesi için esnek sistemler olarak seçilir. “Esneklikle anlatılmak istenen, konut finansman sisteminin ve finansman kurumlarının baskıları mass edebilme, değişken ekonomik şartlara uyum sağlayabilme ve böylece etkin faaliyette bulunabilme ve sürdürebilme yeteneğini ifade etmektedir”¹⁶. Gelişmiş ülkelerde yürürlükteki sistemler birbirlerine benzerler.

1.4. Kamunun Konut Finansmanında Etkileri

Hükümetler, konut üretimini sosyal bir hizmet olarak gördüklerinden, konut sektörüne yoğunlaşarak gayrimenkul finansmanında yer alırlar. Hükümetler yer aldıkları gayrimenkul finansmanına dolaylı ve dolaysız olmak üzere iki şekilde müdahale ederler. Dolaysız müdahale, kamunun sağladığı çeşitli krediler ve bütçeden sağlanan fonların sektöre kanalizini, dolaylı müdahale ise konut finansman piyasalarının düzenlenmesi, denetlenip yönlendirilmesi, teşvik edici mali ve ekonomik önlemlerin alınmasını anlatmaktadır. “Gelişmiş ülkelerde hükümetlerin konut finansmanı üzerindeki etkisi dolaysız müdahaleden

¹⁴ Ali Alp, “Konut Finansman Piyasası...a.g.m.” ss. 53 – 64.

¹⁵ Belgin Akçay, “Yeni Konut Finansman...a.g.m.” ss. 49 – 61.

¹⁶ Belgin Akçay, “Yeni Konut Finansman...a.g.m.” ss. 49 – 61.

dolaylı müdahaleye kaymakta ve böylelikle sektörün işleyişi piyasa mekanizmasına terk edilmektedir”¹⁷.

“Konut politikasının genel amacı, herkesin kabul edilebilir standartta ve elverişli yerlerde konuta sahip olmasıdır. Burada yer ile kastedilen, insanların yaşanabilir bir çevrede yaşamını sürdürebilmesidir. Bu bazı insanlar için kişinin aile ve arkadaşlarına kolay ulaşabileceği yerlerde yaşayabilmesi iken, bazıları için istihdam imkanlarını takip edebilmelerinin uygun olduğu yerlerde yaşayabilmeleridir. Konutun kabul edilebilir standarda sahip olması ise, ülkenin genel olarak sahip olduğu gelişmişlik düzeyi ile belirlenmekte ve ülkeden ülkeye değişmektedir”¹⁸. Hükümetlerin uyguladıkları politikalar, konut finansman piyasasının işleyiş şeklini etkilemektedir. Örneğin; hükümet, konut sahibi olmayı teşvik ettiğinde, konutları satın almak için gerekli olan fon talebi de artar. Konut kredi taleplerini etkileyen diğer bir etkende konutlarla ilgili vergi düzenlemeleri ve ipotek faiz oranlarıdır.

Hükümetlerin konut finansman piyasalarında faaliyet gösteren kurumlardan bazılarına sahip olmaları, bu piyasaya hakim olup yönlendirdiği anlamına gelmez. Bazen hükümetler, piyasadaki bir çok kuruma sahiptirler; fakat bu kurumlar özel sektör kurumları gibi ticari esaslara dayalı olarak faaliyet gösterir. Bazen de piyasadaki kurumların çok azına sahiptirler yada hiç birine sahip değildirler; fakat bu durumda bile hükümetlerin piyasa üzerinde hakimiyeti olabilmektedir.

Bazı ülkelerdeki hükümet uygulamalarına bakıldığında; ABD hükümeti tarafından, bu ülkede faaliyet gösteren Tasarruf ve Kredi Birliklerinin (Loan and Savings Association) sabit faizle uzun vadeli konut kredisi vermeleri sağlanmıştır. Faiz oranları yükseldiğinde ise ciddi mali buhranlar yaşanmıştır. Ayrıca gene bu ülkede hükümet, bu sektördeki kamu kurumlarına ikinci el ipotek piyasasını teşvik etme görevi vermiştir. İkinci el ipotek piyasasında farklı görevleri olan üç kamu kurumu faaliyet gösterir. Bu kurumlar, ipotek piyasasının işleyiş şeklini değiştirmezler, sadece sistemin iyi işlemesi için gerekli önlemleri alırlar ve uygulamada bulunurlar. Bu uygulamalar, ABD’yi ikinci el ipotek piyasasında en gelişmiş

¹⁷ P. Malpas; A. Murie, *Housing Policy And Practice*, The Mc Millan Press Ltd, 1982, s. 13.

¹⁸ Belgin Akçay, “Konut Politikalarının Yetmişbeş Yıllık Bilançosu,” *Banka ve Ekonomik Yorumlar*, Şubat 1999, ss. 3 – 23.

ülke konumuna getirmiştir. Kanada'da faiz oranları üzerindeki kontroller sonucunda, bankalar bu piyasadan uzak kalmışlardır. İngiltere'de 70'li yıllarda, hükümetin bankacılık sistemi üzerindeki kredi kontrolleri yüzünden bankalar ipotek piyasasında rekabet edemez konuma gelmişlerdir. Fransa'da, ipotek piyasalarındaki her kurum belli koşullar içerir; yani hükümet ipotek piyasaları için özel düzenlemeler yapmıştır. Japonya'da ise durum biraz daha değişiktir. Ülkedeki bazı finansal kurumlar, konut kredisi veren kurumla tasarrufları toplayan kurum arasında aracılık görevini üstlenirler.

1.4.1. Konut Finansman Piyasasına Müdahale Amacıyla Uyguladığı Yöntemler

Genelde her ülkenin hükümetleri, gayrimenkul finansmanına müdahale eder. Bu müdahalenin şekli, konut ediniminin artması için önlem alınması ve konut finansmanına fon transferini kolay hale getirilmesidir. Mali piyasalardaki entegrasyon nedeniyle hükümetlerin bu aldıkları önlemler önemini yitirmekte ve konut finansmanının uluslararasılaştığı görülmektedir. Böylelikle de konut finansmanı daha rekabetçi ve piyasaya dayalı olur.

Konut finansman piyasasına hükümetler tarafından yapılan mali müdahaleler, mali yardımlar yoluyla dolaysız olabileceği gibi, finansman sisteminin kurulması ve onun düzenli bir şekilde işlemesine çalışılması yoluyla, dolaylı bir şekilde olabilir. Bu müdahaleleri dört bölümde inceleyebiliriz.

1.4.1.1. Mali Düzenlemeler

Piyananın işleyişine, mekanizmasına müdahale amacıyla çıkarılan kanunlar, yönetmelikler yani hukuki düzenlemeleri anlatmaktadır. İpotek kredisi ve ipotek kredisi faiz oranlarının belirlenmesi, bu tür düzenlemeler arasına girer. Mali düzenlemeler vergiler yoluyla yapılır.

Gayrimenkullerle ilgili diğer mali araçlar ise; Damga vergisi, Emlak vergisi, Tescil vergisi, Transfer vergisidir. Bu vergilerle yapılacak düzenlemeler konutlara olan talebi ve dolayısıyla da konut finansmanını etkiler. Vergilerin azaltılması yada hiç konmaması, konut edinimine talebin artmasını sağlarken, vergi yüklemeleri de tam tersi etkiyi yaratıp konut edinimini cazip kılmayacaktır. Bu nedenle de konut finansman piyasasını en çok etkileyen, hükümetler tarafından yapılan mali düzenlerdir.

1.4.1.2. Mali Yardımlar

Kurumlara veya özel kişilere hükümet tarafından yapılan geri ödemesi olmayan yardımlardır ve bu yardımlar hükümet bütçesinden karşılanır. “Hükümetler tarafından yapılan mali yardımlar çeşit ve sayıca fazladır ve ülkelere göre farklılık gösterir”¹⁹. Mali yardımlar, mali aracın amacına göre üç şekilde ele alınabilir; Konut alımlarında yapılan mali yardımlar, İnşaat işlerine sağlanan mali yardımlar ve Konut sitelerinin yapılması ve iyileştirilmesine sağlanan mali yardımlar. İlk iki yardım çeşidi, gayrimenkullerin arz yönüne, sonuncu yardım çeşidi ise talep yönüne yöneliktir.

Genelleme yaptığımızda mali yardımları, dolaysız ve dolaylı mali yardımlar olarak iki ana bölüme ayırabiliriz. Hükümetler, konut kredisi faiz oranlarını, piyasa faiz oranlarının altında verilmesini sağlayabilir ve konut alacak olan kişilere vergi muafiyetleri uygulayabilir. İşte bu tür yatırımlar, dolaysız mali yatırımlardır. Konut kredi faiz oranı ile piyasa faiz oranları arasındaki fark ve ödenen ipotek kredi faizlerinin tamamının yada bir kısmının gider gösterilmesiyle ödenecek vergilerin azaltılması, konut alanların ceplerinden çıkacak olan paranın azalması anlamında olup dolaysız mali yardımları oluşturur. Dolaylı mali yardımlar ise, konut inşa edenlere sağlanan mali yardımlar ile konut ile ilgili alt yapı hizmetlerinin kamu tarafından yapılması faaliyetleridir.

Gelişmiş ülkelerde, son yıllarda, toplam mali yardımlar içerisinde dolaylı mali yardımların payının azalmakta olduğu ve dolaysız mali yardımların tercih edildiği görülür. Bunun da nedeni, dolaysız mali yardımların konut edinimi üzerinde etkin rol oynayıp daha olumlu neticeler verdiği ve dolayısıyla da gayrimenkul finansman piyasasının gelişimi üzerinde etken olduğu düşüncesidir. Gelişmekte olan ülkelerde, konut talebi yüksektir. Bu ülkelerde konut üreticilerine dolaylı mali yardımlar yapıldığında, bu mali yardımlar oranında üreticiler, konut satış fiyatlarını düşürmeyebilir. Bundan dolayı da, gelişmekte olan ülkelerde konut alımını teşvikte dolaysız mali yardımlar daha iyi sonuç verir.

¹⁹ K. Hancock, M. Munro, “Housing Subsidies : İnequality and Affordability”, *Fiscal Studies*, 1992, ss. 85- 96.

1.4.1.3. Kredi ve İpotek Garantileri

Hükümetler tarafından konut alımı için sağlanan krediler, özel sektör kuruluşlarına yapılan transferlerle yada kamu kontrolündeki kurumlar aracılığıyla yapılmaktadır. Bu konut kredilerinin anapara ve faizleri belirlenen kredinin şartlarına göre ödenir ve böylelikle de elde edilen konut kredisinin koşulları piyasaya göre daha elverişli olur.

“İpotek garantisi, ipotek kredilerinin ikinci el ipotek piyasasında yada genel olarak, sermaye piyasalarında işlem görmesi için ipoteğe dayalı olarak çıkarılmış olan menkul kıymetlerin garantisini içermektedir”²⁰. Hükümetin verdiği bu garanti, sahip olduğu kurumlar yoluyla ipotek kredilerine dayalı olarak menkul kıymet ihraç etmesiyle olabildiği gibi özel sektörün ihraç edeceği menkul kıymetlere garanti verme yoluyla da olmaktadır. Hükümetlerin vermiş oldukları bu garantilerin amacı, ipoteğe dayalı menkul kıymetlere talebi arttırmak, artan talep sonucunda bunları ihraç eden kurumların fon toplaması, böylelikle de konut finansman piyasasına fon transferinin artmasını sağlamaktır. Bu konut finansman piyasasına transfer edilen fonlar, yeni konut kredileri olarak verilecek ve sonuçta da konut finansman piyasasının gelişim ve etkinliği sağlanacaktır.

1.4.1.4. Dolaysız Yatırımlar

Dolaysız yatırımlar, kamu konutları ve kamuca finanse edilen konutlar olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Kamu konutları, düşük gelirli kişiler için, kamu tarafından inşa ettirilen yada edilen konutlardır ve genelliklede gelişmekte olan ülkelerde görülen yatırımlardır. Bu tür yatırımların maliyetleri oldukça yüksektir. Her ne kadar gelişmekte olan ülkelerde görülse de, yüksek maliyet nedeniyle bu uygulama artık terk edilmektedir. Kamu konutları gene düşük gelir grupları için yapıp tahsis edilmekte; fakat bu tahsisat belli bir süre için gerçekleşmekte ve de mülkiyet kamuya ait olmaktadır. Kamuca finanse edilen konutlar, inşaat bittikten sonra, belirli koşullarla ve genelde piyasa fiyatının altında halka satışa sunulur. Bu tür yatırımlar kamuya çok büyük finansal yük getirdiğinden devamlı uygulanmazlar.

²⁰ Ali Alp, a.g.e., s.53.

2. BÖLÜM

İPOTEK FİNANSMANI

2.1. İpotek Piyasaları

İpotek, herhangi bir mülke sahip olmak isteyen kişiye verilmiş olan kredilerin ödemelerini güvence altına almak için yapılan bir mülkiyet rehinidir. “Bir gayrimenkul almak isteyen kişi, borç verenden bir anaparayı gayrimenkulünü ona ipotek ederek ödünç alır ve bu anaparayı artı faizini önceden belirlenmiş bir takvime göre, genellikle aylık taksitler halinde geri öder. Her bir taksit ödemesi ile bir miktar anapara borcu da ödenmiş olur. Buna paralel olarak ipotek bedeli de zaman içinde azalır. Bütün borç bittiğinde gayrimenkulün tapusu borçlanana verilir”²¹. İpotek yaptıran kişi, ipotek yapan tarafa ödeme yapamadığı durumlarda, ipotek yapan taraf, krediyi kapama ve ipotek yapılmış olan mülkü satıp, alacağını buradan temin etme hakkına sahiptir. “Mortgage kredisi için başvuran kişi kurum gözünde, finansal ve vergi planlaması ile sigorta ürünlerini satın alabilecek bir müşteri konumundadır”²².

Mülkler, oturmaya elverişli olup olmamalarına göre iki gruba ayrılabilir. Oturmaya uygun evlere yazlık evler, müstakil evler, apartman daireleri, müşterek mülklü gayrimenkuller, mobil evler ve kooperatifler, oturmaya uygun olmayan mülklere de, tarım mülkleri ve ticari mülkler girmektedir. Ticari mülkler, birçok değişik mülkiyeti içerir. İş merkezleri, ofis binaları, alışveriş merkezleri, oteller, depolar, hastaneler ve endüstriyel yapılar, ticari mülkiyetleri oluşturur. Hemen hemen her tür gayrimenkul ipotek edilebilir.

²¹ Cemalettin Uçak, “Bir Konut Finansman Yöntemi Olarak İpotek Piyasaları,” *Vergi Dünyası*, Ekim 1999, ss. 19 – 25.

²² Atıl Karagöz, “Mortgage Piyasası ve Türkiye’de Uygulanabilirliği,” <http://www.activefinans.com/active/say15/mortgage.html>, ss. 1-3.

Sermaye piyasasının en büyük bölümünü, bu mülkiyetlerin teminat gösterilmesiyle elde edilen ipotek kredileri oluşturmaktadır. İpotek kredileri, konut sektörünün sosyal yönünün çok güçlü olması nedeniyle kamu tarafından büyük ilgi görmekte, kredi koşulları ve elde edinebilirlikleri devamlı bir şekilde hükümet programlarına girip genel politikaları etkilemektedir. Bunun sonucunda da ipotek piyasası, sermaye piyasası içinde en geniş hacme ve etkinliğe sahiptir. “Genel olarak ipotek piyasası dendiğinde, hem birinci el hem de ikinci el ipotek piyasası ifade edilmektedir. Birinci el piyasada konut ipotek kredileri düzenlenmekte, ikinci el piyasada ise düzenlenmiş olan bu krediler işlem görmekte, diğer bir deyişle, alınıp satılmaktadır. İpotek piyasasının bu iki alt bölümü arasında çok kuvvetli bir ilişki vardır. Birinci el piyasanın gelişimi yani konut sektörüne akacak olan fonların sürekli olması için, ikinci el ipotek piyasasının gelişmiş olması şarttır. Öte yandan ikinci el piyasanın sağlıklı bir şekilde gelişimi de istikrarlı ve sağlıklı bir birinci el piyasanın olmasına bağlıdır”²³. İki nedenden dolayı ipotek piyasaları, konut sektörünün anahtarı durumundadır. Bunlardan ilki, konut satış ve inşaat finansmanının büyük bir bölümü borçlanma yoluyla karşılanmaktadır. İkinci neden ise, alınmak istenen konutun ipotek karşılığı finansmanı, ekonomideki konut için elverişli kredilerden daha çok talep görmesidir.

“İpotek piyasalarının yerine getirdiği bir çok fonksiyon bulunmaktadır. Bu fonksiyonlar; ipotekli kredinin fonlanması (origination), hizmet sunulması (servicing), yatırımın gerçekleşmesi (investment), kredinin biçim değiştirmesi veya dönüşümü (transformation) ve sigortalıması (insurance) olmak üzere beş grupta toplanabilir”²⁴. Bunları kısaca açıklamak gerekirse; Fonlama: Konut almak isteyen kişiler, fon temini için, ipotek düzenleyen kurumlara başvururlar. Krediyi veren kurum, geri ödemeyi garantilemek amacıyla, borçlunun konutuna ipotek koyar. Hizmet: kredi borçlarının aylık anapara ve faiz ödemelerinin toplanması, kayıtların tutulması gibi faaliyetleri kapsar. Yatırım: Krediyi veren kurum, krediyi kendi portföyünde tutarsa, bu kurum yatırımcı olur. Eğer ipoteği veren kurum bu ipoteği satarsa, ipoteği satın alan yatırımcı konumundadır. Dönüşüm: İpotek kredisinin yatırımcılar tarafından

²³ Ali Alp; Ufuk Yılmaz, “Konut İpotek Kredilerinin Sermaye Piyasaları Yoluyla Finansmanı,” *Activefinans* Eylül 1999, ss. 58 – 66.

²⁴ Belgin Akçay, *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları*, Ankara: İşletme ve Finans Yayınları, 1999, s. 9.

talep görüp kolayca satılabileceği bir biçime dönüştürülmesidir. Son fonksiyon olan Sigortalama ise: geri ödenmeme riskinin paylaşımı fonksiyonudur.

Satın alınacak mülkün niteliğine göre, alınacak ipotek kredisinin süresi değişir. Konut alımı için elde edilecek ipotek kredisinin vadesi 20-30 yıl arasındayken ticari gayrimenkuller için temin edilecek ipotek kredisinin vadesi daha kısadır. Konut alımı için temin edilen ipotek kredisinin uzunluğu, kişilere aldıkları bu ipotek kredisini geri ödemede kolaylık sağlar. Hükümetler, konut kredilerinin kişiler tarafından talep görmesini sağlamak için teşvik tedbirleri almakta ve bu teşvikler sayesinde de kredi kurumları, ipotek kredilerini talep edenlere daha uzun vadede verebilmektedir. Ticari gayrimenkuller ise satın alana, satın alındıktan sonra gelir sağlayacağından, bunlar için temin edilen ipotek kredilerinin geri ödemeleri de daha kolay gerçekleşir ve böylelikle de ipotek kredisinin vadeleri de, konut ipotek kredisinin vadelerine göre nispeten daha kısa olur.

2.2. İpotek Düzenleyen Taraflar ve Düzenleme Süreci

İpotek düzenleyen taraflar, ipotek kredilerini veren kurumlardır. Kurumsal gayrimenkul finansman piyasalarında yer alan bu kurumlar, uzman konut finansman kurumları ve genel nitelikli finansman kurumlarıdır. Her ne kadar konut finansman piyasaları gelişmiş olan ülkelerde faaliyet gösteren gayrimenkul finansman kurumları, değişik isimler altında faaliyet gösterebilirler de işlevleri bakımından birbirlerine benzerlik gösterirler. Bundan dolayı da, ipotek kredilerini düzenleyen taraflar bu kurumlardan oluşur.

Uzman konut finansman kurumları ve genel nitelikli diğer finansman kurumları, yatırımcılara, düzenlemiş oldukları ipotek kredilerini, ikinci el piyasada ipotek şeklinde ya da ipotek kredilerine dayalı menkul kıymet şeklinde satabilirler. Uzman konut finansman kurumları, yüksek bir kredi hacmine sahiptir. Gayrimenkul finansmanında uzmanlaşmış olmalarından dolayı kredi verme, kredi ile ilgili geri ödemeler ve hizmetlerin takibinde kredi talep edenlerin beklentileri daha iyi karşılarlar. “Piyasayı, müşterileri, rakipleri tanımada ve kalifiye elemana sahip olma konularında genel nitelikli finansman kuruluşlarına göre daha avantajlı durumdadırlar”²⁵.

²⁵ D. M. Patridge, “A New Area,” *Mortgage Banking*, 1994, ss. 75-89.

Uzun vadeli fon toplayan sosyal güvenlik ve emeklilik fonları için, ipotek kredilerine dayalı ihraç edilen menkul kıymetler cazip bir yatırım aracıdır. Böylelikle de ipotek kredilerine dolaylı yoldan fon aktarılır.

İngiltere’de faaliyet gösteren uzman konut finansman kurumları, Building Societies (Konut Birlikleri) şeklinde isimlendirilmiştir. ABD’de ise, Savings and Loan Associations (Tasarruf ve Kredi Birlikleri) ve Tasarruf Bankalarından oluşan uzman finansman kurumları Thrifts olarak adlandırılır. Bu kurumlar, topladıkları mevduatların büyük bir bölümünü konut ipotek kredileri için kullanırlar. Thrifts’ler arasında bazen yer alan Kredi birlikleri, topladıkları mevduatları kredi olarak verirler; fakat bu krediler konut ipotek kredileri değil, küçük tutardaki tüketici kredileridir.

“İpotek düzenleme süreci, konut (veya başka bir gayrimenkul) satın almak için gerekli krediyi temin etmek amacıyla, gerek uzman konut finansman kurumları ve gerekse genel nitelikli finansman kurumlarına başvuruda bulunulması aşamasından bu başvurunun değerlendirilip uygun görülmesi ve yasal çerçeve içinde tarafların gereklilikleri yerine getirilmesinden sonra kredi tutarının talep sahibine verilmesi aşamasına kadar yapılan tüm hukuki ve teknik işlemleri kapsamaktadır”²⁶. Bir gayrimenkule sahip olmak için borçlanmak isteyen kişi, ipotek düzenleyen kurumlara başvurur. Böylelikle bu süreç, başvuru formunun düzenlenmesi ve başvuru ücretinin ödenmesi ile başlar. Bu başvuru formu, başvuran kişinin finansal durumu hakkında bilgi içerir.

2.3. İpotek Kredisinin Verilmesinde Kullanılan Kriterler

Kredi veren kurumların, kredi talep eden kişilerin bu taleplerini kabul edip etmeyeceklerine karar vermek için birtakım kriterleri bulunmaktadır. Burada amaç, ipotek kredilerinin geri dönüşlerini sağlayarak, kredi riskini azaltmaktır. Bu kriterlerin içinde en önemi iki unsur şunlardır;

²⁶ Ali Alp; M. Ufuk Yılmaz, a.g.e., s. 43.

2.3.1 İpotek Ödemelerinin Gelire Oranı

Kişilerin konut satın almak amacıyla başvurdukları kredinin vade ve faiz koşullarıyla aylık geri ödemelerinin ne kadar olacağını, kişilerin aylık gelirini de hesaba katarak bulmak için yapılan faaliyettir. Hesaplamalar sonucunda ipotek ödemelerinin gelire oranının (PTI) düşük olması, kişinin geliri içinde kredi geri ödeme tutarının düşük olduğunu gösterir. Bu da kredinin geri ödenmeme riskinin az olduğu anlamına gelmektedir. PTI oranı aylık ve yıllık olarak da hesaplanabilir.

Kredi geri ödemelerin, kişilerin gelir düzeyinden daha yüksek veya gelirin büyük bir kısmını oluşturması durumunda, kredi alanlar borçlarını ödemede zorlanacaklardır. Bundan dolayı da kişilerin gelirleri çok önemli bir faktördür. Kişi gelirlerinin ne kadarlık bir kısmının zorunlu geçim için kullanılacağı ve kalan kısmının ödeme tutarından yüksek olup olmayacağı hususunun iyi analiz edilmesi gerekmektedir. Ancak iyi bir analiz sonucunda kredi geri ödemeleri düzenli olur.

2.3.2. Kredi Tutarının Mülkün Değerine Oranı

Kişinin bir gayrimenkulü satın almak amacıyla talep ettiği konut kredisi, gayrimenkulün satış fiyatının tamamını karşılamaz. Bu yüzden satın alınacak gayrimenkulün fiyatı ile talep edilen kredi arasındaki fark, gayrimenkulün satın alınma esnasında peşin olarak ödenir. Kredi veren açısından, kredi tutarının mülkün değerine oranının (LTV) düşük olması beklenir. Oranın düşük çıkması, daha yüksek korunmayı ifade eder. Bunu bir örnekle açıklamak gerekirse; oranın %70 olması bize, kredi temin eden kurum tarafından, satın alınan gayrimenkulün fiyatının %70'i kadarlık bir bölümünün kredi olarak verilmesi ve aradaki %30'luk farkında kredi alan tarafından ödenmesini anlatmaktadır. Kredi alan kişi borcunu ödeyemediği durumda, ipotekli konutun satış tarihinde emlak piyasasının kötü olmasından dolayı konutun asıl değerinin %30 düşmesi halinde bile, gayrimenkulün satış fiyatı verilen krediyi karşıladığından, bu orana kadar kredi veren kurum tarafından riskli bir durum yoktur.

Kredi veren kurumlar, LTV oran riskini veren kriterleri, kredi talep eden kişiler bazında irdelerken aynı zamanda genel kredi talepleri düzeyinde de değerlendirmeleri gerekir. Krediyi kullanan kişi veya az sayıdaki kişiler bu borçlarını ödeyemedikleri zaman ipotek edilen konutları satıldığında, satıştan elde edilen tutarın borcu karşılamaması durumunda bile, kurum bundan fazla etkilenmeyebilir. Kurumların genelinde peşpeşe yaşanan alacakların geri alınamama problemi, ipotek konan gayrimenkullerin satışını beraberinde getireceğinden, konut piyasasında arz artacak ve doğal olarak da gayrimenkulün değerinde bir düşme yaşanabilecektir. Bu durumda da kurumlar, verdikleri kredinin tümünü değil ancak belli bir miktarını geri alabilecekler, dolayısıyla da zarar edeceklerdir.

Kriterler belirlenip analiz yapıldıktan sonra, kredi talep eden kişilerin bu talepleri kabul edilirse, kurum tarafından talepte bulunan kişiye yükümlülük içeren bir mektup gönderilir. Yükümlülük mektubu, gönderilme tarihinden itibaren 30 yada 60 gün içinde kredi talep eden kişinin cevap vermesi ve bu mektubun geçerlilik süresi içerisinde de yükümlülük ücreti yatırması gerekir. Yatırılan bu ücretle, ipotek kurumu tarafından kredi talep eden tarafa belirli faiz oranından belirli koşullardaki krediyi alma hakkı verilir. Kredi talep eden kişiye sunulan ipotek kredisi türleri ve faiz oranları, genelde sabit oranlı ve değişken oranlı ipotek türleri veya bunların çeşitleri şeklindedir. Kredinin sabit faizli olması kararlaştırıldığında, faiz oranının belirlenmesi için talep sahibine üç öneride bulunulur. Bu üç öneri; Kredi başvurusunun yapıldığı andaki faiz oranı, Gayrimenkulün satın alındığı andaki faiz oranı, Yükümlülük mektubunun talep sahibine gönderildiği andaki faiz oranı olmaktadır. Bu seçeneklerden talep sahibi, kendisine en uygun öneriyi seçer ve kararını kuruma bildirir.

Yükümlülük ücretini ödeyen talep sahibi, krediyi kullanıp kullanmamada özgürdür. Bundan dolayı da ödenen yükümlülük ücretini bir nevi opsiyon olarak düşünebiliriz. Kredi talep eden kişi, krediyi alma nedeni olan gayrimenkulü satın almaktan vazgeçerse yada daha uygun koşullarda başka bir kurumdan kredi bulursa, yatırmış olduğu yükümlülük ücretini geri alamaz.

2.4. İpotek Düzenlemeden Elde Edilecek Getiriler ve Düzenlemenin Taşıdığı Riskler

İpotek kredisi düzenleyen finansman kurumların, bu düzenledikleri ipotek kredilerinden elde edecekleri gelirler dört bölümde incelenmiştir.

2.4.1. İpotek Kredi Düzenleme Ücreti

İpotek kredisi veren kurumlar, bu verdikleri ipotek kredileri üzerinden düzenleme ücreti alırlar. Bu düzenleme ücretine points denir. Borçlanılan tutarın %1'i, her bir point'i ifade eder. 120.000\$'lık ipoteğin düzenleme ücreti 2 points olduğunda, ödenecek miktar 2.400\$ olmaktadır.

2.4.2. İpotek Kredisinin Takibinden Dolayı Hizmet Ücretleri

İpotek kredisi veren kurumlara zamanında ve doğru ödeme yapılması için bu kurumların bazı işlemleri yerine getirmeleri gerekir. Bunlar²⁷:

- Ödeme ihbarının gönderilmesi,
- Kredi geri ödeme zamanlarının geçmesi durumunda, kredi alan tarafa gerekli duyuruların yapılması,
- Erken yapılan ödemelerin kaydedilmesi,
- İpotek bakiyesi tutarlarının kaydedilmesi ve muhafaza edilmesi,
- İpotek edilmiş olan mülkle ilgili sigorta ve vergilerin yatırılması ve bu işlemlerin takip edilmesi,
- Yıl sonunda vergi bildirimlerinin yollanması,
- Gerektiğinde hacim işlemlerinin yapılması,

gibi işlemlerdir. Yukarıda bahsedilen faaliyetler ipotek kredi hizmetlerini kapsar. Genellikle kurumlar bu hizmetleri kendileri yapmalarına rağmen bazen düzenlenmiş olan ipotekler başka

²⁷ Ali Alp; M. Ufuk Yılmaz , a.g.e., s. 51.

kurumlara satılır veya bir kuruma ipotekle ilgili hizmetler devredilir. İpotekle ilgili hizmetler başka bir kuruma devredildiğinde, hizmetleri gerçekleştiren kurum, bu yaptığı faaliyet karşılığında hizmet ücreti alır. Ücret, ipotek kredisi bakiyesi üzerinden bir yüzde şeklinde alınmaktadır. Bu yüzde oran, genelde %0.25 – %0.50 arasındadır. Ticari kredilerin üzerinden alınan oran genelde %0.23 gibi düşük oranlardadır; fakat meblağı düşük olan kredilerden daha yüksek oranlarda hizmet ücreti alınır. Hizmetleri sağlayan kurumlar, hizmet ücreti yanında, geç ödeme cezası, haciz cezaları gibi faaliyetlerden elde edilen ücretleri de alabilirler.

Hizmet ücretleri, ipotek kredisi düzenlemenin yanında, kurumlar için ikinci gelir kaynağıdır. Bu yüzden de kredi veren kurumlar, ipotekle ilgili hizmetleri başka bir kuruma devretmek yerine kendileri yapmayı tercih ederler. Bu tercih sadece gelir sağlamadan kaynaklanmaz. Kredi alan taraflar, aldıkları kredinin geri ödemelerinin, krediyi aldıkları kurum tarafından yapılmasını arzu ederler. Kurumlar, müşteri taleplerini karşılayıp rekabet gücünü arttırmak amacıyla da ipotekle ilgili hizmetleri kendileri yaparlar.

2.4.3. İkinci El Piyasa Satış Karı

Krediyi düzenleyen kurumun bu düzenlediği krediyi kendisine mal olduğundan daha yüksek bir fiyatla kişi yada kuruma sattığında, satmış olduğu fiyatla kendisine mal olma fiyatı arasındaki fark, ikinci el piyasa satış karıdır.

2.4.4. Satılan Kredi İle İlgili Faiz Gelirleri

Finansal kurumlar, mevduat veya başka kanallarla elde etmiş oldukları fonları belirli bir faiz oranından kredi talep edenlere verirler. Aynı zamanda toplamış oldukları bu fonlara da belli bir oranda faiz öderler. Bu yüzden finansal kurumların talep sahiplerine kredi vermede uygulayacakları faiz oranı, kurum gider payı ve kar marjı da dahil olmak üzere topladıkları fonlara kendilerinin verdikleri faiz oranı düzeyinde olmalıdır. Zaten bunun olmadığı durumda, finansal kurumlar için fon alıp satmak karlı olmaz.

“Mortgage piyasasında işlem yapan kurumlar açısından önemli bir gelir kaynağı da mortgage kredi ile birlikte bir paket olarak sunulan diğer ürünlerdir. Bunlar genel anlamda değişik sigorta türleri (hayat, yangın, işsizlik) olabileceği gibi değişik yatırım araçları da olabilir”²⁸.

Finansal kurumun üzerinde, ipotek kredisinin hazırlanıp bu kredinin tamamının geri alınmasına kadarki süreç de bir takım riskler bulunmaktadır. Bu riskler pipeline risk olarak adlandırılır. Fiyat riski ve kredi kullanmama riski olarak iki kısma ayrılır.

2.4.5. Kredi Kullanmama Riski

İpotek kredisi için başvuran kişi veya kurumlar, bu istekleri kabul edilip kendilerine yükümlülük mektubu gönderilmesine rağmen bu isteklerinden vazgeçebilirler. Bu olasılık, ipotek veren kurum için kredi kullanmama riskini oluşturur. Kredi veren kurum, kredi talep eden kişi veya kuruma yükümlülük mektubu göndermekle bir yükümlülük altına girer. Başvuru yapan kişi veya kurumlar, krediyi alıp almama konusunda serbesttir ve hiçbir yükümlülükleri yoktur. Sadece ödemiş oldukları yükümlülük ücretini alamazlar.

Kredi talep eden kişi veya kurumlar, krediyi talep etmelerine rağmen kullanmamalarının en tipik nedeni, ipotek faiz oranlarının düşmesinden dolayı başka bir kurumdan daha düşük bir faiz oranında ipotek kredisi bulmalarıdır.

2.4.6. Fiyat Riski

Kredi talep eden tarafa istemiş olduğu krediyi belli bir orandan veren kurum, ipotek faiz oranları arttığında, bu verdiği ipotek kredisinin değerinde azalma olacaktır. Kurumlar, bu oluşan fiyat riskinden korunmak için düzenlemiş oldukları ipotek kredilerini, düzenleme sürecinden sonra vakit kaybetmeden satabilirler. Yatırım olarak portföylerinde de tutabilirler; fakat gelecekteki faiz oranları karşısında, ipotek kredisi fiyatının değişmesi riskiyle karşılaşır. Bazı kurumlar, düzenleme aşamasındaki ipotek kredilerini, kişi yada kurumlarla, düzenleme süreci bitim takibinde hangi koşullarda satılacağı hususunda satış sözleşmesi de

²⁸ Atıl Karagöz, “a.g.m”, ss. 1-3.

yapmaktadırlar. Kurumlar, bu sözleşmeyle hangi miktar ve faiz oranıyla hangi tür ipotek kredisinin satışının yapılacağını belirlerler. Bu şekilde de yükümlülük altına girmiş olurlar.

Krediyi talep eden taraf kredinin düzenlenmesinden önce talebinden vazgeçerse, krediyi düzenleme aşamasındaki kurum, sözleşmede belirlenen yaptırım kadar zarar eder. Satış sözleşmesi, opsiyonlu olarak da düzenlenebilir. Opsiyonlu düzenlenen satış sözleşmesinde kredi talebinde bulunanlar, bu krediden vazgeçtiklerinde opsiyon ücreti kadar bir ücret ödeyeceklerdir.

2.5. İpoteğe Yatırımın Taşıdığı Riskler

Düzenlenmiş olan ipotek kredilerine yatırım yapmış olanların karşılaşacağı dört tür yatırım riski vardır.

2.5.1. Faiz Riski

Piyasa faiz oranının değişmesi nedeniyle karşılaşılabilecek olan zarardır. Faiz oranları artış gösterdiğinde ipotek kredisinin fiyatı azalır. Bunun tam tersi durumlarda ise, ipotek kredisinin fiyatında artma meydana gelecektir. İpotek kredisinin uzun vadeli olma özelliğinden dolayı, yatırımcı yatırım süresi zarfında faiz oranı riski altındadır.

Bu riskten korunmak için en çok uygulanan yöntem sigorta yaptırmaktır. Faiz riskine karşı korunmak amacıyla yaptırılacak sigortada, faiz oranlarının değişim sınırları belirlenir. Eğer faiz oranları bu belirlenen sınırların dışında seyir gösterirse sigorta devreye girer. Kurumun zararı sigorta tarafından ödenir.

2.5.2. Kredi Riski

Kredi alan kişinin herhangi bir nedenden dolayı borcunu ödeyememesi nedeniyle oluşan risktir. Bu riske karşı birtakım önlemler alınır. Özel kuruluşlar tarafından ipotek kredilerinin sigorta ettirilmesi, bu önlemlerden biridir. Böyle bir durumda kredi riski, sigorta yapan kuruluşun risk değerliğidir. Bir başka önlemden kredi derecelendirme kurumlarının değerlendirmelerini dikkate almaktır. Kredi derecelendirme kurumları, şirketlerin menkul

kıymetlerini değerlendiren kredi risklerini belirlerler. Değerlendirme sonucunda menkul kıymetler, en yüksek kaliteden en düşük kaliteye göre değerlendirilir. Bu kurumlar arasında en çok bilinenler, Moody's ve Standart and Poor's dur. Menkul kıymetler değerlendirilirken, Moody's, Aaa, Aa ve A, Standart and Poor's ise AAA, AA, A şeklinde derecelendirmektedir.

Bunların yanında diğer bir önlemde, LTV oranı ve PTI oranının değerlendirilip dikkate alınmasıdır. Kredi veren kurumlar tarafından, bu oranların düşük çıktığı ipotek kredilerine öncelik verilmesi gerekir. Kamu kuruluşlarının düzenlediği ipotek kredilerinde bu risk, en az düzeydedir. Bununla birlikte, kredi ödemelerinin aksaması halinde riskleri kendileri karşılayacak şekilde garantiler vermeleridir.

Herhangi bir nedenden ötürü kredinin geri ödenmemesi durumunda, kredi veren kurumlar ipotekli gayrimenkulü satın kredi bakiyesini tahsil ederler. Bu tahsilatın elde edilme süresi, ilgili ülkenin haciz prosedürüne bağlıdır.

2.5.3. Likidite Riski

Satın alınan ipotek kredilerinin acil olarak satılmak istendiğinde karşılaşılabilecek olan zarar olasılığıdır. Risk ölçümü, satılmak istenen ipotek kredisinin piyasadaki alım satım fiyatı arasındaki farka göre yapılır.

ABD'de ipotek kredilerine dayalı menkul kıymetlerin çoğunun likiditesi yüksek, likidite riskleri düşüktür. Piyasadaki alım satım marjı diğer borçlanma araçlarına göre yüksektir.

2.5.4. Satın Alma Gücü Riski

“Satın alma gücü riski (enflasyon riski), yatırım aracının gelecekteki nakit akımlarının satın alma güçlerindeki belirsizliktir”²⁹. Bu risk, ipotek kredilerinin uzun vadeli olmasından dolayı önemlidir. İpotek kredisini veren kurum, verdiği ipoteği sabit faiz oranlı ipotek kredisini olarak verdiğinde bu riskle karşılaşır. Bu ipotek kredi faiz oranlarının vade boyunca sabit tutulup belirli dönemlerde yeniden belirlenmesi, bu riskten korunma amacıyla yapılır.

²⁹ Ali Alp, a.g.e., s. 72.

2.5.5. Erken Ödeme Riski

“Önceden planlanmış anapara ödeme planına uyulmayarak, kredinin anapara bakiyesinin tamamının ödenmesi, erken ödeme anlamına gelmektedir”³⁰. Böylelikle de nakit akımlarında belirsizlik meydana gelecektir. Bu belirsizliğe erken ödeme riski denir. Piyasa faiz oranlarının istikrarlı bir seyir gösterdiği dönemlerde, erken ödeme oranı düşüktür. Piyasa faiz oranları düştüğü zaman konut kredisi alanlar, aldıkları bu krediyi kapatıp düşük faizle tekrar borçlanma yoluna giderler. Bu yüzden piyasa faiz oranları düştüğünde, erken ödeme oranı da yükselir.

2.6. İpotek Sigortası

“Genellikle ekonomik kriz yıllarında ve gayrimenkulün değer kaybettiği dönemlerde kredi kullananların geri ödemeleri aksattığı görülmüştür. Bu nedenle bu zararların telafisi için sigorta zorunluluğuna ihtiyaç duyulmuştur”³¹. Kredi alanlar ve kredi verenler tarafından yaptırılmak üzere iki tür sigorta vardır. Konut kredisi alanlar tarafından yaptırılan sigorta, genelde hayat sigortası şirketleri tarafından yapılır. Kredi alanın vefatı durumunda sigorta devreye girerek ödemeleri devam ettirir. Bu şekilde de vefat edenin yakınları aynı evde oturabilir. Yaptırılan bu sigorta, başlangıçta hayat sigortası olarak düzenlenmişse de daha sonra kapsadığı konular çeşitlilik göstermiştir. Kişilerin işlerini kaybetmeleri, sakatlanmaları gibi durumlar da sigorta kapsamına girmiştir. Kredi alanlar tarafından yaptırılan sigortayla kredi kurumlarına ödenecek ön ödeme tutarı azalabilir. Bu durum kredi alanlar için avantaj sağladığından özel veya kamusal sigorta şirketlerine sigorta yaptırırlar.

³⁰ Murat Bahadır Teker, *a.g.e.* s. 21.

³¹ Cemalettin Uçak, “*a.g.m*”, ss. 19 – 25.

Konut kredisi alanlar tarafından sigorta yaptırmaya talebin artması nedeniyle sigorta şirketleri, yapılan sigortanın uzun vadeli olması neticesinde ortaya çıkabilecek riskleri sigorta sözleşmelerine dahil etmişlerdir. “Devlet destekli olmayan sigorta şirketlerinin, genellikle alıcıları, gayrimenkulü alırken önemli peşinatlar ödemeye zorlandıkları görülmektedir”³². Konut haricindeki gayrimenkuller de sigortalanır. Özellikle inşa edilen yada satılan gayrimenkulün sigortasını kapsayan konular, yangın, deprem v.b. risklere karşıdır.

Kredi alanlar gibi kredi verenlerde sigorta yaptırır. Yaptırılan sigortanın maliyeti kredi alan tarafa yansıtılır. Bu yansıtmanın nasıl olacağı o andaki piyasa durumuna göre belirlenir. Bazı durumlarda da sigortanın maliyeti, ipotek kredisinin verilişi aşamasında kredi alanlar tarafından yatırılır. Sigortanın yapılma amacı, kredi alanın borcunu ödeyemediği durumlarda sigortanın devreye girerek ödemelerin düzenli olarak gerçekleşmesi isteğidir. Kredi sahibi ödeme güçlüğü içine düştüğünde sigorta şirketinin başvuracağı birkaç yol vardır. Bunlardan biri, ödeme güçlüğü çeken kredi sahibi mali bakımdan desteklenebilir. Böylelikle kredi taksitleri ödenerek ipotekli gayrimenkule haciz gelmesi önlenir. Bir diğer yolda sigorta şirketi, ipotek kredisi vermiş olan tarafa sigorta tutarını verir ve finansal kuruma haciz işlemi yaptırır. Başka bir yolda sigorta şirketi ipotekli borç bakiyesini, ipotek kredisi veren tarafa öder ve gayrimenkulle ilgili hakları üstüne alır. Bu yol başvurabileceği en iyi alternatif yoldur. Sigorta şirketi bu yolu uyguladıklarında, gayrimenkulü hemen satmak yerine onarıp gayrimenkul fiyatlarının artacağı zamanı bekleyebilir.

İpotek sigortasının, ipotek kredisinin vadesinin bitimine kadar yürürlükte olması gibi bir zorunluluğu bulunmamaktadır. İpotek kredisinin geri ödenmesi ile ipotek bakiyesi azalacağından, ipotek yapan kurum tarafından ipotek kredisine gerek duymayıp son verebilir yada iptal edebilir.

³² Cemalettin Uçak, “a.g.m”., ss. 19 – 25.

2.7. İpotek Kredisi Türleri

Finansman kurumları verdikleri ipotek kredisine talep arttırmak amacıyla zamanla birçok ipotek kredisi türü geliştirmişlerdir. Finansman kurumları, kendi mali bünyelerinin sıkıntıya düşmesini önleyecek şekilde ipotek kredilerini çeşitlendirirler. Ayrıca bu krediler oluşturulurken ülkenin genel ekonomik durumu ve ekonominin geleceği de etkilidir. Bundan dolayı da ipotek kredisi türleri ülkeler arasında değişiklik gösterir.

Ekonominin geliştiği, ekonomik istikrarın sağlandığı ve gelecekte de bu yönde bir bekleyişin olduğu ülkelerde sabit faizli ipotek kredisi, enflasyonun çok yüksek olduğu, dolayısıyla da ekonomik istikrarsızlığın yaşandığı ülkelerde ise değişken oranlı ipotek kredisi verilir. Gelişmekte olan ülkelerde gayrimenkul finansmanının uzun vadeli olması gayrimenkul piyasasını olumsuz etkiler. Gelişmekte olan ülkelerde fonlar zaten çok sınırlıdır. Bundan dolayı da finansman kurumları, kısa vadeli kredi taleplerini değerlendirirler. Bu ülkelerin, kendi ekonomik şartlarına uygun bir finansman sistemi oluşturması gerekmektedir. Bazı ülkeler kendi ekonomik yapılarına uygun bir gayrimenkul finansman sistemi oluştururlar. Bu ülkelerden biri olan Hindistan'da, konut finansmanı için yeni bir kurumsal yapıya gidilmiştir. Kolombiya'da ise, enflasyon ortamında toplanan tasarrufların ve verilen kredilerin enflasyona göre endekslenmesi sistemi kurulmuştur.

“Konut sorununun kurumsal alan içinde çözülmesi ve konut ediniminin sağlanıp arttırılması açısından konut ipotek kredileri çok önemli olmaktadır”³³. İpotek kredisi çeşitleri, gayrimenkul finansmanının arzını ve bu piyasaya olan talebi etkileyecek çok önemli bir husustur. Bu öneminden dolayı da çeşitli ülkelerde uygulanan ipotek kredisi türleri ele alınacaktır.

³³ M. Pryke; C. Whitehead, *An Overview of Mortgage – Backed Securitisation in the U.K.*, 1994, s. 83.

2.7.1. Sabit Faizli (Klasik) İpotek Kredisi

Klasik ipotek kredisi, vadesi boyunca faiz oranının ve geri ödeme tutarının sabit olduğu bir ipotek kredisi türüdür. Bu ipotek kredisi 1930'lu yıllardan beri uygulanmaktadır. Genelde ipotek kredilerine uygulanan faiz, devlet garantisi taşıyan menkul kıymetler, hazine bonosu ve devlet tahvilleri için belirlenen orandan daha fazladır. İpotek kredisinin borçlanma senetlerine göre likiditesinin daha az oluşu, kredi bulmada karşılaşılan güçlükler ve nakit akımlarındaki belirsizlikler, bunun nedenidir. Geri ödemeler, genelde tüm ipotek kredileri için aylık olarak yapılır. Vadeler konut kredilerinde 20 – 30 yıl arasında değişir ve diğer gayrimenkullerde bu süre daha kısadır.

Her ay ödenecek ipotek kredi geri ödemeleri iki unsurdan oluşur. Bu unsurlar, bir önceki ayın başlangıcındaki ipotek bakiyesinden hesaplanan yıllık faiz tutarının 1/12'si ve ipotek bakiyesi üzerinden anapara ödenmesidir. Bu iki unsur her ay yapıldıkça, bunlar ipotek kredisi bakiyesinden düşülür. Vade boyunca her ay yapılan ödemeler ipotek bakiyesinden düşse düşse dönem sonu kredi bakiyesi sıfırlanır. Buna bir örnek verelim; sabit faizli ipotek kredisi 1.000.000.000.TL.- , krediye uygulanan aylık faiz %5 ve vadesi 15 yıl olarak aldığımızda kredinin aylık geri ödemesi şu formülden bulunur³⁴;

$$MBo = MP \frac{1-(1+i)^{-n}}{i} \quad \text{Bu formülde yer alan;}$$

MP, aylık geri ödemelerini

n, geri ödemenin tamamlanacağı ay sayısını (vade)

MBo, başlangıçtaki ipotek kredisi tutarı

i, basit faiz oranı (yıllık faiz oranı /12)

³⁴ Ali Alp; M. Ufuk Yılmaz, a.g.e., s. 66.

Tablo 2.1. Klasik (Geleneksel) İpotek İçin Aylık Geri Ödemeler

	Dönem Başı Kredi Bakiyesi Tutarı	Aylık Kredi Geri Ödeme	Aylık Faiz Tutarı	Ana Para Geri Ödeme	Net Aylık Faiz Tutarı	Hizmet Gideri	Dönem Sonu Kredi Bakiyesi
1	1.000.000.000	7.907.936	4.166.667	3.741.270	3.958.333	208.333	996.258.730
2	996.258.730	7.907.936	4.151.078	3.756.858	3.943.524	207.554	992.501.872
3	992.501.872	7.907.936	4.135.424	3.772.512	3.928.653	206.771	988.729.360
4	988.729.360	7.907.936	4.119.706	3.788.231	3.913.720	205.985	984.941.130
5	984.941.130	7.907.936	4.103.921	3.804.015	3.898.725	205.196	981.137.115
"	"	"	"	"	"	"	"
50	797.089.323	7.907.936	3.321.206	4.586.731	3.155.145	166.060	792.502.592
51	792.502.592	7.907.936	3.302.094	4.605.842	3.136.989	165.105	787.896.750
52	787.896.750	7.907.936	3.282.903	4.625.033	3.118.758	164.145	783.271.717
53	783.271.717	7.907.936	3.263.632	4.644.304	3.100.451	163.182	778.627.413
54	778.627.413	7.907.936	3.244.281	4.663.655	3.082.067	162.214	773.963.757
"	773.963.757	7.907.936	3.224.849	4.683.087	3.063.607	161.242	769.280.670
"	"	"	"	"	"	"	"
100	542.701.149	7.907.936	2.261.255	5.646.681	2.148.192	113.063	573.054.467
101	537.054.467	7.907.936	2.237.727	5.670.209	2.125.841	111.886	531.384.258
102	531.384.258	7.907.936	2.214.101	5.693.835	2.013.396	110.705	525.690.423
103	525.690.423	7.907.936	2.190.377	5.717.560	2.080.858	109.519	519.972.863
104	519.972.863	7.907.936	2.166.554	5.741.383	2.058.226	108.328	514.231.481
105	514.231.481	7.907.936	2.142.631	5.765.305	2.035.500	107.132	508.466.176
"	"	"	"	"	"	"	"
175	46.763.290	7.907.936	194.847	7.713.089	185.105	9.742	39.050.201
176	39.050.201	7.907.936	162.709	7.745.227	154.574	8.135	31.304.974
177	31.304.974	7.907.936	130.437	7.777.499	12.396	6.522	23.527.475
178	23.527.475	7.907.936	98.031	7.809.905	93.130	4.902	15.717.570
179	15.717.570	7.907.936	65.490	7.842.446	62.215	3.274	7.875.123
180	7.875.123	7.907.936	32.813	7.875.123	31.172	1.641	0

Kaynak: Alp Ali ve M. Ufuk Yılmaz, Gayrimenkul Finansmanı ve Değerlemesi, İMKB, Haziran 2000.

Tabloda, ilk ay kredi geri ödemesinin 7.907.936.TL olduğu görülmektedir. İlk ay anapara ödeme tutarı ise, 3.741.270.TL dir. Bu, aylık kredi geri ödemesinden aylık faiz tutarının çıkarılması ile bulunmuştur. Bu şekilde her ay dönem sonu bakiyesi azalmakta ve kredinin bitim vadesi olan 180'inci ayda sıfırlanmaktadır.

Kredi talep eden taraf, faizlerde düşme olduğu zaman borcunu ödeyerek kullandığı krediyi kapama hakkına sahiptir. Kredi veren tarafın böyle bir hakkı yoktur. Yani faizlerde bir yükseliş yaşandığında faiz oranlarını yükseltme veya krediyi sona erdirme hakkına sahip

değildir. Bu yüzden kredi talep edenler için bu ipotek kredisi türü avantajlı, kredi veren taraf için ise risklidir. Çünkü faiz oranları düştüğünde ipotek kredisi veren kurumlar erken ödeme riski ile, faiz oranları yükseldiğinde ise önceden verdikleri klasik ipotekle ilgili faiz oranı riski ile karşılaşır. Bu kadar riskli bir kredi ancak ekonomik açıdan güçlü, istikrarlı bir ülkede uygulanabilir.

ABD’de, istikrarlı bir ülke olmasına rağmen, faiz oranlarının yükseldiği dönemlerde verilmiş olan klasik ipotek kredileri yüzünden mali kriz yaşanmıştır. Bu krizden ancak hükümet yardımları sayesinde kurtulabilinmiştir.

2.7.2. Değişken Oranlı İpotek Kredileri

Değişken oranlı ipotek kredisi (Variable Rate Mortgage – VRM), ayarlanabilir oranlı ipotek kredisi (Adjustable Rate Mortgage – ARM) olarak da adlandırılır. Faiz oranları, kredi vadesi süresince sözleşmede önceden belirlenen dönemlerde değiştirilen bir ipotek kredisi türüdür. Faiz oranları, 6 ay, 1 yıl, 2 yıl yada 3 yıl gibi sürelerde yeniden belirlenir. Faiz oranlarının belirlenme süreleri ülkelerin ekonomik yapısına bağlıdır.

Avrupa’nın sanayileşmiş ülkeleri, ABD gibi ekonomileri kuvvetli, istikrarlı, enflasyon düzeyinin düşük ve değişkenlik göstermediği ülkelerde faiz oranı belirleme dönemi 2-3 yılda bir yapılabilir. Güney Afrika gibi ekonomisinin istikrarlı olmadığı ve yüksek enflasyon yaşandığı ülkelerde ise, faiz oranı belirleme dönemi, 6 ay veya 3 aya indirilebilir.

Bu ipotek kredisi türünde, dönemde uygulanacak olan faiz oranı, belirlenen endekse ilave olarak sözleşmede belirlenen sabit bir faiz oranı şeklinde olup dönem faiz oranı olarak uygulanır. İpotek kredisi alan ve veren arasında yapılan sözleşmede bu sabit faiz, dönemlere göre de değişebilmekte hatta bazen sadece belirlenen endeks uygulanmaktadır. Bu uygulama, ülkeler arası ve ayrıca ülkelerdeki kurumlar arasında da değişiklik gösterir. Endeks, hazine menkul kıymetleri üzerindeki faiz oranı yada uzman konut finansman kurumlarının fon maliyetleri gibi unsurlar dikkate alınarak belirlenir.

Finansman kurumları tarafından, bu ipotek kredi türüne kişilerin talep göstermesi için, faiz oranları başlangıçtaki piyasa faiz oranından daha düşük belirlenir. Değişken Faizli İpotek Kredilerinin aylık nakit akımlarını etkileyen iki türü bulunur;

- **Dönemsel Sınırlamalar (Periodic Caps) :** Geri ödeme tutarının dönemsel olarak değişimi belirli sınırlar arasındadır. Oran sınırlaması ve ödeme sınırlaması olarak ikiye ayrılır. Faiz oranlarının, belirli bir endekse bağlı olarak yeniden belirlenme döneminde önceden belirlenen alt sınırın altına inmeyeceği ve üst sınırın üstüne çıkmayacağı kredi sözleşmesinde belirlenebilir. Ödemelere de bu tür bir sınırlama getirilebilmektedir. Belirlenen endekse göre yapılacak ödemenin, faiz oranı ve ödeme sınırlamaları ile daha az olması halinde meydana gelecek fark, kredi bakiyesine eklenir. Endekse göre yapılacak ödeme belirlenen sınırın altında kaldığında, getirilen faiz oranı ve ödeme sınırlamalarına göre ödemede bulunulduğunda, sınırlar arasında yapılan ödemeyle endekse göre yapılması gereken ödemenin farkı ipotek kredi bakiyesinden düşülür. VRM ile getirilen bu sınırlamalar, faiz oranlarının yükselmesi durumunda kredi alanların geri ödemeleri çok fazla yükselmez. Kredi verenler ise, böyle bir ortamda geri ödemeler reel olarak azalacağından ve getirilen sınırlamalarla geri ödeme tutarı engellendiğinden mali sıkıntıya düşerler. Bundan dolayı da ipotek kredi kurumları, faiz oranları için isabetli öngörülerde bulunup sınırlamaları da bu tahminlere göre oluşturmaları gerekir.
- **Vade Boyunca Olan Sınırlamalar (Lifetime Capsand Floors):** Vade süresince uygulanacak olan faiz oranına üst sınırlama yapılır. Bu sınırı lifetime cap denir. Kredinin başlangıcında belirlenen faiz oranına bir oran eklenir. Buna örnek vermek gerekirse; Bir VRM kredisinin başlangıç faizi %12 olduğunda ve en fazla %4'lük bir tavan belirlendiğinde kredinin tüm vadesi boyunca uygulanacak faiz oranı en fazla %16 olacaktır. VRM'de kredinin tüm vadesi boyunca uygulanacak faiz tavanı belirlendiği gibi vade süresinde asgari bir faiz oranı da belirlenebilir. Bu orana lifetime floore denir. Faiz oranları belirlenen asgari oranın altında olduğunda belirlenmiş olan asgari oran kullanılır.

2.7.3. Artan Geri Ödeme Tutarlı İpotek Kredileri

Genelde konut kredisi alacak kişiler, ilk işe başladıkları dönemlerde gelirleri azdır. Edinilen tecrübeyle birlikte zamanla gelirlerinde artış görülür. Ayrıca kişiler gençlik dönemlerinde

harcamaları daha yüksek olurken tasarrufları daha azdır. Yaşlandıkça kişilerin harcamaları azalır, tasarrufları ise artar. Finansman kurumları, kişilerin bu yaş-gelir-tüketim-tasarruf döngülerini dikkate alarak bir ipotek kredisi türü olan Artan Geri Ödeme Tutarlı İpotek Kredisini (Graduated Payment Mortgage – GPM) oluşturmuşlardır. Bu tür ipotek kredilerinde, kredinin vadesinin başlangıcındaki kredi ödeme tutarı daha düşüktür ve zaman içinde ise ödeme tutarı artar.

GPM planlarının çerçevesinde şu unsurlar bulunmaktadır³⁵;

- İpotek kredisinin vadesi,
- İpotek kredisinin geri ödeme tutarının vade boyunca artacağı yıllar,
- İpotek kredis faiz oranı,
- Geri ödeme tutarının artış göstereceği dönemlerdeki artış yüzdesi.

GPM planları düzenlenen sözleşmelere göre değişiklik gösterir. İlgili ülkenin ekonomik koşullarına göre geri ödeme tutarındaki artış yüzdeleri belirlenir. Enflasyon oranının çok yüksek olduğu ülkelerde geri ödeme tutarındaki artış oranının reel bir artış olabilmesi için, enflasyon oranının üzerinde olması gerekir.

GMP'lerde kredinin vadesi süresince geri ödeme tutarı değişir, fakat kredinin faiz oranı değişmez. Bundan dolayı da kredi veren kurumlar, klasik ipotek kredisinde olduğu gibi faiz oranı riskiyle karşı karşıyadırlar. Enflasyon oranı yüksek ülkelerde bu kredinin uygulanışı elverişli olmayıp kredi veren kurumlar açısından büyük risk teşkil eder.

2.7.4. Enflasyonun Olumsuz Etkilerini Giderici İpotek Kredisi Türleri

Enflasyon oranının artmasıyla nakit akımlarının değeri de gittikçe azalır. Buna tilt problemi denir. Enflasyonlu ortamlar, uygulanan ipotek kredisinin geri dönüşümleri, gelir düzeylerinin enflasyon oranında artıp artmamasıyla alakalıdır. Eğer kişilerin gelir düzeyleri enflasyon oranında artış göstermezse ve başka bir gelir kaynakları da yoksa kredinin geri ödemelerinde

³⁵ F.J. Fabozzi; F. Modigliani, *Capital Markets; Institutions and Instruments*, New Jersey, 1992, s. 553.

zorlanacaklar, böylelikle de kurumlar ipotekli gayrimenkul üzerine haciz koyacaklardır. Bu olumsuz durumu ortadan kaldırmak amacıyla kurumlar ipotek kredisi türleri geliştirmişlerdir. Bu ipotek kredilerinde kişilerin gelir düzeyleri enflasyon oranı altında kaldığında, kişilerin gelir düzeyindeki artış oranına göre geri ödemeler düzenlenir. Kredi bakiyesi enflasyona göre düzeltilir ve oluşan aradaki fark da kredi bakiyesine ilave edilir. Aynı zamanda bu ipotek kredilerine endekse bağlı ipotek kredileri de denmektedir. Çünkü ipotek kredisi ve geri ödemeleri esas alınan endeksle belirlenmektedir. Enflasyonla uygulanabilir ipotek kredilerinden en çok bilinenler, fiyat düzeyine ayarlanan ipotek kredisi (PLAM) ve iki oranlı ipotek kredileridir (DRM).

2.7.4.1. Fiyat Düzeyine Ayarlanan Kredi Türleri

Fiyat düzeyine ayarlanan ipotek kredisi (Price Level Adjusted Mortgage – PLAM), bazı bakımlardan hem değişken oranlı ipoteklere hem de klasik ipoteklere benzerlik gösterir. Krediye uygulanan faiz oranı belirli dönemlerde değişir. “...Faiz oranlarının hazine bonosu, ipotek piyasası endeksi, diğer borsa endeksleri, mevduat piyasası faizleri yada fiyat endekslerine bağlı olarak değişmesi esasına dayanır. Bu değişimler sözleşmelere göre aylık, yıllık veya daha uzun vadelerde yapılabilmektedir. Sözleşmelerde faiz oranlarının ayarlanması halinde nelere endeksleneyeceğinin, değişikliklerin ne zaman yapılacağı, ne zaman taraflara bildirileceğinin ve yürürlüğe gireceğinin belirlenmesi önem taşımaktadır”³⁶. Böylelikle de kredi veren kurum faiz oranı riskine karşı korunur. Bu özelliği, değişken oranlı ipotek kredileriyle benzerlik gösterir. Klasik ipotek kredilerinin aylık geri ödemeleri nominal olarak sabit meblağlardadır. Bu ipotek kredi türünde ise, aylık para ödemeler enflasyona göre nominal olarak değişir; fakat reel bakımdan bu tutar sabit kalır. PLAM’da faiz oranı reel olmakta, klasik ipoteklerde olduğu gibi nominal olmamaktadır. Böylelikle enflasyon riski ortadan kalktığından satın alma gücünde elimine edilmiş olur.

Faiz oranına ve geri ödemelere örnek verilirse; enflasyon oranı %10, faiz oranı %15 olduğunda reel faiz %5 olmaktadır ve bu oranda, anapara üzerinden ödenir. Borçlunun kredi

³⁶ Cemalettin Uçak, “a.g.m”, ss. 19 – 25.

³⁷ Earl Baldwin and Sandra Stotts, *Mortgage-Backed Securities*, Chicago, Illinois: Probus Publishing Company, 1990, s. 138.

borcu, sene sonunda 100.000\$ olduğunu ve enflasyonda %10 oranında bir artış gösterdiğini varsaydığımızda yeni borç bakiyesi 110.000\$ olmaktadır.

PLAM sözleşmesinde yer alan unsurlar³⁷;

- Reel faiz oranı,
- Fiyat düzeyini belirlemek için kullanılacak endeks ki genelde tüketici fiyat artış endeksi olmaktadır,
- Kredi süresini içermektedir.

Her yıl vadesi gelen fiili ödemeleri bulmak amacıyla geri ödeme tutarı, enflasyon düzeltme faktörüyle çarpılır. Fiili borç bakiyesini bulmak için ise enflasyon düzeltme faktörü ile gerçek borç bakiyesi çarpılmaktadır.

2.7.4.2. İki Oranlı İpotek Kredisi

İki oranlı ipotek kredisi (Dual Rate Mortgage – DRM), bazı yönlerden PLAM’a benzemektedir. PLAM’daki gibi iki oranlı ipotek kredisinde de ipotek kredi bakiyesi enflasyon oranına göre düzeltilir. İki Oranlı İpotek Kredisinde kredi talep eden tarafın geri ödeme tutarı, gelir düzeyine göre hesaplanır. Bu noktada İki Oranlı İpotek Kredisi PLAM’dan ayrılmaktadır. “Örneğin, enflasyon oranının %30, kredi almış kişilerin gelir artış oranının % 20 olması halinde, mevcut kredi bakiyesi % 30 yükseltilecek, kişilerin geri ödeme tutarları ise % 20 oranında artırılacak, arada oluşacak fark ise (kişilerin, enflasyona göre düzeltilmiş kredi bakiyesine kıyasla düşük geri ödemede bulunması nedeni ile) mevcut kredi bakiyesine ilave edilecektir. Söz konusu nedenden kaynaklanan farklar ise zaman içinde birkaç şekilde (toplu ödemeler ya da kredi vadesinin uzatılması gibi) geri ödenecektir”³⁸. Bu farklar üç şekilde geri ödenebilir;

³⁸ M. Ufuk Yılmaz, Türkiye’de İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Merkezinin Kurulması, Yeterlilik Etüdü, SPK, 2000, s. 8.

- Kredi talep eden tarafın gelir düzeyindeki artış enflasyon oranından fazla olduğu dönemlerde geri ödemeler mevcut kredi bakiyesine göre fazla olacaktır. Bu yapılan fazla ödemeler, gelir düzeyinin düştüğü dönemlerde kredi bakiyesinde oluşacak artışları karşılar.
- Kredi talep eden kişilerin gelir düzeyleri, enflasyon oranına göre düşük olduğu dönemlerde ise kredi bakiyesinde oluşan artışlar, kredinin kalan vadesinde eşit geri ödemelerle yapılır.
- Kredi bakiyesinde oluşan bu artışlar, kredi vadesinin dolmasından hemen sonra belirli bir zaman diliminde yeni bir kredi gibi geri ödenebilir.

İki oranlı ipotek kredisi, enflasyon oranı arttığında kişilerin gelir düzeylerinin bu orana göre artmadığı anlarda, ödeme gücü çeken kişilerin gayrimenkullerine haczetmemek için getirilmiş bir ipotek kredi türüdür.

2.7.4.3. Kazanç Paylaşımli İpotek Kredileri

Kazanç Paylaşımli İpotekli Kredilerinde, konut edinimi için ipotek kredisi alan kişilerin sağlayacağı spekülative kazanca ortak olan üçüncü bir kişi bulunmaktadır. Bu üçüncü kişi, kredi talep eden kişinin yaptığı peşinat ve aylık ödemelerin bir bölümüne katılır ve sonuçta da katıldığı oran kadar pay alır.

Genellikle kredi veren kurum, gayrimenkulün değerinin artışı üzerinde bir paya sahiptir. Bu ipotek kredisinde vade süresi, en fazla 10 yıldır. İpotekli gayrimenkul maksimum vade olan 10 yıldan daha kısa bir sürede satılırsa, gayrimenkulün satış fiyatı üzerinden paylaşım yapılır. “Eğer 10 yıl içinde gayrimenkul satılmamış ise gayrimenkul fiyatı piyasa araştırılarak kazanç miktarı tespit edilir. Bu kazancın borç veren kuruluşa düşen payı borç veren kuruluşa ödenir. Eğer borçlu bu miktarın tamamını karşılayamıyorsa kalan kısım için yeni bir kredi açılarak piyasa faiz oranları üzerinden geri ödemeler yapılır”³⁹.

³⁹ İlhan Uludağ, a.g.e., s. 19 - 20.

2.7.5. Diğer İpotek Kredisi Türleri

Yukarıda açıklanan ipotek kredileri yaygın olarak kullanılır. Ülkelerin ekonomik koşullarına göre uygulanan başka ipotek kredi türleri de bulunmaktadır. Bunlar aşağıda açıklanacaktır.

2.7.6. Karma İpotek Kredileri (Hibrid)

Farklı ipotek kredilerinin özellikleriyle oluşturulan ipotek kredi türüdür. Genellikle klasik ipotek kredisine değişken oranlı ipotek kredisinin özelliklerinden oluşturulan karma bir geri ödeme sistemi uygulanır. Geri ödemeler, kredinin başlangıcından itibaren belirlenen bir süre sabittir. Bu dönemde de faiz oranları, kredinin düzenlenme aşamasında belirtilen orandadır. Genelde geri ödemelerin sabit kaldığı başlangıç dönemi, 5, 7 veya 10 yıldır. Başlangıç dönemi bittiğinde faiz oranı ve geri ödeme tutarı, sözleşmede belirtilen endekse göre yeniden hesaplanır. Faiz oranları, 6 ay gibi kısa dönemlerde belirlenir.

Karma ipotek kredileri, finansman kurumlarının faiz oranı riskine karşı korunmak amacıyla çıkardıkları bir ipotek kredi türüdür.

2.7.7. Sabit Oranlı, Basamak Ödemeli İpotek Kredileri

Sabit oranlı ipotek kredileri (Tiered Payment Mortgage – TPM), genelde 15 yıl vadeli yada 30 yıl vadeli olarak düzenlenir. Kredi başlangıcında uygulanan faiz oranları genelde piyasa faiz oranlarına göre daha düşüktür. Faiz oranları belirlenirken, sözleşmede belirtilen endeks esas alınır ve yılda en az bir kez belirlenir. Bu faiz oranının üst ve alt sınırları belirlenerek, belirli bir sınırın üstüne çıkması ve belirli bir sınırın altına inmesi engellenmiş olur.

Bu kredide geri ödemeler kademeli olarak artar ve ödemeler önceden bellidir. Buda değişken oranlı ipotek kredisine arasındaki farkı oluşturur.

2.7.8. Yüksek Ödemeli İpotek Kredileri

Yüksek Ödemeli İpotek Kredileri (Ballon Mortgage), başlangıçtaki ödeme tutarı eşit geri ödemeli ipotek kredisine göre daha düşüktür. Ön ödeme tutarı da oldukça düşük düzeydedir.

Bunda da amaç, bu krediye talebin artmasını sağlamaktır. Bu kredide faiz oranları sabit yada değişken oranlı olabilirken, vadeler ise genellikle 20-30 yıl arasında değişir. Kredinin vadesi içinde bazı ara ödemeler yapılır. Genelde bu ara ödemeler 5 yada 7'nci yılda gerçekleşir. Ara ödemeler kredinin bakiyesini aynı tutarda azaltır, böylelikle de vade içinde kredinin geri ödenmesi sağlanır.

Bazı Yüksek Ödemeli İpotek Kredilerinde ara ödeme uygulanmaz. Kredi bakiyesi, geri ödemelerle tamamlanamadığından vade sonuna sarkar. Kredi talep eden taraf, bu krediyi kapatmak için mevcut kredi bakiyesi tutarında kurumdan yeni bir kredi alır. Ayrıca, aynı meblağdaki krediyi başka bir kredi kurumundan borçlanma şeklinde de mevcut kredi borcunu kapatabilir.

2.7.9. İki Aşamalı İpotek Kredileri

İki Aşamalı İpotek Kredisi (Two Step), klasik ipotek kredileriyle benzerlik gösterir. Bu kredide kredi vadesi boyunca faiz oranı bir defa yapılır ve belirlenen faiz oranı geri kalan vadede devam eder.

Kredi alan tarafa bu kredinin cazip gelmesi için, faiz oranları piyasa faiz oranlarına göre daha düşük sunulur. Kredi veren kurumlar için ise, vade süresince bir defa faiz oranı yeniden belirlendiğinden faiz oranı riski azalmış olur.

2.7.10. İndirimli İpotek

İndirimli ipotek kredileri (Bay – Dawn Mortgage), kredi talep edenlerin aylık ödemelerini azaltmak amacıyla geliştirilmiştir. İki çeşit uygulaması bulunmaktadır;⁴⁰

- **Sabit İndirimli İpotek:** Örneğin kredi kullanan kişinin 50.000\$'a ihtiyacı olsun ve faiz oranı 30 senelik sabit faizli ipotek için %15,5 olsun. Böylelikle aylık ödemelerin 652,26\$ olarak ödenmesi gerekmekte ancak kredi kullanan kişinin aylık ödemeyi yapacak gücü yok

⁴⁰ Murat Bahadır Teker, a.g.e., s. 48.

ise, ilk 3 sene için faiz oranında %2'lik bir indirim yapılarak aylık taksit ödemesi 572,71\$'a indirilmektedir.

- **Bölünmüş İndirimli İpotek:** Bu uygulamada 15,5 olan faiz oranı ilk yıl için 12,5 ikinci yıl %13,5 üçüncü yıl %14,5 olarak uygulanmakta dördüncü yıldan itibaren normal ödemeler devam etmektedir. Böylelikle ipotek tahsis eden kurum, diğer alternatiflere göre daha ucuz bir yoldan fon ihtiyacını karşılar.

2.7.11. Hayat Sigortalı, Emeklilik Bağlantılı İpotek Kredileri

Bu tür ipotek kredisinde ipotek kredisinin yanında hayat sigortası da yapılır. Bu sigorta emeklilik geliri sağlar. Kredi talep edenler, sigorta vadesi boyunca sigorta primi ve kredinin faizini öderler. Sigortanın vadesi geldiğinde ise ana borç sigortanın emeklilik ödemeleriyle kapatılır. Ödemeler düzenlenirken kredi talep eden tarafın aylık ödeme gücü dikkate alınır.

Emeklilik bağlantılı ipotek kredilerinde ise ipotek kredisi talep eden tarafın ödemeleri emeklilik maaşına göre düzenlenir. Bu ipotek kredi türü için başvuran kişi emekli aylığının bir kısmını konut taksitlerine ayıracağını bilincindedir.

2.7.12. Kaydırılabilir İpotekler

Kaydırılabilir ipotekli krediler (Moveable Mortgage), ticari ipotek işlemlerinde uygulanır. Bu ipotek kredisinde, bir gayrimenkul için alınan ipotek kredisinin bakiyesi başka bir gayrimenkule ilave bir ücret ödmeden geçebilme imkanı sağlar. Bu verilen imkan en çok yılda bir kez yapılabilir; fakat vade sonuna kadar birden fazla uygulama imkanı olabilir.

2.7.13. Yalnız Faiz Ödemeli Krediler

Yalnız faiz ödemeli kredilerde (interest – only loans), belirlenen sürede sadece faiz ödemesi yapılır anapara ödemesi yapılmaz. Anaparanın dönem sonunda ödenmesi için başlangıçta senet imzalanır. Bu kredide uygulanan bir başka metot da ballon ipoteğidir. Bu metot da 5 yıl zarfında sadece faiz ödemesi yapılır. Bu süreden sonra taksit miktarları arttırılır, anapara ve faiz tamamen ödenir.

3. BÖLÜM

GAYRİMENKUL PİYASALARI VE GAYRİMENKULE DAYALI MENKUL KIYMETLERİN SERMAYE PİYASASI AÇISINDAN DEĞERLENDİRİLMESİ

3.1. Gayrimenkul Piyasaları ve Gayrimenkule Dayalı Menkul Kıymetler

Gayrimenkul sahipleri, edindikleri gayrimenkulleri likit hale getirme, yatırımcılar ise, en az riskle en çok getiriye sağlayacak yatırım araçlarına yönelme arzusunda dırlar. Bundan dolayı da gayrimenkul menkul kıymetleri ihraç eden kuruluşlar, yatırımcıların bu istek ve yönelimlerine göre yatırım araçları geliştirirler. Menkul kıymetlerin ihraç edilmesinde birçok faktör göz önüne alınır. Bu faktörler aşağıda açıklanacaktır;

3.1.1. Piyasa Farklılıkları

Gayrimenkule dayalı menkul kıymet ihraç eden kuruluş, aracılık yüklenimi söz konusu olduğunda, aracı kuruluşla, ihracın hangi piyasalarda olacağına ve sağlanacak finansmanın bir yada birçok menkul kıymetle mi yapılacağına karar verir.

Menkul kıymetlerin ihraç edilmesiyle oluşacak maliyet, finansmanı yapılacak gayrimenkule ve ihraççının durumuna göre değişir. İhracı yapacak kuruluş, global olarak veya uluslararası piyasalarda tanınmayıp sadece bölgesel olarak çok iyi tanınabilir. Bu tür kuruluşlar, bu tanındıkları bölge içerisinde menkul kıymet ihracı yaptıklarında ihraç maliyeti diğer yöntemlere göre azalır. Menkul kıymet ihracı yapan kuruluşlar bu ihracı büyük boyutlarda

yapıyor ve uluslararası piyasalarda tanınıyorlarsa finansman sağlamak amacıyla yapılan menkul kıymet ihracının maliyeti de düşük olacaktır. Kısaca özetlemek gerekirse, ihraççı kurum piyasalardaki durumuna ve ihraç edeceği menkul kıymetin boyutuna göre doğru karar verdiğinde menkul kıymet ihraç maliyeti de azalacaktır.

Menkul kıymetler borsalarda da işlem görmektedir. “The American Stock Exchange’de işlem gören menkul kıymetler New York Borsasında işlem gören menkul kıymetlere göre daha yeni şirketlerin menkul kıymetleridir. Londra, Tokyo ve Frankfurt Borsalarında menkul kıymetleri kote olmuş şirketlerin çoğu aynı zamanda New York Borsasında da işlem görmektedir. Özellikle Avrupalıların yönetiminde bulunan tanınmamış şirketlerin küçük çaplı ihraçları Luxemburg Borsası’na kote edilmektedirler”⁴¹. Tahviller ve diğer borçlanma senetlerinin önemli bir bölümü ve özvarlık finansmanı sağlayan menkul kıymetlerin bir bölümü kurumsal veya diğer yatırımcılara, yatırım bankaları yada bu işlerle uğraşan menkul kıymet dealerları tarafından özel ihraç yoluyla satılırlar. Bunlar borsalara kote edilemezler. Birçok ipoteğe dayalı menkul kıymet borsalarda işlem görmez. İşlem gördükleri yerler, tezgah üstü piyasalar veya özel ihraçlardır. Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının hisse senetleri borsalarda işlem görür; fakat bu kuruluşlar tarafından ihraç edilen borçlanma senedi borsalara kote edilmemiş değildir.

3.1.2. Teminat Farklılıkları:

Tüm gayrimenkule dayalı menkul kıymetler teminatlı olmamaktadır. Finansal kurum ve gayrimenkul şirketlerinin birçoğu, gayrimenkul ve ipotek yatırımlarını finanse etmek için hisse senedi veya vadeli teminatsız borçlanma yoluna başvurur. Hisse senedi ve oydan yoksun hisse senedi ihracında teminat gerekmez. Finanslama eğer varlığa dayalı olarak yapılacaksa şirketin stokları, gayrimenkulleri veya alacakları teminat olarak kullanılır. İpotek finansmanında, konut, sınai gayrimenkuller, ticari gayrimenkuller, kurumsal gayrimenkuller, tarımsal gayrimenkuller teminat olarak gösterilirken ipoteğe dayalı menkul kıymetlerde ise gösterilecek teminatlar konut veya ticari ipotekler veyahut ipotek paylaşım sertifikalarıdır.

⁴¹ Murat Bahadır Teker, a.g.e., s. 25.

3.1.3. İhraççılar ve Menkul Kıymet İhracındaki Amaçları

Menkul kıymet ihraç edenler borç verip fon temin eden kuruluşlar olabileceği gibi aracılık görevini üstlenen kuruluşlarda olabilir. Borç verip fon temin ederek menkul kıymet ihraç eden bu kuruluşlar gayrimenkul yatırım ve geliştirme şirketleri ve diğer borç veren kuruluşlardır. Bu kuruluşlar hisse senedi, tahviller, ipotek kredileri, proje bazında ihraç edilmiş menkul kıymetler ve gayrimenkul yatırımlarından sağlanan gelirlerle sermaye ihtiyaçlarını karşılarlar. İpotek kredisi veren kuruluşlar, yeni krediler vermek amacıyla fon sağlamak için verdikleri kredileri menkul kıymetleştirme yoluna giderek satarlar. Gayrimenkul yatırım şirketleri ise yatırımlarını ve özvarlıklarını kullanarak yeni gayrimenkuller elde etmeye çalışırlar.

Aracılık görevini yapan kuruluşlar ise finansal ve holding kuruluşları ile ilişkileri bulunan yatırım bankaları ve aracı kuruluşlardır. Aracı kuruluşların menkul kıymet satış tutarı ile teminat sağlama maliyeti arasındaki fark karları olup, bunu maksimize etmeye çalışırlar. Burada söz edilen teminat maliyeti, ipoteğin yada gayrimenkulün alış maliyeti ve buna ek olarak aracılık yüklenim maliyetidir.

3.1.4. Kredi Değerliliğini Arttırmak İçin Kullanılan Yöntemler ve Arasındaki Farklar

İhraççı kuruluş, düşük risk derecelemesi almak amacıyla, kredi değerliliğini arttırıcı bir takım yöntemler uygular. Bu yöntemler 3'e ayrılır;

- **Fazla Teminatlandırma:** Menkul kıymet ihraç tutarının tümünden daha fazla ipotek teminat olarak tutulur. Teminattaki bireysel kredilerden birinde çıkan sorunu çözmek amacıyla bu kredinin yerine teminattaki diğer krediler kullanılır. Böylelikle de menkul kıymetin ana para ve faiz ödemeleri güvence altına alınır.
- **Garanti Tahvilleri:** Menkul kıymet ihracı yapan kuruluşun bu çıkardığı menkul kıymetlerin anapara ve faizlerinin zamanında ödeneceğini, sigorta şirketi garanti tahvilleri vererek garanti eder. Sigorta şirketi bu verdiği tahviller karşılığında komisyon alır.

- **Kredi Uygulama:** Menkul kıymetin anapara ve faiz ödeme dönemlerinde kredi açılmasını garanti altına almak amacıyla ticari bankayla ihraççı arasında anlaşma yapılır. Böylelikle de yatırımcılara ödemelerin aksamayacağına dair garanti verilir. Menkul kıymetin risk değerlemesi bankanın kredi notuna bağlıdır. Dolayısıyla da bankanın kredibilitesi önemlidir.

3.1.5. Menkul Kıymet Çeşitleri Arasındaki Farklar

Gayrimenkul ve ipotek kredilerinin finansmanı için özkaynaklar ve borçlanma sağlayan menkul kıymetler kullanılır. Borçlanma amacıyla kullanılan bu menkul kıymetler hem ön finansman olarak gayrimenkul finansmanında hem de ihraç edilmiş menkul kıymetler üzerinden tekrar bir finansman sağlamak amacıyla kullanılır. Menkul kıymet ihraç eden kuruluş, ihraç ettiği menkul kıymetin satışının geniş bir kesime yayılmasından dolayı satıştan sonra elinde kalan kısmıyla kontrolü elinde tutabileceği gibi, sahip olduğu hakların bir kısmını yada tamamını da satabilir.

- **Oydan Yoksun Hisse Senetleri ve Hisse Senetleri:** Oydan yoksun hisse senetleri ve hisse senetlerinin temettü önceliği vardır. Belirli bir geliri temin ettiği için gayrimenkul finansmanı sağlayan kuruluşlar tarafından yatırımcılara nakit akışı sağlamak amacıyla kullanılır. Borçlanma senedi ve özvarlık finansmanı sağlayan bir araçtır. Bu nedenle de bazı projelerde finansman kolaylığı sağlar. Örneğin İngiltere’de birkaç gayrimenkul yatırım projeleri finansmanında kullanılmıştır; fakat Amerika’da nadir olarak kullanılmaktadır. Hisse senetleri ise özellikle özvarlık finansmanında kullanılmasına rağmen bazı ihraçlarda oydan yoksun hisse senedi ile birlikte de kullanılabilir.
- **Sınırlı Süreli veya Sınırsız Süreli Menkul Kıymetler:** Hisse senetleri ihraç eden şirket varlığını devam ettirdiği süre zarfında hisse senetleri de varlığını sürdürür. Bu yüzden hisse senetleri sonsuz vadeli olarak ta tanımlanabilir. Sonsuz vadeli menkul kıymetler borçlanma senetleri arasında da bulunur. Şirketlerin sonsuz vadeli değişken faizli tahvil çıkarmayı tercih etmelerinin nedeni özkaynak artışının zor olması yada fon sağlamak amacıyla yeni pay senetlerinin satış maliyetinin yüksek olmasıdır.

- **Destekleyici Unsurlarla İhraç Edilen Menkul Kıymetler:** Aynı varlık üzerinden ihraç edilen menkul kıymetlerin kredi değerlilikleri farklı olabilir. Menkul kıymet olarak ihraç edilecek ipotek yada varlıklar gruplara ayrılarak değişik yatırımcılara farklı teminatlar yoluyla ulaşılabilir.
- **Dönüştürülebilir Menkul Kıymetler:** Menkul kıymetler, ihraççı kuruluşun veya diğer bir kuruluşun hisse senetlerine dönüştürülebilir. Önceden bir çevrim fiyatı saptanır. Menkul kıymeti elinde bulunduran kişi, bu menkul kıymetin fiyatının belirlenen çevrim fiyatının üstüne çıktığı durumlarda çevrim hakkını kullanabilir. Bu menkul kıymetler diğer menkul kıymetlerle kıyaslandığında çevrim hakkından dolayı daha avantajlı durumdadır. Bu sağladıkları avantajlar nedeniyle de faiz oranları piyasa faiz oranlarından daha düşüktür.

3.1.6. Menkul Kıymetlerin Özelliklerine Göre Farklılıklar

- **Faiz Oranı:** ihraç edilen menkul kıymetin faiz yapısı o menkul kıymetin dayandığı ipotek anlaşmasında belirlenen faiz yapısıyla aynı olmak zorunda değildir. İpotekler sabit faizli olarak verildiğinde bunlara dayanılarak çıkarılan menkul kıymetler değişken faizli olabilir. Menkul kıymetler sabit yada değişken faiz yapısıyla ihraç edilmekte ve bunlardan hangisi ile ihraç edileceği de piyasa talebine göre belirlenmektedir. Uluslararası piyasalarda yada Euro piyasalarında ihraç edilen değişken faizli menkul kıymetler, Libor gibi değişken faiz oranlarına bağlıdır. Değişken faizli menkul kıymetlerin faiz oranları belirlenirken tavan, taban yada ters faiz oranı seçilebilir. Ters faiz oranı, ipotek faiz oranının indeks faiz oranıyla ters yönde olması amacıyla yapılır. Ters faiz oranı uygulanan ipotek kredilerinde, faiz oranları arttığı takdirde ipotek faizi de düşecek demektir. Değişken faizli tahvillerde, faiz ödeme dönemlerinde veya farklı dönemlerde faiz oranları ayarlanabilir.
- **Ödeme Aktarmalı İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler ve Tahvil Tipli İpotek Arkalı Menkul Kıymetler:** Ödeme aktarmalı ipoteğe dayalı menkul kıymetlerde yatırımcılara ödemeler, dayandıkları ipotek ödemeleriyle paralellik göstermektedir. Yatırımcılara ödenen tutar, ihraççı kuruluşun yönetim ve servis ücreti almasından sonra kalan tutardır. Bu menkul kıymetlerin vadesi, dayandıkları ipotek kredisinin erken ödenmesi nedeniyle erken itfa edilebileceğinden, ipotek kredisinin faiz oranı ile piyasa faiz oranlarına bağlıdır.

Ödemeler, genelde aylık yapılır. Tahvil tipli ipotek arkalı menkul kıymetler de ödemeler, ödeme aktarmalı ipoteğe dayalı menkul kıymetlerdeki gibi dayandığı ipotek ödemeleriyle bir paralellik göstermez. Bu menkul kıymetlerin dayandığı ipotek kredi genellikle 6 aydır. Dayandığı ipotek kredisi erken ödendiği takdirde menkul kıymetlerin itfa edilmesi gerekir. Bundan dolayı da ipotek kredisi teminat portföyüne yatırımcıların etkilenmemesi amacıyla %20-50 fazladan teminat eklenmektedir.

- **Vade Uzunluğu:** Gayrimenkul ticari bonolarının vadesi bir gecelik yada iki günlük olabilir. Tahviller ise vadeleri 40 yıl gibi uzun bir zamanı kapsayabilir ki tahvillerin ortalama vadesi 8-12 yıl arasında gerçekleşir.
- **Para Birimleri Üzerinden Yapılan İhraçlar:** Gayrimenkule dayalı menkul kıymetler ihraç edilirken bir veya birden fazla para birimi üzerinden ihraç edilebilir. Genelde tek bir para birimine dayanarak yapılan ihraçlar Amerikan piyasalarında ve Euro-Dolar piyasalarında gerçekleşir. Amerikan Dolar'ı üzerinden ödeme yapılan ve geri ödemelerde ise Japon Yen'i alınan, menkul kıymetler de vardır. Bu tür menkul kıymetler genelde Euro-Yen piyasalarında ihraç edilir.
- **Swap Özellikleri:** İhraççılar tarafından yapılan swap anlaşmasının nedeni, menkul kıymet ihracının maliyetlerinde önemli bir azalmaya neden oluyorsa; fakat yatırımcıların beklentilerini karşılamıyorsa, menkul kıymet bu anlaşmayla çekici hale getirilmeye çalışılır. Yatırım bankaları aracılığıyla sabit oranlı menkul kıymetler, değişken faizli menkul kıymete az bir ücretle dönüştürülebilir. Bu yolla dolar üzerinden ihraç edilen menkul kıymet, Japon Yen'i veya İsviçre Frangına, yatırımcının tercihiyle değiştirilebilir.
- **Çağırılma Korumalı yada Çağrılabilir Menkul Kıymetler:** Genelde ipotek kredilerinde erken ödeme kısıtlandığı gibi gayrimenkule dayalı menkul kıymetlerde de çağırılma koruması ile erken itfa kısıtlanmıştır. Genelde ilk 5-15 yıllık dönemlerde uzun vadeli menkul kıymetler için erken ödemelere izin verilmeyip, erken itfa çağrısı yapılmaz.
- **Menkul Kıymet İhracının Büyüklüğü:** Menkul kıymetin aracılık yüklemi ve pazarlama maliyetini karşılayacak ihraç büyüklüğü, ihraç edilecek piyasalara ve menkul kıymetin türüne göre değişmektedir.

- **Alınma Şekilleri:** Hisse senetleri lotlar yada lot altı olmak üzere alınabilir. İpotek arkalı menkul kıymetler, portföylerinde menkul kıymeti barındıran yatırım fonlarıyla ya da halka arz yöntemiyle alınabilir. Ticari bono ve bonolar yatırım fonlarının portföylerinde bulunmazlar, bunlar direkt olarak alınır.

3.2. Birincil ve İkinci El İpotek Piyasası

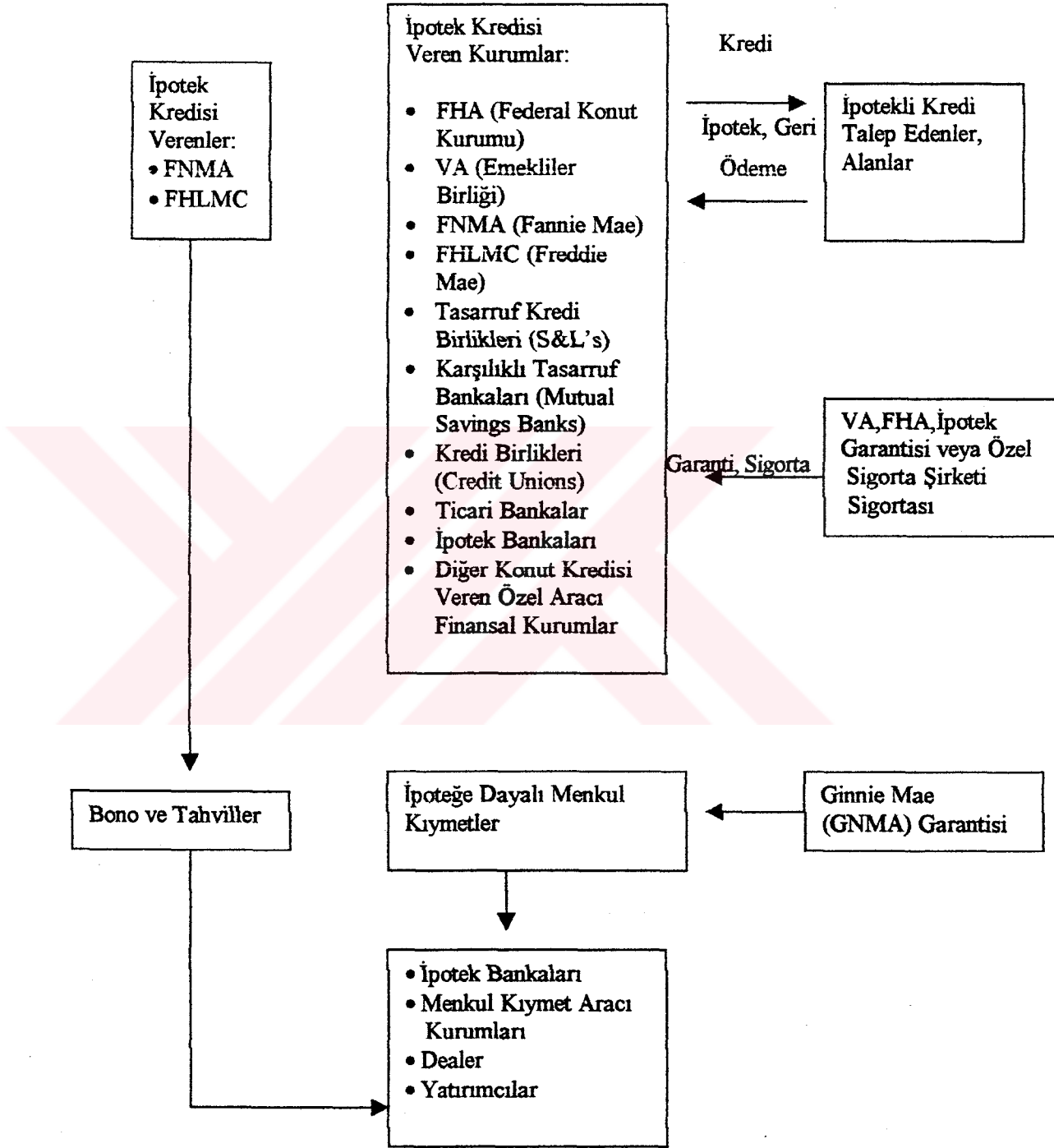
İpotek kredisi veren kuruluşlar gayrimenkul satın almak amacıyla fon ihtiyacı olan ipotek kredisi talep eden tarafa ipotek düzenlerler. Bu işlemin yapıldığı piyasaya birinci el piyasa denmektedir. İkinci el piyasada ise, düzenlenmiş olan ipotek kredileri satılarak yada ipotek kredisine dayalı menkul kıymet ihraç edilerek bu piyasalarda işlem yapılır.

Gayrimenkul finansmanı uzun vadeli olduğundan uzun vadeli mevduat toplamak da zorlaşmaktadır. Gayrimenkul finansmanı için fon toplamak amacıyla mevduat yolu seçilirse verilen kredilerin vadelerine göre daha kısa vadeli mevduat toplanabilir. Bu durum vade uyumsuzluğu sorununu ortaya çıkararak finansman şirketini riske sokar. İpotek düzenleyen taraf bu düzenlediği ipotek kredilerini ikinci el piyasalarda satması halinde herhangi bir risk söz konusu olmamaktadır. Bu nedenle de “Finansman kuralları açısından, düzenlenmiş olan kredilerin ikinci el piyasada satılarak fon elde edilmesi, mevduat toplayarak fon elde edilmesinden daha avantajlıdır”⁴².

Gelişmiş ülkelerde, düzenlenmiş olan ipotek kredilerinin ikinci el piyasada satılarak gayrimenkul finansmanı sağlaması çok yaygın bir uygulamadır. ABD, Danimarka, Fransa, Almanya ve İngiltere bu ülkelerin içinde sayılabilir. Bu ülkelerin içinde ABD de bulunan birincil ve ikincil ipotek piyasaları yani gayrimenkul finansman piyasaları çok gelişmiştir. Bu yüzdende diğer ülkelere model olmuştur.

⁴² Ali Alp, “Konut Finansman Piyasası...a.g.m.” ss. 53 – 64.

Geleneksel (Birincil) İpotek Piyasası



İkincil İpotek Piyasası (Sermaye Piyasası)

Şekil 3.1. Birincil ve İkincil İpotek Piyasasındaki İlişkiler

Kaynak: İlhan Uludağ, Konut Üretiminde Bölgesel Koşullara Uygun Alternatif Finansman Sistemleri ve Teknikleri, 1997, s. 50.

3.3. ABD’de İkinci El İpotek Piyasası

ABD’deki başlangıçtaki ipotek piyasası mahalli bir piyasa yapısındaydı. Bu mahalli piyasadaki fon arz ve talebi arasındaki dengesizlikler nedeniyle hükümet, dolaysız müdahaleleri ile piyasanın gelişimini sağlamıştır. Federal hükümetler tarafından, ipotek piyasasının gelişimi amacıyla konut finansman piyasasında faaliyet göstermek üzere üç temel kurum oluşturulmuştur. Bu kurumlar, Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC), Federal National Mortgage Association (FNMA) ve Government National Mortgage Association (GNMA) olmaktadır.

Bu kurumlar, 1990 depresyonu döneminde Federal Konut Kredi Bankalarının (Federal Home Loan Bank – FHLB) kuruluşu ile ortaya çıkmışlardır. Federal Konut Kredi Bankaları, Uzman konut finansman kurumları için gerekli olan likiditeyi sağlamış aynı zamanda da bu kurumlara hazineden borçlanma imkanı da tanınmıştır. Ticari bankalara likiditeyi iskonto mekanizması yoluyla sağlayan kurum ise Federal Merkez Bankasıdır (Federal Reserve Bank).

1934 yılında Federal Konut idaresi (Federal Housing Administration –FHA) kurulmuştur. Bu kurum, sabit geri ödemeli, sabit faizli klasik ipotek kredilerinin gelişimini ve teşvikini sağlamıştır ve Balon ipotek kredilerinden kaynaklanan sorunları çözmekle görevlendirilmiştir. Ayrıca verilen ipotek kredilerinin geri ödenmesinde aksama yaşandığı durumlarda bir tür sigorta şirketi görevi üstlenmiştir. Bu uygulama ipotek kredilerinin tamamı için değil kurum tarafından belirlenen bazı şartlar taşıyan krediler için yapılmıştır. “Bu şartlar ipotek kredilerinin türleri ve bu kredilerin verilme koşulları ile ilgili standartları kapsar. Bu şartlara underwriting standartları denir”⁴³. Böylece ipotek kredilerinin standart bir yapı kazanma süreci başlamıştır. İpotek kredilerinin standardizasyonu, ikinci el piyasanın gelişimi için çok önemli bir gelişmedir. Bu kurum tarafından belirli kriterlerdeki ipotek kredilerine uygulanan sigortayla, yatırımcıların kredi riskinden kurtulmaları sağlanmıştır. 1944 yılında FHA’nın yanında ipotek kredilerini sigorta eden bir başka kurum daha kurulmuştur. Bu kurum Emekliler İdaresidir (Veterans Administration – VA) ve, FHA gibi belli kriterleri taşıyan ipotek kredilerini sigorta kapsamına almıştır.

⁴³ Kerry D. Vandell, “FHA Restructuring Proposals: Alternatives and Implications” *Housing Policy Debate*, Volume 6, Issue 2, 1995, ss. 1-96.

1938 yılında kurulan Federal İpotek Birliği (Federal National Mortgage Association – FNMA), Federal Konut İdaresi (FHA) ve Emekliler İdaresi (VA) tarafından sigorta edilmiş olan ipotek kredilerinin ikinci el piyasada alım satım amacıyla oluşturulması görevini üstlenmiştir. Ayrıca bu kurum Federal Konut İdaresi ve Emekliler İdaresi tarafından sigorta edilen ipotek kredilerini yatırım amacıyla da alabilmektedir. Bu fonksiyonu gerçekleştirmek için oldukça büyük meblağlarda fona ihtiyaç duyduğundan hazineden kredi alabilme hakkı tanınmıştır. Federal İpotek Birliğinin kurulup, bu kuruma önemli görevler verilmesine rağmen ikinci el piyasası istenilen düzeyde gelişmemiştir. Federal İpotek Birliği, bu üstlendiği önemli fonksiyonları, para darlığı yaşanan dönemlerde uygulanan sıkı para politikaları sonucunda hazinenin bu kuruma vermiş olduğu kredi tutarını azaltmış olmasından dolayı yerine getirememiştir. Bu kurum 1968 yılında etkinliğinin artması amacıyla iki kurum olarak bölünmüştür. Bu iki kurum, Mevcut FNMA (Fannie Mae) ve Hükümet İpotek Birliğidir (Government Mortgage Association [Ginnie Mae] – GNMA). “Fannie Mae, halka açık ve yönetimi bağımsız bir kurum olmuştur. Fannie Mae bugün ABD’deki en büyük ipotek fonu kaynağını teşkil etmektedir ve kredi veren en büyük kurumlardan birisidir”⁴⁴.

Hükümet İpotek Birliği (Ginnie Mae), Federal Konut İdaresi (FHA) ve Emekliler İdaresinin (VA) sigorta ettiği ipotek kredilerini satın alıp ipotek piyasasını destekleme görevini üstlenmiştir. Ginnie Mae, ipotek Sözleşmesi düzenleyenleri sübvansede ettiğinden dolayı diğer kurumlardan farklılık göstermektedir. Bu kurum, tasarruf kurumlarından ipotek kredilerini nominal değerinden satın alır. Faizin yükseldiği dönemlerde, tasarruf bankalarının düzenledikleri ipotek kredilerinin nominal fiyattan alınması, bu bankalarda ortaya çıkan sermaye kayıplarının bir bölümünün karşılanması anlamındadır ve bu şekilde de sübvansede edilmiş olmaktadır. “Ginnie Mae, özel kurumların ipoteğe dayalı menkul kıymet ihracında, bu menkul kıymetlerden kendi belirlediği standartlara uygun olanlara garanti vererek ikinci el piyasanın oluşum ve gelişimini hızlandırmıştır”⁴⁵.

1970 yılında FNMA’ya, Federal Konut İdaresi ve Emekliler İdaresinin sigorta ettiği kredileri alması yanında, bazı özelliklere sahip klasik ipotek kredilerini de satın alma fonksiyonu

⁴⁴ Deborah Cohen, “ABD İkincil İpotek Piyasasının Lideri Fannie Mae,” *Finans Dünyası Dergisinin Eki*, 2000, ss. 67- 68.

⁴⁵ Peter Chinloy, “Public and Conventional Mortgages and Mortgage Backed Securities,” *Journal of Housing Research*, Volume 6, Issue 2, 1995, ss. 1-24.

verilmiştir. Ayrıca aynı sene yani “1970 yılında, Federal Konut İpotek Kredisi şirketi (Federal Home Loan Mortgage Comparison [Freddie Mae] – FHLMC) kurulmuştur”⁴⁶. Bu kuruma da, FHA ve VA tarafından sigorta edilen ipotek kredileriyle belli standartları içeren klasik ipotek kredilerini satın alma görevi verilmiştir. “FHLMC’nin kurulması aslında tasarruf kurumlarının inşaat firmaları ve ipotek bankalarının etkisi altında olan FNMA’ya rakip olabilecek ve geleneksel ipotek piyasasına yönelecek bir kuruma gereksinim duymalarından ötürüdür. Nitekim FHLMC daha sonra tasarruf kurumları ile çalışmaktadır”⁴⁷. Freddie Mae ve Fannie Mae ise, düzenlenmiş olan ipotek kredileri satın alır, bunlardan ipotek grupları meydana getirir ve bu ipotek kredilerine dayalı menkul kıymet ihraç eder. Bu ihraç edilen menkul kıymetler ipotekten geçen menkul kıymetler (Mortgage Pass –Through Securities) olarak tanımlanmaktadır.

1980’li yıllarda bazı özel finansman kuruluşları, ipoteğe dayalı menkul kıymet ihraç etmeye başlamışlardır. Bu özel finansman kurumları, kamusal yada kamu destekli kurumların ihraç ettiği ipoteğe dayalı menkul kıymetlere rakip olabilmek amacıyla kendilerinin ihraç ettiği ipoteğe dayalı menkul kıymetlere bir takım teminatlar sağlamışlardır. Özel finansman kurumlarının ihraç ettiği ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin faiz oranları, kamusal yada kamu destekli kurumların ihraç ettiği ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin faiz oranlarına göre daha yüksektir. Özel finansman kurumları, kamusal ve kamu destekli kurumların ipoteğe dayalı menkul kıymet ihraçları ve menkul kıymetlerde sağlanan çeşitlilik ile ikinci el ipotek piyasaları hızla gelişmiştir.

3.4. İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler

Düzenlenmiş olan ipotek kredilerinin bir araya toplanarak oluşturulan ipotek havuzuna dayalı olarak ihraç edilen menkul kıymetlere ipoteğe dayalı menkul kıymetler (Mortgage Backed Securities – MBS) denmektedir. “İpoteğe dayalı menkul kıymetler bazen ipotekten geçen menkul kıymetler olarak adlandırılırlar. Bunun nedeni menkul kıymetin özel bir makbuzla,

⁴⁶ Robert Van Order, “The U.S. Mortgage Market: A Model of Dueling Charters,” *Journal of Housing Research* Volume 11, Issue 2, 2000, ss. 1-23.

⁴⁷ Murat Bahadır Teker, a.g.e., s. 9.

menkule dayalı kredinin bakiyesi ve belirlenmemiş ara ödemeler üzerinden her ay ipotekçilerden öngörülen anapara ve faiz ödemesi ile yatırımcılara geçmesidir”⁴⁸.

İpoteğe dayalı menkul kıymetlerin nakit akımları, dayalı oldukları oluşturulan ipotek havuzunun nakit akımlarına bağlı olmaktadır. İpoteğe dayalı menkul kıymetler ilk defa FNMA tarafından daha sonrada ikinci el piyasada faaliyet gösteren kamusal ve özel şirketlerin sermaye piyasasına tahvil ihraçlarıyla gerçekleşmiştir. Bu tahvillerin ihracı, hükümet tarafından sigorta edilmiş olan ipotek kredilerinin bir araya getirilmesiyle oluşturulan ipotek grubuna dayalı olmuştur.

“İpoteğe dayalı menkul kıymetler, ABD’de ekonomik şartların bir gereği olarak ihtiyaçtan doğmuştur. Küçük çiftçilerin ipotekli borçlarını ödeyememeleri hükümetin ipotek garantili tahvil satışı ile soruna müdahale etmesi ve yeni bir ödeme planına bağlanması ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin doğuşuna neden olmuştur. Bu gelişmeler kurumsallaşmayı da getirerek, geri ödemeleri garanti altına alan sigorta şirketleri, ipotek karşılığı kredi veren ve bu alacağı yatırımcılara satan ipotek bankerleri ve ipotek bankacılığı, menkulleştirilen kıymetlerin ikinci piyasada alım satımını yapan aracı kurumlar, ipoteğe ve menkul kıymetleştirmeye konu olan gayrimenkulün piyasa değerliliğini saptamaya yönelik bağımsız ekspertiz kuruluşları ve ihraç olunacak menkul kıymetin değerliliğini yapan reting kurumları oluşmuştur”⁴⁹.

Hükümet ipotek birliği (Ginnie Mae – GNMA), daha sonrada Fannie Mae (FNMA) ve ipotek düzenleyen özel kurumlar, ipotekten geçen menkul kıymetleri (Mortgage Pass-Through Securities – MPS) geliştirmişler ve ihraç etmişlerdir. İpotekten geçen menkul kıymetlerde, dayandıkları ipotek kredi gruplarının faiz ve anapara geri ödemeleri menkul kıymet sahiplerine aktarılmaktadır.

Hükümet ipotek birliği (Ginnie Mae – GNMA) ve federal konut ipotek kredisi şirketi (Freddie Mac – FHLMC), aracılık yükleniminde bulundukları yada ihraç ettikleri menkul kıymetlerin anapara ve faiz geri ödemelerini garanti ederler. Bu menkul kıymetlerin getirileri aynı vadeye

⁴⁸ The MBS Market, http://www.fanniemae.com/markets/mbssecurities/product_info/mbs/mbs.html, s.1.

⁴⁹ Cemal Boyraz, “Gayrimenkullerin Menkulleştirilmesi Yöntemiyle Konut Finansmanının Sağlanması,” *Bankacılar Dergisi*, Eylül 1997, ss. 15 – 22.

⁵⁰ Cemal Boyraz, “a.g.m.”, ss. 15 – 22.

sahip kamu menkul kıymetlerin getirilerinden daha fazladır. Bundan dolayı da yüksek talep görmektedir. Federal konut ipotek kredisi şirketi (Freddie Mac – FHLMC), satın aldığı ipotek grupları için katılma belgesi geliştirmiş bundan başka ipotek sertifikaları da ihraç etmiştir. Finansman kurumları, ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin yanında kaynak yaratmak amacıyla tahvillerde ihraç etmişlerdir.

“Avrupa’da gayrimenkule dayalı menkul kıymetleştirmenin gelişiminin ABD’dekinin aksine oldukça yavaş olduğu görülmektedir. Bunda yasal düzenlemelerin ve borçlunun rızası olmadan kredi alacağının devrine olumlu bakılmaması, ipotekli kredilerin değişken faizli olması, hükümet teşviklerinin olmamasının yanında ihtiyacı karşılayan konut finansman sistemlerinin mevcut olması, önemli rol oynamıştır”⁵⁰.

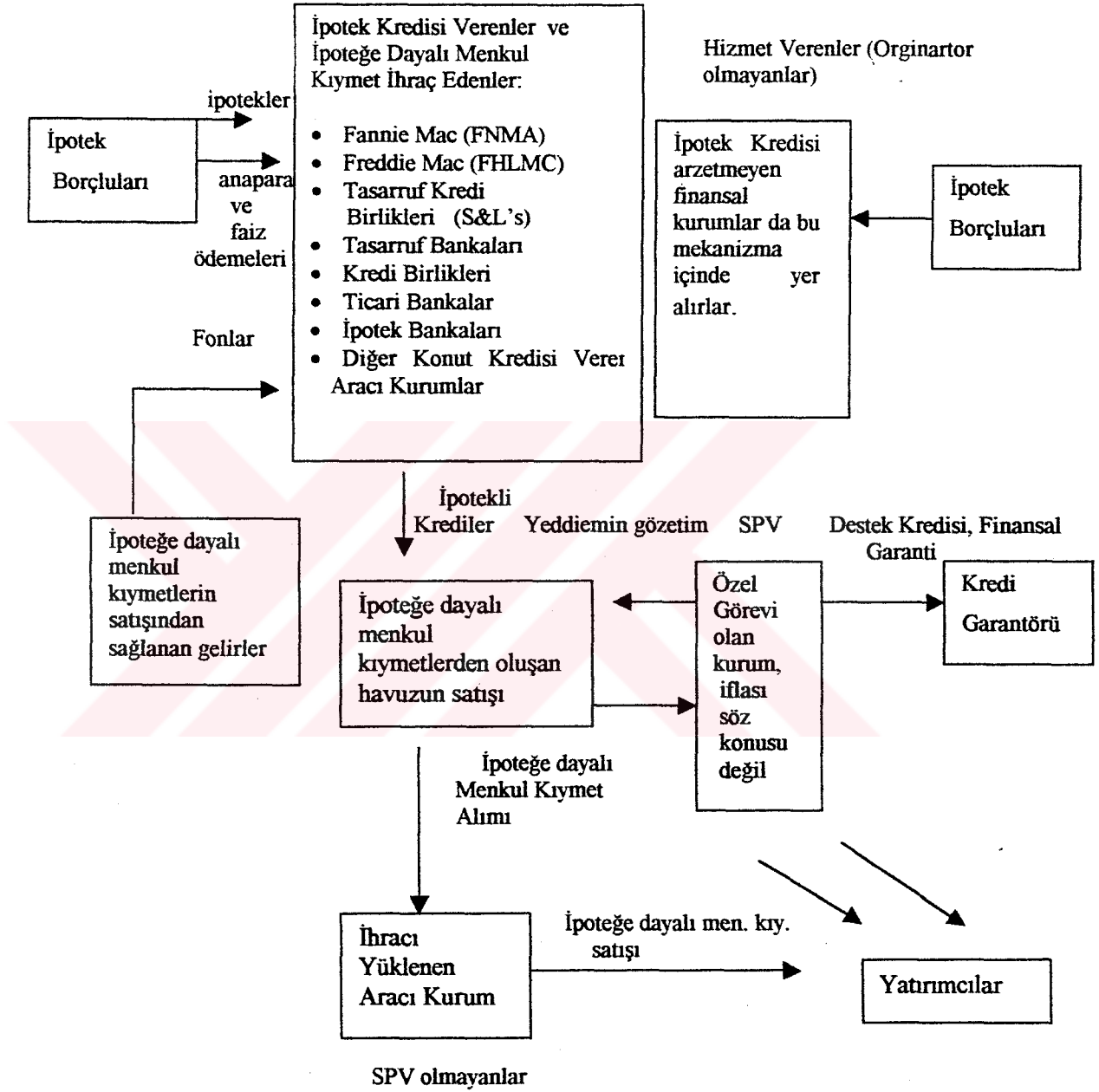
İpotek kredilerinin ikinci el piyasaları gelişmediğinden, ipotek kredilerinden oluşturulan topluluğun likiditesi de az olmaktadır. İpoteğe dayalı menkul kıymetler sayesinde;⁵¹

- İpotek piyasalarının sermaye piyasalarına entegrasyonu hızlanmış,
- İpoteklerin likiditesi artmış,
- Kurumlar karşılaştıkları riski menkul kıymetleştirme ile azaltma ve ek kaynak yaratabilme imkanı elde etmişler,
- Yatırımcı tabanı genişletilmiş,
- İpoteğe dayalı türev ürünlerin gelişmesi ile ikincil piyasalarda artan rekabet ve etkinliğin meydana gelmesi sağlanmıştır.

Uzun vadeli yatırım yapan kuruluşlar, ipoteğe dayalı menkul kıymetleri ipotek kredisi gruplarına tercih ederler. Bunun nedeni, ikinci el ipoteğe dayalı menkul kıymetler piyasası çok gelişmiştir. Menkul kıymet, istendiğinde düşük spreadle ve kolayca satılabilir.

⁵¹ Belgin Akçay, a.g.e., s. 12- 13.

Menkul Kıymet İhraç Edenler (Originator)



Şekil 3.2. İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet İhracında Kurumlar ve Bireyler Arası İlişkiler

Kaynak: : İlhan Uludağ, Konut Üretiminde Bölgesel Koşullara Uygun Alternatif Finansman Sistemleri ve Teknikleri, 1997, s. 52.

3.4.1. İpotekten Geçen Menkul Kıymetler

İpotekten geçen menkul kıymetler (Mortgage Pass Through Securities – MPSs), ipoteklerin bir havuzda toplanıp ipoteklerden kaynaklanan faiz ve anapara nakit akımlarının satılması amacıyla oluşturulmuştur. Tek tek ipotek kredilerine yatırım yapılması yerine bir ipotek grubuna yatırım yapılarak çeşitlendirme yoluyla riskin azaltılması sağlanmaktadır. Yatırımcı tek bir ipoteğe yatırım yaptığı zaman sistematik ve sistematik olmayan risk ile karşılaşmaktadır. Sistematik risk, kredi alan kişinin herhangi bir nedenden dolayı almış olduğu krediyi geri ödeyememesi, sistematik olmayan risk ise, kredi alan tarafın bu ipotek kredisini erken geri ödemesi riski olmaktadır.

Bu menkul kıymetlerin bünyesi birçok türdeki ipotek kredisinin menkul kıymetleştirilmesine uygundur. Başta klasik ipotek kredileri, daha sonrada artan tutarlı ipotek kredileri menkul kıymetleştirilmiştir. İpoteğe dayalı menkul kıymetlerin dayandığı ipotek kredisi grupları birkaç ipotek kredisinden meydana gelebileceği gibi birkaç bin ipotek kredisinden de meydana gelebilir. Bu iki durumda da portföy çeşitliliğine sahip olmaktadır. İpotekten geçen menkul kıymetlerin (MPS), nakit akımlarının miktar ve zamanı, dayandıkları ipotek kredisi grubunun miktar ve zamandan farklılık göstermektedir. İpotek kredisinin geri ödemelerinin bir bölümü hizmet, servis gibi ücretlere gittiğinden bunlara dayanılarak çıkarılan İpotekten geçen menkul kıymetlerinin (MPS) nakit akımları, dayandıkları ipotek kredi grubunun nakit akımlarından daha azdır. İpotek kredisini alan taraf genelde ipotek kredi geri ödemelerini her ayın ilk günü yapmaktadır. Bunlara dayanılarak çıkarılan İpotekten geçen menkul kıymet (MPS) sahiplerine geri ödemelerin aktarılması, izleyen günlerde gerçekleşir. İpotekten geçen menkul kıymetlerin (MPS) türlerine göre, ödemelerin yapılmasında geçen gün sayısı farklılık gösterir.

İpotek kredisi düzenleyen veya düzenlenmiş olan ipotek kredilerini satın alan kurumlar, ipotek kredisinin geri ödemelerinden hizmet, garanti ve diğer ücretleri düştükten sonraki kalan meblağı menkul kıymet sahiplerine aktarmaktadırlar. İpotekten geçen menkul kıymet sahiplerine geri ödemeler transfer edildikçe bu menkul kıymetin bakiyesi azalacaktır. İpotek kredisi sahipleri, ipotek kredisinin geri kalan kısmını vadesinden önce ödeme haklarına sahip olmalarından dolayı ipotek kredilerinin nakit akımları kesin olamamaktadır. Bu erken ödeme

hakkı kullanıldığında, ipotekten geçen menkul kıymetler vadelerinden önce itfa edilecektir. Bundan dolayı ipotekten geçen menkul kıymetlerin (MPS) nakit akımları da kesin olamamaktadır. İpotekten geçen menkul kıymetlerin (MPS) nakit akımlarındaki bu belirsizlik erken ödeme riski olarak adlandırılmıştır. İpotekten geçen menkul kıymetlerin (MPS) erken ödeme riski altında olması getiri ve fiyatlarına da yansır. Bu menkul kıymetler erken ödeme riski taşımalarına rağmen yüksek kredi değerlemesine sahiptir. Bundan dolayı da pek çok yatırımcı bu menkul kıymetleri şirket tahvillerine tercih etmektedir.

İpotekten geçen menkul kıymetler (MPS), özel kesim tarafından ihraç edilen ve kamusal kurumlar tarafından ihraç edilen İpotekten geçen menkul kıymetler (MPS) olarak ikiye ayrılmaktadır. İpotekten geçen menkul kıymetler (MPS), kendilerini ihraç eden kurumlara göre farklı nitelendirilmektedir. Özel kesimin ihraç ettiği İpotekten geçen menkul kıymetlere (MPS) klasik İpotekten geçen menkul kıymetler (MPS), kamusal kurumların ihraç ettiklerine de kurumların ihraç ettiği İpotekten geçen menkul kıymetler (MPS) olarak adlandırılır.

3.4.1.1. Kamusal Kurumların İhraç Etiği MPS'ler (İpotekten Geçen Menkul Kıymetler)

Daha evvelde söylendiği gibi ABD'de ikinci el ipotek piyasasında, üç temel kurum bulunmaktadır. Bunlardan Federal Konut İpotek Kredisi Şirketi (Freddie Mac - FHLMC) ve Fannie Mae (FNMA), hükümet tarafından desteklenmektedir. Hükümet İpotek Birliği (Ginnie Mae - GNMA) ise ABD hükümeti tarafından kurulan bir şirkettir. Bu kurum, ikinci el ipotek piyasasında faaliyet gösteren en önemli kurumdur. Ayrıca bu kurum ihraç edilen İpotekten geçen menkul kıymetler (MPS) içinde en büyük paya da sahiptir. Bu üç kurumun ihraç ettikleri İpotekten geçen menkul kıymetlerin (MPS) bazı özellikleri ihraç eden kuruma göre değişiklik gösterir.

Hükümet İpotek Birliği (Ginnie Mae - GNMA), Federal Konut İdaresi (FHA) ve Emekliler İdaresi (VA) tarafından garanti edilmiş olan ipotek kredilerini bir havuzda toplayarak bunlara dayalı olarak İpotekten geçen menkul kıymet (MPS) ihraç eder. GNMA'nın ihraç ettiği MPS'ler başlıca GNMA I ve GNMA II olarak toplanmakla beraber bunların altında yer alan ihraç ettiği başka menkul kıymetlerde bulunmaktadır. GNMA garantili pass through sertifikaları ihraç ederken, direkt olarak ihraççı kurum durumunda olmaz. FHA ve VA ipotek

kredilerinden oluşan havuzu garantilediğinde, bu havuzu bir aracı kuruma (trustee) devreder. Tüm bu menkul kıymetler, GNMA tarafından ABD hükümetinin tam garantisi altında ihraç edilir. Hükümet tarafından sağlanan bu garanti, faiz, anapara ödemeleri ve ödemelerin zamanında yapılmasını kapsamaktadır.

İhraç edilen kurum menkul kıymetleri içerisinde en büyük paya sahip olan GNMAMPS ihraçlarını, FHLMC tarafından ihraç edilen katılma belgeleri takip etmektedir. Genelde klasik ipotek kredilerine dayanılarak çıkarılır. Katılma belgeleri, faizin zamanında ödeneceğini garanti eder; fakat hem anapara hem de faizin zamanında ödeneceğini garanti eden katılma belgeleri de bulunmaktadır. “FHLMC tarafından anapara ödemelerinin garanti edilmesi ve ipotek kredisi sahipleri tarafından ödemelerin zamanında yapılmaması halinde, FHLMC tarafından menkul kıymet sahiplerine anapara ödemeleri, ödemelerin yapılması gereken zamandan itibaren en geç bir yıl içinde yapılmaktadır. Yatırımcılar tarafından özellikleri itibarıyla, FHLMC’nin ihraç etmiş olduğu menkul kıymetler GNMAMPS’lerine yakın görülmektedir. Ancak FHLMC tarafından ihraç edilen MPS’lerin faiz oranları GNMA’ninkilerden daha yüksektir. Bu yükseklik, garanti kapsamlarındaki farklılığı telafi etmek içindir. Aksi halde faiz oranlarının aynı olması durumunda yatırımcıların GNMAMPS’lerini tercih edeceği çok açıktır”⁵².

FNMA da, kurum menkul kıymetleri ihraç eden şirketler içinde yer alan diğer bir ihraççı şirkettir. Bu kurumun ihraç ettiği MPS’ler ipoteğe dayalı menkul kıymet (Mortgage backed – securities) olarak tanımlanmaktadır. Bu menkul kıymetler, ulusal ve uluslar arası piyasalarda oldukça rağbet görmektedir. Dolayısıyla da işlem hacmi çok yüksektir. FNMA, anapara ve faiz ödemelerinin zamanında yapılacağını ihraç ettiği MPS’lerde garanti eder. Bir çok bakımdan FHLMC katılma belgeleriyle benzerlik gösterir. “Fannie Mae ve Freddie Mac, sigortasız veya özel sektör kurumlarınca sigortalanmış ipotek kredilerini, bu kredileri veren kurumlardan alarak, kendileri havuz oluşturmakta ve buna dayanarak pass through ihraç etmektedir. Bu havuzdaki ipotek kredilerinin tam homojen olması şart değildir, farklı faiz oranlarında olabilirler.”⁵³ Göstermiş oldukları bu benzerliklere rağmen bu iki kurumun ihraç ettikleri menkul kıymetlerin aralarındaki bir diğer fark da FNMAMPS’leri hükümetin garantisi altında ihraç edilememesidir. Faizin zamanında geri ödenmesi için verdikleri

⁵² Ali Alp; M. Ufuk Yılmaz, a.g.e., s. 111-112.

⁵³ İlhan Uludağ, a.g.e., s. 57.

garantiyi hükümet adına değil kendi adlarına vermektedirler. Halbuki FHLMC katılma belgeleri ABD hükümetinin garantisi altında ihraç edilmektedir.

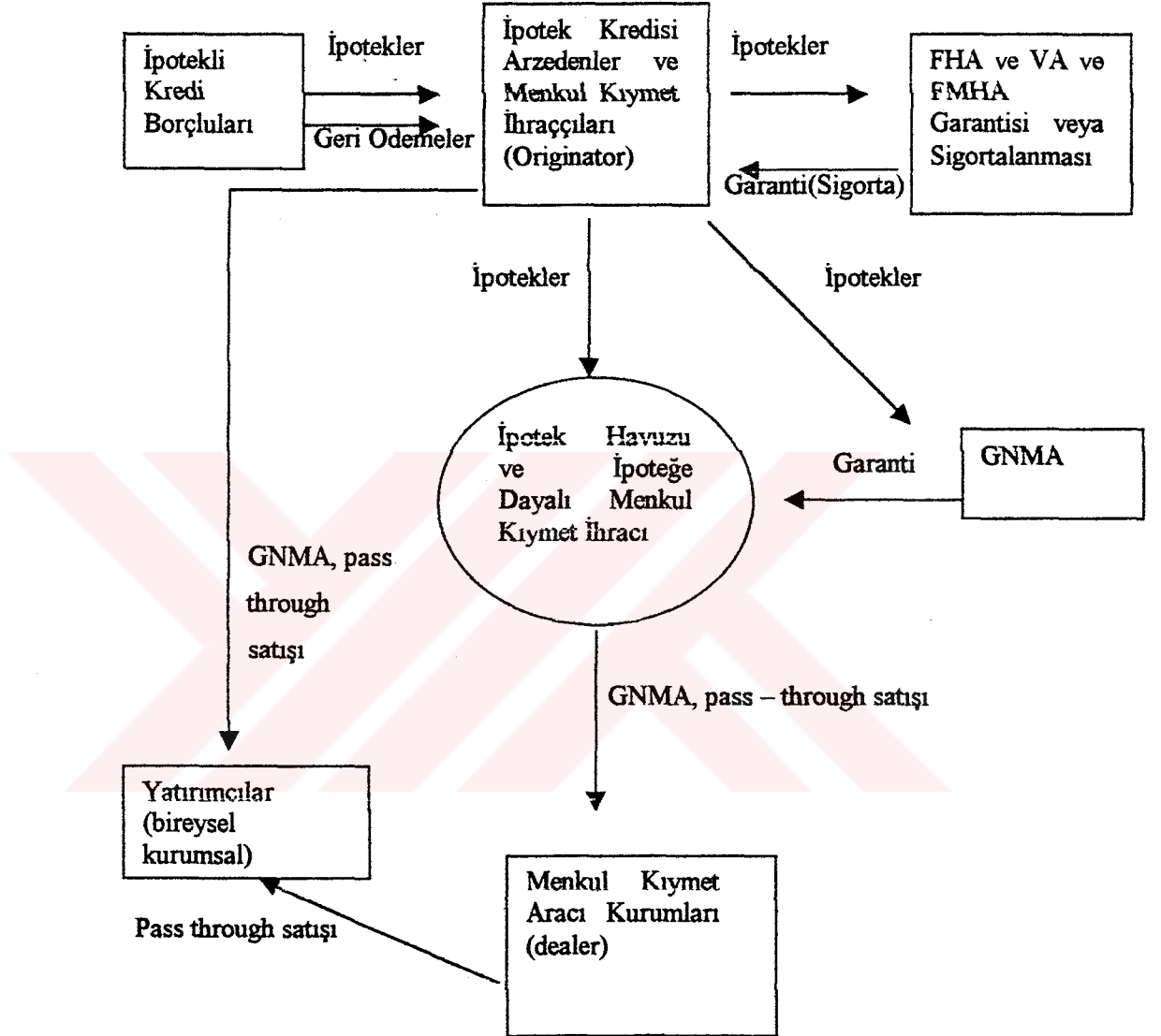
3.4.1.2. Klasik MPS'ler

Klasik ipotekten geçen menkul kıymetler (conventional pass-through), özel finansman kurumları tarafından oluşturulan havuzdaki ipotek kredilerine dayalı olarak ihraç edilen menkul kıymet türüdür. Uzman konut finansman kurumları ve genel nitelikli finansman kurumları tarafından ihraç edilir. Bu menkul kıymetler, hükümet tarafından yada kamusal kurumlar tarafından garanti edilirler. Kamusal kurumların ihraç ettiği MPS'lerle rekabetin sağlanması açısından birtakım önlemler alınmıştır. Bunlar;⁵⁴

- Bankalardan sağlanan kredi veya garanti mektupları: Bunlar, menkul kıymetlerin nominal değerlerinin belirli bir yüzdesini kapsamaktadır.
- İpotek sigortası şirketlerine yaptırılan grup (pool) sigortaları ve bunun gibi diğer kredi arttırıcı önlemler.

Bu önlemlere rağmen, yatırımcılar bu menkul kıymetlere yatırım yaptıklarında hem erken ödeme hem de kredi riski söz konusu olabilmektedir. Klasik MPS'ler derecelendirme kurumları tarafından derecelendirilir. Bu derecelendirme AA veya daha yüksek olabilmektedir. Kamusal kurumların ihraç ettiği MPS'lerde ise derecelendirme yapılmamaktadır. Ayrıca kamu kurumlarının ihraç ettiği MPS'ler Menkul kıymet ve borsa komisyonuna (Securities and Exchange Commission - SEC) kaydı yapılmaz; fakat klasik MPS'lerin SEC'e kaydedilme zorunluluğu bulunmaktadır.

⁵⁴ Ali Alp; M. Ufuk Yılmaz, *a.g.e.*, s. 112-113.



Şekil 3.3. Ginnie Mae (GNMA)'nın Pass Through (Ödeme Aktarmalı) Menkul Kıymet İhracında Kurumlar ve Bireyler Arası İlişkiler

Kaynak : İlhan Uludağ, Konut Üretiminde Bölgesel Koşullara Uygun Alternatif Finansman Sistemleri ve Teknikleri, 1997, s. 55.; Sherman Malsel, agk, s.219 ve Tantan, agk, s.60.

3.4.2. Teminatlı İpotek Yükümlülükleri (CMO)

1983 yılında Freddie Mac tarafından geliştirilen teminatlı ipotek yükümlülükleri (Mortgage obligations – CMOs), MPS’ lerle ilgili erken ödeme risklerini azaltmak amacıyla oluşturulan bir menkul kıymet türüdür. Bu menkul kıymetler, ipotek kredi grubu yada MPS portföyü, veyahut her ikisine de dayanarak ihraç edilebilirler. MPS portföyüne dayalı olarak ihraç edildiklerinde, nakit akımları, dayandıkları ipotek kredi gruplarından sağlandığından, türev menkul kıymetler olarak da adlandırılmaktadırlar.

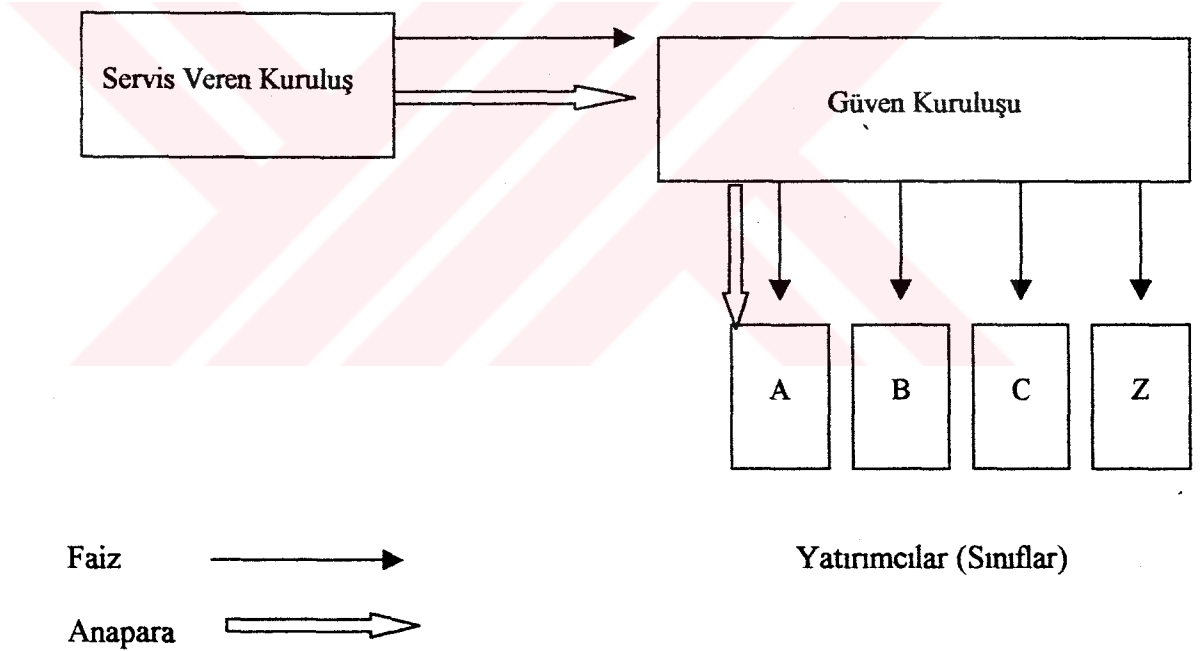
Nakit akımları, dayandıkları ipotek kredi grubundan sağlanmakta, gelirleri ise bu dayandıkları guruptan farklı olmaktadır. CMO’ ların dayandıkları ipotek grubundan yada MBS’ lerden sağlanan nakit akımları, CMO sahiplerine önceden belirlenen kriterlere göre dağıtılır. Teminatlı ipotek yükümlülüklerinin faiz oranları ise, dayandıkları ipotek kredi grupları yada MBS’ lerden farklılık gösterir. Faiz ödemelerinde tahvil serileri oranında öncelikli bir dağıtıma gidilir. “Örneğin A ve B serisi tahviller, ipotek destekli menkul kıymetlerden gelen faizin 1/3’i A serisine, 2/3’si B serisine ödenmektedir. Faizli ipotek destekli menkul kıymetler %12 öderse, A serisi tahvil sahibine %4, B serisine %8 faiz ödenecektir”⁵⁵. Buda yatırımcılar için cazip olmaktadır.

Teminatlı ipotek yükümlülükleri, ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin vade belirsizliğini azaltırlar. Teminatlı ipotek yükümlülüklerinde farklı vadeli tahvil sahibi grubu bulunmaktadır. Erken ödemedenden kaynaklanacak riski, farklı tahvil grupları arasında yaydığından oluşabilecek erken ödeme riskini azaltır; ancak tam olarak ortadan kaldırmaz. CMO’lar yüksek getiri ve kredibiliteye sahip olmasına karşılık oldukça karmaşık bir yapıya sahiptir. Genellikle sigorta şirketleri, emeklilik fonları, portföy yönetim şirketleri, yatırım fonları gibi kurumsal tasarruf, yatırım ve finansman kuruluşları tarafından rağbet görmektedirler.

Bir CMO yapısında dört çeşit tahvil bulunmaktadır. Bu tahviller genelde A sınıfı, B sınıfı C sınıfı ve Z sınıfı olarak adlandırılır. Bu tahvillerden A sınıfı en kısa vade yapısına sahiptir. Dayandıkları ipotek kredisi grubundan sağlanan getirilerden periyodik faiz ödemesi alır. Z sınıfı tahvil grubu ise diğer tahvil grupları itfa edildikten sonra periyodik faiz getirisi elde

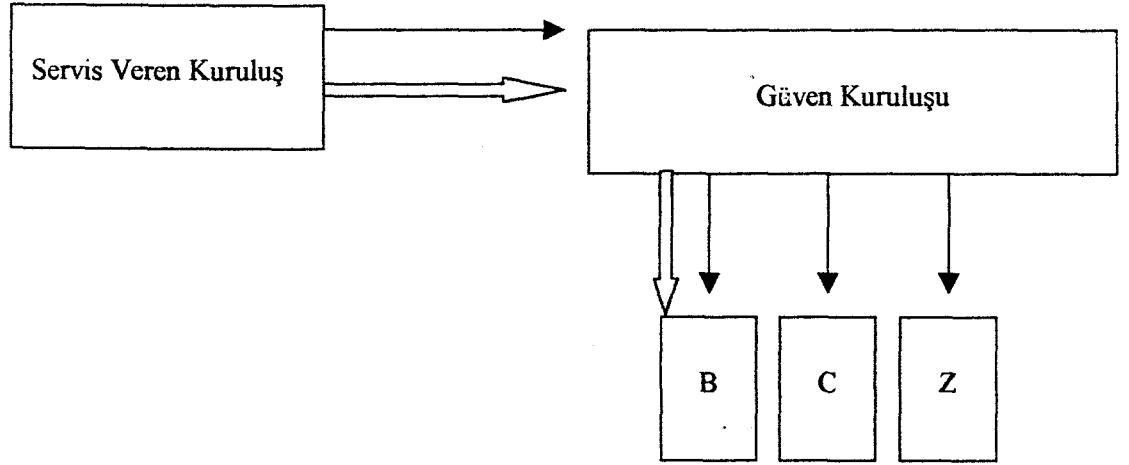
⁵⁵ İlhan Uludağ , a.g.e., s. 60.

eder. CMO'yu yöneten kurum tarafından, dayanan ipotek kredi gruplarının faiz ve ana para toplam geri ödeme tutarı tahsil edildiğinde, bu elde edilen tutar, ilk önce A sınıfı tahvillerin itfasında kullanılır. Bu grup tamamen itfa edildiğinde elde edilen ipotek kredi geri ödemeleri B sınıfı tahvillerin itfasında, bu gruptan sonra da C sınıfı itfasında kullanılır. En sonda, Z sınıfı tahvil itfa edilir. Aşağıdaki şekilde CMO ihraç yapısı ve dayandıkları ipotek kredi gruplarının geri ödemelerinden sağlanan nakit akımların menkul kıymet sahiplerine aktarımı gösterilmiştir. Faiz ödemesi her dört serideki menkul kıymet sahiplerine yapılır. Elde edilen geri ödemelerden faiz ödemesi yapıldıktan sonra kalan meblağ A sınıfı menkul kıymet sahiplerine ödenir. A sınıfı tamamen itfa edildikten sonra ana para ödemesi B sınıfına yapılır.



Şekil 3.4. CMO'nun İlk İhracındaki Nakit Akım Şeması

Kaynak: M. Bahadır Teker, Sermaye Piyasası Araçları Yoluyla Gayrimenkul Finansmanı ve Yatırımı, SPK, s. 49.



Şekil 3.5. İlk Serinin İtfasından Sonra CMO'nun Nakit Akım Şeması

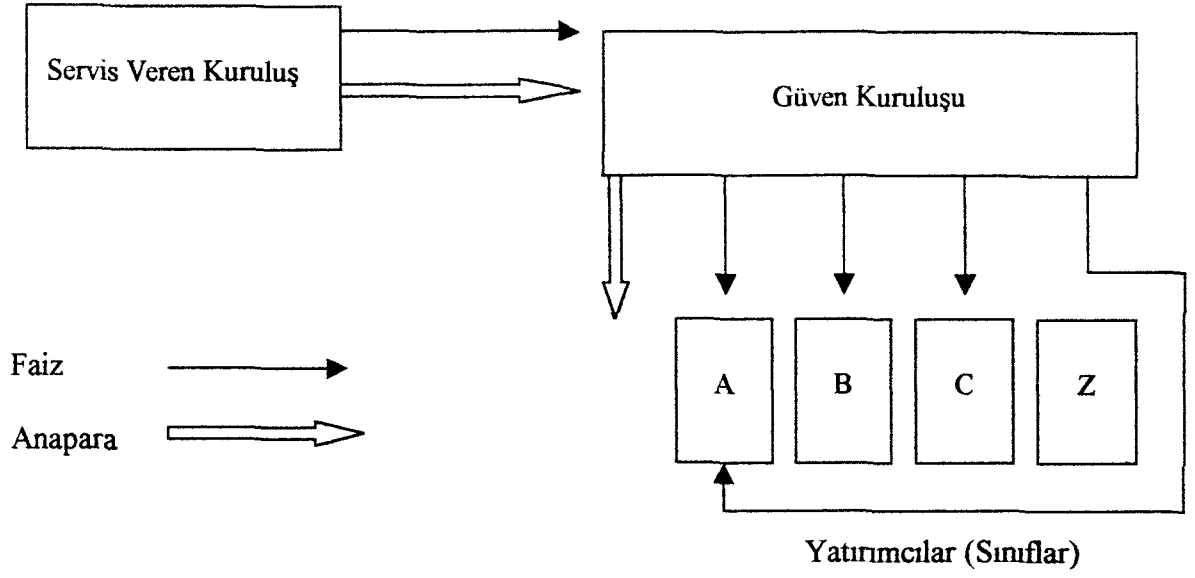
Kaynak: M. Bahadır Teker, Sermaye Piyasası Araçları Yoluyla Gayrimenkul Finansmanı ve Yatırımı, SPK, s.50.

3.4.2.1. CMO'ların Özellikli Seri (Sınıf) Çeşitleri

Faiz biriktirmeli borçlanma senetleri, CMO kalanları, kontrollü amortize edilen tahviller ve değişken faizli CMO'lar olmak üzere dörde ayrılmaktadır.

3.4.2.1.1. Faiz Biriktirmeli Borçlanma Senetleri

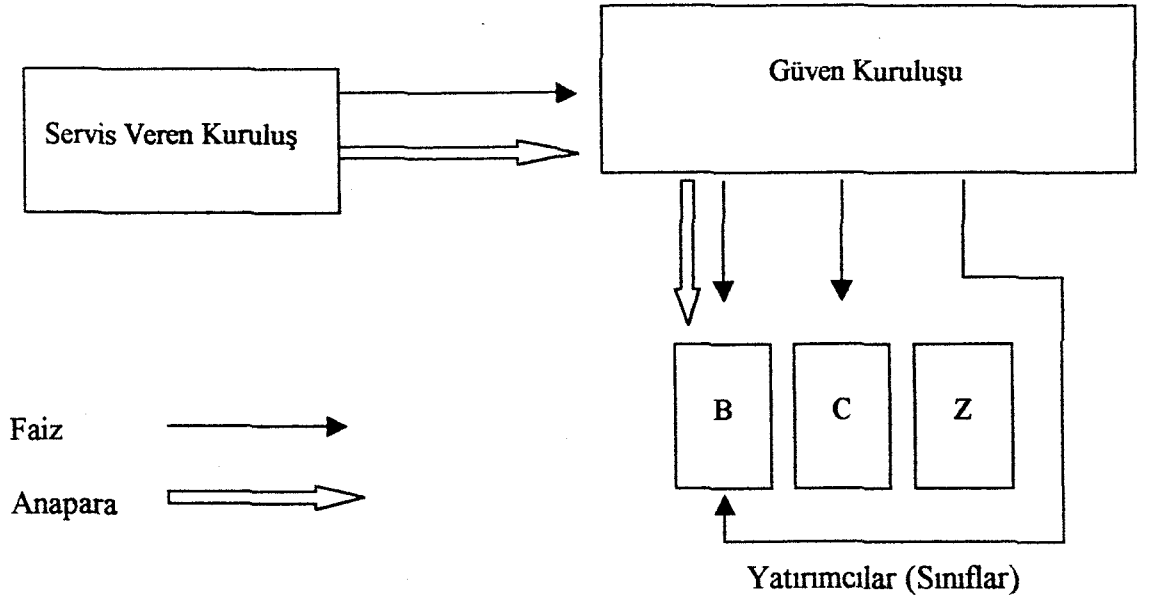
Bu sınıflara, önceki sınıflar itfa olmadan anapara ve faiz ödenmemektedir. Kuponsuz tahvillere, faiz oranlarının geciktirilmiş olması nedeniyle benzerlik göstermekte ve erken ödeme riskinden korunmak isteyen yatırımcılar için de cazip bir menkul kıymet türü olmaktadır.



Şekil 3.6. Biriktirmeli Seri İle Birlikte CMO'nun Nakit Akım Şeması

Kaynak: M. Bahadır Teker, Sermaye Piyasası Araçları Yoluyla Gayrimenkul Finansmanı ve Yatırımı, SPK, s.51.

Şekilde, Z Sınıfının faizi birikmekte ve diğer üç sınıf itfa edilmeden de ödeme yapılmamaktadır. "Biriktirmeli olan 4. serinin (Z sınıfının) faiz ödemelerinin geciktirilmesi önceki serilerin anapara ödemelerini geciktirilen faiz tutarı kadar hızlandırır"⁵⁶.



Şekil 3.7. İlk Serinin İtfasından Sonra CMO'nun Nakit Akım Şeması

Kaynak: M. Bahadır Teker, Sermaye Piyasası Araçları Yoluyla Gayrimenkul Finansmanı ve Yatırımı, SPK, s.51.

⁵⁶ Murat Bahadır Teker, a.g.e., s. 50.

Bu şekilde de A sınıfının itfasından sonraki durum görünmektedir. Anapara ödemesi sadece B sınıfına yapılmaktadır.

3.4.2.1.2. CMO Kalanları

“CMO’ların dayalı oldukları ipotek kredisi grubu veya MPS’lerden elde etmiş oldukları nakit akımlarının, yani gelirlerinin, yapacakları faiz ödemeleri, anapara geri ödemeleri ve idari harcamaları gibi giderlerinden fazla olması halinde, artan nakit akımları CMO bakiyeleri (CMO residuals) olarak adlandırılır”⁵⁷. Bu bakiye menkul kıymet ihraç eden kuruluşun kazacıdır. Bakiyenin meblağı erken ödemelere bağlı olarak değişir. Faiz oranlarındaki olası değişim senaryolarına göre hesaplanan muhtemel nakit akım, bakiye değerinin hesaplanmasında esas alınır.

3.4.2.1.3. Kontrollü Amortize Edilen Tahviller

Tipik CMO yapısından iki nedenden dolayı farklılık gösterirler. Bu farklılardan birincisi, dayandıkları ipotek kredi erken ödemelerine karşı bir teminat ve nakit akışlarının düzenli olmasını sağlayacak bir fon oluşturulur. İkincisi ise, tüm sınıflara anapara aynı anda yapılır. Bu tür menkul kıymetlerde nakit akımları kesin olarak planlandığından, nakit akımı belirsizliği yüzünden ipotek piyasalarını cazip bulmayan yatırımcıları, bu piyasaya çekebilir.

3.4.2.1.4. Değişken Faizli CMO’lar

Değişken faizli sınıfların ihracı, 1986 yılında yapılmıştır. Değişken faizli CMO’lar, diğer değişken ve sabit faizli menkul kıymetlere göre daha fazla getiri sağlarlar. Değişken faizli CMO’lar, farklı yapılarda ihraç edilebilir.

3.4.3. Getirisi Ayrılan İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler

Getirisi Ayrılan İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler (Stripped Mortgage – Based Securities – SMBS), ipotek kredilerinin bir araya toplanmasıyla oluşturulan ipotek gruplarına dayalı olarak ihraç edilen türev menkul kıymetlerdir. İlk kez 1986 yılında Fannie Mae tarafından

⁵⁷ Ali Alp; M. Ufuk Yılmaz, a.g.e., s. 121.

ihraç edilmiştir. SMBS'ler, MBS'lerin nakit akımlarının farklı bir şekilde dağıtılmasından oluşmuştur. Bu menkul kıymette nakit akımlarının dağıtımı, ihraç edilen menkul kıymetin satış sırasında belirtilen niteliklerine göredir.

SMBS'ler de ihraç edilen her sınıf ayrı bir özelliğe sahiptir. Yalnız teminatlardan gelen faizlere dayanılarak ihraç edilen sınıfa karşılık, diğer sınıf, sadece anapara dönüşlerine dayalı olarak ihraç edilir. SMBS'ler asimetrik getiri özelliği taşıdıklarından erken ödeme ve faiz oranlarındaki değişmelere son derece duyarlıdır. "Piyasa faizleri düşerken ve teminattaki erken ödemeler artınca SMBS'in geri dönüşü, teminattaki anapara nakit akımlarının beklenenden erken geri dönmesi nedeniyle hızlanmıştır. Tam tersi şekilde teminatların faiz akımına dayanılarak çıkarılan SMBS'ler anapara erken ödemelerinin azalması sonucu faiz akımlarının artması nedeniyle (piyasa faizi artınca) azalan piyasalar özellikleri göstermekte, faizler düşerken geri dönüş hızlanmaktadır"⁵⁸. SMBS'nin sadece teminattan kaynaklanan nakit akımlarına dayanarak ihraç edilmiş türünde artan piyasalar özelliği bulunmaktadır.

SMBS'lerin ihracı, değişik şekillerde olabilir. 1986 yılında sentetik kuponlu ödeme aktarmalı menkul kıymet ihraç edilmiştir. Bu menkul kıymetler, dayandıkları ipotek kredilerinin faiz ve anaparalarından sabit oranlar belirlenip buna göre ihraç yapılmıştır. 1987 yılında yalnız faize dayalı ve yalnız anaparaya dayalı menkul kıymetler ihraç edilmiştir. Bunlardan birincisi, dayandığı ipotek kredisinin geri ödemelerinden sadece faizden, ikincisi ise sadece anaparadan pay almaktadırlar. Bir diğer SMBS çeşidi de CMO Stripleridir. CMO Stripleri, CMO içerisinde bir seri olarak sadece anapara nakit akımlarına dayalı ihraç edilmektedir.

Yukarda genel özellikleri verilmiş ve belirli türleri açıklanmış olan Getirisi ayrılan İpoteğe Dayalı Menkul kıymetlerin (SBMS) belirgin özellikleri şunlardır: ⁵⁹

- SBMS' ler ipotek kredisi grubuna dayalı olarak ihraç edilirler.
- Dayanılan ipotek grubundan elde edilen faiz ve anaparalar, SMBS sahiplerine önceden belirlendiği üzere eşit olmayan şekilde dağıtılırlar.

⁵⁸ Murat Bahadır Teker, a.g.e., s. 55.

⁵⁹ Ali Alp; M. Ufuk Yılmaz, a.g.e., s. 126 – 127.

- SBMS türlerinden sadece anaparalı olanlar, faizlerle ters orantılı kazanç sağlarlar. Sadece faizli olanlar ise, faizler düşerken aynı yönde, faizler yükselirken belirli aralıklarda (range) aynı yönde ve diğer oranlarda ters yönde hareket ederler. Bu özellikleri korumaya (hedging) imkan tanır.
- Potansiyel risk ve getiri oranları yüksektir.
- Piyasa faiz oranlarına karşı çok hassastırlar.
- SBMS'lerin faiz ve anaparaları dayanan ipotek grubundan bağımsız olarak yapay olarak belirlenir.

3.4.4. İpoteğe Dayalı Tahviller

İpoteğe Dayalı Tahviller (Mortgage – backed bonds – MBB), normal bir tahvilin tüm özelliklerini göstermelerine rağmen ipotek kredilerinden oluşan bir teminata sahip olduklarından diğer tüm tahvillere göre daha üstün bir özellik gösterirler. Bu menkul kıymetler dayandıkları ipotek kredilerinin nakit akımlarından tamamen bağımsız bir nakit akıma sahiptirler.

İpoteğe Dayalı Tahvilleri ihraç eden kurum, geri ödemeleri tahvil sahiplerine yapamadığı dönemlerde, teminatlı olan ipotek kredilerini satarak yükümlülüklerini yerine getirmektedir. İpotek kredilerinden oluşan teminatlar, tutar olarak ihraç edilen tahvillerin tutarından daha fazladır. Teminat yüzdesi dayanan ipotek kredilerinin niteliklerine göre belirlenmektedir. Kamusal kurumlar tarafından, ipotek grubuna sigorta yapılması yada belirlenen standartları taşıması halinde teminat yüzdesi düşüktür. Aksi durumda bu yüzdenin %200 gibi yüksek bir rakama çıkması beklenir. İhraççılar tarafından yüksek teminat grubu oluşturulduğunda derecelendirme kuruluşları tarafından bu menkul kıymetlere AAA derecesi verilmektedir. AAA derecesi alan ipoteye dayalı tahvillerin faiz oranları, aynı koşulları taşıyan diğer tahvil çeşitlerine göre daha düşüktür. Bu menkul kıymetlerin teminatları nedeniyle kredi risklerinin düşük olması yatırımcılar açısından cazip olmaktadır.

MBB'lerde vade yapıları diğer tahvillerle aynıdır. Vadeler 5-12 yıl arasında değişmekte ve itfalar dönem sonunda yapılmaktadır.

3.5. İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetleştirmenin Faydaları

Menkul kıymetleştirme uygulaması konut ipotek kredileriyle başlamış ve daha sonra ticari gayrimenkul ipotek kredilerinin menkul kıymetleştirilmesine geçilmiştir. İpotek kredilerinin menkul kıymetleştirilmesi ihraç eden kesime, yatırımcılara ve kredi alan tarafa bir takım faydalar sağlamaktadır. Bu faydalar aşağıda ele alınacaktır.

3.5.1. İhraç Eden Kesime Faydaları

- **Düşük Fon Maliyeti Sağlamak:** Fon maliyeti ipotek kredileriyle ilgili kurumların kredi derecelendirmesine bağlıdır. Fon maliyeti, kredi derecesi düştükçe artmaktadır. Bu yüzden de yüksek dereceye sahip olan kuruluşlar daha düşük faiz oranıyla menkul kıymet ihraç ettiklerinden fon elde etmenin maliyeti de düşük olacaktır. Kurumların aktiflerinde yer alan kıymetleri menkul kıymetleştirerek ihtiyaç duydukları fonları sağlamaları fon karşılama maliyetlerinin düşmesi açısından oldukça avantajlıdır. Bu yolla düşük maliyetle fon sağlamanın yanında aktiflerinde bulunan likiditesi düşük varlıklara likidite kazandırılmaktadır. Böylece işletmenin karlılığını arttırıcı önemli bir işlev görür.
- **Sermayenin Daha Etkin Kullanımı:** Sermayelerini belirli bir düzeye çıkarma gereği duyan mali kurumlar açısından aktiflerin satışı sermayenin serbest kalmasını sağlamaktadır. “Örneğin, bankalar için cari sermaye yeterliliği bankanın sahip olduğu her aktif grubu için belirli bir sermaye yüzdesi gerektirmektedir. Farklı aktifler için gerekli sermaye yüzdesinin ilgili aktifin sahip olduğu kredi riski ile orantılı olması gerekir. Bununla beraber, genellikle sermaye gereklilikleri aktifin sahip olduğu riskten daha yüksektir. Çünkü, bu yükseklik (marj) belirli bir güvenlik payını da içermektedir. Aktiflerin menkul kıymetleştirilmesi ve daha sonra bu menkul kıymetlerin satılması, sermaye gerekliliğinin azalmasına neden olacaktır.”⁶⁰ Menkul kıymetleştirme yapılmasıyla şirkete sağlanan en önemli yarar esneklik ve gelir unsurlarıdır. Aktifler menkul kıymetleştirilerek likit hale gelirler ve bunlara bağlanacak olan sermayede azalma olur.

⁶⁰ Ali Alp; M. Ufuk Yılmaz, a.g.e., s. 134.

Böylece de esneklik kazanılmış ve aktiflerin dönüş hızının artmasıyla da gelir elde edilmiş olur.

- **Daha İyi Aktif-Pasif Yönetimi:** Finansal Kurumlar, sahip oldukları ipotek kredilerinden her an erken ödeme riski ile karşılaşabilirler. Bu yüzden de nakit akımları miktarları kesin olamamaktadır. Aktiflerin bu kesin olmayan yapısı ile uyumlu bir pasif yapısı oluşturmak bir hayli zordur. Finansal Kurum, menkul kıymetleştirme yaparak erken ödeme riskini yatırımcıya aktarır. Böylelikle de aktiflerini vadeleri ile uyumlu fonlayabilir. Aktif-pasif yönetimi ile şirketlerin yükümlülüklerini zamanında yerine getirebilmeleri ve aktiflerin kendi içinde etkin yönetimi anlatılmak istenmektedir. Sahip olunan aktifler çok değerli bile olsalar aktif ve pasifler arasında bir uyumsuzlukta şirket bir iflas riski ile karşı karşıya kalacaktır.
- **Finansal Performansın Büyümesi:** Finansal Kurumlar, belli bir faiz oranı ile vermiş oldukları ipotek kredilerini daha düşük bir faiz oranı ile sattıklarında bir kar marjı elde ederler. Bu kar marjı, kredi ile ilgili hizmet ücretlerinden, ipotek kredilerinin menkul kıymetleştirilmesinden ve teminat sağlanan kredilerin daha düşük bir orandan menkul kıymetleştirilerek ihraç edilmesinden sağlanmaktadır. Bu durum, CMO'larda çok daha belirgindir.
- **Fon Kaynaklarının Çeşitlenmesi:** Menkul kıymetleştirme yoluyla, aktifte bulunan vade süresine kadar likidite sağlamayacak olan varlıklar likit hale getirilerek yapılan menkul kıymetleştirme ölçüsünde ilave fon sağlanır. Ulusal ve uluslararası mali piyasaların entegrasyonu nedeniyle ipoteğe dayalı menkul kıymet ihraç eden piyasalar genişlemiştir. Yatırımcılar, ipotek kredileri yada bunlara dayalı olarak, ihraç edilmiş olan menkul kıymetlere yatırım yapabilirler.

3.5.2. Yatırımcılara Olan Faydalar

Menkul Kıymetler çeşitlendirilmiş bir kredi grubuna dayalı ihraç edilmektedir. Ayrıca, menkul kıymetlerde, teminat yada kamunun garantisi söz konusu olmaktadır. Böylelikle kredi riski azaldığından yatırımcılar için cazip olacaktır.

3.5.3. Kredi Alanlar Açısından Faydalar

Finansal Kurumlar, vermiş oldukları ipotek kredilerini menkul kıymetleştirerek ihraç ettikleri zaman gayrimenkul finansman piyasasında fon arzının yükselmesini sağlarlar. Gayrimenkul finansman piyasalarındaki bu fon arzı artışı ipotek kredisi faiz oranlarının da azalmasına neden olacaktır. Finansal kurumlar, vermiş oldukları ipotek kredilerini menkul kıymetleştirerek kendilerini finanse ederler. Ayrıca da bu piyasadaki kar marjı kamu menkul kıymet ve şirket kesimi menkul kıymet piyasasından daha yüksektir.

Bu olumlu faktörlerden dolayı finansman kurumlarının bu piyasa girişi artacak ve yüksek bir rekabet yaşanacaktır. Bu rekabet kredi talep eden kesime yarayacak ve daha düşük oranlarda borçlanabilme imkanına kavuşacaklardır.

4. BÖLÜM

GAYRİMENKUL DEĞERLEMESİ

4.1. Gayrimenkul Değerlemesi

Bir gayrimenkule ilişkin nitelik, fayda, çevre, kullanım koşulları gibi faktörlerin objektif ve tarafsız bir şekilde değerlendirilip gayrimenkulün değerinin tespit edilmesi işlemine gayrimenkul değerlemesi denir. Değer kavramının tam olarak tespit edilmesi kişilere göre farklılık gösteren karışık bir konudur. Çeşitli yöntemler kullanılarak bulunan bu değer, maliyet bedeli olabileceği gibi pazar fiyatı, satış fiyatı da olabilmektedir. “Gayrimenkulün değeri genellikle onun alım-satım işlemindeki kıymeti ile bağlantılıdır. Bu kıymet ise para ile ölçülür ve değer, gayrimenkulün malikinden, kiracılara veya yatırımcılara kadar uzanan süreçte ortaya çıkan gelecekteki getirilerin şimdiki değeri olarak tanımlanır”⁶¹.

Değer kavramı subjektif ve objektif değer olmak üzere ikiye ayrılabilir. Subjektif değer, mülk sahibi açısından gayrimenkulün değerini, objektif değer ise mülk sahibi dışında olan kişiler açısından gayrimenkulün değerini ifade eder. Örneğin belli bir kişi tarafından tasarlanıp kullanılan pahalı bir salona sahip bir evde oturan kişiler açısından evin subjektif değeri büyükken bu evin konut piyasasındaki objektif değeri daha düşük olmaktadır. Objektif değere kullanım değeri, subjektif değere de piyasa değeri denmektedir. Piyasa değeri gayrimenkul değerlemesinde en önemli faktördür.

Bir gayrimenkulün piyasa değeri ticari değeridir. ABD Gayrimenkul Değerleme Enstitüsü ve Gayrimenkul Ekspertleri Derneği tarafından onaylanan piyasa değeri kavramının tanımı şu

⁶¹ Esen Güngör, “Gayrimenkul Değerlemesi ve Türkiye’de Sermaye Piyasalarında Gayrimenkul Ekspertiz Şirketlerine Yönelik Düzenlemeler Yapılmasına İlişkin Öneriler,” Yeterlik Etüdü, Sermaye Piyasası Kurumu, 1999, s. 11.

şekilde yapılabilir; “Adil bir satış için gerekli olan tüm koşullar altında, bir gayrimenkulü serbest rekabete açık bir piyasaya getirecek olan ve para cinsinden ifade edilen en yüksek fiyat olup, alıcı ve satıcı ayrı ayrı ihtiyatlı ve bilgili hareket ederken fiyatın gereksiz dış faktörlerce etkilenmemiş olduğu farz edilir.”⁶² Piyasa değeri kavramı ile ilgili bir çok tanım yapılmıştır. Aşağıda verilen maddeler bu tanımların temelini oluşturur⁶³;

- Alıcı ve satıcı makul ve mantıklı hareket etmektedirler.
- Taraflar gayrimenkul ile ilgili her konuda tam bilgi sahibidirler ve kendilerine azami faydayı sağlayacak şekilde hareket etmektedirler.
- Gayrimenkulün satışı için makul bir süre tanınmıştır.
- Ödeme nakit veya nakit benzeri unsurlarla yapılmaktadır.
- Gayrimenkulün alım işlemi sırasında gerekebilecek finansman, piyasa faiz oranları üzerinden gerçekleştirilmektedir.

Başta ABD ve İngiltere olmak üzere gelişmiş ülkelerde değerlendirme işlemleri, profesyonel gayrimenkul eksperleri tarafından yapılmaktadır. Bu ülkelerde gayrimenkul değerlemesi, “altyapısının oluşturulduğu, meslek kuruluşları tarafından gerek mesleğin etikleri, gerekse kurallarının mesleğe girişi ve meslekte kalış şartlarının belirlendiği, mesleğe giriş koşullarının oldukça yüksek tutulduğu, kişilerin imza yetkili kılındığı, kural ve meslek etiklerine aykırı davranışta bulunan üyelerin derhal meslekten men edildikleri, raporlamanın usul ve yöntemlerinin bir standarda bağlandığı belli başlı bir meslek dalıdır”⁶⁴. Ülkemizde ise gayrimenkul değerlemesinde, uygulama standartlarını belirleyip kural ve etikleri ile mesleğe giriş ve çıkışları kontrol eden bir kuruluş bulunmadığı gibi değerlendirme sırasında dikkat edilecek hususlar, yönetmelik, değerlendirme kuralları gibi yasal düzenlemelerde mevcut değildir.

Sermaye piyasalarında faaliyet gösteren kurumların gayrimenkul ile ilgili işlemlerinin daha güvenli yapılabilmesi için Sermaye Piyasası Kurulu, gayrimenkul değerlendirme mesleği ile ilgili bir kuruluşun kurulması amacıyla kendi bünyesinde yasal düzenlemeler getirmiştir. Böylelikle de sermaye piyasası alanında Vakıf Gayrimenkul Ekspertiz ve Değerleme A.Ş. ve

⁶² Esen Güngör, a.g.e., s. 15.

⁶³ Ali Alp; M. Ufuk Yılmaz, a.g.e., s. 201.

⁶⁴ Esen Güngör, a.g.e., s. 8.

Gayrimenkul Ekspertiz ve Değerleme A.Ş. olmak üzere 2 adet gayrimenkul ekspertiz şirketi faaliyete geçmiştir. Yapılan bu düzenlemeler sermaye piyasası alanı ile sınırlı olduğundan hukuki açıdan gayrimenkul değerlemesinde iki uygulama görülmektedir. Bu iki uygulama şu şekildedir; “Gayrimenkullerin sermaye piyasaları aracılığı ile finansmanında kullanılabilecek araçlardan ipotekli borç senedi veya irat senedinin ihracında, Medeni Kanun, senetlerin dayalı olduğu gayrimenkullerin değerinin tespitinin tapu idaresi tarafından yapılmasını zorunlu tutarken, Sermaye Piyasası Mevzuatı’nda, bir sermaye piyasası kurumu olan gayrimenkul yatırım ortaklıklarının gerçekleştirdikleri, gayrimenkul alım-satım, kiraya verme gibi işlemlerde özel hukuk tüzel kişisi olan ve Sermaye Piyasası Kurulu’nca listeye alınan gayrimenkul ekspertiz şirketlerinin değerlendirme yapması esası getirilmiştir”⁶⁵.

Genelde değerlemede eksperin tecrübesi, değer yargıları, tarafsızlığı önem kazanmaktadır. Gayrimenkul eksper, bir gayrimenkulün değerinin güvenilir ve uygun bir tahmin ile saptanmasını sağlar ve tahmin edilen bu değer üzerinden işle ilgili işlemleri yapacak olan tarafların iyi niyetli ve itimatlı bir şekilde hareket etmelerini temin eder. Eksper, bir gayrimenkulün değerini belirlerken bir çok ilkeyi de göz önüne alır. Bunların içinde en önemlileri, ikame ilkesi, uygunluk ilkesi, beklenti ilkesidir.

- **İkame Etkisi;** Bir gayrimenkulün değeri onun yenileme maliyetinden fazla olmamaktadır. Bir ev 60 milyona satılmak istendiğinde eğer o eve benzer özelliklere sahip yeni evlerin fiyatı da 60 milyar ise evin fiyatı istenilen fiyat olmayıp düşecektir.
- **Uygunluk İlkesi;** gayrimenkulün değerinin maksimum olabilmesi için bulunduğu bölgenin özellikleriyle uyumlu olması gerekmektedir. Örneğin bebek, bölge itibari ile lüks apartman dairelerinin çok olduğu ve bu yönde bir talebin olduğu bölge iken, Fatih gibi yerlerde ise haliyle bunun tam tersi talep olacaktır.
- **Beklenti İlkesi;** gayrimenkulün şimdiki değeri, gelecekte beklenen getirilerinin bir fonksiyonudur. Buna göre gayrimenkuller, ticari gayrimenkuller ve konutlar olmak üzere iki ana katakoriye ayrılabilir. Ticari gayrimenkullerdeki değer, gelecekteki nakit akışlarının bugüne indirgenmiş değeridir. Konutlardaki değer ise, gayrimenkulün gelecekte sağlayacağı faydaların bugünkü parasal değeri olmaktadır.

⁶⁵ Ali Alp, “Gayrimenkul Değerlemesine Genel Bir Bakış: Oturma Amaçlı Konutların Değerlemesi,” *Activefinans* Haziran-Temmuz 2000, ss. 26-35.

4.1.1. Gayrimenkul Değerinin Unsurları

Bir gayrimenkulün değerini belirleyen unsurlar içsel ve dışsal unsurlar olmak üzere iki ana bölüme ayrılır.

4.1.1.1 İçsel Unsurlar

Kıtlık, devredilebilirlik, fiziki durumlar, fayda gibi doğrudan gayrimenkule ait olan özelliklerdir.

- **Kıtlık;** Arz ve talebe göre meydana gelir. Bir ürün kıt ve faydalıysa piyasa değeri yükselir.
- **Devredilebilirlik;** Bir ürün kıt, faydalı yada fiziki koşulları da uygun olsa eğer o ürün kimseye devredilemiyorsa ürünün piyasa değerinden bahsedilemez.
- **Fiziki Durum;** Eksper, arsa değerlendirmesi işleminde konum, alan, şekil, altyapı, topografi, cephe, çevre yolları ve manzaranın güzel yada çirkin oluşuna önem vermektedir. Bu unsurlar, bir değer oluşmasını sağlayacağı gibi yok da edebilir.
- **Fayda;** Bir ürünün ihtiyacı gidermesi yada bir isteği yerine getirmesi durumunda ürünün faydalı olduğundan söz edilebilir.

4.1.1.2. Dışsal Unsurlar

Yasal mevzuat, ekonomik unsurlar ve sosyo- kültürel unsurlar gibi doğrudan gayrimenkule ait olmayıp gayrimenkul haricinde etkili olabilecek unsurlardır.

- **Yasal Mevzuat;** Bir arsanın değerinin belirlenmesinde planlanan bir otoyolun etkisi büyük olacaktır. Bundan dolayı da yasal mevzuatlar değer artmasına, azalmasına yada yok olmasına neden olabilmektedir.
- **Ekonomik Unsurlar;** Ekonomik unsurlarda gayrimenkulün değerini etkileyen unsurlardan biridir. İpotek kredisi piyasaları, bu piyasaya yapılan müdahaleler ve piyasa faiz oranları, ülkenin ekonomik durumu ile birlikte gayrimenkul getirisini etkilemektedirler.

- **Sosyo-Kültürel Unsurlar;** Demografi, gürültü, çevre, trafik sorunları, mimari düzenlemeler gibi hususlar sosyo-kültürel unsurlardır ve gayrimenkul değerlemesini etkilerler.

4.1.2. Gayrimenkul Değerlemesinde Dikkate Alınan Faktörler

Gayrimenkul değerlemesinde çevre, nüfus, doğal afetlere karşı korunma gibi unsurlar karar verme sürecinde dikkate alınan unsurlardır.

4.1.2.1. Çevre

Çevre faktörünün gayrimenkul fiyatı üzerinde büyük etkisi bulunmaktadır. Bölgedeki gelişme trendi, gayrimenkulün şimdiki ve gelecekteki fiyatını etkiler. “Örneğin, yalnızca ticari gayrimenkullerin ya da kamu binalarının inşa edilmesine izin verilen bir semtin, yasal bir değişiklikle oturma amaçlı yerleşime de açıldığını düşünelim. Bu durum, o bölgede var olan bütün binaların ve arsaların değerini mutlaka etkileyecektir. Aynı durum gelişen altyapı hizmetlerine paralel olarak bir bölgenin kişilerce oturma amaçlı konut inşasında tercih edilmeye başlanmasında da söz konusudur. Böyle bir trendin varlığı ise o bölgenin yakından takip edilmesiyle anlaşılabilir. Örneğin bir bölge konut alanından iş alanına dönüşmekteyse yeni iş yerlerinin sayısı, yeni mağaza vitrinleri vb. dikkat çekici hale gelecektir”⁶⁶. Bir bölgede yeni inşaatlar yapılıp yapılmadığı, yapılanların kalitesi ve eski binaların durumu o bölgenin gelecekteki seyrini de göstermektedir. Bölgedeki binaların ortalama yaşının 35 yıldan fazla olması o bölgede bir düşüşün başladığını gösterir.

4.1.2.2. Nüfus

Konutu oturmak amacıyla satın alan kişi, alacağı konutu yaşayacağı ev ve konutun bulunduğu bölgeyi çalışacağı yer gözüyle baktığından nüfusun gelecekteki seyri bu kişi için önemlidir. Bu kişi için önemli olan konutun bugünkü değeridir. Yatırımcı ise, sadece konutun bugünkü fiyatı ile ilgili değildir. Gayrimenkulün değerini etkileyebilecek diğer faktörlerde kararında etkilidir. Nüfus, bu faktörlerden biridir. Bir bölgede nüfusun azalması uzun bir süreye tekabül

⁶⁶ Ali Alp; M. Ufuk Yılmaz, a.g.e., s. 204.

ettiğinde buna paralel olarak gayrimenkule olan talepte de azalma olur. Dolayısıyla da konut fiyatlarında önemli düşüşler meydana gelir. Yatırımcı eğer böyle bir bölgedeki gayrimenkule yatırım yapsa büyük zararlar elde edebilir. Bundan dolayı da yatırımcı için önemli bir faktör olmaktadır. Görüldüğü gibi değerlemenin amacına göre nüfusun önemi de değişmektedir.

4.1.2.3. Doğal Afetlere Karşı Korunma

Batı ülkelerinde, ticari yada oturma amaçlı konutların deprem gibi doğal afetlere dayanıklılığı ve afet gerçekleştiğinde bölgedeki binalara hızlı bir şekilde müdahale imkanının olup olmayacağı değer tespitinde önemli faktörlerdir. Deprem bölgelerinde bulunan evlerin sigorta primleri yüksektir ve bu da evin değerini azaltan bir etkidir.

4.1.2.4. Arsa

Gayrimenkulün bulunduğu arsanın, o gayrimenkul için elverişli olup olmadığı ve gayrimenkulün yapımı sırasında arsanın optimum kullanılıp kullanılmadığı değerlendirilmesinde önemlidir. Konut amaçlı gayrimenkulden ziyade ticari amaçlı gayrimenkulün değerlendirilmesinde bu hususlar daha önemlidir. İmar planında arsanın %70 lik bölümüne bina yapılmasına izin verildiğini varsayalım. Bu arsanın sadece %55 lik bölümüne bina inşaa edildiğinde bu bize arsanın optimum kullanılmadığını gösterir.

4.1.2.5. Güvenlik Tedbirleri

Her insan satın alacağı evde güven ve huzur içinde oturmak ister. Bundan dolayı da hırsızlığın çok olduğu, sokak çetelerinin hakim olduğu, polis karakolunun bulunmadığı bölgelerde bulunan gayrimenkuller, her ne kadar lüks yapılsa da, manzarası ne kadar güzel olsa da hakkettiği değere ulaşamayıp belli bir değerden yukarı çıkamaz.

4.1.2.6 Sosyal Alana ve Alışveriş Merkezine Uzaklık

Bir konutun alışveriş merkezlerine yada okul gibi sosyal alanlara uzaklığı, o konutun değeri üzerinde önemli rol oynamaktadır. Bir bölgede kurulacak üniversite, hastane yada alışveriş merkezi o bölgenin gelecekte gelişme eğilimini gösteren önemli işaretlerdir.

4.1.2.7. Bina Kalitesi

Gayrimenkul değerlemesinde bina kalitesi de önemli unsurlardan biridir. Bina kalitesi, işçilik kalitesi, fiziki yıpranma, bina kullanımından önce tamirat gerekiyorsa bunların ve maliyetlerinin tespiti ve binaya değer katan ilaveleri içermektedir.

4.1.2.8. Pazarlanabilirlik

Bir gayrimenkulün kolayca satılabilmesi gayrimenkulün değeri üzerinde pozitif bir etki yaratır. Gerileme eğilimindeki bir bölgede bulunan gayrimenkul ipotek ettirilmek istendiğinde kolayca satılamayacağından pazarlanabilirlik özelliği önem kazanmaktadır. “Şöyle ki bir iflas anında gayrimenkulün sahibi olacak kreditor kısa sürede bir gayrimenkulü elden çıkartarak nakde çevirtmek isteyecektir. Ayrıca, Bankacılık Mevzuatımızda yer alan borçlunun borcunu ödeyememesi neticesinde sahip olunan gayrimenkulün belirli süreler zarfında elden çıkartılması zorunluluğu da söz konusu pazarlanabilme kriterini daha da önemli bir hale getirmektedir.”⁶⁷

4.1.2.9. Kamusal Hizmetlerden İstifade Edebilme

Bir gayrimenkulün bulunduğu bölgeye getirilecek kamu hizmetleri o gayrimenkulün değerlemesinde önemlidir. Örneğin, değerlendirme konusu olan gayrimenkulün yakınında hastane yada okulun inşaatına başlanması gayrimenkul değeri üzerinde pozitif bir etki yaratır.

4.2. Konut Değerlemesi

Değerleme işleminde, maliyet yaklaşımı, piyasa değeri yaklaşımı ve gelir yaklaşımı olmak üzere üç yöntem kullanılmaktadır.

⁶⁷ Ali Alp; M. Ufuk Yılmaz, a.g.e., s. 206.

4.2.1. Yeniden İnşa Etme Maliyeti Yaklaşımı

“Mevcut bir binanın aynısı inşa edildiğinde elde edilecek maliyeti tahmin eden yaklaşımdır. Yeniden üretim giderinden amortisman bedeli düşüldükten sonra benzer arsa ile karşılaştırılan ilgili arsanın piyasa değerinin ilave edilmesiyle bulunan meblağ, maliyet yaklaşımı ile elde edilen gayrimenkulün değer göstergesidir”⁶⁸. Bu yöntemde, tahmini maliyeti bulmak için şu unsurlar dikkate alınır;

- Amortisman bedeli,
- Arsanın boşken ki değeri,
- Değerleme tarihinde yeniden inşaatın maliyeti
- Arazinin kullanılır duruma getirilmesinden doğan harcamalar.

Maliyet yaklaşımında, karşılaştırma ve maliyetlere ayırma yöntemleri olmak üzere iki yöntem kullanılır.

4.2.1.1. Karşılaştırma Yöntemi

Benzer, yeni yapılan bir gayrimenkulün birim metrekale maliyeti belirlenir. Değerleme konusu olangayrimenkulün alanı ölçülerek birim m^2 maliyet bedeli ile çarpılır. Böylelikle de temel yerine koyma maliyeti bulunmuş olur. Değerleme konusu olan gayrimenkul, karşılaştırma yapılan gayrimenkule göre ilave unsurlara sahipse, bu unsurlar artı değer olarak hesaba alınır. Daha sonrada arsanın boşken ki değeri yakında bulunan benzer özellikteki arsa değerleri ile karşılaştırılıp nihai ekspertiz değeri bulunur. Bu yöntemle ilgili bir örnek verelim;

100 m^2 'lik bir konut değerlendirilmek istensin. Aynı bölgede benzer yeni yapılan konutların birim m^2 maliyetleri 110.000.000.-TL. olduğu tespit edilsin. Benzer özellikteki konutlar, şömine, kapalı garaj ve göl manzarası gibi artı hususlara sahip olsunlar. Şöminenin 600.000.000.-TL, 50 m^2 'lik kapalı garajın m^2 si 40.000.000.-TL den 2.000.000.000.-TL ve

⁶⁸ Esen Güngör, a.g.e., s. 21.

manzaraya da 1.500.000.000.-TL değer biçilsin. Değerlemeye konu olan konutun bulunduğu arsaya benzer özellikteki arsaların ortalama 2.000.000.000.-TL olduğu tespit edilsin.

100 m ² 110.000.000 (Temel Yerine Koyma Maliyeti)	11.000.000.000.-TL
Şömine	600.000.000.-TL.
İnşa Maliyeti	11.600.000.000.-TL.
50 m ² kapalı garaj (m ² 40.000.000.-TL.)	2.000.000.000.-TL.
Göl Manzarası	1.500.000.000.-TL.
Toplam Bina Değeri	15.100.000.000.-TL.
Arsa	2.000.000.000.-TL.
Ekspertiz Değeri	17.100.000.000.-TL.

4.2.1.2. Maliyetlere Ayırma Yaklaşımı

Gayrimenkulün inşası sırasında yapılan harcamalar bulunarak toplanır ve böylelikle yeniden inşa maliyetine ulaşılır. Aşağıda bir evin inşaatı sırasında yapılan harcamalar verilmiştir.

Beton	4.500.000.000.-TL.
Sıhhi Tesisat	2.000.000.000.-TL.
Hafriyat	500.000.000.-TL.
Marangozluk	5.300.000.000.-TL.
Elektrik Tesisatı	2.200.000.000.-TL.
Toplam (Yeniden İnşa Edileme Maliyeti)	14.500.000.000.-TL.

14.500.000.000.-TL lık tutar, evin yeniden inşa edilme maliyetidir. Nihai ekspertiz değerini bulmak için, bu tutarın birikmiş amortisman tutarından çıkarılması gerekir.

4.2.1.3. Amortisman Tutarının Hesaplanması

Birikmiş amortisman, herhangi bir nedenden meydana gelen değer kaybıdır ve en sık kullanılan yöntemde doğrudan amortismandır. Bu yöntemde değer düşüşünün her yıl yüzde olarak sabit olduğu varsayılır. Ayrıca yeniden inşa etme maliyetinin ve binanın kalan

ekonomik ömrünün de bilinmesi gerekir. Binanın ekonomik ömrünün doğru olarak tahmini güç olduğundan gözlemlenen durum yöntemi geliştirilmiştir.

4.2.1.3.1. Doğrusal Amortisman

Araştırmalar sonucunda apartman dairelerinin ekonomik ömrü yaklaşık olarak 40 yıl olduğu gözlenmiştir. Doğrusal amortisman yöntemine örnek vermek gerekirse; bir konutun tahmini ekonomik ömrünü 40 yıl olarak düşündüğümüzde yıllık amortisman oranı %2,5 olur. Bina'nın takvim yaşı 25 yıl, eve yapılan bakımdan dolayı da fiili yaşı 10 yıl olsun. Bu durumda, konutun %25 oranında yıprandığını ve ekonomik ömrünün ise 30 yıl olduğunu söyleyebiliriz. Maliyetlere ayırma ve karşılaştırma yöntemi ile hesaplanan amortisman öncesi değerin %75'i alınıp gayrimenkule ait değer tahminine ulaşılabilir. Karşılaştırma yöntemi ile bulduğumuz rakamı ele aldığımızda; $15.100.000.000.-TL. * 0,75 = 11.325.000.000.-TL.$ Bu değer bize evin arsa dışında şu anki değerini verecektir.

4.2.1.3.2. Gözlemlenen Durum Yöntemi

Bu yöntemde birikmiş amortisman parçalara ayrılır ve bunların değerleri ayrı ayrı tespit edilir. Birikmiş amortismanın parçalara ayrılması daha objektif bir tahminde bulunabilmek amacıyla yapılmaktadır ve şu parçalara ayrılır; Fiziki yıpranma (düzeltilebilir ve düzeltilemeyecek unsurlar), işlevsel unsurlar (düzeltilebilir ve düzeltilemeyecek unsurlar), sosyo- ekonomik yıpranma.

4.2.1.3.2.1. Fiziki Yıpranma

Doğramaların çürümesi, zayıflaması, çatının akması, boyanın çatlayıp dökülmesi gibi binadaki bozulmaları ve doğal aşınmaları kapsamaktadır. Fiziki yıpranmanın düzeltilebilir ve düzeltilemeyecek unsurları bulunmaktadır. Düzeltilebilir unsurlar, matematiksel ölçülebilen ve görülebilen unsurlardır.

Dış cephenin boyanması	500.000.000.-TL.
Koridor zemininin yenilenmesi	250.000.000.-TL.
Tavanın yenilenmesi	600.000.000.-TL.
TOPLAM	1.350.000.000.-TL.

Temelin eğilmeye başlaması gibi binanın ana iskeletinde yada temelinde oluşan doğal bozulmaların düzeltilmeleri teknik olarak zordur ve ekonomik olarak da uygun değildir. Bu tür yıpranmalar, düzeltilemeyecek fiziki yıpranmaları oluşturur. Düzeltilemeyecek fiziki yıpranmanın hesaplanmasında uygulanan, oluşan toplam yıpranmanın binanın fiili yaşına paralel olarak amortize edilmesidir.

Bir konutun ekonomik ömrünün 40 yıl olduğunu varsayalım ve binanın takvim yaşının 15 yıl, fiili yaşının ise 10 yıl olduğunu düşünelim. Binaın yeniden yapım maliyetinin 15.000.000.000.-TL.olsun ve yıpranmış temel ve kirişlerin yeniden yapılma maliyetinin toplam maliyetin %30'unu oluştursun. Düzeltilemeyecek fiziki yıpranma maliyeti şu şekilde hesaplanır;

$$15.000.000.000.-TL. * 0,30 = 4.500.000.000.-TL.$$

$$10 \text{ yıl fiili yaş} / 40 \text{ yıl ekonomik ömür} * 4.500.000.000.-TL.$$

4.2.1.3.2.2. İşlevsel Yıpranma

İnşaat tarzı, mimari tasarım gibi faktörler gayrimenkulün daha az talep edilmesine neden olur. Fiziksel yıpranmada olduğu gibi düzeltilebilir ve düzeltilemeyecek unsurlar bulunmaktadır. Gayrimenkulün yenilenebilir fakat demode olan kısımları düzeltilebilir işlevsel yıpranmayı ifade eder. Demode olan bölümlerin modernize edilme derecesine göre maliyet oluşmaktadır.

Aşırı yüksek yada basık tavan gibi durumların düzeltilmesi ekonomik olmadığından düzeltilemeyen işlevsel yıpranmayı göstermektedir. Düzeltilemeyen işlevsel yıpranma iki yolla da hesaplanabilir.

- **Aylık Kira Gelirindeki Düşüş;** Karşılaştırılabilir iki evden birinin standartlara uygun bir tavana sahip olduğunu ve bu evin ayda 30.000.000.-TL, daha fazla kira getirdiğini düşünelim. Konutun ömrü boyunca sağlayacağı tahmini aylık kira sayısı ile bu rakam çarpıldığında düzeltilemeyen işlevsel yıpranma bulunmuş olur. Konutun ömrü boyunca sağlayacağı tahmini aylık kira sayısı (Brüt aylık gelir çarpanı) 100 ise, $100 * 30.000.000.-TL. = 3.000.000.000.-TL.$ Bu rakam bize düzeltilemeyen işlevsel yıpranmayı verir.
- **Satış Değerindeki Düşüş;** Bu hesaplamada yenilenme maliyetinin belirli bir yüzdesi alınır. Kötü planlanmış bir zemin için yenileme maliyeti 15.000.000.000.-TL. olduğunda ve satış değer büyüklüğü %12 olarak belirlendiğinde $15.000.000.000.-TL * 0,12 = 1.800.000.000.-TL.$ düzeltilemeyen işlevsel yıpranmayı verir.

4.2.1.3.2.3. Sosyo-Ekonomik Yıpranma

Gayrimenkulün ekonomik yada sosyal nedenlerden talebinin ve kullanışlılığının azalmasını ifade eder. Bir yerleşim bölgesinden otoyolun geçmesi neticesinde artan trafik gürültüleri o bölgede bulunan konutların değerinin düşmesine yol açar. Fiziki ve işlevsel yıpranmalarda belli ölçülerde müdahale şansı bulunmasına rağmen, sosyo-ekonomik yıpranmalar dışsal nedenlerden olduğundan bunların üzerinden kontrol imkanı bulunmamaktadır. Sosyo-ekonomik yıpranma, düzeltilemeyecek yıpranmalar olduğundan aylık kira geliri düşüşü yoluyla hesaplanır. Bir konutun aylık kira gelirinde 20.000.000.-TL. düşüş yaşandığında ve brüt aylık gelir çarpanının da 100 olduğun farz ettiğimizde düzeltilemeyen sosyo-ekonomik yıpranma $20.000.000.-TL. * 100 = 2.000.000.000.-TL.$ olacaktır.

4.2.2. Piyasa Değeri Yaklaşımı

Bir gayrimenkulün benzer özelliklere sahip gayrimenkullerle yapılan karşılaştırmayla elde edilen cari fiyat talebi ve teklifleridir. Karşılaştırılabilir gayrimenkullerin satış fiyatları farklılık gösterir. Örneğin, zayıf zemin planına sahip olan yada benzin istasyonu yanındaki bir konut ile bu olumsuzluklara sahip olmayan bir konutun değerlemesi tam olarak aynı olmaz. Bu nedenden dolayı da gayrimenkuller değerlendirirken aralarında oluşan farkları ortadan kaldırmak için bir takım düzeltmelerin yapılması gerekir. Bu düzeltmelerden bazıları şunlardır;

- **Zaman Düzeltmesi;** Karşılaştırılacak gayrimenkullerin satışlarının gerçekleştiği tarihlerin aynı olmamasından meydana gelen enflasyonist etkinin giderilmesidir.
- **Arsa Büyüklüğünden Kaynaklanan Fiyat Düzeltilmesi;** Arsa büyüklükleri arası oluşan farkların fiyatlara yansıtılmasını ifade eder.
- **Kullanım Alanı Açısından Fiyat Düzeltilmesi;** Gayrimenkullerin kullanım açısından farklılığının fiyatlara yansıtılmasıdır.
- **Peyzaj Değeri Açısından Fiyat Düzeltilmesi;** Gayrimenkullerin içinde bulundukları çevre düzenlemesi farklılıklarının fiyatlara aksettirilmesidir.

Konut değerlendirme yöntemleri arasındaki en güvenilir olan yöntem piyasa değeri yöntemidir.

4.2.3. Gelir (Nakit Akışı) Yaklaşımı

“Bu yöntem, gayrimenkulün kalan ekonomik ömrü içinde muhtemel net gelir akışını inceler. Bu gelir akışı benzer gayrimenkullerden elde edilen gelirle karşılaştırılır ve yatırımdan elde edilecek olan muhtemel kazanç benzer gayrimenkullerden veya diğer tür yatırımlardan elde edilen kazançlar ile karşılaştırılır”⁶⁹. Bu yaklaşımda yapılan hesaplamalarda brüt aylık çarpan kullanılır ve konutun değeri brüt aylık kiranın bir çarpanı şeklinde bulunur. Daha sonra da satış fiyatı kira fiyatına bölünür.

Bir gayrimenkulün satış fiyatı 20.000.000.000.-TL ve aylık kirası ise 200.000.000.-TL. olsun.

Hesaplama şu şekilde olur;

$$\text{Brüt aylık çarpan} = 20.000.000.000.-\text{TL.} / 200.000.000.-\text{TL.} = 100$$

Hesaplamada kullanılan brüt aylık çarpanın bir takım dezavantajları da bulunmaktadır.

Bunları şu şekilde sıralayabiliriz;⁷⁰

- Hesaplamalarda net gelir yerine brüt gelir esas alınmaktadır. Yönetim ve bakım maliyetleri göz ardı edilmektedir.

⁶⁹ Esen Güngör, a.g.e., s. 21.

⁷⁰ Ali Alp “Gayrimenkul Değerlemesine Genel Bir Bakış: Oturma ... a.g.m.”, ss. 26-35.

- Tüm gayrimenkuller için emlak vergisi, ısıtma gideri vb. giderlerin aynı olduğu varsayılmaktadır.
- Gayrimenkullerin kalan ekonomik ömürlerinin eşit olduğu varsayımı vardır.
- 15-25 milyar TL arasındaki bir fiyat aralığında satılan evler için, çarpan anlamlı olabilir; ancak 250-500 milyar TL arasında satılan evlerin değerlemesinde çarpanın kullanımı sorun yaratabilir. Çünkü, bu fiyatlardan satılan evler için referans bir kira piyasası bulunmamaktadır.

4.2.4. İpotek Öz Sermaye Teorisi (Ellwood Tekniği)

İpotekli gayrimenkulün değerlendirilmesinde, mülkün şimdiki değerinin hesaplanmasında kullanılan bir tekniktir. “Eksper, gayrimenkulün beklenen şimdiki değerini ve gayrimenkul sahiplerinin yıllık nakit akımlarından elde ettikleri özsermayeyi dikkate alarak karar verir”⁷¹.

Bu teknik, bilgili gayrimenkul yatırımcılarının tipik reaksiyonlarını inceleyerek ve aşağıdaki hususları dikkate alarak piyasanın gerçekçi reaksiyonlarını tespit etmeye çalışır:⁷²

- Genellikle beş veya on yıllık muhtemel net gelir ve mülkiyetin kısa vadeli projeksiyonlar;
- Değere göre ipotek, kredi oranı, faiz haddi, yıllar itibariyle süre ve ipotek bakiyesi azaldıkça özsermaye (equity) pozisyonundaki iyileşme;
- Projeksiyon süresinin sonunda tüm gayrimenkulün değer artış veya amortisman tutarı.

Ellwood Tekniği, piyasayı rasyonalize eden ve güvenilir neticelerin çıkmasında yardımcı olan yararlı bir tekniktir. Bu teknikle yapılan tahminler daha mantıklı, daha doğru olmaktadır.

⁷¹ Ellwood Technique, <http://www.kcrealestate.to/Dictionary/%20E.htm>, s. 6.

⁷² Esen Güngör, a.g.e., s. 23.

4.3. Ticari Gayrimenkullerin Değerlemesi

Başta iş merkezleri, ofisler, mağazalar gibi ticari amaçlar için kullanılan, gelir getiren ve konutların dışında kalan gayrimenkuller ticari gayrimenkullerdir. Değerleme işleminde en sık kullanılan yöntem, net faaliyet geliri yöntemidir.

4.3.1. Net Faaliyet Geliri

Eksper, gayrimenkul sahibinin gelir, gider durumunu mali tablolar yada beyanemelerden inceler. Kişisel harcamalar, kurumlar vergisi, sigorta primleri, emlak vergisi, kredi anapara ve faiz ödemeleri gibi bazı kalemler bu belgelerde bulunmadığından bunlar hakkında bilgi sahibi olmak amacıyla belgelerde, eksper tarafından bu kalemlerin konulması gerekmektedir. Bu eklemelerle yeniden yapılan gelir ve harcama tablosuna düzeltilmiş beyan yada muhtemel düzenli net gelir tespiti denir. Bu yöntem bir örnek olarak, gayrimenkul sahibinin gelir ve harcamasıyla ilgili ekspertiz tarafından aşağıdaki durumlar öğrenilmiştir;

- Sahip olunan gayrimenkulün yıllık brüt kira geliri 18.500.000.000.-TL. dir. Bu gayrimenkule ait gelir ve harcamalar aşağıdaki bilgileri kapsamaktadır;

Sözleşmeye Göre Brüt Yıllık Gelir	30.500.000.000.-TL.
<u>Harcamalar</u>	
Yönetim Giderleri	750.000.000.-TL.
Sigorta	475.000.000.-TL.
Bakım-Onarım Harcamaları	2.343.000.000.-TL.
Atık Giderleri	220.000.000.-TL.
Emlak Vergisi	3.650.000.000.-TL.
Hizmet Giderleri	2.212.000.000.-TL.
Müşavirlik Hizmetleri	300.000.000.-TL.
Ulaşım Giderleri	180.000.000.-TL.
Tedarik Giderleri	50.000.000.-TL.
Diğer Çeşitli Giderler	64.000.000.-TL.
Toplam Harcama	10.322.000.000.-TL.
Net Gelir	20.178.000.000.-TL.

Değerlemeye konu olan gayrimenkul benzer binalarının kiralarnın karşılaştırılması neticesinde ekonomik kira gelirlerinin 45.000.000.000.-TL. olduğu saptanmıştır.

- Beyanda, kiranın toplanmasından yaşanan kayıplar ve boş geçen süreler için bir esneklik tanınmadığından eksper, bu kayıpların %3,5 olacağını düşünmüştür.
- Binanın giriş katında bir çiçekçi dükkanı bulunmaktadır ve bundan elde edilen gelir yıllık 1.200.000.000.-TL. dir.
- Yönetim giderine ait kalemler; çimlerin bakımı, dairelerin gösterimi-bakımı ve küçük tamiratlar gibi kalemler olmaktadır. Bundan dolayı, yöneticiye giriş kattaki bir daire tahsis edilmiştir. Bu dairenin kirası piyasa raicine göre 350.000.000.-TL. olduğu eksper tarafından tespit edilmiştir. Bu 350.000.000.-TL. lık kira bedeli beyanda gayrimenkul sahibi tarafından belirtilmediğinden eksper, yönetim giderleri kalemini 750.000.000.-TL yerine, 1.100.000.000.-TL. olarak değerlemiştir.
- Gayrimenkul sahibinin halılar, kalorifer, demirbaşlar gibi unsurlar için yenileme harcamalarına karşılık ayırmadığından bunların yenileme maliyetleri ve ekonomik ömürleri tespit edilmiş, doğrusal hesaplama yöntemiyle karşılıklar ayrılarak bu tutar 1.265.000.000.-TL. olarak bulunmuştur.
- Bir önceki yıla ait bakım işlerinden doğan giderlerin değerlendirme yılında 550.000.000.-TL.'na indirilmesi gerektiği görülmüştür.
- Gayrimenkul sahibinin ulaşım gideri olarak 180.000.000.-TL. otomobil giderini tabloya alması eksper tarafından dikkate alınmamıştır.
- Eksperin incelemesine göre müşavirlik hizmet kalemi yüksek görülerek 300.000.000.-TL. dan 280.000.000.-TL na indirilmiştir.

Esperin bu incelemeleri sonucunda oluşturduğu gelir-harcamaya ait örnek bilgiler şu şekilde verilmiştir.

Ekonomik Kira Geliri	45.000.000.000.-TL.
Boş Kalmadan Dolayı Kayıplar (%3,5)	1.350.000.000.-TL.
Fiili Brüt Gelir	43.650.000.000.-TL.
Diğer Gelirler	<u>1.200.000.000.-TL.</u>
	44.850.000.000.-TL.
Harcamalar	
Yönetim Gideri	1.100.000.000.-TL.
Sigorta	475.000.000.-TL.
Bakım-Onarım Harcamaları	550.000.000.-TL.
Atık Giderleri	220.000.000.-TL.
Emlak Vergisi	3.650.000.000.-TL.
Hizmet Giderleri	2.212.000.000.-TL.
Müşavirlik Hizmetleri	280.000.000.-TL.
Tedarik Giderleri	50.000.000.-TL.
Reklam ve İlan Giderleri	78.000.000.-TL.
Diğer Çeşitli Giderler	64.000.000.-TL.
Toplam	8.679.000.000.-TL.
Yenileme İçin Ayrılan Karşılıklar	1.256.000.000.-TL.
Toplam Harcama	9.944.000.000.-TL.
Net İşletme Geliri	35.056.000.000.-TL.

“Eksper çıkan net işletme gelirini iskonto işlemiyle değere çevirir. İndirgeme (iskonto) işleminde, gelecekteki kazançların bugünkü değeri tespit edilmeye çalışılır. Bu işlemde veri bir zamanda varolan piyasa faiz oranı tespit edilir. Bu oran, sermayenin fiyatını yada bir kişinin parasını kullandırmasının karşılığında beklediği kirayı gösterir”⁷³. İskonto işlemi; $\text{Değer} = \text{Net Gelir} / \text{Faiz Oranı}$ formülüyle bulunabilir. Bu örnekte de değeri bulmak için, piyasa faiz oranının %40 olduğunu farz edelim.

$35.056.000.000.-\text{TL.} / 0,40 = 87.640.000.000.-\text{TL.}$ olarak değer bulunur

⁷³ Ali Alp; M. Ufuk Yılmaz, a.g.e. s. 220.

4.3.2. Getiri Oranının Seçimi

Faiz iskonto oranının doğru seçimi çok önemlidir. Faiz haddinin bir puan aşağısı yada yukarısı bile önemli fiyat farklarına yol açar. Yukarıdaki örnekte faiz haddini eksper eğer %39 olarak seçseydi, $35.056.000.000.-TL. / 0,39 = 89.887.179.000.-TL.$ değerini elde edecekti. Bu durumda faiz haddinin düşüşü gayrimenkulün tahmini değerini $87.640.000.000.-TL.$ den $89.887.179.000.-TL.$ ye yükseltecek ve böylece $2.247.179.000.-TL.$ bir hataya yol açacaktır. Faiz haddi %41 seçilmiş olsaydı, $35.056.000.000 / 0,41 = 85.502.439.000.-TL.$ değeri bulunacak ve böylelikle tahmini değerinden $2.137.561.000.-TL.$ daha az değer saptanacaktı. Bu örneklerden de görüldüğü gibi faiz oranının bir puan bile yüksek veya düşük seçimi gayrimenkulün değerini düşürmekte yada yükseltmektedir. Faiz iskonto oranı seçiminde en çok kullanılan iki yöntem şunlardır;

4.3.2.1. Yatırım Aralığı Tekniği

Yatırım Aralığı Tekniğinde, ilk önce gayrimenkul üzerinde bulunan haklar tespit edilir ve bulunan her hak için getiri oranları bulunur. Daha sonrada getiri oranlarının ağırlıklı ortalaması alınarak faiz iskonto oranı bulunur.

Gayrimenkul üzerinde öncelikli haklara sahip olanlar 1. derecede ipotek sahipleridir. birinci derece ipotek sahiplerini diğer hak sahipleri yani gayrimenkul sahibine borç vermiş kişiler izler. Gayrimenkul sahibi mali anlamda gayrimenkul üzerinde en son hakka sahip olan kişidir.

Örneğin, kredi piyasasında 1. derece ipotek karşılığı verilen faiz oranları %9,85, 2. derece ipotek karşılığı verilen kredilerin faiz oranı ise %12 olsun. 1. derece ipotek sahiplerinin %75, 2. derece ipotek sahiplerinin ise %10 oranında mali hakları bulunsun. Yatırılan sermayenin beklenen getiri oranı %14 olduğunu düşünelim. Böylece hesaplamalar şu şekilde olur;

Tablo 4.1. Yatırım Aralığı Tekniğinin Hesaplanması

Gayrimenkul Üzerindeki Haklar	Risk Durumu	Faiz Oranı (%)	Toplam Gayrimenkul Değeri Üzerinden Mali Haklar Oranı (%)	Ağırlıklı Faiz Oranı Ortalaması
I. Derecede İpotek Kredisi Sahibinin Hakkı	Düşük	9.85	75	7.3
II. Derece İpotek Kredisi Sahibinin Hakkı	Orta	12	10	1.2
Gayrimenkul Sahibinin Hakkı	Yüksek	14	15	2.1
Toplam Ağırlıklı Faiz Oranı Ortalaması				10.6

Kaynak: Tarafımdan derlenmiştir.

4.3.2.2. Toplama Yöntemi

Bu yöntemde risksiz faiz oranına eklenen bazı unsurlarla iskonto oranına ulaşılır. Aşağıda iskonto oranını oluşturan unsurların açıklaması verilmiştir.

- Risksiz Oran; Genelde hazine bonusu veya devlet tahvilleri için belirlenen oran.
- Yönetim Primi; Yatırımı yöneten yatırımcının elde edeceği oran
- Risk Primi; Parasını kaybetme riskinden dolayı yatırımcıya ödenen oran
- Likidite Primi; Gayrimenkulün kolayca elden çıkartılmaması nedeniyle yatırımcıya verilen oran

Toplama yöntemini bir örnek vererek açıklayalım;

Risksiz Oran	%5,3
Yönetim Primi	%1,3
Risk Primi	%1,1
Likidite Primi	%1,1
Kapitalizasyon	%8,8

Gayrimenkullerde zamanla bir değer kaybı meydana gelir. Gayrimenkullerin değerini düşüren amortisman oranının beklenen getiri oranı ile toplamı kapitalizasyon oranını oluşturur. Böylelikle değerlendirme daha kapsamlı yapılır.

4.3.2.3. Amortisman ve Kapitalizasyon Oranı

Ticari gayrimenkullerde fiziki yıpranma, işlevsel yıpranma ve sosyo-ekonomik yıpranmanın kaynaklanan kayıpların toplamı amortisman oranını verir. Bu orana beklenen getiri oranı eklendiğinde kapitalizasyon oranı bulunur. Binaların üzerlerinde bulundukları arsalar için amortisman ayrılmaz. Kapitalizasyon oranının hesaplanmasında bina kalıntı tekniği, arsa kalıntısı tekniği ve enkaz değer yaklaşımı olmak üzere 3 yöntem kullanılır.

4.3.2.3.1. Bina Kalıntısı Tekniği

Bina kalıntısı tekniğinde önce arsa için bir değer tespit edilir. Beklenen getiri oranı üzerinden arsaya yatırılan paranın tahmini geliri hesaplanır. Daha sonra gayrimenkulün toplam yıllık gelirinden bu rakam çıkartılır. Böylelikle binanın tahmini gelir tutarı bulunur. Beklenen getiri oranına amortisman oranı eklenir, kapitalizasyon oranının bulunmasından ve arsanın payına düşen gelirin indirilmesinden sonra elde edilen tutar kapitalizasyon oranı ile iskonto ettirilir.

Net faaliyet geliri konusunda hesapladığımız örneği ele alalım. Yapılan incelemelerde arsa değeri 40.000.000.000.-TL. olarak bulunsun. Piyasadaki beklenen getiri oranı %40'dır. Gayrimenkulden elde edilen yıllık net gelir miktarı olan 35.056.000.000.-TL., bina ve arsayı kapsamaktadır. 35.056.000.000.-TL. net gelirin %40 lık kısmı, 45.000.000.000.-TL. * 0,40 = 18.000.000.000.-TL. arsa tarafından, 35.056.000.000.-TL. - 18.000.000.000.-TL. = 17.056.000.000.-TL. miktarı da bina tarafından oluşturulan tutarlardır. Binanın kalan ömrünü 35 yıl sayalım. Bu durumda yıllık amortisman oranı 100/35 den yaklaşık %2,8 olacaktır. Böylelikle, kapitalizasyon oranı = %40 + %2,8 = %42,8 ve bina değeri = 17.056.000.000 / 0,428 = 39.850.467.000.-TL., Arsa değeri = 45.000.000.000.-TL. Arsa ve binanın toplam değeri ise 45.000.000.000.-TL. + 39.850.467.000.-TL. = 84.850.467.000.-TL. olacaktır.

4.3.2.3.2. Arsa Kalıntısı Tekniği

Arsa fiyatının tespit işlemi, şehir merkezlerinde yakın tarihlerde benzer arsa satışlarının gerçekleşmemesi nedeniyle sağlıklı değildir. Bu durum bina kalıntısı tekniğinin zayıf yönünü teşkil etmektedir. Bu zayıflığı ortadan kaldırmak için arsa kalıntısı tekniği geliştirilmiştir. Bu teknikte, ilk önce bina değeri, yeniden inşaa maliyeti ve toplam amortisman tutarıyla belirlenir.

Sonrada arsanın ve binanın toplam değeri hesaplanır. Bina kalıntısı tekniğinin tersinden ele alınıp hesaplandığı bir yöntemdir.

Yukarıda ele alınan örnekteki hesaplamalar neticesinde çıkan sonuçları bu yöntemin hesaplanmasında da kullanalım. Bina amortisman sonrası cari fiyatlarla değeri 39.850.467.000.-TL., arsa payı dahil yeniden inşa edilen gayrimenkul için gelir 35.056.000.000.-TL., beklenen getiri oranı %40 ve amortisman oranının %2,8 olduğunu düşünelim. Bina elde edeceği gelir = $39.850.467.000.-TL. \times 0,428 = 17.056.000.000.-TL.$ dir. $35.056.000.000.-TL. - 17.056.000.000.-TL. = 18.000.000.000.-TL.$ arsanın elde edeceği geliri verir. Arsanın değeri ise, $18.000.000.000.-TL. / 0,4$ (beklenen getiri oranı) = 45.000.000.000.-TL. olarak bulunur. Sonuçta da arsa ve binanın toplam değeri $45.000.000.000.-TL. + 39.850.467.000.-TL. = 84.850.467.000.-TL.$ şeklinde hesaplanmış olur.

4.3.2.3.3. Enkaz Değer Yaklaşımı

Bu yöntemde, bina ve arsa ayrı ayrı değil tek bir varlık olarak alınır ve hesaplamada ilk önce binanın tahmini ömrü bulunur. Gayrimenkulün o yıl içinde elde ettiği gelirin binanın tüm ömrü boyunca elde edeceği farz edilir ve bugünkü değeri hesaplanır (anuite katsayısı). Hesaplamada kullanılan iskonto oranı beklenen getiri oranı olup ayrıca buna amortisman oranı eklenmektedir. Elde edilen bu rakamla gayrimenkulün kullanılabilir ömrü boyunca ulaşacağı değer toplanıp gayrimenkulün toplam değeri bulunur. Gayrimenkulün ömrü boyunca aynı kalacağı varsayılan rayiç bedelinin bugünkü değerinin bulunmasıyla arsanın nihai değeri de bulunmuş olur.

Binanın değeri, 39.850.467.000.-TL. ve yıllık geliri de 35.056.000.000.-TL. olduğunu varsayalım. İskonto oranı %40 ve amortisman oranı %2,8 olduğunda binanın ekonomik ömrü 35,7 yıldır. Arsanın bugünkü değeri ise 45.000.000.000.-TL. olsun ve sahibine de 35.7 yıl sonra aynı tutarda dönsün.

$$35.056.000.000.-TL. \times 9,7 \text{ (\%40 üzerinden 35 yıllık anuite katsayısı)} = 3.400.430.000.000.-TL.$$

$$45.000.000.000.-TL. \times 0,08 \text{ (\%40 üzerinden 33 yıllık iskonto oranı)} = 36.000.000.000.-TL.$$

Gayrimenkulün nihai değeri = 3.436.430.000.000.-TL. bulunur.

4.4. Kiralanan Gayrimenkullerin Değerlemesi

“Gayrimenkulün kiralandığı dönem boyunca elde edeceği gelirler ile kiralama dönemi sonunda sahip olacağı değerin bugünkü değeri o gayrimenkulün ekspertiz bedelini verir”⁷⁴.

5 yıllık bir kira sözleşmesinde kira bedeli yıllık 5.550.000.000.-TL. olarak bulunsun ve dönem sonunda da gayrimenkul değerinin 60.000.000.000.-TL. olduğunu düşünelim. Kapitalizasyon oranı %12 olduğunda;

Gayrimenkul Değeri (GD) = Gayrimenkulün bugünkü değeri + nakit akışının bugünkü değeri

GD = 60.000.000.000.-TL. * 0,412 (%12 üzerinden 5 yıllık iskonto oranı) + 5.550.000.000.-TL. * 7,231 (%12 üzerinden 5 yıllık anuitle katsayısı)

GD = 24.720.000.000.-TL. + 40.132.050.000.-TL. = 64.852.050.000.-TL.

4.5. Değerleme Süreci

Değerleme süreci şu aşamalardan oluşur;

- **İşin Tanımı;** Değerleme sürecinde işin tanımının yapılması ilk aşamayı teşkil eder. İşin tanımı evresinde, gayrimenkulün bulunduğu çevre koşulları, değerlemenin amacı, gayrimenkulün ne amaçla kullanılacağı, alıcısı, satıcısı gibi faktörler incelenerek belirlenir. Gayrimenkülü gören eksper, değerlendirme yöntemlerini seçer.
- **Ön İnceleme, Veri Seçimi ve Toplanması;** Belediye ve tapuda incelemeler yapılarak gayrimenkulün bulunduğu çevrede oluşabilecek değişiklikler belirlenir. Bu aşamada yapılan analizleri içeren veriler, genel, özel ve rekabete yönelik arz ve talebi belirleyen verilerdir. Ekonomik veriler, devlet politikaları, çevresel ve sosyal veriler genel veriler olup, eksper bu hususları inceleyerek gayrimenkulün fiyatını nasıl etkileyeceğini belirlemeye çalışır. Özel veriler ise, gayrimenkulün inşaat malzeme kalitesi, niteliği, toprak cinsi gibi gayrimenkulün kendisiyle ilgili hususlardır. Gayrimenkulün gelecekte içinde bulunacağı ve yaratacağı rekabet koşullarını belirlemek amacıyla rekabete yönelik arz ve talep verileri toplanır. Bu verileri de, gelir dağılımı, nüfus, işsizlik oranı gibi hususları kapsamaktadır. Eksper, bina ve/veya arazi ile ilgili proje, harita, fotoğraf gibi

⁷⁴ Ali Alp, “Ticari Gayrimenkullerin Değerlemesi,” *Activefinans* Ağustos-Eylül 2000, ss. 50-55.

hususları inceler ve bu incelemeyi yaparken de ipotek, kamulaştırma, kira kontratları, yıkım kararı, süre gelen davalar gibi gayrimenkulün değeri üzerinde etkili olabilecek verileri de dikkate alır. Bir gayrimenkulden en fazla elde edilecek gelir o gayrimenkule ödenecek en yüksek fiyattır. Bu fiyatı belirlemek içinde daha çok piyasa değeri yöntemi kullanılır. Arsa değeri tahmininde ise, satış mukayesesi yöntemi yaygın olarak kullanılmaktadır. Benzer arazilerin son satış değerleri bulunarak, yola yakınlık, eğim, arazi yapısı, bitki örtüsü, toprak cinsi gibi verilerle karşılaştırılır.

- **Değerleme Seçeneklerinde Uzlaşma ve Böylelikle Son Değerleme Tahmini;** Bu aşama, eksperlerin yaptıkları analiz sonucunda değerlendirme alternatiflerinin içinden bir yöntemin seçimini içerir. Bu seçim yapılırken eksper, bilgi, tecrübe ve inisiyatifi kullanır. Eksper, değerlemenin amacı, uygulanabilirliği ve yapılan uygulamanın savunabilirliğini gözönüne alarak verdiği sonucu raporuna yazar.
- **Değerleme Raporu;** Eksper tarafından hazırlanan raporun uzunluğu, içeriği yani formatı, müşteri talebine, sözleşmenin içeriğine ve gayrimenkulün niteliğine göre değişir. Raporun formatının değişmesinde bu faktörlerin etkili olmasına rağmen, gayrimenkul değerlendirme meslek kuruluşlarının çıkardığı raporlama standartlarına uyulması gerekmektedir. Bu kuruluşların çıkarmış oldukları standartlar, profesyonel mesleki etikler ve profesyonel değerlendirme standartlarına ilişkin düzenlemelerdir. Ayrıca bu kuruluşlar uygulamaları denetler. Belirlenen standartlar, raporlama standartlarını da kapsamaktadır. Eksperin hazırladığı rapor, sonuca ulaşmada kullandığı teknikler, prosedürler ve yaptığı analizlerin neden ve sonuçlarıyla birlikte özetlenen bir doküman şeklindedir. Bu rapordan eksper sorumlu olup, elde ettiği tüm veriler için kaynak göstermek mecburiyetindedir. Ekspertiz raporları, form raporları ve kapsamlı raporlar olmak üzere 2 ana bölüme ayrılır. Form raporları, kredi kuruluşları tarafından kredi karşılığında ipotek edilen gayrimenkullerin ekspertizinde yararlanılan raporlardır. Arsa, bina, gayrimenkul kalitesi, işçilik ve malzeme, uzak ve yakın çevre gibi unsurlar, raporda değerlendirilip belirtilmiş unsurlardır. Değerlemede, maliyet yaklaşımı, piyasa yaklaşımı kullanılarak gayrimenkul değerlemesinde son karar verilir. Eksper, raporda gayrimenkul değerlemesine ilişkin çekincelerini ilave eder. Bu bölüm raporun en önemli bölümlerinden birini oluşturur. Raporda ek olarak gayrimenkulün krokisine de yer verilir. Kapsamlı raporlar, genellikle uzman gayrimenkul ekspertiz şirketlerinin kullandığı raporlardır. Bu raporlar özellikle çok yüksek değerli gayrimenkullerin değerlemesinde kullanılır. Dört bölüme ayrılabilir. Bu

bölümler, giriş, tanıtıcı bilgiler, analitik inceleme ve genel değerlendirme, sonuçtan oluşmaktadır.



5. BÖLÜM

TÜRKİYE'DE GAYRİMENKUL FİNANSMANI VE GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI

5.1. Türkiye'de Gayrimenkul Piyasasının Yapısı ve Konut Edinmeyi Güçleştiren, Konut Açığını Sağlayan Nedenler

5.1.1. Konut Açığı ve Boyutları

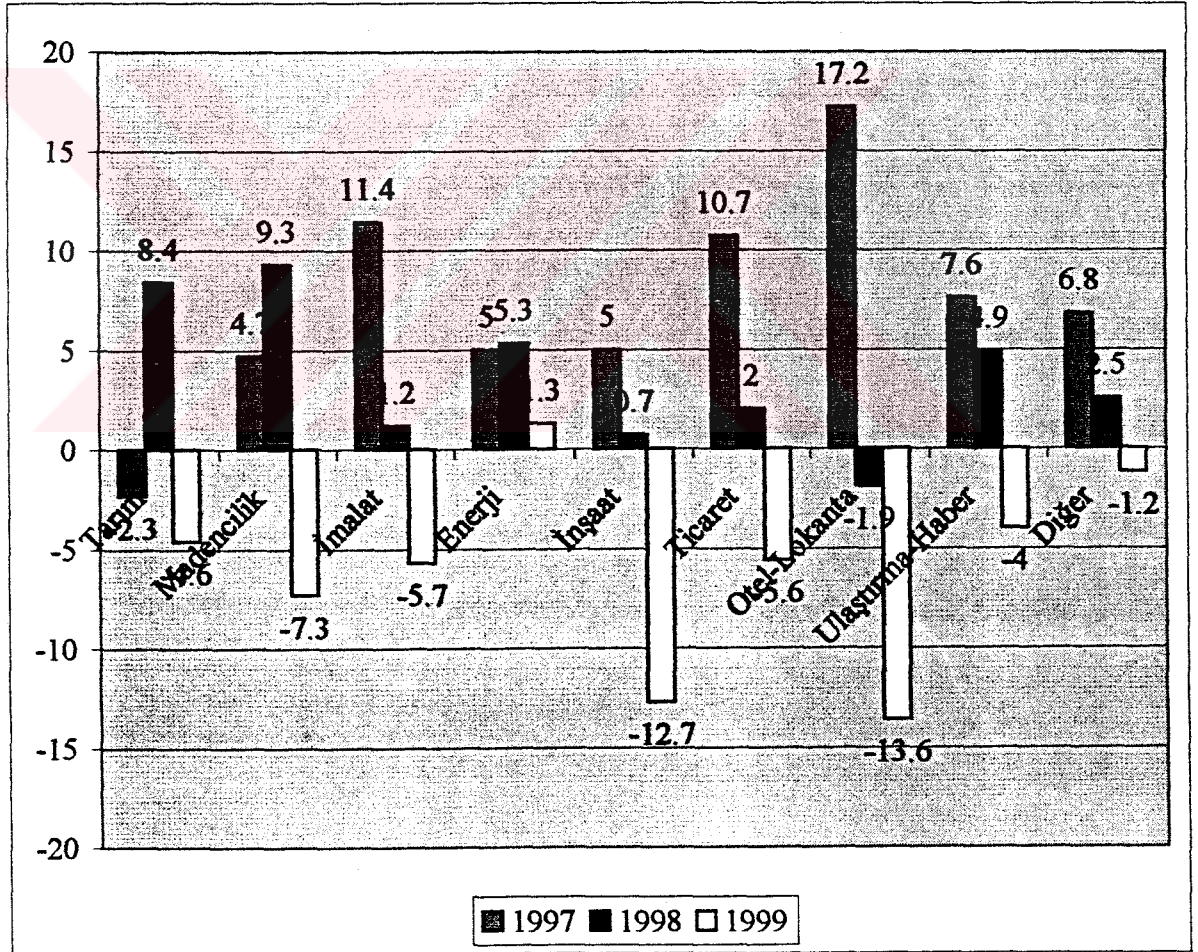
Türkiye'de konut sorunu arz ve talep dengesizliklerinden kaynaklanır. Konut arzı konut talebinin altında kaldığından konut açığının toplam miktarı ve yıllık konut üretim miktarı giderek artmıştır. Bu durum, inşaat malzemeleri, arsa-konut fiyatları ve kiraların yükselmesi yönünde negatif bir etki yaratmıştır. Konut üretimine ayrılan finansman kaynakları devamlı olarak daraltıldığından her yıl üretilen konut üretiminin konut gereksinimine oranı giderek azalmış, konut açığı sorunu büyümüş ve gecekondulaşma artmıştır. Nüfusun artması ve hızlı kentleşme, ülkemizdeki konut açığının kapanmasını önleyen faktörlerdir. "Büyük şehirlerin çevresinde yayılmış olan gecekondular alanlarında nüfusun en az 12 milyonu yaşamaktadır. Araştırmalar sadece 2 milyon konuttan, 400 binin kaçak olduğunu, 600 bininin de gecekondulardan oluştuğunu göstermektedir"⁷⁵. Türkiye'nin en gelişmiş şehrinde çarpık yapılaşma oranının büyüklüğü dikkate alındığında, konut sorununun ne kadar ciddi olduğu da anlaşılır.

Grafik 5.1. ve Grafik 5.2. de inşaat sektörünün büyüme oranı verilmiştir. 1997 yılında inşaat sektöründeki büyüme %5,0'dan 1998 yılında %0,7'ye azalmış ve 1999 yılında ise daha büyük

⁷⁵ İlhan Uludağ, a.g.e., s. 211.

bir azalış yaşanarak %-12,7'ye gerilemiştir. "DİE tarafından yapılan GSMH hesaplarına göre 1990'lı yılların en büyük daralmasının yaşandığı 1999 yılında ekonomi % 6,4, inşaat sektörü ise % 12,7 oranında küçülmüştür. Sektördeki bu rekor küçülme özellikle kamu harcamalarındaki kısılmadan kaynaklanmıştır. Daralmanın diğer nedenleri ise; reel ekonomideki yüksek faizler, vergi oranlarının yüksek oluşu, işçi maliyetlerindeki artışlar ile konut talebindeki ve özel sektör yatırımlarındaki azalışlardır. Bu olumsuz koşullara 1999 yılında yaşanan deprem felaketleri de eklenince daralmanın boyutları daha belirgin hale gelmiş ve sektörün GSMH içindeki payı % 5,1 oranına düşmüştür"⁷⁶. (Tablo 5.1.)

Grafik 5.1. Sektörler İtibariyle Büyüme Hızları (Yüzde)

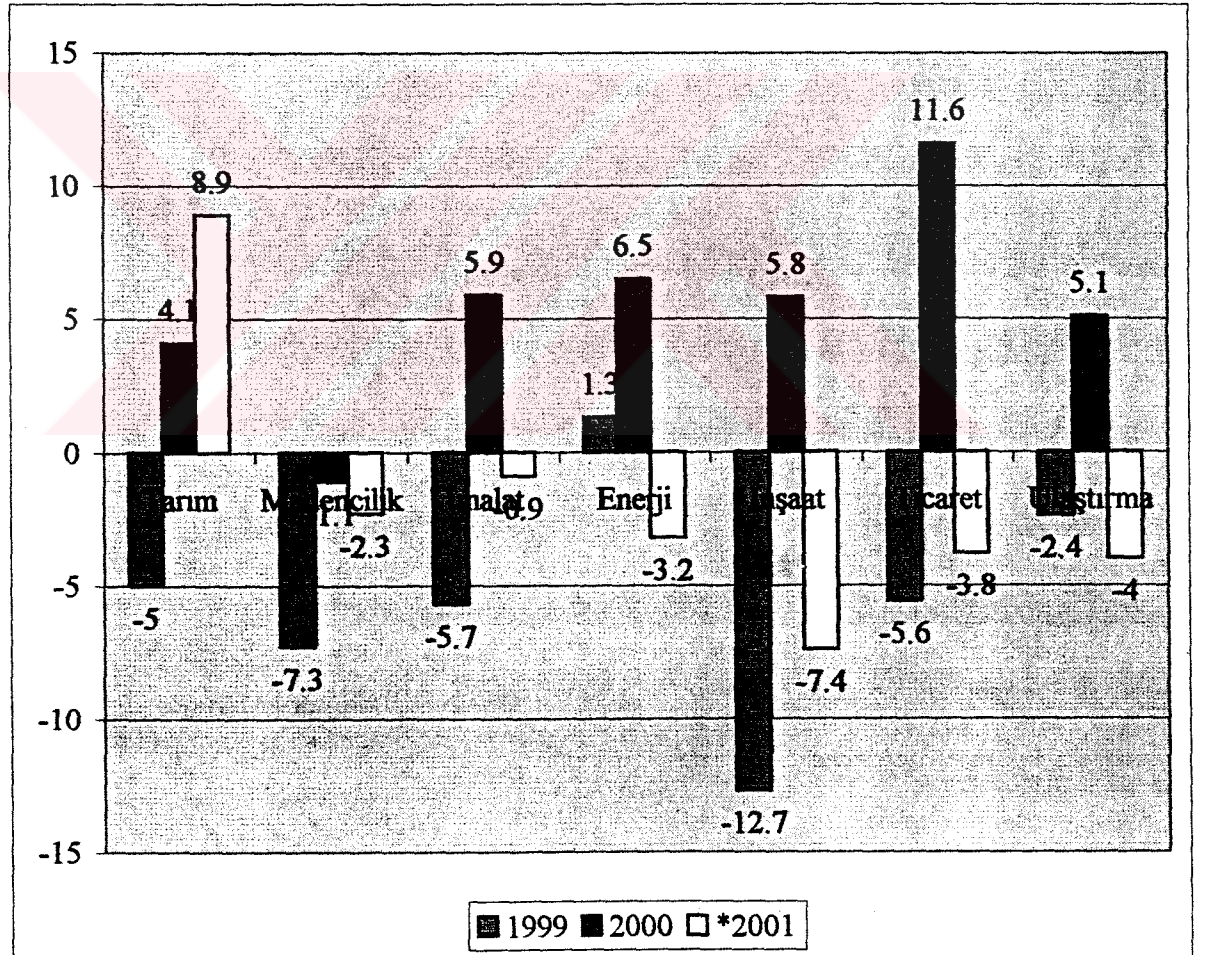


Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası İstatistik Genel Müdürlüğü, Sektör Bilançoları 1997-1999 Yılları Değerlendirmesi, 2000.

⁷⁶ Ruhan Safel, İnşaat Sektörü, Türkiye Vakıflar Bankası, Ekim 2000, s.3.

2000 yılında ekonomide %6,1 ve inşaat sektöründe de %5,8 oranında bir büyümenin olduğu görülmektedir. “İnşaat ve inşaatla ilgili yan sektörlerde faaliyet gösteren firmalar sıkıntılı olarak girdikleri 2000 yılında da umdukları rahatlığı bulamadılar. İnşaat mevsiminin başlama dönemi olarak nitelendirilen bahar aylarında alınan önemli bir kararın neticesinde inşaatına yeni başlanacak binalara verilecek yapı ruhsatlarının 10 Nisan 2000’den 10 temmuz 2000’e kadar, yani üç aylık bir süre ile durdurulması sektöre bağlanan umutları söndürdü”⁷⁷. 2000 yılı sonu ve 2001 yılı başında yaşanan ekonomik kriz nedeniyle ekonomi %8,5, inşaat sektörü ise %7,4 oranında azalmıştır. (Tablo 5.1.)

Grafik 5.2. Sektörler İtibariyle Büyüme Hızları (Yüzde)



*2001 haziran verileridir.

Kaynak: DPT, <http://ekutup.dpt.gov.tr/tey/2001/06/tii.2.xls> kaynağından veriler alınıp tarafımdan düzenlenmiştir.

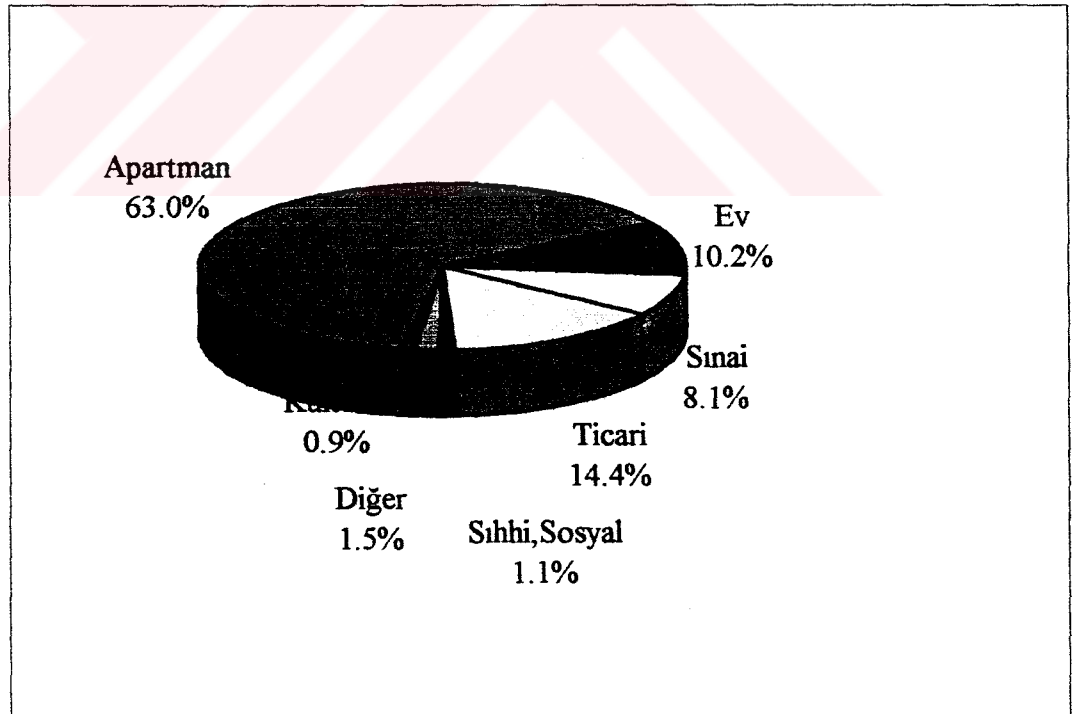
⁷⁷ Akyatırım Menkul Değerler Araştırma Bölümü, **İnşaat Sektörü**, 2000, s.1.

Tablo 5.1 GSMH ve İnşaat Sektöründeki Büyüme

	GSMH	İnşaat	İnşaat Sektörünün GSMH'daki Payı
1993	7.1	7.9	6.4
1994	-6.1	-2.0	6.7
1995	8.0	-4.7	5.9
1996	7.1	5.8	5.8
1997	8.3	5.0	5.7
1998	3.9	0.7	5.5
1999	-6.4	-12.7	5.1
2000	6.1	5.8	5.8
*2001	-8.5	-7.4	-8.9

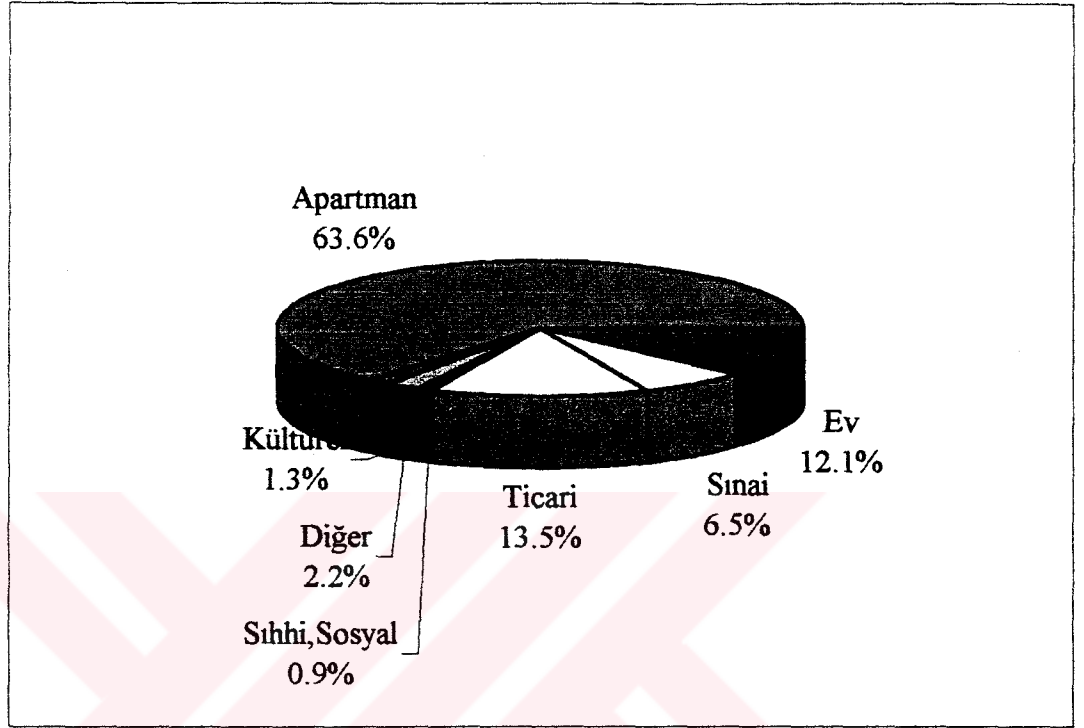
* Haziran verileriyle

Kaynak: DİE

Grafik 5.3. 2000 Yılı İlk Üç Ayda Yapı Kullanma İzin Belgesi'ne Göre**Kullanma Amaçlı Yüz Ölçümlerinin Yüzde Dağılımı**

Kaynak: DİE

**Grafik 5.4. 2001 Yılı İlk Üç Ayında Yapı Kullanma İzin Belgesi'ne Göre
Kullanma Amaçlı Yüz Ölçümlerinin Yüzde Dağılımı**



Kaynak: DİE

2000 yılında yapı kullanma izin belgesi verilen yapıların yüzölçümü olarak % 63,0'ü apartman, % 10,2'si ev, % 8,1'i sınai yapı, % 14,4'ü ticari yapı, % 1,1'i sıhhi, sosyal yapı, %0,9'u kültürel yapı ve % 1,5'i de diğer amaçlarla kullanılmıştır (Grafik 5.3.). 2001 yılının haziran ayına kadar yüzölçümü olarak yapıların % 63,6'sı apartman, % 12,1'i ev, % 6,5'i sınai yapı, % 13,5'i ticari yapı, % 0,9'u sıhhi, sosyal, %1,3'ü kültürel yapı ve % 2,2'si de diğer amaçlarla kullanılmıştır. Sıhhi-Sosyal, ticari ve sınai yapılar dışında diğer yapıların sayılarında artma görülür (Grafik 5.4.).

Konut gereksiniminin karşılanması için etkin bir gayrimenkul finansman sisteminin olması gerekmektedir. Etkin bir gayrimenkul finansman sisteminin sahip olduğu özelliklerin ülkemizin sahip olduğu ekonomiye entegre edilmesi oldukça zordur. Gayrimenkul finansman sisteminin özelliği uzun vadeli olmasıdır. Ülkemizde ise yaşanan yüksek enflasyondan dolayı geleceğe ilişkin bir belirsizlik mevcuttur. Enflasyonist ortamlarda vadeler kısaltılır ve enflasyon oranı yükseldikçe de vadeler aylara, haftalara ve günlere düşer. Bundan dolayı da

uzun vadeli fonlara ihtiyaç duyan gayrimenkul finansman sisteminin enflasyonist ortamlarda sürdürülmesi oldukça zordur. Gayrimenkul sektörüne yapılan yatırımlar ekonominin diğer sektörlerine de canlılık getirecek olması ve konutun bireyler için önemli bir etken olması, hükümetleri gayrimenkul sektörünün gelişmesi yönünde öncü rol oynamaya itmiştir.

İsviçre, Almanya gibi ülkelere baktığımızda , düşük nüfus artışı, kırsal kesimin yaşanabilir ve iyi imkanlara sahip olması, gelişmiş teknoloji, ekonomik ve finansal güç, sosyal adalet, sağlıklı bir organizasyon ve kurumsallaşma gibi bir düzene sahip oldukları, dolayısıyla da konut sorununu oluşturan faktörlerin bu ülkelerde olmadığı görülür. Bu yapıya sahip olmayan ülkelerde konut sorunu giderek kronikleşen bir problem halini alır.

5.1.1.1. Nüfus Artışı ve Göç

Ülkemizde nüfus artışı ve şehirleşme, konut ihtiyacının sürekli olarak arttığını gösteren iki önemli unsurdur.

Tablo 5.2. Kent ve Kır Nüfusu

YIL	TOPLAM NÜFUS	KENT NÜFUSU (1)	%	KIR NÜFUSU	%
1970	35.605.156	11.550.644	32.4	24.054.512	67.6
1975	40.347.719	15.181.918	37.6	25.165.801	62.4
1980	44.736.957	18.824.957	42.1	25.912.000	57.9
1985	50.664.458	23.926.262	47.2	26.738.196	52.8
1990	56.473.035	30.515.681	54.0	25.957.354	46.0
1995 (2)	62.171.000	37.853.969	60.9	24.317.031	39.1
2000 (2)	67.332.000	47.549.543	70.6	19.782.457	29.4

(1) Kent 20.000 ve daha fazla olan kentleşmedir.

(2) Yıl sonu itibariyle tahmin

Kaynak; DPT, <http://www.dpt.gov.tr/dptweb/esg/esgx.html>

Tablo 5.2.'de görüldüğü gibi, devamlı bir nüfus artışı söz konusudur. Nüfusun artmasıyla konuta ihtiyaç da o derece artar. Ayrıca tabloda kır nüfusunun yıllar itibariyle gittikçe düştüğü görülür. Buda bize kırsal kesimden kentlere bir göçün olduğunu gösterir. Tarımın göreceli

olarak ekonomimiz içinde önemini yitirmesi, tarım sektöründe teknolojik değişme, makineleşmenin artması, kırsal kesimde nüfusun artmasına rağmen tarım yapılan alanların artmaması ve neticesinde de zaten var olan gizli işsizliğin açık işsizliğe dönüşmesi sonucu göçler başlamıştır. Kırsal kesimden kentlere olan göç, mevcut şehirleşme oranını hızla arttırmış ve bu durum konut talebinin yükselmesine neden olmuştur. Gayrimenkul sektörünün bu talebe yeterli cevabı verememesinden dolayı konut açığı gittikçe büyümüştür. Göç eden kişiler, ekonomik canlılığın yaşandığı şehirleri tercih ederler. Ekonomik bakımdan yüksek bir gelişmişliğe sahip olan şehirlere göç, kırsal kesimden yapıldığı gibi ekonomik durumu iyi olmayan şehirlerden de yapılır.

Hızlı bir nüfus artışı ve kırsal kesimden şehirlere doğru yapılan göç, var olan konut sorununun daha da büyümesine neden olmuş, yıllarca bu sorun sadece kamu destekli programlarla çözülmeye çalışılmış ama etkin bir çözüm üretilenmemiştir. Bunun neticesinde şehir çevrelerinde, denetimsizlik yüzünden sağlıklı bir kentleşme görülmüş ve bu şehirler gecekondulaşmış haline gelmiştir.

5.1.1.2. Konut Fiyatının Gelire Oranı

“Konut satın alımlarında kişinin geliriyle konut fiyatı arasında çok yakın bir bağlantı vardır. Türkiye’de konut fiyatlarının, yıllık gelirin katı olarak eriştiği düzey gerek batı Avrupa ülkeleri gerekse gelişmekte olan ülkeler ortalaması ile kıyaslandığında oldukça yüksektir. İzafi kiranın gelire oranı da, bazı kentlerde yüzde 50’ler düzeyindedir”⁷⁸. Gayrimenkul piyasa fiyatlarının gelire göre yüksek olması, piyasa koşullarına göre konut edinimini oldukça güçleştirir. Gayrimenkul alımında, kişilerin yaptıkları tasarruflar, mirasla elde edilen ve dost ve akrabalarından alınan fonlar önemli bir yer tutar. Toplu Konut İdaresi gibi kuruluşlar yoluyla yada kooperatiflerden sağlanan gayrimenkullerin fiyatları, piyasa fiyatından daha düşüktür.

5.1.2. Ekonomik Politikalardan Kaynaklanan Faktörler

Gelir dağılımındaki dengesizlik, enflasyon ve faiz oranları, yüksek faizle yapılan iç borçlanmalar ve sermaye piyasalarının genel durumu olmak üzere dörde ayrılır.

⁷⁸ İlhan Uludağ, a.g.e., s. 218.

5.1.2.1. Gelir Dağılımındaki Dengesizlik

Türkiye’de bireyler arasında gelir dağılımı dengesizliği bazen sektörler, bazen iş kolları bazen de iş yerleri arasında görülmekte, böylelikle ücret politikalarının uyumsuzluğu dikkati çekmektedir. Ülkemizdeki bazı meslek gruplarının gelir düzeyleri enflasyonun çok altında olurken, bazı mesleklere ait gelir düzeyi ise enflasyonun çok üstündedir. Yatırım araçlarının getirilerinde görülen büyük farklılıklar nedeniyle kısa süre içinde gelir yükseliş ve düşüşleri yaşanabilir. Gelir dağılımındaki dengesizlik, gayrimenkul sektöründeki faaliyetlerde farklı yönlendirmeleri de beraberinde getirir. Yüksek gelir gruplarını hedef alan bazı kamusal toplu konut ve özel konut üreticileri, bu faaliyetlerinden yüksek karlar elde ederler. Düşük gelir gruplarının birikimleri kiracı konumlarından dolayı erimekte ve gecekondu girişimciliği ile rant elde etmeye çalışmakta, bu faaliyetleriyle de çarpık bir kentleşmeyi oluşturmaktadırlar.

Genel gelir düzeyindeki reel olarak artışları gösteren göstergelerden biride milli gelir düzeyindeki artışlardır. Tablo 5.3.’de fert başına milli hasılanın yıllar itibariyle azalış ve artışları gösterilmiştir.

5.1.2.2. Enflasyon ve Faiz Oranları

Gayrimenkul alımında, gerekli olan kaynaklar uzun vadelidir. Bu gerekli olan fonların hareketlerini, enflasyon ve faiz oranlarının değişken-yüksek olması olumsuz etkiler. Enflasyonun bir sonucu olarak, faiz oranları yükselir, böylelikle de borç alınan fonların maliyeti artar. Gayrimenkul finansmanı üzerinde olumsuz etkiler bırakan enflasyon, sadece kredi alanları değil kredi veren kurumları da etkiler. Kredi kurumları, genelde kısa vadeli olarak topladıkları fonları uzun vadeli verirler. Sabit faizli veya değişken faizli olarak verilen kredilerin, faizlerin yeniden belirlenme dönemlerinin enflasyona adapte edecek şekilde kısa olamaması durumunda kredi veren kurumlar toplamış oldukları fonları maliyetinin altında vermiş olacaklardır. Bu durum kredi kurumlarının mali yapısını olumsuz etkileyecek hatta iflas riskiyle bile karşılaşmalarını sağlayacaktır. Kredi veren kurumların bu olumsuz durumdan etkilenmemeleri için, verdikleri kredileri enflasyon oranına göre yeniden ayarlanabilen faiz oranlarıyla vermeleri gerekir. Faiz oranlarının yeniden belirleme dönemlerinin enflasyondaki değişikliklere uygun olacak şekilde kısa olmalıdır.

Tablo 5.3. Fert Başına GSMH

	Yıl Ortası	Cari Fiyatlarla			1998 Fiyatlarıyla		
	Nüfusu (1)	GSMH	Fert Başına GSMH		GSMH	Fert Başına GSMH	
	(Bin Kişi)	(Milyar TL)	(Bin TL)	(Dolar)	(Milyar TL)	(Bin TL)	(Dolar)
1977	41.768,0	1.108,0	26,5	1.488,0	23.301.775,0	557.885,8	2.201,8
1978	42.640,0	1.646,0	38,6	1.604,0	23.587.901,0	553.187,2	2.183,3
1979	43.530,0	2.877,0	66,1	1.760,0	23.472.166,0	539.218,1	2.128,2
1980	44.438,0	5.303,0	119,3	1.570,0	22.819.798,0	513.519,9	2.026,7
1981	45.540,0	8.023,0	176,2	1.598,0	23.917.471,0	525.197,0	2.072,8
1982	46.688,0	10.612,0	227,3	1.412,0	24.656.016,0	528.101,8	2.084,3
1983	47.864,0	13.933,0	291,1	1.299,0	25.694.857,0	536.830,5	2.118,7
1984	49.070,0	22.168,0	451,8	1.238,0	27.520.996,0	560.851,8	2.213,5
1985	50.306,0	35.350,0	702,7	1.356,0	28.704.948,0	570.606,8	2.252,0
1986	51.433,0	51.185,0	995,2	1.487,0	30.645.455,0	595.832,5	2.351,6
1987	52.561,0	75.019,0	1.427,3	1.668,0	33.653.039,0	640.266,3	2.527,0
1988	53.715,0	129.175,0	2.404,8	1.693,0	34.141.445,0	635.603,6	2.508,6
1989	54.893,0	230.370,0	4.196,7	1.979,0	34.697.323,0	632.090,1	2.494,7
1990	56.204,0	397.178,0	7.080,1	2.710,0	37.947.102,0	675.167,3	2.664,7
1991	57.262,0	634.393,0	11.078,8	2.622,0	38.079.598,0	665.006,2	2.624,6
1992	58.333,0	1.103.605,0	18.919,0	2.711,0	40.517.887,0	694.596,2	2.741,4
1993	59.417,0	1.997.323,0	33.615,3	3.008,0	43.816.860,0	737.446,4	2.910,5
1994	60.513,0	3.887.903,0	64.249,1	2.186,0	41.150.624,0	680.029,5	2.683,9
1995	61.623,0	7.854.887,0	127.466,8	2.760,0	44.423.200,0	720.886,7	2.845,2
1996	62.752,0	14.978.067,0	238.686,7	2.926,0	47.586.459,0	758.325,8	2.992,9
1997	63.896,0	29.393.262,0	460.017,2	3.011,0	51.531.558,0	806.491,1	3.183,0
1998	65.052,0	53.518.322,0	822.700,8	3.175,0	53.518.332,0	822.700,9	3.247,0
1999	66.212,0	78.282.967,0	1.182.307,8	2.798,0	50.261.875,3	759.105,2	2.996,0
2000	67.377,0	125.970.544,0	1.869.637,2	2.986,0	53.344.436,1	791.730,7	3.124,8

Kaynak: <http://www.hazine.gov.tr/stat/c-gosterge.htm>

Kredi veren kurumlar, enflasyonun olumsuz etkilerinden korunmak amacıyla birtakım önlemler alırken kredi alanların korunma durumları o kadar kolay değildir. Kredi veren kurumların, enflasyondan dolayı verdikleri krediler değişken faizlidir ve faiz oranı riskini de kredi alanlara yansıtırlar. Kredi alanların ödemeleri, faiz oranlarının artmasıyla reel olarak çok fazla olmasa da nominal olarak gittikçe artan meblağlardadır. Bu ödemelerin gerçekleştirilebilmesi için gelir düzeyinin enflasyon oranında artması yada gelir düzeyindeki artışın enflasyon oranına yakın olması gerekir. Tablo 5.4.'de enflasyon oranları, TEFE ve TÜFE fiyat endeksleri görülmektedir

Tablo 5.4. Fiyat Endekslerinde Değişmeler (1994=100) (%)

	Aylık Yüzde Değişme				12 Aylık Yüzde Değişme			
	(Bir ay öncesine göre)							
	TEFE			Tüketici	TEFE			Tüketici
	Genel	Kamu	Özel	Fiyatları	Genel	Kamu	Özel	Fiyatları
1993 Aralık (*)	2,9	2,3	3,1	3,6	60,3	55,2	62,5	71,1
1994 Aralık (*)	8,3	12,2	6,8	6,3	149,6	149,4	149,6	125,5
1995 Aralık (*)	4,1	2,9	4,5	3,5	64,9	48,2	71,8	78,9
1996 Aralık	3,9	3,2	4,2	3,4	84,9	101,4	80,5	79,8
1997 Aralık	5,4	5,7	5,3	5,1	91,0	97,5	89,0	99,1
1998 Aralık	2,5	1,3	2,8	3,3	54,3	35,6	60,1	69,7
1999 Ocak	3,6	3,3	3,7	4,8	50,0	36,9	53,9	65,9
Şubat	3,4	2,9	3,5	3,2	48,3	39,7	50,7	63,9
Mart	4,0	5,6	3,6	4,1	48,2	45,9	48,9	63,5
Nisan	5,3	6,8	4,9	4,9	50,0	53,2	49,2	63,9
Mayıs	3,2	6,1	2,4	2,9	50,0	58,1	47,8	63,0
Haziran	1,8	6,3	0,5	3,3	50,3	62,3	47,1	64,3
Temmuz	4,0	10,5	2,0	3,8	52,4	74,1	46,5	65,0
Ağustos	3,3	6,2	2,3	4,2	53,7	79,2	46,7	65,4
Eylül	5,9	7,6	5,3	6,0	54,4	81,0	47,1	64,3
Ekim	4,7	5,0	4,6	6,3	55,2	86,1	46,9	64,7
Kasım	4,1	6,4	3,3	4,2	56,3	93,2	46,3	64,6
Aralık	6,8	14,1	4,3	5,9	62,9	117,7	48,4	68,8
2000 Ocak	5,8	3,9	6,5	4,9	66,4	119,1	52,5	68,9
Şubat	4,1	2,7	4,6	3,7	67,5	118,7	54,1	69,7
Mart	3,1	2,8	3,2	2,9	66,1	112,8	53,6	67,9
Nisan	2,4	1,1	2,9	2,3	61,5	101,4	50,7	63,8
Mayıs	1,7	1,2	1,9	2,2	59,2	92,2	49,8	62,7
Haziran	0,3	1,9	-0,3	0,7	56,8	84,3	48,6	58,6
Temmuz	1,0	1,4	0,9	2,2	52,3	69,1	46,9	56,2
Ağustos	0,9	0,8	1,0	2,2	48,9	60,5	45,0	53,2
Eylül	2,3	1,5	2,6	3,1	43,9	51,4	41,4	49,0
Ekim	2,8	1,6	3,2	3,1	41,4	46,4	39,6	44,4

Tablo 5.4. Fiyat Endekslerinde Değişmeler (1994=100) (%) Devamı

	Aylık Yüzde Değişme				12 Aylık Yüzde Değişme			
	(Bir ay öncesine göre)							
	TEFE			Tüketici	TEFE			Tüketici
	Genel	Kamu	Özel	Fiyatları	Genel	Kamu	Özel	Fiyatları
Kasım	2,4	1,9	2,6	3,7	39,1	40,3	38,7	43,8
Aralık	1,9	1,5	2,0	2,5	32,7	24,7	35,7	39,0
2001 Ocak	2,3	1,4	2,7	2,5	28,3	21,7	30,8	35,9
Şubat	2,6	1,8	2,9	1,8	26,5	20,6	28,7	33,4
Mart	10,1	12,3	9,3	6,1	35,1	31,7	36,3	37,5
Nisan	14,4	21,5	11,8	10,3	50,9	58,3	48,2	48,3
Mayıs	6,3	6,9	6,1	5,1	57,7	67,2	54,3	52,4
Haziran	2,9	5,8	1,7	3,1	61,8	73,5	57,4	56,1
Temmuz	3,3	4,4	2,8	2,4	65,4	78,6	60,5	56,3
Ağustos	3,5	5,0	2,9	2,9	69,6	86,1	63,5	57,5

(*) 1987=100 yılı indeks

Kaynak: DİE

5.1.2.3. Yüksek Faizle Yapılan İç Borçlanmalar

Gelişmekte olan ekonomimizde kaynak kıtlığı sorunu yaşanırken bu kıt kaynakların rasyonel kullanılmaması da ayrı bir sorundur. Yaşanılan bütçe açıkları ve bunların giderek büyümesi, özel şirketlerin %50'nin altında kısa vadeli borçlanmaları, devlet tasarruf kurumlarının fonlarının erimesinden mali piyasalarda kurumsal yatırım olarak etkin bir fonksiyonda bulunmamaları ve yurt dışı kaynakların ülkeye yeterli miktarda çekilmemesi gibi nedenler, fon maliyetinin yükselmesini sağlar.

5.1.2.4. Sermaye Piyasalarının Genel Durumu

Konut kredisi veren finansman kurumların, gayrimenkul finansman sisteminin işlemesi için fon tedarik etmeleri gerekir. Bu kurumların fonları tedarik etme yöntemlerinden biri, mevduat toplama yöntemi ikincisi de sermaye piyasalarına menkul kıymet ihraç etme yöntemidir. Kredi veren kurumlar, bu kaynaklardan birini veya her ikisini birlikte seçebilir. Gelişmiş ülkeler geniş bir sermaye piyasası hacmine sahip olmalarından dolayı her iki yöntemi de kullanırlar.

Sermaye piyasasına ihraç edilecek menkul kıymetlerin faiz oranları ve vade yapıları sektörün cari koşullarına uygun olmalıdır.

Ülkemizdeki sermaye piyasalarını değerlendirdiğimizde, hem kamu kesim ve hem de özel kesim menkul kıymetler için vadeler çok kısalmıştır. Tablo 5.5'deki hazine iç borçlanma senetlerinin vade yapısına baktığımızda enflasyon artışı ile birlikte vade yapılarının kısaldığı görülmektedir. Kamu kesimi menkul kıymetler için söz konusu olan vade kısalığı özel kesim menkul kıymetler içinde geçerlidir. Özel kesim tahvillerinin toplam ihracılar içindeki ağırlıkları azalmıştır.

Tablo 5.5. Hazine İç Borçlanma Senetleri Vade Yapısı

VADE	1996	1997	1998	1999	2000	*2001
Nakten Satılan	83.8	85.3	83	89.2	78.4	37.8
TAHVİLLER	13.2	34.5	18.7	63.7	60.7	16.4
Hesaben	0.3	0.6	0.5	0.3	0	0
1 YIL	5.8	6.7	17.4	2.1	3.5	3.7
Kırk Vade(1Yıl-2Yıl)	3.0	10.1	0.7	39.8	50.4	0.5
2 YIL	0	17.1	0.2	7.3	6.7	1.0
Kırk Vade(2Yıl-3Yıl)	0	0	0	9.1	0	0
3 YIL	3.1	0	0	5.0	0	2.8
4 YIL	0	0	0	0	0	5.5
5 YIL	0	0	0	0	0	3.0
BONO	70.6	50.8	64.8	25.5	17.8	21.4
3 AY	2.9	0.8	5.7	5.1	13.9	5.5
Kırk Vade(3Ay-6Ay)	0	0	7.1	5.9	0	11.2
6 AY	6.7	5.6	25.5	10.0	0	2.3
Kırk Vade(6Ay-9Ay)	0	0	9.7	4.6	0.5	1.4
9 AY	2.3	2.9	12.0	0	0	0
Kırk Vade(9Ay-1Yıl)	56.4	41.5	4.4	0	3.4	0.9
Nakit Dışı Satılan	16.0	14.7	17.0	10.8	21.6	62.2
GENEL TOPLAM	100	100	100	100	100	100

*Ağustos ayı sonu itibariyle

Kaynak: <http://www.hazine.gov.tr/stat/icborc.htm#2> kaynağından alınan verilerle derlenmiştir.

Sermaye piyasalarını değerlendirirken dikkat etmemiz gereken bir diğer husus da, kamu kesiminin bu piyasadaki fonların büyük bir kısmını kendisinin kullandığıdır. Kamu açıklarının artmasıyla özel kesim için kullanılacak fon oranı oldukça düşmüştür. Tablo 5.6'da, 1993 yılında özel kesim borçlanma stokunun toplam menkul kıymet ihracının %29'unu oluştururken, bu oranın 1999 yılında %14'e düştüğü görülmektedir. Kamu kesimine baktığımızda ise, bunun tam tersi bir etkinin olduğu, 1993 yılında toplam menkul kıymet

ihraçları içindeki payları %71 iken 1999 yılında %85,9'a ulaştığı görülmektedir. Kamu kesimi sermaye piyasasındaki fonların çok büyük bir kısmını menkul kıymetler yoluyla çekmekte ve dolayısıyla da özel kesimi bu piyasadan dışlamaktadır. Sermaye piyasalarından temin edilen bu fonlar, kamu kesiminin finansman açıklarının kapatılmasında kullanıldığından konut sektörü için plase edilecek kaynak bırakılmamıştır.

Tablo 5.6. Menkul Kıymet Stokları (Oransal Olarak)

I. ÖZEL SEKTÖRÜ	1993 (%)	1994 (%)	1995 (%)	1996 (%)	1997 (%)	1998 (%)	1999 (%)
Hisse Senedi	18.7	15.0	15.0	7.8	12.9	13.8	14.0
Tahvil	0.4	0.2	0.2	0.1	0.1	0	0
Finansman Bonosu	0.3	0	0.1	0.1	0	0	0
VDMK	9.6	2.7	4.5	0.3	0.2	0.1	0
Diğer	0	0	0	0	0	0	0
TOPLAM	29	17.9	19.8	8.3	13.2	13.9	14.0
II. KAMU SEKTÖRÜ							
Devlet Tahvili	49.9	32.0	34.2	40.3	50.8	42.2	72.6
Hazine Bonosu	16.9	41.9	42.2	49.2	33.8	42.7	11.9
Diğer	4.2	8.1	4.0	2.2	2.1	1.3	1.4
TOPLAM	71	82	80.4	91.7	86.7	86.2	85.9

Kaynak: <http://www.hazine.gov.tr/vavin/hazineistatistikleri/4-17-Dev.htm> kaynağındaki verilerden derlenmiştir.

5.1.3. Gayrimenkul Sektörü İle Ekonomi Arasındaki İlişkiler

Ülkemizde hem gizli hem de açık işsiz oranı oldukça yüksektir. Gayrimenkul sektöründe kalifiye olmayan işgücü büyük ölçüde istihdam edildiğinden bu yaşanan işsizlik sorununa sektörün sorun getirici gücü bulunmaktadır. Gayrimenkul üretimini etkileyen bir takım faktörler bulunmaktadır. Bu faktörler, faiz, tasarruf, teşvik önlemleri, vergi ve kredilerdir.

Bir çok yatırım genelde inşaatla ilgilidir. Gayrimenkul sektörüne bağlı bir çok alt sektör bulunmakta ve bu sektöre sağladıkları girdi oranında da sektörden etkilenmektedirler. Demir, çelik, metal eşya, çimento, kereste, seramik, inşaat toptan ve perakende tic., taş ocakları, karayolu taşımacılığı, mobilya ve mefruşat san., banka, sigorta ve kooperatif, elektrikli makineler, kişisel ve mesleki hizmetler, motorlu kara ulaşım araçları, petrol arıtımı, deniz yolu taşımacılığı, diğer kimyasal maddeler, metal eşya, cam gibi sektörler gayrimenkul sektörünün alt sektörlerini oluşturur.

Bir sanayi dalında veya hizmet sektöründe istihdam edilecek kişi başına yüksek meblağlarda yatırım yapılmasına rağmen gayrimenkul sektöründe sermaye katsayısı düşük olmaktadır. Gayrimenkul dışındaki sektörler, uzun bir kuruluş aşaması geçirirler. Halbuki gayrimenkul sektörü, vasıfsız yada vasıflı her türlü işgücüne kısa sürede kolaylıkla iş olanakları yaratır.

5.2. Konut Finansman Sistemi

Ülkemizde en önemli sektörlerden biri gayrimenkul sektörü olmasına rağmen, bu sektörün kurumsallaşması hususunda fazla bir yol alınamamıştır. Hükümetlerce sosyal bir olgu olarak algılanan konut finansman konusunda nispeten kurumsallaşmaya yönelik ciddi adımlar atılmış olmasına rağmen çağdaş bir sistem oluşturulamamıştır. Çağdaş bir sistem oluşturmak amacıyla Toplu Konut İdaresi kurulmuş ve Toplu Konut Yasası çıkarılmıştır. Sonuçta da Sistemi yeniden oluşturmak yerine sadece mevcut sorunlara geçici çözümler getirilmiştir. Ticari, kültürel, sınai v.b. konut haricindeki gayrimenkuller, genelde kurumsal olmayan bir finansman şekli olan şirketlerin özkaynaklarına dayalı olarak inşaat edilirler. Bankalar, kaynaklarının tamamına yakın bir tutarını kamu menkul kıymetlerine yatırdıklarından ve bankalar kanunundaki kısıtlayıcı düzenlemeler, finans sektöründe güçlü olan bu kurumların sektörün gelişmesine katkılarını önler. “Diğer taraftan, Medeni Kanunumuzda yer alan gayrimenkullerin tedavülünü sağlayacak senetlerin (ipotekli borç senedi, irad senedi, rehinli tahvil gibi) ise neredeyse örneği yoktur”⁷⁹.

Gayrimenkul yatırım fonları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve gayrimenkul sertifikaları sermaye piyasasına ihraç edilebilecek gayrimenkule dayalı araçlardır. Bunların içinde yer alan gayrimenkul yatırım fonları ülkemizde uygulama alanı henüz bulamamıştır. Ülkemizde gelişmiş bir konut finansman sistemi bulunmadığından kişiler, yakınlarına, konutu inşa edene, satıcısına borçlanma yoluyla yada kendi birikimleriyle kaynak sağlarlar. Konut alımlarında fon tedariki için kurumsal yada kurumsal olmayan sektörlerden biri seçilir.

⁷⁹ Ali Alp; M. Ufuk Yılmaz, a.g.e., s. 139.

5.2.1. Kurumsal Olmayan Sistem

Ülkemizde konut finansman sektörü yeterince gelişmemiş bir sektördür. Bu nedenle ve toplumun büyük bir kısmının gelir düzeyleri bir konut satın almak için yeterli olmadığından konut üretimi ve temininde kurumsal olmayan sektör kullanılır. Gelir düzeyi düşük olan kişiler, kurumsal finansman sektöründen fon tedarik etme olanakları çok sınırlı ve hatta imkansız olduğundan fon tedariki için başka kaynaklara yönelirler. Bunlardan biri aileden, akrabalarından sağlanan fonlardır. Ebeveynler çocuklarına yardım amacıyla konut satın alabildikleri için bazen bu fonlar karşılıksız da olabilmektedir. Diğer kaynaklarda şöyle sıralanabilir; iş ve arkadaş çevresinden tedarik edilen kısa vadeli fonlar, aile bireylerinin sahip olduğu mücevher, altın gibi değerlerin satışıyla elde edilen fonlar, konut satış fiyatının bir kısmının peşin ödenip kalan tutarın vadeli olarak müteahhide borçlanması, bankalardan kısa vadeli olarak tedarik edilen konut kredisi.

Bu sayılan kaynaklardan biri olan bankalardan sağlanan kısa vadeli tüketici kredileri, kurumsal bir kaynağı ifade etmesine rağmen, kısa vadeli yapıları nedeniyle kurumsal bir kaynak olarak sayılamaz.

Kurumsal olmayan sektör, kişilerin kendi sorunlarına çözüm üretmeleriyle oluşmuştur. Üretilen bu çözümlerin başlıcaları, konut müteahhitlerinden konutları vadeli olarak alma, yapı kooperatifleri vasıtasıyla konut edinme, bireylerin konutlarını kendileri inşa etmeleri yada ettirmeleridir.

- **Konut Müteahhitleri;** Konut müteahhitleri tüzel yada gerçek kişiler olarak faaliyet gösterirler. İki yöntemle konut üretirler. Bunlardan birincisi, kat karşılığı yöntemidir. Bu yöntemde müteahhitler, arsa sahibinden arsalarını üzerinde konut inşası için devralırlar. İnşaat bittikten sonrada daha evvelden anlaşılan orandan tamamlanan konut yada apartman dairelerinden arsa sahibine verilir. Bu oran arsanın bulunduğu bölgeye, inşaatı yapacak müteahhittin tecrübe ve geçmiş performansına, tamamlamış olduğu inşaatların durumuna göre değişir. Konut inşası yapılacak arsaya sermaye bağlanmadığından, mevcut sermayenin sadece konut inşası için kullanılmasından dolayı konutlar daha kısa sürede üretilir. İkincisi ise, sahip olunan sermayeler ile satın alınan arsalar üzerinde

yaptıkları inşaatlardır. İnşası yapılan konutların bulundukları bölgelere göre alıcı çevreleri ve satış fiyatları farklılık gösterir. Üretilen konutlar satılırken ya konutun fiyatının tamamı alınır yada satış tutarının bir kısmı vadeye yayılır. Böylelikle alıcılara kredi imkanı sağlanır. Bu kredilerin vadeleri genellikle bir yada iki yıl olmakta, konut satış fiyatının %30'unu da geçmemektedir. Bu yöntemle konut satın alınırken konut satış fiyatının %70'ine nakit olarak sahip olmaları gerekir. Bundan dolayı da orta ve üst tabaka gelir grubundakiler müteahhitlerden konut satın alabilirler.

- **Yapı Kooperatifleri;** Yapı kooperatifleri, konut satın alacak derecede peşin paraya sahip olmayan ve kurumsal yada kurumsal olmayan kaynaklardan fon tedarik edemeyen kişilerin kullandığı bir yöntemdir. Konut ediniminin artmasında önemli bir rol oynadığı düşüncesiyle ve özellikle 1980'li yılların başlarında oluşturulan toplu konut uygulamalarıyla, kredi imkanları ve vergisel avantajlar gibi imkanlar sağlanmıştır. Bu sağlanan avantajlar sonucunda 1980'li yıllardan sonra üretilen konut sayısında büyük artışlar gerçekleşmiştir. Konutların inşa edilerek üyelere teslim edilme süresi 3-7 yıl arasındadır. Bir takım yönetsel hatalar yada finansal sıkıntılar yüzünden teslim tarihi, bu sürelerin çok üzerine çıkabilir. Konutların inşaatının devamı için gerekli fonlar üyelere aidat şeklinde toplanır. Bu aidatlar genellikle aylık ve dönemsel belirlenen meblağlardır. Tahmin dışı artan yapı maliyetlerini finanse etmek yada inşaatların hızlandırılmasını sağlamak amacıyla üyelere aidat haricinde ara ödemeler toplanabilmektedir. Yönetimde bulunan kişiler, üyelere seçilen kişiler olduğundan konut inşa maliyeti önemli ölçüde düşmektedir. Konutların tamamlanma süreleri, toplanan aidat tutarına bağlı olduğundan üyelerin gelir düzeyi ile doğru bir orantı bulunmaktadır. Konut inşasında tek bir inşaat şirketi görevi üstlenmekte yada yönetim tarafından farklı işler farklı müteahhitlere verilmektedir. Böylelikle üyeler maliyetlerinin üzerinde fazlaca bir para ödemeyerek konutlara daha ucuza sahip olabilmektedirler. Bu avantajlara rağmen birçok belirsizlikte bulunmaktadır. Bunlar, Kooperatifin üstlenmiş olduğu görevi tamamlayıp tamamlayamayacağı, konutun nihai olarak maliyetinin ne olacağı, yönetimde bulunan kişilerin uzman olup olmamaları ve usulsüzlüklerin çıkabilme olasılıkları, konutun kalitesinin ne olacağı gibi belirsizliklerdir.
- **Bireylerin Kendi Konutlarını Kendileri İnşa Etmesi veya Ettirmesi;** Bireyler diğer yöntemlerle konut sahibi olmadıklarından yapı malzemelerini satın alıp kendileri, yakınları yada işgücü tedariki ile bir arazi üzerinde konut inşa etmektedirler. Ülkemizde

üzerinde konut inşası yapılan arazilerin bir çoğu inşaatı yapan kişiye ait olmayıp genelde hazine arazileridir. Sahip olunan arazilerin ise yerleşime uygun olmadığı, imar ve iskana uymadığı görülmektedir. Bu yapılan konutlar, gecekondular olarak adlandırılmakta ve genellikle de kırsal bölgelerden şehirlere göç eden ve gelir düzeyi konut edinimi için uygun olmayan kişiler tarafından inşa edilmektedir. Kırsak kesimde bulunan kişilerin yapacakları konutun bulunduğu arazi ile ilgili genelde bir sorun çıkmamaktadır. Kendileri yada yakınlarıyla beraber mevcut birikimleriyle inşaat malzemelerinin bir bölümünü alarak inşaatla başlamakta ve birikimleri oranında bu inşaatı sürdürmektedirler. Genellikle bu yapılar inşa edilirken teknik konulara dikkat edilmez. Bu kişilerin kentlere göçü söz konusu olduğunda alışmış oldukları tarzda konutlarını inşa edeceklerinden arazi konusunda problem çıkmaktadır. Bu kişiler genelde kamusal arazileri işgal ederler. Bu kamusal arazileri kişiler, daha evvel işgal eden kişilerden satın alarak konut inşası yaparlar. Bunun sonucunda da büyük şehirlerde gecekondulaşma oranı %50'lere çıkmıştır. Devlet tarafından sahip olunan araziler imara uygun hale getirilip piyasa fiyatından konut üretenlere satılması yada kooperatif gibi konut üretim birliklerine devredilmesi durumunda çarpık yapılaşmanın önüne geçilebilir.

5.2.2. Kurumsal Sistem

Ülkemizde kurumsal bir konut finansman sistemi oluşturulamamıştır. Konut açığı problemi, hızlı nüfus artışı ve şehirleşmeyle daha da büyüdüğünden hükümet tarafından bu konuda önemli düzenlemeler yapılmıştır. Bu düzenlemelerden en önemlisi, 23.1984 tarih ve 2985 sayılı Toplu Konut Kanunudur. Kanunda alınan kararları uygulamak amacıyla Toplu Konut ve Kamu Ortaklığı İdaresi kurulmuştur. Bu idarenin ikiye ayrılmasından sonra konut sektörü ile ilgili bölüm, Toplu Konut İdaresi olarak adlandırılmıştır. Kanunda oluşturulmaya çalışılan sistem, modern gayrimenkul finansman sistemini oluşturamasa da bu yolda atılan ilk adım olması açısından önemlidir. Toplu Konut Kanununun yürürlüğe girmeden önceki dönemi incelediğimizde, 1923-1984 dönemlerinde konut kredisi veren kuruluşlar, Bayındırlık ve İskan Bakanlığı, sigorta ve reasürans şirketleri, bankalar ve sosyal güvenlik kuruluşlarıdır. Bayındırlık ve İskan Bakanlığı dar gelirli ailelere gecekondular önleme bölgelerinde, belediyelere ve kooperatiflere kredi vermiştir.

Türkiye’de 1990 yılına kadar konut kredileri, kamu mülkiyetindeki kuruluşlar tarafından verilmiştir.

5.2.2.1. Toplu Konut İdaresi (TKİ)

1980’li yılların başlarında konut sektöründeki gelişmelerin ekonomideki diğer sektörleri de olumlu etkileyeceği düşüncesiyle konut yatırımlarının desteklenmesi amacıyla 1984 yılında Toplu Konut İdaresi, bu kuruma kaynak sağlamak içinde Toplu Konut Fonu kurulmuştur. Tahsis edilen kaynaklar, ithalat, tekel ürünleri, akaryakıt ve yurt dışı seyahatlerinden alınan vergi türü kesintilerinden oluşmaktadır. Bu fon sayesinde konut sektörüne önemli oranlarda kaynak sağlanmıştır.

TKİ, T. Emlak Bankası, Pamukbank ve Vakıfbank aracılığıyla çeyrek milyondan fazla konutun finansmanı için konut ipotek kredisi vermiştir. Bu ipotek kredileri satın alınacak konutun fiyatının %20’sine kaynak olabilecek düzeyde ve konutun geri kalan tutarı ise kişilerin birikimleri yada kurumsal olmayan diğer kaynaklardan olmuştur. Konut kredileri sınırlı bir düzeyde verilmiş buna karşılık yüksek bir taleple karşılaşmıştır. Bu nedenle verilen bu krediler, konut sorununun çözülmesinde pek etkili olmasalar da bu hususta atılan ilk adım olmasından dolayı önemli olmaktadır.

1984-1999 dönemlerinde TKİ, ticari bankalar vasıtasıyla verilen ipotek kredileri yanında inşaat kredilerini de sağlamıştır. Bu kredilerin çok büyük bir bölümü konut kooperatiflerine verilmiştir; fakat bu kredilerde konut maliyetlerinin çok küçük bir tutarını karşılamaktadır.

TKİ tarafından sağlanan kredilerin büyük bir kısmı, kooperatif ve inşaatların finansmanında kullanılmıştır. Kredi faizleri ve vadeleri düşük, ve sabit oranlı olarak belirlenmiştir. Bu yüzden verilen krediler, konut kredisi olmaktan ziyade destek kredisi özelliğindedir. Enflasyondaki ve kredi taleplerindeki artış neticesinde fon kaynakları yetersiz kaldığından yeni talepler karşılanamamıştır. 1989 yılında, hem fon kaynağını enflasyondan korumak hem de kredi alan kişilerin ödeme güçlüğüne düşmesini önlemek için iki endeksli kredi uygulamasına geçilmiştir. Bu yöntemde kredi borçları enflasyona, geri ödemeler ise memur maaş artışlarına ayarlanmış daha sonrada tek endeksli sisteme dönülmüştür. Uzun dönemde

memur maaş artışlarının enflasyonla aynı düzeyde olacağı düşüncesiyle memur maaş oranı endeks olarak seçilmiştir.

Toplu Konut İdaresi tarafından konut finansmanında halen uygulanan kredilerin konusunu şunlar oluşturur; kooperatif kredileri, belediyelerle iş birliği olan toplu konut üretimi ve kredilendirerek satışı, idare arsaları üzerinde toplu konut üretimi ve kredilendirerek satışı.

5.2.2.2. Ticari Bankalar

Sahip olunan sınırlı kaynakların ilk başta sanayi sektöründe kullanılması gerektiği düşüncesiyle, T. Emlak Bankası, T. Vakıflar Bankası ve T. Öğretmenler Bankası dışındaki bankaların konut kredisi vermeleri Bakanlar kururu kararıyla 1979 yılına kadar engellenmiştir. Bu tarihten sonra bütün bankalara konut kredisi sağlama izni verilmiştir. Bu tarihten öncede TÖB dışındaki bankalar, konut kredisi verme karlı olmadığından bu alana eğilim göstermemişlerdir. Karlı olan ticari kredilerin satılamaması, risk dağıtmak için alternatif alanlara yönelme arzusu, konut kredi faizinin mevduat faizinden yüksek olması, anapara-faiz tahsilatını aynı anda yapabilmesi, ödemelerde başlangıçta faiz payının daha yüksek olması gibi nedenlerle, 1989 yılında Pamukbank, 1990 yılında Dışbank ve İmar Bankası, 1991 yılında T. İş Bankası, Akbank, Yapı Kredi Bankası, Halkbank, bireysel kredi adı altında konut kredisi vermeye başladılar.

TKİ, ticari bankalar vasıtasıyla vermiş olduğu ipotek kredileri yanında ticari bankaların bundan başka sağladığı kredilerde vardır. İş Bankası ve Yapı Kredi Bankası düşük meblağlarda kredi vermiş olsa da kredilerin büyük bir bölümü Pamukbank ve T. Emlak Bankası tarafından verilmiştir. “Emlak Kredi Bankası kendi kaynaklarından konut kredilerini, yapı tasarruf sistemi dahil olmak üzere çeşitli şekillerde vermiştir. Banka yasalarla kurulan fonlarda toplanan paraları konut kredisi olarak hak sahiplerine de vermekle de yükümlüdür. Emlak Kredi Bankası 1963-1980 döneminde özel konut yatırımlarının %4’ü kadar finansman sağlamıştır”⁸⁰. Verilmiş olan bu krediler, konut maliyetinin %50 ile %80’ini karşılamakta, vadeler en fazla 5 yıl olmakta ve geri ödemeler aylık olarak ve genelde de döviz şeklinde olmaktadır.

⁸⁰ M. Bahadır Teker, a.g.e., s. 71-72.

5.2.2.2.1. Emlak Kredi Bankası Yuva Kredisi

Emlak bankası konutları yada üçüncü kişilerden alınan konutlar için verilmektedir. Emlak Bankası tarafından üretilen konutlar alındığında, ek avantajlar sağlanmaktadır. Bu avantajlar; Emlak Bankası'nın belirlediği vadelerde ve konut satın almak isteyen kişilerin belirleyeceği geri ödeme planı doğrultusunda ödemeleri yapabilir. Ayrıca, Oyak Sigorta'nın sunduğu uygun koşullardaki Tüm Konut veya Süper Konut Sigortasından yararlanma imkanı da bulunmaktadır.

Tablo 5.7. Kredi Kullanım Koşulları

KOŞULUN KONUSU	KREDİ KULLANDIRIM KOŞULLARI
Kredilerin Kapsamı ve Amacı	1- Bu krediler, sadece konut türündeki taşınmazlar içindir, işyerleri kredi kapsamı dışındadır.
	2- Bu krediler, Bankamızca üretilen konutların satışında uygulanan kredileri kapsamaz.
	3- Bu krediler, sadece gerçek kişilere kullanılır.
	4- Bu krediler, sadece belediye veya mücavir alan içerisindeki konutlara kullanılır.
	5- Yukarıda belirtilen kapsam dahilinde olmak kaydıyla;
	5.1- Klasik Yuva Kredisi veya Enflasyona Uyumlu Yuva Kredisi;
	5.1.1- İnşaatı tamamlanmış (yani %100 bitmiş=Y.K.İ.B. mevcut) konutların satın alınması veya,
	5.1.2- İnşaatı en az %70 seviyede olup, 1 yıl içerisinde Y.K.İ.B.'nin alınacağı hakkında müteahhitin taahhüdü ile kredi sözleşmesine kefaleti alınarak, inşa halindeki konutların satın alınması veya,
	5.1.3- En az %50 inşaat seviyesine gelmiş, tam paylı mülkiyeti kredi talep edene ait olan bir arsa üzerinde yapılmakta olan tek bağımsız bölümden oluşan inşaatın tamamlanması,
	5.2- Onarım-Restorasyon Kredisi; Mevcut (yani %100 bitmiş=Y.K.İ.B. mevcut olan) konutta onarım, restorasyon, tadilat (projeye bağlı), yenileme (mutfak, banyo, pencere değişikliği, vb.) yapılması,
Net Alan Sınırlaması	Herhangi bir alan sınırlaması bulunmamaktadır

Tablo 5.7. Kredi Kullanım Koşulları Devamı

KOŞULUN KONUSU	KREDİ KULLANDIRIM KOŞULLARI		
Maksimum Vade ve Kredi Tutarı Sınırlamaları	Enflasyona Uyumlu Yuva Kredisi	240 Ay	300 Milyar TL
	Onarım-Restorasyon Kredisi	36 Ay	15 Milyar TL
	Klasik Yuva Kredisi	60 Ay	300 Milyar TL
	Rayiç Değer Sınırları aşılmayacaktır.		
Yapı Kullanma İzin Belgesi (Y. K. İ.B.)	Hazır (bitmiş) konutların Yapı Kullanma İzin Belgesi'nin bulunması zorunludur. Konutun "Hazır(bitmiş)" olduğu bu belge ile kanıtlanır.		
Yapı İzin Belgesi (Y.İ.B.)	İnşaatı süren konutların, mimari projeye bağlı Yapı İzin Belgesi (inşaat ruhsatı) mutlaka aranır.		
Yaş Sınırlaması [Hazır(bitmiş) konutlar içindir]	Krediye konu olacak konutun yaşı, Y.K.İ.B.'nin tarihine göre belirlenir: Y.K.İ.B.'nin tarihinin, krediye konu konutun satın alındığı veya kredi başvurusu yapıldığı tarihte 10 yılı geçmemiş olması esastır.		
İnşa Halindeki Konutlar (Kendi Arsasına İnşaat)	Kredi talep sahibinin tam paylı mülkiyetine sahip olduğu arsası üzerinde tek bağımsız bölüm halinde inşa ettiği bir konut için, inşaat seviyesinin en az %50 olması halinde kredi talebi değerlendirmeye alınır; Yapı İzin Belgesi zorunludur, onaylanan kredi bir kerede kullanılır, sitede yoktur.		
İnşa Halindeki Konutlar (Yüklenici Firma Kefaleti)	İnşaat seviyesi en az %70 olan ve henüz bitmemiş bulunan bir konutun satın alınmasında, inşaatın yüklenicisi firmadan, inşaatın 1 yıl içerisinde tamamlanarak Y.K.İ.Belgesi'nin alınacağına dair bir taahhütname ve kredi sözleşmesine, bu taahhütüne bağlı kefaleti alınarak kredi kullanılabilir.		
Mimari Proje	Krediye konu olacak konutun onaylı mimari projesi her durumda aranır, ibrazı zorunludur. Mevcut konutta tadilat için kredi talep ediliyorsa, ilgili onaylı tadilat projesi de bu zorunluluk kapsamındadır.		
Tapu	Konut satın alınmasında kredi için kat irtifak tapusu veya kat mülkiyet tapusu zorunludur.		
Tapu Tarihi	Krediye konu olacak konutun, kredi talep eden tarafından satın alınmış olduğu durumlarda tapu tarihinin, kredi başvurusunun yapıldığı tarih itibarıyla 1 ayı geçmemiş olması zorunludur. "Kredi başvurusunun yapıldığı tarih", gerekli tüm belgelerin eksiksiz olarak şubeye ibraz tarihidir. Onarım-Restorasyon Kredisi için tapu tarihi sınırı aranmaz.		

Tablo 5.7. Kredi Kullanım Koşulları Devamı

KOŞULUN KONUSU	KREDİ KULLANDIRIM KOŞULLARI
Ekspertiz Raporu	Ekspertiz raporu Bankamızca düzenlenir. Kullanılabilecek azami kredi tutarının belirlenmesinde bu raporda belirlenen rayiç değer dikkate alınır. Sigortaya esas değer de yine bu raporla belirlenir.
Rayiç Değer Sınırı	Kredi türünün azami limiti aşılmamak kaydıyla ve gelir durumuna bağlı olarak; 1- Konut satın alınmasında veya inşaatının tamamlanmasında ekspertiz değerinin %75'ine kadar, 2- Onarım-Restorasyon Kredisi'nde ise ekspertiz değerinin %25'ine kadar, kredi kullanılabilir.
Gelir Durumu Ölçütü	Net (serbest) gelirin %80'ine kadar taksit tutarlarının olduğu krediler kullanılabilir.
İpotek Koşulu	Krediye konu olacak olan konut üzerinde 1. derece 1. sırada Bankamız lehine ve fekki bildirilinceye kadar süreli, kullanılacak kredi tutarının %100 fazlası üzerinden ipotek tesis edilir.
Sigorta Koşulu	Ekspertiz raporuyla belirlenen sigortaya esas değeri üzerinden konut dain ve mürtehin sıfatıyla Bankamız lehine yangın ve depreme karşı sigorta ettirilir ve kredi süresi boyunca bu sigorta yenilenir. Bu işlemler zorunludur.
Aylık Faiz Koşulu	Kredilerin tümünde aylık faiz uygulaması vardır: borç kalıntısına aylık olarak faiz tahakkuk eder ve taksit içerisinde tahsil edilir. Klasik Yuva Kredisi ile Onarım-Restorasyon Kredisi türlerinde aylık faiz oranı başlangıçta belirlenmiş oran olarak kredi süresi sonuna kadar sabit kalır, değişmez. Enflasyona Uyumlu Yuva Kredisi türünde ise başlangıçta belirlenen faiz oranı, takip eden her yıl başında, bir önceki yıla ait açıklanan yıllık TÜFE oranı esas alınarak yeniden hesaplanır.
Taksit Ödeme Günü	Taksit ödeme günü, kredi kullanılan tarihi takip eden ayın aynı günüdür. Herhangi bir ayda taksit ödeme gününün tatile rastlaması halinde ilgili taksit, tatili takip eden ilk iş gününde tahsil edilir. Her ay taksit ödemesi yapılması zorunludur. Taksit tutarının üzerindeki ödemeler, ara ödeme niteliğinde olup, takip eden ay taksit ödemesi zorunluluğunu ortadan kaldırmaz. Taksit ödeme gününün, bir ayı aşmayan makul bir süre için kaydırılması, kaydırılan borç kalıntısı üzerinden ve kaydırılan süre için, kredi faiz oranı kullanılarak faiz tahsil edilmek suretiyle bir defaya mahsus olmak üzere yapılabilir.

Kaynak: Emlak Bank, <http://www.emlakbank.com.tr/bireysel/html/yuvakredisi.htm>

Tablo 5.8. Örnek Taksit Tutarları

VADE	FAİZ ORANI	1.000.000.000.-TL.'lık Kredi İçin Belirtilen Vadede Aylık Taksit Tutarı (05.02.2001'den geçerli)
12 ay	% 5,50	117.810.118 TL
24 ay	% 5,50	78.030.053 TL
36 ay	% 5,50	66.570.486 TL
48 ay	% 5,50	61.933.502 TL
60 ay	% 5,50	59.809.629 TL
84 ay	% 5,50	58.271.533 TL
120 ay	% 5,50	57.818.565 TL
180 ay	% 5,50	57.752.358 TL
240 ay	% 5,50	57.750.081 TL
*Enflasyona Uyumlu Yuva Kredisi (en fazla 240 ay) uygulamalarında tüm vadelerde ilk yıl (2001 Yılı) için geçerlidir.		
*Taksitlere Banka Ve Sigorta Muameleri Vergisi dahildir		
*Gri renkli kısım sadece 60 aya kadar vadeli Yuva Kredisi için geçerlidir.		

*Geçici bir süre için kredi kullandırımı durdurulmuştur.

Kaynak: <http://www.emlakbank.com.tr/bireysel/html/vuvakredisi.htm>

Yuva kredisi almak isteyen bir kişi, 1.000.000.000.000.-TL. için 12 ay vadeyi tercih ettiğinde aylık geri ödemeler %5,50 faiz oranından 117.810.118.-TL olacaktır. 1.000.000.000.000.-TL alınan kredinin geri ödemesi bir yıl sonra toplam 1.413.721.416.-TL. olacaktır. Bunun sonucunda yıllık faiz %66 olacak ve 413.721.416.-TL. daha fazla ödenecektir.

5.2.2.2.2. Yapı Kredi Bankası Konut Kredisi

Satın alınmak istenen her tür konut için bu kredi verilmektedir. Bu krediyle, bir kerede 1.5 milyar TL ve üzerinde kredi alınabilir (En fazla konut ekspertiz değerinin %90'ı kadar). Konut Kredisi taleplerinde, teminat olarak ipotek ya da mevduat rehni yeterlidir.(3 milyar TL'ye kadar alınacak Konut Kredisi'ni ipotek ya da mevduat rehni yerine tek kefile de kullanılabilir). Alınan krediler, 3 aydan 24 aya varan vadelerle geri ödenmektedir. Konut Kredisi geri ödemelerinde Otomatik Ödeme sistemi de kullanılabilir. Konut kredisi için vadeler ve faiz oranları şöyledir;

Vade	Faiz Oranı
3 ay	% 6.25
6 ay	% 6.25
9 ay	% 6.25
12 ay	% 6.25
18 ay	% 6.25

İstenecek Ücretler de aşağıda açıklanmıştır;

- **Kredi talep ve tahsis komisyonu:** Kredi kullanılırken tahsil edilecektir. (Banka Tarafından değiştirilebilir.)
- **Konut Geliştirme Kredisi İçin;** Kullanılan Konut Geliştirme Kredisi tutarının % 0,7'si.(En az 15.000.000 TL, en fazla 30.000.000 TL)
- **Erken kapatma ücreti:** Kredinin vadesinden önce kapatılması durumunda tahsil edilecektir. Kalan anaparanın % 0,5'i (En az 500.000 TL) (Erken Kapatma, vadenin ¾'ünden sonra yapılırsa ücret tahsil edilmeyecektir. Banka Tarafından değiştirilebilir.)
- **Ara Ödeme Ücreti;** Taksit ödemeleri dışında yapılan ödemelerde tahsil edilecektir. (750.000TL. Banka Tarafından değiştirilebilir)

Tablo 5.9. Konut Kredisi İçin Örnek Geri Ödeme

Kredi Limiti	3 AY	6 AY	9 AY	12 AY	18 AY
1.500.000.000	567.014.000	310.456.000	225.963.000	184.474.000	144.444.000
5.000.000.000	1.890.048.000	1.034.853.000	753.212.000	614.913.000	481.481.000
10.000.000.000	3.780.096.000	2.069.706.000	1.506.423.000	1.229.826.000	962.961.000
12.000.000.000	4.536.116.000	2.483.647.000	1.807.708.000	1.475.791.000	1.155.553.000
15.000.000.000	5.670.145.000	3.104.558.000	2.259.635.000	1.844.739.000	1.444.442.000
20.000.000.000	7.560.193.000	4.139.411.000	3.012.846.000	2.459.651.000	1.925.922.000

Kaynak: Yapı Kredi Bankası, http://www.ykb.com/hizmetler/bireysel/bireysel_krediler/konut_kredisi.html

Kişi Yapı Kredi Bankasından 1.500.000.000.-TL krediyi 12 ay vadeli ve %6,25'den aldığı anda, aylık geri ödemeleri 184.474.000.-TL ve vade bitiminde ödeyeceği meblağ ise 2.213.688.000.-TL. olacaktır. Yıllık faiz %75 dir ve 713.688.000.-TL. daha fazla ödenecektir.

5.2.2.2.3. OYAK Bankası Konut Kredisi

OYAK Bankasının verdiği konut kredileri şu özellikleri içermektedir; konut kredisi türk lirası seçildiğinde maksimum 36 ay vade, döviz sevimlerinde ise maksimum 10 yıl vade imkanı tanınmıştır. TL seçimlerinde %6,5 faiz, dolar seçimlerinde ise %1,75 faiz uygulanmaktadır. Satın alınan konutun %70'ine kadar kredi verilmektedir. Diğer özellikleri ise; geri ödeme günlerini kredi kullanımınızdan sonraki 45 güne kadar belirleyebilme, Tapu olmayan durumlarda satın alınacak konut dışında, bir başka gayrimenkulun ipotek alınabilmesi, Mevcut ekonomik koşullar değişse dahi, uygulanan faiz oranında aleyhte bir değişiklik yapılmaması, Kredinin erken kapatabilme imkanı sağlanması oluşturmaktadır.

Tablo 5.10. 1.000.000.000.-TL İçin Alınan Kredinin Geri Ödemeleri (Dolar)

Vade	Oran%	Aylık Ödeme	Toplam Ödeme
3	1,75	345.657.679	1.036.973.037
6	1,75	177.548.024	1.065.288.144
12	1,75	93.618.445	1.123.421.340
18	1,75	65.752.891	1.183.552.038
24	1,75	51.902.849	1.245.668.376
36	1,75	38.216.324	1.375.787.664
48	1,75	31.533.228	1.513.594.944
60	1,75	27.647.347	1.658.840.820
72	1,75	25.155.814	1.811.218.608
84	1,75	23.456.828	1.970.373.552

Kaynak: Oyakbank, http://www.oyakbank.com.tr/bireysel-konut_kredisi.asp

Tablo 5.11. 1.000.000.000.-TL İçin Alınan Kredinin Geri Ödemeleri (TL)

Vade (Ay)	Oran (%)	Aylık Ödeme	Toplam Ödeme
3	6,5	379.833.937	1.139.501.811
6	6,5	208.663.711	1.251.982.266
12	6,5	124.730.336	1.496.764.032
18	6,5	98.160.585	1.766.890.530
24	6,5	85.853.976	2.060.495.424
36	6,5	75.235.515	2.708.478.540

Kaynak: Oyakbank, http://www.oyakbank.com.tr/bireysel-konut_kredisi.asp

Kişi, ihtiyacı olan 1.000.000.000.TL. krediyi Oyak Banktan aldığı ve 12 aylık vadeyi seçtiğinde, %6,25'den aylık geri ödemeler 124.730.336.-TL olacaktır. Yıl sonunda %75 faizle toplam 1.496.764.032.-TL., ödenecektir. Böylelikle 496.764.032.-TL daha fazla ödenmiş olur.

5.2.2.2.4. İş Bankası Konut Kredileri

Belediye sınırları içinde, tapuya tescilli ve iskan raporu alınmış oturulabilecek durumdaki tüm konut ve işyerleri için konut kredisi verir. kredi limiti en az 2.500.000.000 TL dır. Konutun ekspertiz değerinin en fazla % 75'ini kredi olarak verir. Kredi talep edenlere en fazla 12 ay vadeli %6,5 faiz oranından kredi kullanma imkanı tanır. Dövizle endeksli TL ödemeli konut Kredilerinde faiz oranları: USD: 01-36 ay için %1,70 DEM : 01-36 ay için %1,70 şeklindedir. Kredilendirilecek konut üzerine ipotek tesis edilmektedir. Bitmiş bir mesken için gerçek kişilere kullandırılan konut kredilerinde % 6,5 olan KKDF tahsil edilmemekte fon muafiyeti uygulanmaktadır.

Tablo 5.12. 2.500.000.000.-TL İçin Alınan Kredinin Geri Ödemeleri

Vade	Oran%	Aylık Ödeme	Toplam Ödeme
3	6,5	949,584,842	2.848.754.526
6	6,5	521,659,278	3.129.955.668
12	6,5	311,825,841	3.741.910.092

Kaynak: İş Bankası, http://www.isbank.com.tr/kredi_sorgulama.html.

Kişi, İş Bankasından 2.500.000.000.-TL tutarında konut kredisini 12 ay vadeli aldığı, %6,5 faiz oranından aylık geri ödemeleri, 311,825,841.-TL olacaktır. Vade bitiminde %78 basit faiz oranından, 3.741.910.092.- TL. geri ödenecektir.

5.2.2.3. Sosyal Güvenlik Kurumları ve Dayanışma Sandıkları

Sosyal Güvenlik Kurumları ve Dayanışma Sandıkları içinde yer alan Bağ-Kur, SSK ve OYAK (Ordu Yardımlaşma Kurumu) gibi kurumların içinde en fazla konuta kaynak aktarım, SSK tarafından sağlanmıştır. SSK, Toplu Konut Fonu kuruluncaya kadar konut finansmanı sağlama açısından en önemli kurumdur. Pirim ödeyen sigortalılar tarafından kurulan kooperatiflere 15 yıl vadeli ve %4-5 sabit faizle kredi vermiştir. SSK'nun konut kredi sağlama fonksiyonu, Toplu Konut Kanunun çıkarılmasından sonra durdurulmuştur. SSK'nun finansman desteği sağladığı konutların sayısı 233.289 civarlarındadır.

Konut finansmanı sağlamada birinci konumdaki SSK'nu, OYAK takip etmiştir. OYAK, 1961 yılında üyelerinin karşılaşılabilecekleri sosyal ve fiziksel risklere karşı ek bir sosyal güvenlik oluşturma amacıyla kurulmuştur. OYAK üyelerine, kooperatif yoluyla konut sahibi olmak isteyenlere, OYAK-İNŞAAT'ın yaptığı konutlardan yada piyasadan satın almak isteyenlere, %5-7 oranında sabit faizlerle 1984 yılına kadar kredi vermiştir. Bu %5-7 arasında değişen faiz oranı 1990 yılına kadar kademeli olarak %20'ye ulaşmıştır. 1983 yılında kredi geri ödeme süresi 15 yıldan 10 yıla azalmıştır. 1963-1992 yılları arasında 55.000 civarındaki konut için finansman sağlamıştır. OYAK halen Bireysel Konut Kredisi, Kooperatif Üretimi ve Toplu Konut Üretimi alanlarında hizmet vermektedir. Bu hizmetler aşağıda açıklanmıştır;⁸¹

- **Bireysel Konut Kredisi:** 15 yıllık üyelik süresini tamamlayan OYAK daimi üyelerinin inşa ettirdikleri ya da satın aldıkları konutlar için kullanabildikleri kredidir. Bireysel konut kredisi, sabit ya da değişken ödemeli taksit yöntemleriyle geri ödenmektedir. Her iki geri ödeme yönteminde de ilk 3 ay ödemesiz dönemdir. Değişken Ödemeli Taksit Sistemi'nde, Sabit Ödemeli Taksit Sistemi'nden farklı olarak başlangıç taksidi 6 aylık sürelerde taksit artırım oranları dikkate alınarak belirlenmektedir. Emekli Maaşı Sistemi'ndeki üyeler katılım oranlarına göre konut kredisi kullanabilirler.

⁸¹OYAK, <http://www.ovak.com.tr/ive-konutedin.asp>

kredi limiti = 12.500.000.000.-TL. (onikimilyarbeşyüzmlilyon TL.) dır. Krediyeye aylık %4,50 oranında faiz uygulanmaktadır. 36 aylık vade tercih edildiğinde aylık %4, 48 aylık vadede %4.15, 60 aylık vadede %4.30, 84 aylık vadede %4.45 oranında faiz uygulanmaktadır.

Tablo 5.13. Görevdeki Üyeler İçin Sabit ve Değişken Ödemeli Konut Kredisi Tablosu (Sabit Taksitle Ödeme Halinde)

TAKSİT SAYISI(AY)	TAKSİT TUTARI TL / AY
36	758.510.000.-
48	696.730.000.-
60	676.140.000.-
84	663.670.000.-
117	658.570.000.-

Kaynak: OYAK, <http://www.oyak.com.tr/uye-konutedin.asp>

Tablo 5.14. Görevdeki Üyeler İçin Sabit ve Değişken Ödemeli Konut Kredisi Tablosu (Değişken Taksitle Ödeme)

TAKSİT SAYISI (AY)	*BAŞLANGIÇ TAKSİT TUTARI (TL-AY)	6 AYLIK TAKSİT ARTIRIM ORANI (%)
36	455.990.000.-	26.53
48	345.150.000.-	27.63
60	278.670.000.-	28.74
84	200.880.000.-	29.85
117	144.420.000.-	30.23

*Başlangıç taksitlerinde sigorta primleri dahil edilmiştir. başlangıç taksitleri vade süresince 6 ayda bir karşılarında gösterilen oranda artırılabacaktır.

Kaynak: OYAK, <http://www.oyak.com.tr/uye-konutedin.asp>

Tablo 5.15. Emekli Maaş Sistemi Üyeleri İçin Konut Kredisine ve Başlangıç Taksitleri Tablosu (Sabit Taksitle Ödeme)

ÖDENECEK TAKSİT ADEDİ	1/4	2/4	3/4	4/4
	KREDİ TUTARI			
	3.125.000.000.-	6.250.000.000.-	9.375.000.000.-	12.500.000.000.-
36	189.627.500.-	379.255.000.-	568.882.500.-	758.510.000.-
48	174.182.500.-	348.365.000.-	522.547.500.-	696.730.000.-
60	169.035.000.-	338.070.000.-	507.105.000.-	676.140.000.-
84	165.917.500.-	331.835.000.-	497.752.500.-	663.670.000.-
117	164.642.500.-	329.285.000.-	493.927.500.-	658.570.000.-

Kaynak: OYAK, <http://www.oyak.com.tr/uye-konutedin.asp>

- **Kooperatif Kredileri:** Kooperatif kredisinden yararlanmak için en az 15 yıllık üyelik süresinin tamamlanması gereklidir. Ortaklarının tamamı OYAK üyelerinden oluşan kooperatiflere verilen kredilerdir. Kooperatif ortaklarının 1/5'i OYAK daimi üyeliği sona ermiş üyelerden de oluşabilir. Ancak, bu kişilerin kurucu sıfatı taşımamaları, yönetim kurulu üyesi veya denetçisi olmamaları gereklidir. Kredi ödemeleri üyelerden alınan vekaletname karşılığında kooperatife yapılır. Kooperatif kredileri inşaat seviyesine göre ödenir. Kredinin geri dönüşü ilk ödemenin yapıldığı tarihten 18 ay sonra başlar. Ancak, inşaat bu süreden önce bitmiş ise, inşaatın bittiği tarihi takip eden 3 üncü aydan itibaren geri ödeme başlatılır.
- **Toplu Konut Üretimi (Kurum Konutları):** OYAK mülkiyetinde bulunan arsalar üzerine inşa edilen konutlar Yönetim Kurulunca belirlenen fiyatlar üzerinden en az 15 yıllık üyelik süresini dolduran ve konut kredisi kullanmayan üyelere tahsis edilmektedir.

Tahsisler, üyelik süresi esasına göre yapılacak sıralama ile belirlenir. Bu sıralamada, Konut Ön Biriktirim Fonuna üye olan ve en az 12 ay aidat ödeyen üyeler emsallerine nazaran öncelik alırlar. OYAK tarafından inşa edilen konutlarda kullanılan Kurum konut kredisinin geri dönüşleri ilk ödemenin yapıldığı tarihten 18 ay sonra başlar. Ancak, inşaat bu süreden önce bitmiş ise, inşaatın bittiği tarihi takip eden 3 üncü aydan itibaren geri ödeme başlar.

Tablo 5.16. Emekli Maaş Sistemi Üyeleri İçin Konut Kredisine ve Başlangıç Taksitleri Tablosu (Değişken Taksitle Ödeme)

	1/4	2/4	3/4	4/4	
	KREDİ TUTARI				
	3.125.000.000.-	6.250.000.000.-	9.375.000.000.-	12.500.000.000.-	
ÖDENECEK TAKSİT					6 AYLIK TAKSİT
ADEDİ					ARTIRIM ORANI
					(%)
	*BAŞLANGIÇ TAKSİDİ				
36	113.997.500.-	227.995.000.-	341.992.500.-	455.990.000.-	26.53
48	86.287.500.-	172.575.000.-	258.862.500.-	345.150.000.-	27.63
60	69.667.500.-	139.335.000.-	209.002.500.-	278.670.000.-	28.74
84	50.220.000.-	100.440.000.-	150.660.000.-	200.880.000.-	29.85
117	36.105.000.-	72.210.000.-	108.315.000.-	144.420.000.-	30.23

* Başlangıç taksitleri vade süresince 6 ayda bir karşılarında gösterilen oranda artırılabacaktır. Başlangıç taksitlerine sigorta primleri dahil edilmiştir.

Kaynak: OYAK,

Bağ-Kur, 1976-1980 dönemlerinde, prim ödeyen sigortalılarına toplam özel konut yatırımlarının %2,7'si oranında kredi vermiştir. Yüksek enflasyon nedeniyle kredi olarak verilen fonlar krizle erimiş, kurum zor duruma düşmüştür. Bunun sonucunda da 1980 yılında konut kredisi vermeyi durdurmuştur.

Tablo 5.17. Konut Üretimine Finansman Desteği Sağlanan Konutlar

Finansman Kurumları	Uygulama Dönemi	Üretilen Konut Sayısı
T. Emlak Bankası	1947-1998	558.186
Sosyal Sigortalar Kurumu	1962-1987	233.289
Bayındırlık ve İskan Bakanlığı	1966-1998	56.025
Gecekonduyu Önleme Kapsamında	1966-1998	32.204
Kiralık Konut Uygulamaları	1975-1988	10.685
Halk Konut Uygulamaları	1976-1983	7.006
MEYAK Fonu Uygulaması	1979-1982	6.130
Bağ-Kur	1975-1980	7.412
Toplu Konut İdaresi	1984-1998	1.106.690
OYAK	1963-1992	55.000

Kaynak: Belgin Akçay, "Konut Üretimine Yetmişbeş Yıllı Bilançosu", Banka ve Ekonomik Yorumlar, 1999., İlgili Kurumlar.

Tablo 5.17.'de görüldüğü gibi, konuta en fazla desteği sağlayan kurum, TKİ olmuştur. Bu kurumu sırasıyla T. Emlak Bankası ve SSK izlemiştir.

Gelişmiş ülkelerde, düşük enflasyonlu istikrarlı ekonomilerde konut finansman kurumları tarafından verilen konut ipotek kredisini kullanan kişiler, aldıkları konut kredileriyle bitmiş ve elverişli konutlara sahip olurlar. Bu ülkelerde konut ipotek kredileri, genellikle 15-30 yıl vadeli, değişken faiz oranlı ve kendi ülke para birimleriyle verilir. Ülkemizde ise, genelde 5 yıldan düşük vadeli, değişken faiz oran yapısına sahip krediler bulunsun da geneli sabit faiz oranlıdır. LTV oranı ise bankalara göre değişkenlik gösterse de genelde %70 civarındadır.

Türkiye'deki yüksek enflasyon ve ekonominin geleceği hakkındaki belirsizlik, bankaların kredi maliyetlerini arttırmış ve daha fazla risk primi istemelerine neden olmuş, yüksek faiz vermeye itmiştir. 2000 yılının başları ve ortalarındaki ekonomik gelişmelerle faizler düşmüş, ancak 2000 yılı Kasım ve 2001 yılı Şubat aylarında yaşanan ekonomik krizlerle faizler tekrar

yükselmiştir. Ekonomideki kötü durum bankaları da etkilemiş, bir çok banka satılmış, birleşmiş yada Tasarruf Mevduat Sigorta Fonuna devredilmiştir. İki yıla kadar Emlak Bankası ve Demir Bank tarafından verilen uzun vadeli krediler (20 yıl vadeli), ekonomideki olumsuz gelişmeler ve yaşanan krizler neticesinde darboğaza girdiklerinden durdurulmuştur. Birçok banka gibi bu dar boğazdan kurtulamayan bu iki bankadan Emlak Bankası, Ziraat Bankasıyla birleşmiş, Demir Bank ise HBSC Bank tarafından alınmıştır.

Düşük vadelerle yüksek faiz oranlarından verilen konut kredileri tüketicileri, neticede de gayrimenkul finansmanını olumsuz etkiler. Bankaların verdiği konut kredilerinin yıllık basit faiz oranı %70-85 arasında değişmektedir. Ağustos ayı itibariyle tüketici fiyat endeksinin %57,5 olduğu dikkate alındığında bu faiz oranının ne kadar yüksek olduğu anlaşılmaktadır. Kredilerin değişken faizli yada dövizde endeksli verilmesi, ekonomik durum sonucunda her an yaşanabilecek devalüasyon olasılığı nedeniyle tüketici için cazip olmamaktadır. Ekonominin düzelmesiyle uzun vadeli krediler verilmeye başlanacak dolayısıyla da gayrimenkul finansmanı gelişmeye başlayacaktır.

Ülkemizde konut kredileri, kısa vadeli olarak verilir. Gayrimenkul finansman sisteminde yer alan konut kredilerinin vadeleri uzundur. Bundan dolayı da, ülkemizde verilen krediler konut destek kredileri özelliği taşıdıklarından, konut kredileri olarak adlandırılmaz.

5.3. Gayrimenkul Finansmanı Sağlayan Sermaye Piyasası Araçları

Medeni Kanunumuzda, gayrimenkullerin değerini tedavül ettirmeyi amaçlayan üç tür kıymetli evrak olarak ihraç edilebilecek evrak türleri; gayrimenkul karşılıklı senetler, ipotekli borç senedi ve irad senedi, rehinli tahvillerdir. “Menkul kıymetleştirme ülkemizde fiili olarak Ağustos 1992 yılından itibaren uygulanmaya başlamış, ilk olarak İnterbank A.Ş. tarafından finansal kiralama alacakları menkul kıymetleştirilmiş, bunu Pamukbank A.Ş. ve Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.’nin konut ve tüketici kredileri ile kredi kartı alacaklarını menkul kıymetleştirmeleri izlemiştir”⁸².

⁸² İktisadi ve Araştırmalar Vakfı, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları , İstanbul, 1999, s. 41.

5.3.1. Gayrimenkul Karşılıklı Senet İhracı

Medeni Kanunun 844. maddesinde gayrimenkul karşılıklı senetlerin iki türü belirtilmiştir. İlk türünde fon talep eden taraf tahvil ihraç eder, borcun teminatı olarak da taşınmaz rehni yani ipotek yada ipotekli borç senedi tahsis eder. Rehinli alacağın birer bölümünü oluşturan tahviller sahiplerine taşınmaz üzerinde doğrudan doğruya rehin hakkı verir. Bu tahviller bağımsız bir rehin senedi özelliğinde değildir. Bundan dolayı da rehin hakkı münferiden olmamakta ancak temsilci aracılığı ile kullanılmaktadır.

Hem borçluyu hem de tahvil sahibini temsil etmesi amacıyla bir vekil kuruluş tayin edilir. Alacakları temsilen taşınmaz rehni, vekil kuruluş lehine tesis edilir. Çoğunlukla bu kuruluşun işlevi tahvillerin pazarlanması, anapara ve faiz ödemelerinde aracılık görevi üstlenmektir. Bu vekil kuruluşun sermaye piyasası mevzuatı yönünden bir banka yada aracı kuruluş olması da mümkündür. Bahsedilen bu ilk türü, tek bir kuruluşa genelde de inşaatçı bir firmaya kaynak sağlar.

“MK md. 844’de bahsedilen ikinci türde ise, birinci türde fon talep edenin tahvil ihraç etmesinin tam tersi, tahvilleri aracı kurum ihraç eder. Tahvilleri ihraç eden kurum, kredi verdiği gerçek yada tüzel kişiden olan rehinli alacağını tahvil yatırımcıları lehine rehnettiği bir başka temsilci kuruluş bulunur. İhraççı kuruluş, tahvil bedelini aktardığı bu temsilci kuruluştan gayrimenkul rehni alır. Bu rehinle de temin edilmiş alacağını tahvil sahipleri rehner. Ayrıca Medeni Kanun’un 869. maddesi gereğince alacak rehni için alacağı temsil eden senedin rehin alana teslimi gerektiğinden, ihraççının tahvil bedellerini aktardığı gerçek yada tüzel kişiden olan rehin alacağını tahvil sahiplerini tamamını temsil eden bir vekil kuruluşa rehnetmesi ve senedi teslimi gerekmektedir⁸³. Bu modelde de tek bir kuruluşa genellikle bir inşaatçı firmaya fon sağlanır. Bu bahsedilen her iki tür içinde senetlerin tapu siciline kaydı gerekir.

⁸³ Ali Alp; M. Ufuk Yılmaz, a.g.e. s. 157.

5.3.2. Rehinli Tahvil İhracı

Bu senet türü Medeni Kanunda yer alan diğer senet türlerinin aksine birden çok kurumun fon arzına imkan tanır. Bir kredi kurumu rehinli tahvil ihraç yoluyla topladığı kaynakları taşınmaz rehni karşılığı kişilere kredi olarak verir. Rehinli tahvilatlar hamiline yada nama yazılı olarak ihraç edilebilir. Rehinli tahvilat, sahiplerine senet bedeli ve faizleri talep hakkı ve bu talep hakkının teminatı tahvil ihraç eden kuruluşun kredi verdiği kişilerden olan rehinli alacağı üzerinde rehin hakkı verir. Tahvil sahiplerinin rehin hakları kanundan doğmaktadır ve başka hiçbir işlem yapılmasına da gerek yoktur. Bunun neticesinde rehinli tahvilatların sermaye piyasasına uyum sağlamasını kolaylaştırmıştır.

“MK md. 886’ya göre yetkili makam tarafından rehinli tahvili ihraç etmeye yetkili kuruluş tayin edilir. Buradaki amaç, kredi kuruluşunun güvenli bir kuruluş olması gereğidir. Zira, tahvillerin teminatını oluşturan rehin alacağın, kredi kuruluşu tarafından üçüncü şahıslara temlik halinde tahvil alacakları kanuni rehin haklarını kullanamayacaklardır. Bu yüzden kredi kuruluşunun gerek mali, gerekse işletme ilkeleri bakımından güvenli bir kuruluş olması gerektiği gibi, ihraç esnasında ilgili kamu makamına (bu makam Sermaye Piyasası Kurumu olacaktır) yeterli bir teminat göstermesi de gündeme gelebilecektir”⁸⁴.

MK md. 885’e göre, rehinli tahvilat sahibi vadeden önce tahvil bedelinin ödenmesini isteyemez. Bu hükümdeki amaç, rehinli tahvilatın erken paraya çevrilebilir biçimde ihracını önleyerek, kredi kuruluşunun verdiği kredi ile topladığı fon arasında dengenin bozulmasına mani olmaktır.

Rehinli tahvil ihracı, tahvillerin tapuya kaydının gerek olmaması, yalın bir ihraç prosedürüne sahip olması, tahvillerin teminatını oluşturan alacak rehninin kanundan doğması ve çok sayıda gerçek ve tüzel kişiye kaynak sağlaması açısından ülkemiz koşullarına daha uygundur.

⁸⁴ Murat Bahadır Teker, a.g.e., s. 90.

5.3.3. İpotekli Borç Senedi ve İrad Senedi

İpotekli borç senedi (İBS) ve irad senedi (İS), MK md. 812’de yer alan böylelikle rehin hakkının getirdiği avantajlardan yararlanan, nama veya hamiline yazılı olarak ihraç edilebilen kıymetli evrak türleridir. Mevcut bir borç için de düzenlenen bu senetler ortada bir borç olmadan da gayrimenkul sahibinin tek taraflı beyanı ve ipoteğin tapuya tescili ile de ihraç edilebilir. Bundan dolayı da, krediyi temin etmeden evvel senetlerin düzenlenmesi ve halka arzıyla birlikte fonun toplanması mümkündür. Ayrıca ipotekli borç senedi ve irad senedi, kayıtsız şartsız bir ödeme taahhüdü taşır. Bu kıymetli evraklar, gayrimenkul malikinin başvurusu üzerine tapu siciline tescil ile düzenlenir. Mevcut bir borç için düzenlenecek bir rehinde alacaklı ve taşınmaz maliki arasında bir rehin sözleşmesi yapılır. MK md. 829’da borçluyu ve alacakları temsilen bir vekil atanır. Bu vekilin, ödemeleri yapma, tebligatı kabul etme, teminatın azalmasına onay verme ve tarafların menfaatlerini özenle gözetme gibi görevleri bulunmaktadır. Ayrıca bu vekilin ismi tapu siciline ve rehin senedine kaydolmaktadır.

İBS ve İS ihraç eden bir kuruluş, faiz yanında anaparanın da belli bir kısmını bir plan çerçevesinde ödemeyi taahhüt edebilir. Bunun dışında senet bedelleri ihraçta belirlenen yada vekil kuruluşça düzenlenen bir itfa planına göre ödenir, bedeli ödenen senet iptal edilir. Aksine bir sözleşme yapılmazsa, tüm senet ve kupon bedelleri ödenmedikçe, belli ödemeler nedeniyle tapudaki kayıt terkin edilememektedir.

Tesis edilecek İBS ve İS’nin tutarı, gayrimenkulun tapu idaresi tarafından belirlenecek değerini aşamaz ve bu değer Tapu Sicili Tüzüğündeki esaslara göre belirlenir. Hatalı değerlendirmelerden devlet sorumlu olup, senetler, tapu memuru, ilgili hakim, senedin borçlusu ve taşınmaz maliki tarafından imzalanır.

“Tapuda kayıtlı herhangi bir taşınmaz üzerine tesis edilebilen İBS’nin borçlusu, hem kendi taşınmazını, hem üçüncü bir şahsın taşınmazını ipotek verebilir. İkinci halde taşınmazın sahibi sadece taşınmazın paraya çevrilmesine katlanmak zorunda olup, senedin şahsi sorumlusu senetleri ihraç edendir. İhraç edilen İBS bedellerinin ödenmemesi halinde paraya çevrilecek

taşınmazın değeri senet alacaklarını tatmin etmezse, ihraç eden açık kalan kısımdan tüm mal varlığı ile sorumlu olacaktır”⁸⁵.

“İrad senedi, gayrimenkul üzerinde MK md. 817/I uyarınca gayrimenkul mükellefiyeti şeklinde kurulan bir alacak hakkı olduğundan borçlu sadece gayrimenkulün değeri ile sınırlı olarak sorumludur. Başka bir ifadeyle, senetteki para borcunun ödenmesi ve bunun gayrimenkulün değeri ile teminat altına alınması gayrimenkul mükellefiyetinin içeriğini oluşturur. İrad senedindeki borcun eşyaya bağlı bir borç olması nedeniyle borçlu, teminatı oluşturan gayrimenkulün malikidir. Gayrimenkulün el değiştirmesi halinde yeni malik irat senedi borçlusu sıfatına sahip olacaktır”⁸⁶.

5.3.4. Varlığa Dayalı Menkul Kıymet

1970 yılında ABD’de, ipotek karşılığı verilen uzun vadeli ve düşük faizli krediler kredi kuruluşları üzerinde yük oluşturup bu kuruluşların kredi limitleri azalmaya başladığından kredi olanağı yaratmak amacıyla kredi alacaklarının menkul kıymetleştirilmesi yoluna başvurulmuştur. Böylelikle de, konut finansmanı için süreklilik taşıyan bir kaynak oluşturulmuştur.

“Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler (VDMK), 31.7.1992 tarihli 21301 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Seri III Tebliğ No: 14 ile düzenlenmiştir. Buna göre Varlığa Dayalı Menkul Kıymet, ihraççıların kendi ticari işlemlerinden doğmuş alacakları veya temellük edecekleri alacaklar karşılığında, ihraç edebilecekleri kıymetli evraktır”⁸⁷. Dar anlamda ise, krediler ve alacaklar bir paket haline getirilip bu pakete dayanan bir menkul kıymet oluşturularak yatırımcılara satılır. Aynı tebliğde, VDMK’in kurul kaydına alınmasına ve genel finans ortaklıklarının kuruluş ve faaliyet ilkelerine dair esaslar tebliği ile uygulama esasları belirlenerek kredi alacaklarının menkul kıymetleştirilmesi yolu açılmış, ilgili tebliğin 4b bendinde ise işleme konu olabilecek alacak türleri arasında konut kredileri sayılmıştır. Buna göre VDMK ihraç konusunu oluşturabilecek kredi türleri, bankaların Toplu Konut İdaresi Başkanlığı ile yapılan anlaşma hükümlerine göre kendi kaynaklarından hazır konut alan

⁸⁵ Murat Bahadır Teker, a.g.e., s. 88.

⁸⁶ Osman Remzi Günver, *Sermaye Piyasası Aracı Olarak İpotekli Borç Senedi ve İrat Senedi*, Ankara: Türkiye Bankalar Birliği Yayını, 1994, s. 25.

⁸⁷ İMKB, *Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu*, 2000, s. 168.

kişilere açtıkları bireysel krediler, bankaların verdiği ipoteğe dayalı bireysel konut kredileri ile konut sektörünü kredilendirmeye yetkili KİT sektöründeki bankaların kendi mevzuatları çerçevesinde açtıkları kredilerdir.

VDMK'e karşılık gösterilecek alacak portföyü, ihraççılar tarafından diğer mal varlıklarından özel bir hesapta izlenerek ayrı bir muhasebe tutulur. Alacakların karşılık gösterilmesi ihraç limitini belirlemek açısından önemlidir. İhraççının geri ödemelerinde meydana gelebilecek aksaklıklarda VDMK hamilinin karşılık oluşturan alacaklarda rehin hakkı yoktur. VDMK ihraç eden, diğer alacaklıları ile aynı haklara sahip olduğundan İBS ve İS arasında bir benzerlik bulunmaz.

5.3.5. Gayrimenkul Sertifikası

“Gayrimenkul sertifikası, sermaye piyasası mevzuatına 20.07.1995 tarihinde kazandırılmış bir finansman aracıdır. Bu araç, inşa edilecek veya edilmekte olan gayrimenkul projelerinin finansmanında kullanılmak üzere, söz konusu projeyi gerçekleştirmeyi üstlenen ve sertifikanın taahhütlerini yerine getirmekle yükümlü bir anonim şirket tarafından ihraç edilen hamiline yazılı bir menkul kıymettir”⁸⁸. Türkiye Emlak Bankası A.Ş. tarafından ihraç edilen, Ataşehir Gayrimenkul sertifikaları tek uygulamasını oluşturmaktadır.

Gayrimenkul sertifikası ihraç edecek ortaklıkların, üstlendiği gayrimenkul projesini gerçekleştirebilmek mesleki ve teknik donanımına sahip olduğunu belgelendirmesi gerekmekte ve gayrimenkul sertifikası ihracına konu olabilecek projeye eşdeğer büyüklükteki en az bir projeyi de sözleşmesi ve teknik şartnamesine uygun olarak Kurul'a başvuru tarihinden önceki 5 yıl içerisinde tamamlamış olması gerekmektedir.

İhraççıların yatırımcılara karşı asli edim ve tali edim olmak üzere iki yükümlülükleri vardır. Gayrimenkul sertifikasında belirtilen sürede gayrimenkul sertifikası sahibine gayrimenkul mülkiyetinin verilmesi yükümlülüğü asli edimi ifade eder. İkinci yükümlülük olan tali edimde ise, belirlenen süre içinde asli edimin yerine getirilmesini talep etmeyen sertifika sahiplerine izahnamede belirtilen oranda faiz yada anapara ödenmesi veya banka tarafından açık arttırma

⁸⁸ Nazım Ekren; Osman Gürbüz, “Gayrimenkullerin Menkul Kıymetleştirilmesi,” *Activefinans*, Şubat-Mart 1999, ss. 82-88.

ile gayrimenkulün sertifika sahiplerince talep edilmeyen kısmının satılıp sertifika sahiplerine dağıtılmasını anlatır. Sertifika sahipleri asli edim hakkını kullanmak için sertifikada belirtilen tarihlerde almak istedikleri bağımsız bölümün gerektirdiği sayıda sertifika ibraz etmek zorundadır. Yeterli sayıda sertifika ibraz eden birden fazla kişi müşterek mülkiyet esasıyla asli edimin yapılmasını talep edebilir. İhraççı, gayrimenkulün mülkiyetinin tesisini ve teslimini belirtilen sürede yapmak zorundadır. Yeterli sayıda sertifika toplayamadığı yada belirlenen süre içinde asli edimin yerine getirilmesi için başvurmayan sertifika sahipleri belirtilen sürede tali edimin yerine getirilmesi için başvururlar. Bu durumda da ihraççı tali edimi belirlenen sürede yerine getirmekle mükelleftir.

Gayrimenkul sertifikalarının sermaye piyasası kaydına alınması gerekmektedir. Başvuruları değerlendiren SPK, izahname ve sirküler, ihraççı, banka ve halka arz edilecek sertifikalarla ilgili mevzuatın gerekli gördüğü bilgileri içerip içermediğini dikkate alır. Bu yaptığı değerlendirmeler neticesinde açıklamaların yetersiz olduğuna, gerçeği yansıtmadığına, halkın istismarı söz konusu olduğuna karar verirse başvuru konusu olan sertifikaların SPK kaydına alınmasından imtina edebilir.

SPK'na sertifikaların satış süresinin bitimiyle en geç 15 gün içinde borsa koduna alınması amacıyla gerekli belgenin verilmesi için ve belgenin alınmasını takiben en geç 15 gün içinde de, İMKB'na sertifikaların kote edilmesi için başvurulur. Banka tarafından, sertifika ihracıyla sağlanan fonlar açılan özel bir hesapta toplanır ve ihraççı adına da gelir elde edebilecek şekilde değerlendirilir. Banka ve ihraççı arasında düzenlenen sözleşmede yer alan esaslara göre ihraççıya anapara ve gelir, banka tarafından aktarılır.

Bir banka tarafından, ihraççı edimlerinin ve cezai şartlarının garanti edilmesi gerekmektedir. İhraççı lehine verilecek garantiler için şekil ve projeye göre miktarı SPK tarafından belirlenen banka teminat mektubunun, banka tarafından SPK'na verilmesi gerekmektedir. Gayrimenkul projesinin belirlenen sürede tamamlanamayacağı anlaşıldığında, ihraççı veya banka tarafından SPK'na durum bildirilir ve ek süre istenir. İstenen ek süre verildiğinde, sirkülerin yayınlanmış olduğu gazetelerde verilecek ilanlarla, rayiç bedel, ceza şartlarının uygulama esasları ve ek süre sertifika sahiplerine bildirilir. Bu bildirimden itibaren 30 gün zarfında sertifika sahipleri arzu ettiklerinde sertifikalarını bankaya iade edip öngörülen cezai şartları talep edebilirler.

Cezai şart tutarı, gecikme durumunun ortaya çıktığı tarih esasıyla her bir sertifika için gayrimenkul projesinin ekspertiz şirketlerince belirlenen ve SPK tarafından onaylanan toplam rayiç bedeline göre hesaplanan sertifikanın rayiç bedelinden düşük olamaz. Edimlerin yerine getirilmesini isteyen sertifika sahipleri için belirlenen ek süre sonundaki cezai şartlar ise, temerrüt tarihindeki mevduatı en yüksek 5 bankanın uyguladığı gecikme süresine uygun mevduat faiz oranlarının ortalaması alınarak sertifikanın rayiç değeri üzerinden hesaplanır.

Gayrimenkul projesinin gerçekleşmesinin mümkün olmadığı durumlarda ise ihraççı şirket bu durumu SPK'na bildirir ve bu durum için önceden belirlenmiş cezai şart hükümleri uygulanır. Projenin gerçekleşmeme durumunun ortaya çıktığı tarih baz alınarak, tüm sertifika sahiplerine ödenmesi gerekli olan cezai şart, her bir sertifika için, gayrimenkul projesinin ekspertiz şirketlerince belirlenen ve SPK'nca onaylanan toplam rayiç bedeline göre hesaplanan sertifikanın rayiç bedelinden daha düşük olmamaktadır.

Küçük tasarrufları inşaat sektörüne yönlendiren gayrimenkul sertifikaları, böylelikle dar gelirli kitlelerin konut edinmelerine de imkan sağlamış olur. Gayrimenkul sertifikalarıyla küçük tasarrufların inşaat sektörüne kanalizasyonu, bu sektörün canlanmasını sağlayarak istihdamı ve milli geliri artırır. Gayrimenkul sertifikası sistemiyle gayrimenkuller atıl konumdan kurtulur. Böylece, gayrimenkule güven duyan yatırımcılar arasında tedavül imkanı kazanır.

5.3.5.1. Gayrimenkul Sertifikaları ile GYO Arasındaki Farklar

“GYO'dan sağlanan finansmanı, Kurul'un 20.7.1995 tarih ve 22349 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri:III, No:19 sayılı Tebliği ile düzenlenen gayrimenkul sertifikaları yoluyla sağlanan finansman ile karıştırmamak gerekir”⁸⁹. Gayrimenkul sertifikaları ile GYO arasında bazı farklar bulunur. Bu farklar, Tablo 5.18. 'de gösterilmiştir.

⁸⁹ Kürşat Tuncer, *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Türkiye Uygulaması*, Ankara: Sermaye Piyasası Kurumu, 1997, s. 10.

Tablo 5.18. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ile Gayrimenkul Sertifikaları Arasındaki Temel Farklar

	GAYRİMENKUL SERTİFİKASI	GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI
Tanım	İhraççıların, bedellerini inşaa edilecek veya edilmekte olan gayrimenkul projelerinin finansmanında kullanmak üzere ihraç ettikleri, diğer sermaye piyasası aracı niteliğinde, nominal değerleri eşit,hamiline yazılı menkul kıymettir	Gayrimenkullere ve gayrimenkule dayalı projelere, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına ve haklara yatırım yapmak suretiyle faaliyet gösteren bir şirkettir.
Niteliği	Belirli bir vade içeren borçlanma senedir.	Anonim şirket olarak kurulan özel bir portföy yönetim şirketi tipidir
Gayrimenkul Projesinin Finansmanı	İhraççı projeyi yürütür. Gayrimenkul projesi, sertifika ihracı ile finansmanı planlanan konut/işyeri projelerini ifade eder.	GYO'ları proje yürütemez, gayrimenkul projelerine yatırım yaparlar.
İhraççı	Belirli bir gayrimenkul projesini gerçekleştirmeyi üstlenen ve gayrimenkul sertifikasının içerdiği edimleri yerine getirmekle yükümlü anonim şirkettir.	GYO hisse senedi ihraç eden bir anonim şirkettir.
Gayrimenkulün Mülkiyeti	Gayrimenkulün mülkiyetinin yatırımcılara nakli söz konusudur.	Projelerin mülkiyeti GYO'dadır.
Süresi	Projenin süresine bağlıdır ve süre sonunda asli veya tali edimin yerine getirilmesi gerekir aksi takdirde cezai şart söz konusu olur.	-Belirli bir projeyi gerçekleştirmek amacıyla süreli, -Belirli alanlarda yatırım yapmak amacıyla süreli veya süresiz, -Belirli bir proje veya yatırım alanına yatırım yapmak gibi amaçlarında sınırlama olmaksızın, süreli veya süresiz, kurulabilirler
Halka Arz ve Satış	SPK'nun Gayrimenkul Sertifikasına İlişkin Esaslar Tebliği çerçevesinde yapılır.	SPK'nun GYO'na İlişkin Esaslar Tebliği ve Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınması ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği çerçevesinde yapılır.
Maliyetler	Banka garanti komisyonu ve SPK kayda alma ücreti vardır.	SPK kayda alma ücreti, portföy işletmeciliği yetki belgesi harcı ve aracılık komisyon ücretleri vardır.

Kaynak: Ali Alp, M. Ufuk Yılmaz, Gayrimenkul Finansmanı ve Değerlemesi, İMKB

5.3.6. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO)

“Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları her türlü gayrimenkule finansman sağlayan veya elde edilmek istenen bir gayrimenkul için pek çok yatırımcının sermayesini bir araya getiren bir anonim şirkettir”⁹⁰.

“Bu kurumların bir özelliği gayrimenkul, yani arazi ve bina gibi taşınmaz malları, menkul değerler haline getirmeleridir. Böylece taşınmaz malların güvenlik ve süreklilik gibi vasıflarına, aslında gayrimenkullerde pek az bulunan, bölünebilirlik ve seyyaliyet gibi vasıflar katılmış olmaktadır. Gayrimenkul yatırım şirketleri sayesinde, gayrimenkul mülkiyeti ve diğer hakları, menkul değer haline gelmekte; taşınmaz mal ve buna müteferri haklar, netice itibarıyla bir menkul kıymet (hisse senedi) ile temsil edilmiş olmaktadır”⁹¹.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, sermaye piyasasında kurumsal yatırımcı olarak önemli bir yerleri bulunur. Ayrıca bu şirketler gayrimenkul piyasalarını düzenleyici bir rolleri vardır.

“Dünyada 1960’larda ilk defa Amerika’da faaliyet göstermeye başlayan REIT (Real Estate Investment Trust) olarak adlandırılan ortaklıklar daha sonra Uzak Doğu ve Avrupa’da yaygın olarak faaliyet göstermeye başlamışlardır. Günümüzde, GYO gelişmiş ülkelerde ve özellikle Amerika’da 150 milyar dolara ulaşan toplam aktifleri ve 300’ü aşkın sayıları ile sermaye piyasasının önemli bir kuruluşu konumundadır”⁹².

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, gayrimenkullere ve ipoteklere yatırım yapmaktadırlar. Ayrıca gayrimenkul yatırım ortaklıkları kapalı uçlu fonlardır. Kapalı uçlu fonlarla anlatılmak istenen yatırımcılar tarafından talep edildiğinde pay sayısının anında arttırılamayacağıdır. Dolayısıyla da GYO sabit sayıda pay ihraç ederler. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları organize, denetim altında ve halka açık bir şekilde yönetim gösterirler. Devlet tarafından sağlanan çeşitli vergisel teşvikler, bu ortaklıkların kuruluşunda önemli bir destekleyici unsurdur.

⁹⁰ Belgin Akçay, *a.g.e*, s.17.

⁹¹ İktisadi Araştırmalar Vakfı, *a.g.e*, İstanbul, 1999, s.9.

⁹² Güler Aras, “Türk Sermaye Piyasasında Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Üzerine Bir Deneme” *İktisat Dergisi*, 2000, ss. 67-77.

5.3.6.1. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Amacı, Faaliyet Alanları ve Özellikleri

“Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı’nın (GYO) amacı getiri potansiyeli yüksek gayrimenkullerin, gayrimenkule dayalı projelere yatırım yapmak, portföyündeki gayrimenkullerden kira geliri elde etmek ve bu şekilde kira ve alım satım kazançları yoluyla gayrimenkullerin yüksek rantına ulaşmaktır”⁹³. “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının bu tür yatırımlar için başlıca kaynağı şirketin sermayesidir”⁹⁴.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklığına ortak olma amacıyla gayrimenkul yatırım ortaklığının hisse senedini alan bir yatırımcı, bu yüksek rantlı gayrimenkullerin gelirlerinden yararlanmış olmaktadır. GYO’nın hisse senetleri yatırımcılar açısından caziptir. Bununla nedenlerini şu şekilde sıralayabiliriz;

- Bu şirketler uzman kişilerce yönetilir, böylelikle ferdi yatırımlardan daha iyi sonuçlar elde edilir.
- Yatırım yapılan gayrimenkuller, menkul kıymet (hisse senedi) haline gelir. Böylece de likidite kazanılır ve her an paraya çevrilebilir.
- Yatırım çeşitliliği olduğundan risk dağılımı vardır ve neticede de daha yüksek güvenilirlik sağlar.

“Bu şirketlere yatırım yapan yatırımcıların bir kısmının da uluslararası kuruluşlar olduğu izlenmektedir. Bu kuruluşlar gelişmekte olan ülkelerdeki gayrimenkul rantlarının yüksekliğinden faydalanmak istemekte ve gerek kendi mevzuatlarındaki hükümler ve gerekse yatırım kolaylığı açısından organize bir şekilde işleyen ikincil piyasalarda işlem gören GYO hisselerini almayı, doğrudan gayrimenkul yatırımına tercih etmektedirler”⁹⁵.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı, portföyünde bulunan gayrimenkullerin alım satımından kar sağlarlar. Dönem sonunda da ortaklarına bu karı temettü olarak dağıtır.

⁹³ Ali Alp; M.Ufuk Yılmaz, a.g.e., s.160.

⁹⁴ Kürşat Tüncel, “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları,” *Yaklaşım*, Ağustos 1998, ss. 47-54.

⁹⁵ Kürşat Tüncel, “a.g.m.,” ss. 47-54.

“GYO taşınmaz varlığına ve taşınmaza dayalı sermaye piyasası araçlarına bağlı olarak çeşitli riskleri taşıması doğaldır. Örneğin, kira geliri getiren bina deprem veya su baskını sonucu yok olabilir. Taşınmaz kamulaştırılabilir. Kamulaştırılma halinde kamulaştırılma bedeli ile yeni yatırıma girişebilecektir. Doğal afetler halinde taşınmazın zarar görmesi ihtimaline karşılık olarak Tebliğ, sigorta zorunluluğu getirmiştir (17/1 bendi)”⁹⁶. Portföyde yer alan arazi, halar, arsa, henüz inşaatına başlanmamış projeler ve sarmaya piyasası araçları hariç olmak şartı ile oluşabilecek her tür hasara karşı tüm varlıkların rayiç değeri üzerinden sigortalanması zorunludur.

Büyük ölçekli gayrimenkul projelerini gerçekleştirecek bir şirket, ağır bir finansman yükü altındadır. Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı, hisse senetlerinin satışı ile sağlanacak fonlarla, özellikle iş merkezleri, siteler ve alışveriş merkezleri gibi bu tür büyük projeleri finanse eder. Böylelikle de inşaatçı şirket bu finansman yükünden kurtulmuş olur.

8.11.1998 Tarih ve Seri V Tarih ve Seri VI, II No’lu sermaye piyasası tarafından çıkarılan tebliğe göre GYO’ların amacı belirtilmiştir. Bu tebliğe göre; gayrimenkule ve gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına, gayrimenkul projelerine ve gayrimenkule dayalı haklara yatırım yapmak, gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarından oluşan portföyü yönetmektir. Bu tebliğden de anlaşıldığı gibi GYO’lar sadece gayrimenkule dayalı portföy işletmeciliği kapsamında faaliyette bulunabilirler. GYO’lar inşaat yapamaz ve inşaat projelerini de kendileri yürütemezler. Bundan dolayı da GYO’ların aktiflerinde makine, inşaat işçisi, ekipman bulunduramazlar. Şirketlerin gerçekleştirdiği inşaat projelerine finansman sağlayabilirler. Bir inşaat şirketi GYO kurabilir; fakat bunu gerçekleştirmesi için mevcut faaliyetlerinden vazgeçmesi gerekmektedir. GYO’lar, inşaat yapamayacakları ve inşaat projelerini yürütemeyecekleri gibi ticari ve sınai faaliyette de bulunamazlar, aracılık işlemi yapamazlar, mevduat toplayamazlar, borç ve kredi veremezler. GYO, aşağıda açıklanan tür projelere yatırım yapabilirler; Tebliğde belirtilen oranlara sınırlı kalmak üzere başlıca;⁹⁷

- Gayrimenkule dayalı menkul kıymetleri alıp satabilirler.

⁹⁶ Saba Özmen, “Taşınmazların Menkul Kıymetleştirilmesinde Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları,” *Yaklaşım*, Temmuz 1998, ss. 73-83.

⁹⁷ GYODER, http://www.gyoder.org.tr/turkce/frm_index/main.html

- Sermaye piyasası araçlarını alıp satabilirler. Ters repo yapabilirler.
- Alım satım karı veya kira geliri elde etmek amacıyla mülkiyetlerini edinmek veya üst hakkı tesis ettirmek suretiyle yatırım yapabilirler.
- İlgili mevzuat uyarınca gayrimenkule dayalı projelere projenin her aşamasında gayrimenkul geliştirme karı veya kira geliri etmek amacıyla mülkiyetlerini edinmek veya üst hakkı tesis ettirmek suretiyle yatırım yapabilirler.
- Gayrimenkuller üzerinden intifa hakkı kurabilir ve bu hakkı kullanabilirler, devre mülk irtifakı kurabilirler, sahip oldukları arsalar üzerinde ticari kar elde etmek maksadıyla üst hakkı yükümlüsü olabilirler.
- Özel düzenlemeler saklı kalmak kaydıyla Yap-İşlet-Devret modeliyle geliştirilecek projeleri kendileri veya başkaları lehine üst hakkı tesis ettirmek suretiyle gerçekleştirebilirler.
- Mülkiyetini edinmek kaydıyla yurt dışındaki gayrimenkulleri alıp satabilirler. Gayrimenkule dayalı olmak kaydıyla yabancı menkul kıymetlere yatırım yapabilirler.
- Özel sözleşme hükümleri müsait olmak şartı ile, kira geliri elde etmek için üçüncü kişilerden gayrimenkul kiralayabilir ve bunları tekrar kiraya verebilirler.
- Kur riski ve faiz oranı risklerine karşı korunmak için swap ve forward işlemler yapabilirler, opsiyon yazabilirler, mala dayalı olanlar hariç vadeli işlemler sözleşmeleri alabilirler.

“GYO, kira işlemlerinde, proje değerlendirmelerinde, ipotek kabullerinde, alım ve satımlarında SPK tarafından belirlenen ekspertiz şirketlerine değerlendirme yaptırmaları gerekmektedir. Ekspertiz şirketleri iki tanedir. Bunlardan biri, Emlak Bankası’nın kurduğu Gayrimenkul Ekspertiz ve Değerlendirme A.Ş. dir. İkincisi Vakıfbank’ın kurduğu Vakıf Gayrimenkul Ekspertiz ve Değerlendirme A.Ş. dir”⁹⁸. Portföye alım değeri, tespit edilen değerden yüksek, satım ve kiraya verme işlemleri de düşük gerçekleşemez. GYO, her ayın altıncı iş gününe kadar portföy tablosu hazırlarlar ve bu hazırladıkları portföy tablosunu SPK ve İMKB’ye gönderir. Yatırımcıların bilgilendirilmesi amacıyla İMKB bu tabloları Borsa Bülteni’nde yayınlar. Bu tabloda, kira işlemleri ve alım-satım için her bir işlemde yaptırılması

⁹⁸ Gamze Gökçe, *Gayrimenkul Yatırım Fonları, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Gayrimenkul Sertifikaları ve Hazine Taşınmaz Mallarının Bu Yollarla Değerlendirilmesi*, Ankara: Maliye Bakanlığı Milli Emlak Genel Müdürlüğü, 1998, s.24.

gereken ekspertiz değerleri ve portföyde yer alan varlıkların yılda en az bir defa yaptırılması gereken değer tespitleri yer alır.

5.3.6.2. GYO Türleri

GYO'ları, belirli bir projeyi gerçekleştirmek amacıyla süreli, belirli alanda yatırım yapmak amacıyla süresiz ve amaçlarında bir sınırlama olmaksızın süreli veya süresiz olmak üzere üçe ayrıldığı gibi halka açık GYO ve halka açık olmayan GYO olarak da sınıflandırılabilir. "Pek çok GYO, menkul kıymet piyasalarında işlem görmelerine rağmen borsada yer almayan tezgah üstü piyasalarda alınıp satılan GYO'lar da bulunmaktadır. Bu GYO'lar Özel GYO (Private REIT) olarak adlandırılmakta ve üç tür olarak ayrılmaktadırlar. Bunlardan birincisi büyük miktarlarda yatırım yapan ve kurumsal yatırımcıları hedefleyen özel GYO'lar, ikincisi mali danışman tarafından sunulan hizmet paketinin parçası yatırımcı temsilcisi GYO'lar, üçüncüsü ise ilerde halka açılmak amacıyla risk sermayedarlarınca satılan korumacı GYO"⁹⁹.

GYO'lar açısından yapılan bir başka ayırım ise aktiflerinde bulunan gayrimenkullerin mülkiyetine sahip olup olmamalarına göre yapılır. Bu ayrıma göre GYO'lar üç tür olmaktadır;

- Özvarlığa dayalı GYO'lar
- İpotek Ortaklıkları ve
- Karma Ortaklıklar

5.3.6.2.1. Özvarlığa Dayalı GYO

Portföylerinde bulunan gayrimenkullerin mülküne sahiptirler. Genelde dokuz grupta ele alınmaktadırlar.

- **Tam Tamamlanmamış Ortaklıklar;** Genelde özvarlığa dayalı GYO'lar, belirsiz bir dönemde elde edilen, miktarı kesin olmayan kira gelirleri ve belirsiz kar paylarına yatırım yaparlar. Kısaca, kapsamı tam tanımlanmamış ortaklıklardır. Bu ortaklıklarda trustee

⁹⁹ Belgin Akçay, "Türkiye'de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Değerlendirilmesi," *Bankacılık ve Finans Dergisi*, Şubat-Mart 2000, ss. 42-50.

tarafından belirlenen gayrimenkuller satın alınır. Bu ortaklıklar esnek bir yapıya sahiptir. Bu esnek yapıdan kaynaklanan avantajın yanında dezavantajlar da bulunur. Fonların karlı bir şekilde yatırılma süresi ile piyasaya arz edilen yatırımcının hisselerinin tarihi arasında bir farklılık bir sapma olmaktadır. Ortaklığı tanıtan broşürde elde edilmesi beklenen gayrimenkullerin yapısı ve hedefleri genel olarak belirtilir.

- **Satın Alma Ortaklıkları veya Tam Tanımlanmamış Ortaklıklar;** Bu tür ortaklıklar, belirli bir gayrimenkul yada gayrimenkulleri satın almak amacıyla kurulan ortaklıklardır. Ortaklığı tanıtan broşürde bunlar belirtilir. Böylelikle yatırımcı, elde edilen gayrimenkul konusunda tamamen bilgi sahibi olur.
- **Karışık Ortaklıklar;** Belirli gayrimenkullere fonlarının bir kısmını yatırmak amacıyla açık çek prensibiyle kurulmuşlardır. Karışık ortaklık nedeniyle hazır gelir sağlama avantajına da sahiptirler. Toplam geliri, tüm yatırımlar yapılarına kadar fonların bir kısmı ile zaman içinde yatırım yapılacağından daha düşük olacaktır.
- **Finansal Kaldırım Oranı Yüksek ve Düşük Olan GYO'lar;** GYO'lar, gayrimenkulleri elde etme amacıyla fon ihtiyacını tedarik etmek için ipotekli finansman yolunu kullanabilir. Satın aldığı gayrimenkullerin değerinin %90'ı tutarında dış finansman sağlayabilirler. Bu tür ortaklıklarda finansal kaldıraç oranı düşükse borçla finansman sağlamayı tercih etmezler. Bazı durumlarda hisse senedi arzı gerçekleştirilinceye kadar yada uzun vadeli ipotek finansmanı sağlayana kadar kredi alma veya teminatsız borçlanma yoluyla finansman sağlayabilirler. Çıkarılan tanıtım broşüründe, dış finansmanın elde edilip edilmeyeceği, bunun planlanıp planlanmadığı unsurunun belirtilmesi gerekmektedir.
- **Sürelili veya Süresiz GYO;** Belirli bir tarihte GYO'nın sahip olduğu aktiflerin elden çıkarılması ve hissedarlarına da sağlanan tüm gelirlerin dağıtılması süreli GYO'nu oluşturur. Aktifleri oluşturan gayrimankuller, 4 ile 15 yıl içerisinde elden çıkarılmakta ve bu durum ortaklığı tanıtan broşürlerde belirtilmektedir. Ortaklığın vadesi içinde sahip olunan aktifin ne kadar değer kazanacağı tahmin edilerek yatırımcılara hisse senedi satılır. Bu durum hisse senetlerinin likit değerini çok az yansıtır yada hiç yansıtmaz.
- **Kapalı ve Açık Uçlu GYO;** Maksimum yatırım düzeyi kapalı uçlu GYO'nda bellidir. Böylelikle ihraç edilecek hisse senedi sayısı da sınırlı olmaktadır. Açık uçlu GYO'nda ise, yeni yatırım imkanları olduğunda yeni hisse senedi ihraç edilebilir. Bu GYO'nda, hissedar

ve yönetim, yapılacak yatırımların hisse senetlerinin fiyatını etkileyeceği ve bu etkinin artış yönünde olacağı yönünde bir düşünceye sahiptirler. “Başlangıçta, hisse senedi arzı sırasında ne kadar fazla para kazanılacağını belirlemenin zor olacağı açıktır. Böylece, eğer sermaye arttırımı yapılacağı zaman yeni hisse senedi ihracını gerçekleştirme yükümlülüğünde ise, ödemek zorunda olduğu aracılık yüklenimi (underwriting) ve kamu kayıt ücretlerinden de tasarruf edecektir”¹⁰⁰. Ortaklığı tanıtan broşürde, fazlaca hisse senedi ihracı yönünde bir tercihin olup olmayacağı belirtilir.

- **Mübadele Ortaklığı;** Bu ortaklıklarda, gayrimenkul hisselerinin mübadelesi mevcuttur ve bu mübadele vergiden muaftır. Bu ortaklık, gelirin belli bir bölümü ile mevsimlik gayrimenkulde edinebilir.
- **Ortak Girişimci Özvarlığa Dayalı GYO;** Ortak girişim yoluyla GYO, gayrimenkulün geliştirilmesine katılabilirler. Böylelikle hissedarlar, diğer GYO’na göre daha fazla getiri sağlarlar. Yüksek getiri, inşaat süresi ve kiralama dönemi nedeniyle yüksek riski de beraberinde getirir. GYO’nın ortak girişimcisi geliştirici (developer) olmaktadır. Bu tür GYO, hisse senetlerini halka arz ederek fon temin eder. Developer ile oluşturulan ortak girişim ile de fonlarının daha da artması sağlanmış olur. Ortak girişimcilikle yapılan yatırım, proje tamamlandığında yeniden finanse edilir. GYO, proje satılınca kadar mülkiyetin bir bölümünü ellerinde bulundurarak, başlangıç yatırımının önemli bir oranını amorti etmiş olurlar. Ayrıca bu tür GYO, bir arazi satın alarak yada kiralarak da geliştirme projesine katılabilirler. GYO, geliştirilecek araziye developer ile yapacağı anlaşma ile satın alır. Satın alınan bu araziye developer’a kiraya da verebilir.
- **Sağlık Hizmetinde Uzmanlaşmış GYO;** Sağlık hizmeti yapanlara kiraladıkları mülklerle bu sektörde ihtisaslaşmışlardır.

Özkaynak ağırlıklı GYO, zaman zaman ellerindeki gayrimenkulleri satıp elde ettikleri gelirlerle tekrar yatırım yaparlar. Bazı türleri ise, satın aldıkları gayrimenkulleri satın alınan kişilere kiralarlar. Bu tür GYO, 1960’dan beri sürekli büyümüş ve en cazip tür haline gelmişlerdir.

¹⁰⁰ Belgin Akçay, a.g.e., s.25.

5.3.6.2.2. İpotekli GYO

Bu tür GYO, özvarlığa dayalı GYO'ndan farklı olarak yatırım yapılan gayrimenkullerin sahibi değildirler. İpotek edilmiş gayrimenkule dayalı ihraç edilen menkul kıymetlerin sahibidirler. Hisse senedi satışından elde edilen fonlarla, gayrimenkul teminatı altındaki ipoteklere yada ipoteğe dayalı ödeme aktarmalı menkul kıymetlere yatırım yaparlar. İpotekli GYO'nun bir bölümü inşaat ve kısa vadeli ipoteklere yatırım yaparken, uzun vadeli yada sürekli ipoteklere yatırım yapan ipotekli GYO da bulunmaktadır. Ayrıca ipotekli GYO, belirli bir gayrimenkul geliştirme şirketinin borçlanma ihtiyacını karşılamak amacıyla da kurulabilir. İpoteğe dayalı menkul kıymetlerden sağlanan geliri etkileyen faktörlerde vardır. Tahsil edilmemiş kredi fonlarının miktarı, ipotekli borç senetlerinin faizi ve elde edilen borçtan indirim oranı bu geliri etkileyen hususlardır. İpotekli GYO'nun giderlerini de ortaklığın harcamaları, yönetim şirketinin maliyeti, kredi ödemelerini yapacak fonlara ödenen faiz gibi yatırım şirketinin faaliyetlerine ödenenler oluşturur.

İpotekli GYO, kaynak sağlama amacıyla 1970'li yılların başlarında inşaat ve geliştirme projelerinin finansmanında kullanılmışlardır. İpotekli GYO'nun, ödünç veren kurumların verecekleri faiz oranından %3,5-4 oranında daha yüksek faizle inşaat yaptıkları ve geliştirme kredisi alabilecekleri düşüncesi, tasarruf ve kredi birlikleri, sigorta şirketleri, bankalar gibi gayrimenkul finansmanı sağlayan kurumların, bu tür GYO'na politik ve yasal sınırlamalar olmadan kredi açmalarına neden olmuştur. Kredi portföyü büyüdüğünden hissedarların payları üzerinde kazançlarının artması nedeniyle ipotekli GYO hızla gelişti. 1974 yılında kredi faizlerindeki yükseliş bir çok GYO'nun zararına faaliyet göstermesine neden olmuştur. Faiz oranlarının yükseldiği dönem süresince pek çok developer, inşaat maliyetleri nedeniyle projelerini tamamlayamamış, tamamlanmış inşaatlarını dahi satamamışlardır. Bunun sonucu olarak almış oldukları inşaat kredilerini ödeyemez duruma gelmişlerdir. İpotek GYO'nun hisse senetlerinin değeri büyük oranda düştüğünden gelecekte finansman sağlamak amacıyla halka hisse senedi ihraç imkanı azalmıştır. GYO'nun, kredi borçlarının ortaklar tarafından geri ödenemeyeceği endişesi yüzünden finansman bonusu piyasalarında finansman sağlamaları zor duruma gelmiştir. İhtiyaç duyulan fonlar sadece bankalardan temin edilebilecek bir ortam meydana gelmiştir. Bankalar, gayrimenkul sektörünün gelişmesi için GYO'nun iflas etmelerini önleyici bir takım tedbirler aldılar. Kredi limitlerinin yükseltilmesi ve satılan

menkul kıymetlerin vadelerinin uzatılması alınan tedbirleri oluşturur. GYO'nın sponsoru olan bankalar, GYO'nın borçlarının azaltılması amacıyla portföylerindeki gayrimenkullerin çoğunu aldılar. Bu durumun sonucu olarak likidite yapısı etkilenen bankalar tarafından ipotekli GYO kredi piyasalarından uzaklaştırıldı.

5.3.6.2.3. Karma GYO

“Karma GYO, hem özkaynak hem de ipoteklere yatırım yapabilecek şekilde organize olmuşlardır. İlerleyen zaman içinde daha heterojen yatırım politikaları geliştirilmiş, muayyen yatırım amaçlarına uygun olacak şekilde her iki ortaklığın (özvarlığa dayalı ve ipotekli ortaklıkların) avantajlı tarafları birleştirilerek karma ortaklıklar kurulmuştur”¹⁰¹.

Türkiye’de GYO, belirli bir projeyi gerçekleştirmek amacıyla süreli, belirli alanlarda yatırım yapmak amacıyla süreli veya süresiz, amaçlarında bir sınırlama olmaksızın süreli veya süresiz olmak üzere özvarlığa dayalı olarak kurulabilirler.

5.3.6.3. ABD’de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları

“ABD’de GYO, eyalet kanunlarının anonim şirketlerin gayrimenkul edinimini sınırlayıcı yapısından dolayı bir tepki olarak Massachusetts’te ortaya çıkmıştır ve Massachusetts iş ortaklıkları (business trusts) olarak adlandırılmıştır”¹⁰². Federal kurumlar vergisinin kanunlaşmasıyla birlikte GYO sayısında hızlı bir artış yaşanmıştır. ABD üst mahkemesinin ulusal gelir kanunda yer alan anonim şirket tanımının iş ortaklıklarıyla benzer olduğu ve iş ortaklıklarının kurumlar vergisinden muaf olamayacağı kararı sonucunda 1935 yılında iş ortaklıkları sayısında büyüme hızı ciddi bir şekilde yavaşlamıştır. 1960 yılında ulusal gelir kanunda yapılan değişikliklerle GYO’nın statüleri yeniden düzenlenmiştir. GYO’nın, küçük yatırımcıların kaynaklarının bir araya getirilmesi ile çok büyük finansmanla yapılabilecek gayrimenkul yatırımlarını gerçekleştirdiklerinden, lehlerine bir vergi koruması getirilmesi gerektiği düşüncesiyle bu kanun çıkarılmıştır.

¹⁰¹ Belgin Akçay, a.g.e. s.21.

¹⁰² Richard T. Garrigan, John F.C. Parsons, *Real Estate Investment Trusts: Structure, Analysis, and Strategy*, New York: Mc Graw-Hill Companies, 1997, s. 83.

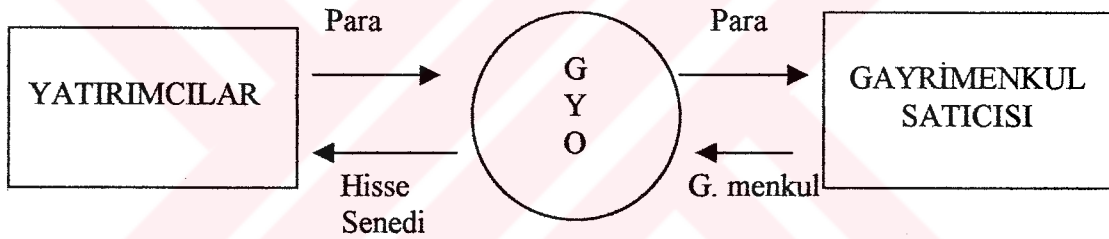
1975-1995 yılları, özvarlığa dayalı GYO'nın en parlak dönemidir. Geçen 20 yıl zarfında özvarlığa dayalı GYO'nın performansı, Dow Jones sınai endeksi, hisse senedi, tahvil, S&P500 ve ABD kurumlarının doğrudan gerçekleştirdikleri gayrimenkul yatırımlarını ölçen Frank Russel endeksinin üzerinde gerçekleşmiştir. 1981 yılında GYO'na sağlanan vergi avantajları bu ortaklıkların gelişmesine, ticari gayrimenkullere yatırımın aşırı düzeyde olmasına ve arz-taleple büyük ölçüde disipline edilmiş bir gayrimenkul piyasasının oluşmasına neden oldu. Bu vergi avantajından kaynaklanan olumlu gelişmeler yanında olumsuz gelişmeler de meydana geldi. Vergi avantajı, aşırı yapılaşmaya neden oldu ve uygun olmayan gayrimenkul geliştirme faaliyetlerinde bulunuldu. Bu durumdan dolayı 1986 yılında vergi reformu ile temel kurallar değiştirilmiştir.

1980'li yılların ortalarında, özel sermaye kaynaklarının geri çekilmesi, gayrimenkul sanayiinde kredi tıkanmasına dolayısıyla sermaye krizine neden olmuştur. Özel sermayenin kaybolmasıyla yatırımcıların on milyonlarca doları kaybedildi yada devalüe edildi. Ticari gayrimenkul yatırımı, yönetime dayalı ve sermaye yoğun olduğundan, sermaye krizinden çok etkilendi. Büyük devalüasyondan geriye kalan yatırımlarını ticari gayrimenkullere yapan yatırımcılar genelde likit pozisyonlarını dondurdular. Ticari gayrimenkullere yatırım yapılamamaya başlandı. Yatırımcılar, bir daha yatırım yapabilmeleri için bir takım değişikliklerin olmasını istediler. Yatırımların yeniden yapılması amacıyla, yatırımcıların isteklerinin karşılanması için modernleştirilmiş GYO'nın oluşturulması gerekmektedir.

NAREIT (Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Ulusal Birliği), itibarlı grup GYO şirketleri ve muhasebe şirketleri önderliğinde GYO'nın modernizasyonu hakkındaki değişikliğin 1986 vergi reformu kanuna dahil edilmesini kongreye kabul ettirdi. Bu değişikliklerin içinde en önemlisi GYO yönetimi hakkındaki değişikliklerdir. GYO'nın tarihinde ilk kez kendi gayrimenkullerini yönetmesine izin verilmiştir.

1994 yılında faiz oranlarının artması nedeniyle GYO hisse senetlerine olan talepte azalma oldu. GYO, büyümek amacıyla hisse senedi arzlarını gerçekleştiremeyince borçlanmaya yöneldiler. Bu borçlanma isteği ve vergi problemleri yeni bir GYO yapısının oluşmasına neden oldu. Meydana gelen yeni yapı Şemsiye GYO (UPREIT) olarak adlandırılmıştır. Geleneksel GYO örgütlenmesi dışındaki iki örgütten biridir. Bu yapı bir GYO ile bir

ortaklığın birleştirilmesini ifade eder. “İşletmeci ortaklık, GYO’nın bütün gayrimenkullerini elinde tutar ve yönetir. Gayrimenkul sahibi olan şirket yada şahıslar (sponsor), söz konusu gayrimenkulü GYO’na devrettiklerinde vergiye tabi olmaktadır. Oysa, aynı şirket yada şahıslar, bu gayrimenkulü işletmeci ortağa devretmeleri durumunda, devir karşılığında hisse senedi sahibi olacak ve bundan dolayı vergiye tabi olmayacaklardır. İşletmeci ortaklığın GYO dışındaki ortaklıkları (sponsorlar), ortaklığa ait sahibi oldukları hisse senetlerini belirlenen bir oran dikkate alınarak GYO hisse senetleriyle değiştirebilirler. Bunun doğal bir sonucu olarak da, edinmiş oldukları halka açık GYO hisse senetlerini borsada nakde çevirmeleri (likidite etmeleri) söz konusudur. Ancak, bu işlemten dolayı verginin doğacağı açıktır. Görüldüğü üzere, UPREIT modelinde vergi ortadan kalkmamakta, sadece ertelenmektedir”¹⁰³. “UPREIT’ler değer kazanmış bir gayrimenkule sahip olan bir kişinin kazancını gayrimenkul transferi ile maksimize etmesine olanak sağlar. Karmaşık bir yapıya sahiptirler”¹⁰⁴.



Şekil 5.1. Geleneksel GYO Yapısı

Kaynak: A. Ender Çolak; Aşkın Alıcı, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları A’dan Z’ye, SPK, 2001, s.9.

Geleneksel GYO yapısında, yatırımcılar GYO hisse senedi karşılığında GYO’na sermaye verirler. Bu sermaye GYO tarafından portföyün oluşturulması için kullanılır. Geleneksel GYO örgütlenmesi dışında bulunan iki örgütten biri olan UPREIT’den başka birde DOWNREIT bulunmaktadır. Bu yapıda GYO, İşletmeci ortaklığa büyük ortaktır ve gayrimenkul sahipliğini devam ettirir. GYO varlıklarının bir bölümü kendi mülkiyetinde bir bölümü ise İşletmeci ortaklığın mülkiyetindedir. GYO ortağı, hem GYO’nın hemde İşletmeci ortaklığın mülkiyetindeki gayrimenkuller üzerinde hak sahibidir. İşletmeci ortaklığın ortağı ise sadece bu ortaklığın mülkiyetindeki varlıklar üzerinde hak iddia edebilir.

¹⁰³ A. Ender Çolak; Aşkın Alıcı, *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları A’dan Z’ye*, Ankara: Sermaye Piyasası Kurumu, Ekim 2001, s. 10.

¹⁰⁴ P.S. Scherrer, “UPREITS: Their Time Has Come For The Chosen Few,” *The Journal of Real Estate Finance*, Volume 6, Issue 2 , 1997, ss. 42-50.

ABD’de GYO, anonim şirket ve limited şirket gibi örgüt yapılarıyla mukayese edildiğinde bazı avantaj ve dezavantajlara sahiptir. Vergi avantajından yararlanmak amacıyla kurulan GYO’nda, vergi koruması karmaşık bir gelir, aktif yapısını ve bölüşüm kurallarını yarattığı için yönetime bir yük getirir. Adi limited şirketlerinde elde edilen gelirden, ortaklar vergilendirilir. GYO’nda ve diğer örgüt yapısına sahip şirketlerde ortaklar kurumun vergi kayıplarına katılmaz. GYO’nda sermaye kazançları kar payı olarak ifade edilir ve hissedarlarına dağıtılan bu gelirler vergilerle azaltılamaz. Diğer örgüt yapısına sahip şirketlerin kar payı ise, şirket kazanç ve karlarının mevcut geliri olarak ifade edilir. GYO ve diğer örgüt yapısına sahip şirketlerin kar payı portföy geliri olarak değerlendirilirken, adi ortaklığın gelir ve zararları pasif bir faaliyetten ortaya çıkmış gibi görülür. Bir kurumun GYO özelliklerine sahip olması için ulusal gelir kanununa göre belirtilen hususlar şunlardır¹⁰⁵;

- Mülkiyet, bir anonim şirket olarak kurulan trustee tarafından yönetilen ortaklıkta yada birlikte olmalıdır.
- En az 100 intifa hakkı sahibi bulunur ve tahsil edilmemiş hisselerin %50 den daha fazlasına, 5 den daha az sayıda kişi sahip olamaz.
- Bireysel holding geliri gibi ortaklığın geliri meydana gelse bile ortaklık bir bireysel holding olamaz.
- Ortaklık bünyesindeki gayrimenkulleri, adi işletmenin tam tersi müşterilere satmaya bilir.
- Kurum, GYO statüsünde ise bunun gereklerini yerine getirmelidir.

GYO’nın pasif bir yatırım aracı olması amaçlanmıştır. GYO’nın aktiflerinin en az %75’i, gayrimenkul, gayrimenkul teminatlı krediler, diğer GYO’nın hisse senetleri, nakit veya kamuya ait menkul kıymetler, gayrimenkul ipoteklerinden oluşur. Toplam aktiflerinin %25’lik bir bölümünden daha az bir kısmını diğer menkul kıymetlere yatırabilirler. GYO’nın en az gelirlerinin %75’lik bir bölümü, kira gelirleri, ipotek faizi ve mülkün satışından elde edilen gelirlerden sağlanır. Gelirlerinin %95’ini de, bu sayılan gelirler ve kar payları, faiz, hisse senedi ve diğer menkul kıymetlerin satışından elde edilen kazançlar oluşturur. Dört

¹⁰⁵ W. Brueggemen; J.D.Fisher, **Real Estate Finance and Investments**, 10.Edition, Times Mirror Higher Education Group Inc. Company, 1997, s. 662.

yıldan daha kısa sürede portföylerindeki gayrimenkulün satışından elde edilen gelirlerin toplamı, ortaklığın gelirinin %30'undan daha fazla olamaz. Bu kısa vadeli ticaretle meşgul olmamaları amacıyla getirilen bir düzenlemedir. Ortaklığın likiditesine uygun olarak yapılan gayrimenkul satışlarında kısa vadeli ticaret yapıldığı tespit edilirse, elde edilen gelir normal vergiye tabi olur. GYO, vergi muafiyetinden yararlanmak için yıllık net gelirlerinin %90'ını hissedarlara dağıtmaları gerekmektedir. Bu durum GYO'nu ödeme aktarmalı yatırım aracı haline getirir. Bir takvim yılı içinde dağıtması gereken miktarda temettü dağıtmayıp bir sonraki yıla ertelerse o takvim yılı içinde dağıtması gerekli miktara %4 oranında satış vergisi uygulanır.

GYO, arazi geliştirmek ve satmak için konut inşaa etme veya kat mülkiyetine çevirerek aktif ticaret yapma faaliyetlerinde bulunamazlar. Vergi kanunda yapılan değişikliklerle geliştirilmiş, inşa edilmiş, birincil olarak satmak için elde tutulan gayrimenkullerin satışından elde edilen gelirler, portföylerini yapılandırmak amacıyla, belli şartlar yerine getirildiği takdirde vergiden muaf tutulmuştur. Trustee, yöneticiler ve GYO çalışanları, kiracılardan para toplamak, portföylerinde bulunan gayrimenkulü kiralayanlara hizmet vermek gibi yönetim faaliyetlerinde bulunamazlar. Trustee ve yöneticiler, ancak kira dönemlerinin belirlenmesi, gayrimenkule ait onarımlar, kiracıların seçimi, sermaye kazançları, faiz, sigorta, vergiler ve kira sözleşmesinin yenilenmesi konusunda karar verebilir. Finansal kurum tarafından desteklenen GYO'na danışmanlık hizmetini de doğrudan yada bağlı şirket aracılığı ile yine bu kurumlar verir. Ayrıca bu sponsorlara GYO'nın faaliyetlerinde bulunma ve aktif-pasif yönetimine katılma yetkisi verilebilir. 1980 yıllarına kadar GYO, bağımsız bir örgüt yapısına sahip olma eğilimi olduğundan danışman kullanımları da yaygın olarak gerçekleşmemiştir.

ABD, dünyanın en gelişmiş sermaye piyasasına sahip ülkelerdendir. GYO'nın ilk kurulduğu yıllarda genellikle özvarlığa dayalı GYO'lar kurulmuştur. günümüzde de bu tür ortaklıklar daha revaçtadır. ABD'de 2000 yılı sonu itibariyle, 189 adet halka açılmış GYO bulunmaktadır. Bunlardan 178 adetle özvarlığa dayalı GYO birinci sırayı almakta, ikinci sırayı 22 adetle ipotek GYO ve üçüncü sırayı 9 adetle Karma GYO izlemektedir (Tablo 5.19). GYO'nın yıllık getirilerine baktığımızda en fazla getiriye %48,68 ile Karma GYO sağlamıştır. Karma GYO'nu sırasıyla %40,7 ile İpotek GYO ve %13,29 ile de Özvarlığa dayalı GYO izlemektedir. Temettü getirisi açısından incelediğimizde, en çok temettü getirisini %11,98 ile

İpotek GYO sağlamış, %10,37 ile Karma GYO ikinci sırayı almış ve en az getiriye de Özvarlığa dayalı GYO getirmiştir. Toplam GYO sayılarında, 1999 yılı başları itibariyle 210 iken 2000 yılında 189'a ve 2001 yılında da 185'e düşmüştür (Tablo 5.20.).

Tablo 5.19 ABD'de GYO Mevcut Durumu

	GYO Sayısı	Piyasa Kapitalizasyonu (milyar \$)	Yıllık Getiri (%)	Temettü Getirisi (%)
Özvarlığa dayalı GYO	158	134.431	13.29	7.06
İpotek GYO	22	1.632	40.70	11.98
Karma GYO	9	2.652	48.68	10.37
Toplam	189	138.715	14.36	7.23

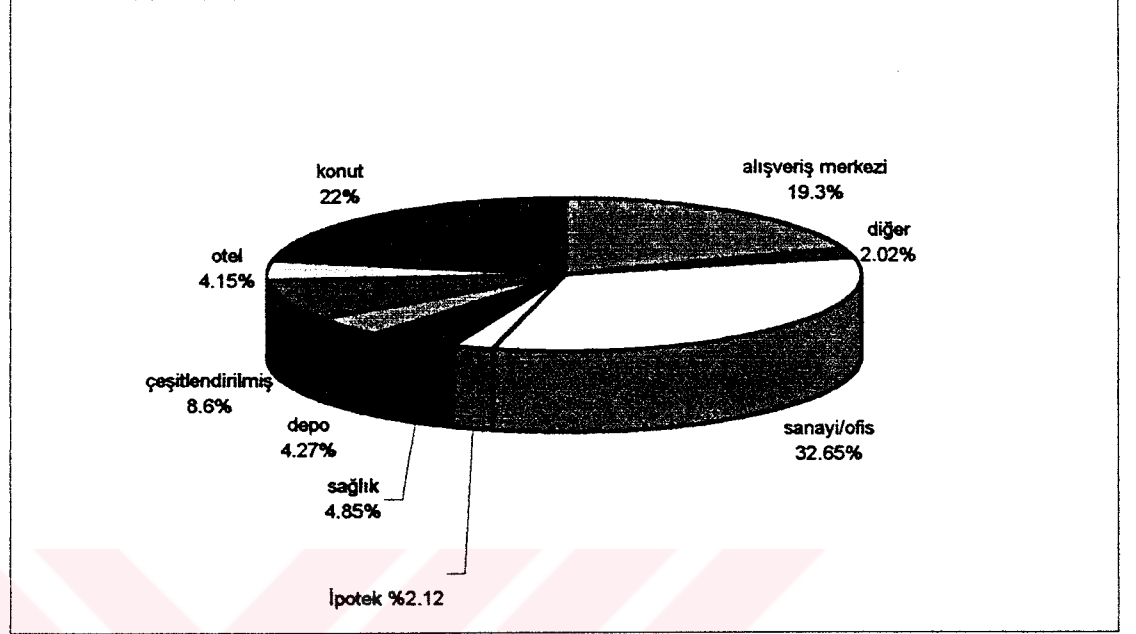
Kaynak: NAREIT, 2000

GYO'nun portföylerinde konut, alışveriş merkezi (bölgesel alışveriş merkezleri, hipermarket), iş yerlerinden otel, sağlıkla ilgili gayrimenkuller (muayenehane, sağlık merkezleri, hastane v.b.), depolamaya kadar (arşiv depoları, petrol saklama istasyonları, antrepo v.b.) bulunmaktadır. GYO'nun 28.9.2001 yılı itibariyle portföylerini incelediğimizde, sayı olarak en çok 43 ile alışveriş merkezi ağırlıklı portföye sahip GYO vardır. Bunları sanayi/ofis, konut ağırlıklı portföye sahip GYO izlemektedir. Portföyleri depolamaya ilişkin gayrimenkul ağırlıklı portföye sahip olan GYO sayısı 4 ile diğer portföy çeşitlerine göre en düşük olmaktadır.(Tablo 5.20.)

Tablo 5.20. ABD'de Portföy Yapılarına Göre GYO (28.9.2001 Tarihi İtibariyle)

Portföy yapılarına göre GYO	GYO sayısı	Piyasa kapitalizasyonu (%)
Sanayi/Ofis	35	32.65
Alışveriş Merkezi	43	19.30
Konut	25	22.00
Çeşitlendirilmiş	20	8.60
Otel	15	4.15
Depo	4	4.27
Sağlık	13	4.85
İpotek	22	2.12
Diğer	8	2.02
TOPLAM	185	100

Kaynak: NAREIT

Grafik 5.5. ABD’de GYO’nın Piyasa Kapitalizasyon Oranı (2000 Yılı)

Kaynak: Tablo 5.20. deki verilerden derlenmiştir.

GYO’nı portföy yapılarını piyasa kapitalilazyonu açısından incelediğimizde, birinci sırayı sayı açısından ikinci sırada yer alan %32,65 oranla sanayi/ofis türü gayrimenkullere dayalı portföye sahip olan GYO, ikinci sırayı %19,3 ile alışveriş merkezleri, üçüncü sırayı da %22 ile konut ağırlıklı portföye sahip olan GYO almaktadır. Bunları çeşitlendirilmiş portföye sahip olan GYO, %8,6 ile takip etmektedir.

5.3.6.4. GYO ilişkin Yeni Mevzuatla Getirilen Değişiklikler Ve Yenilikler

GYO ilişkin düzenlemelerin kaynağı Sermaye Piyasası Kanunu olmaktadır. 3794 sayılı Kanunla değişik 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun 32’inci maddesinde; aracı kurumlar, yatırım fonları, yatırım ortaklıkları ve SPK’unca faaliyetine izin verilen diğer kurumlar, Sermaye Piyasası Kurumları olarak sayılmıştır. Kanunun 35. maddesinde, yatırım ortaklıklarının, sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler portföyünü işletmek amacıyla kurulan anonim ortaklıklar olduğu ifade edilerek yatırım ortaklıklarının faaliyetleri bildirilmiştir. Yatırım ortaklıklarının portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunmaları için SPK’na başvurmaları gerekir.

SPK tarafından bu ortaklıkların portföy işletmek dışında yapabileceği işler düzenlenir. İlk olarak GYO'nın düzenlenmesi 22.07.1995 tarih ve 22351 sayılı Resmi Gazetede yayımlanan Seri:IV No:7 GYO ilişkin Esaslar Tebliği ile olmuştur. 8.11.1998 tarih ve 23517 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren Seri VI No:11 sayılı GYO'na İlişkin Esaslar Tebliği ile en son yapılan düzenlemede Seri:VI, No:7 sayılı Tebliğ yürürlükten kaldırılmıştır. Bu yasal düzenlemenin amacı, GYO'nın daha fazla yaygınlaştırılması ve bu güne kadar karşılaştıkları mevzuat sorunlarının giderilebilmesi, bu ortaklıkların yatırım imkanlarının genişletilmesi, yatırımlarının güvenliğinin sağlanması, ortaklık yöneticilerinin performanslarının artırılması ve yatırımcılara daha fazla ve daha doğru bilgi akışının temin edilmesidir. Yeni Tebliğ Değişikliği ile;¹⁰⁶

- Eski Tebliğde GYO kurulurken gerekli olan başlangıç sermayesi, ani usulda kurulan GYO için asgari 250 milyar TL. ve esas sözleşme tadili yoluyla GYO'na dönüştürülen ortaklıklarda asgari 100 milyar TL olan başlangıç sermayesi, yeni Tebliğ ile hem ani usulde kurulan hem de dönüştürülen GYO'nda asgari 2.2 trilyon TL'sına yükseltilmiştir.
- GYO'lar ister ani usulde kurulsun veya dönüştürülsün kuruluşlarının ticaret siciline tescilinden sonra, faaliyetlerini yürütebilmeleri için gerekli organizasyonu kurmaları, varlık portföyü oluşturabilmeleri ve halka arz edilecek hisse senetlerinin kayda alınması talebiyle Kurula başvurma süreleri uzatılmıştır. İlk tebliğ'de azami 6 ay olan bu süre, 1 yıla çıkarılmıştır.
- GYO'ın hisse senetlerinin arzına ilişkin başvurunun kurulca yetkilendirilmiş bir aracı kuruluş tarafından yapılması zorunluluğu getirilmiştir.
- Ortaklıklarda görev alacak yönetim kurulu üyelerinin ve denetçilerinin eğitimleri ve deneyimleri konusu detaylandırılmış, böylece ortaklıklarda görev alacak kişilerin yaptıkları işlerle ilgili gereken niteliğe sahip olmaları zorunlu hale getirilmiştir.
- Ortaklığın yatırım faaliyetleri genişletilmiş, gayrimenkuller üzerinde intifa hakkı kurabilmeye ek olarak, devre mülk irtifakı kurabilme ve sahip oldukları arsalar üzerinde ticari kar elde etmek maksadıyla üst hakkı yükümlüsü olabilme imkanı getirilmiştir.

¹⁰⁶ Belgin Akçay, a.g.e., s.97

- Önceki tebliğde, GYO'nun herhangi bir ortaklıkta sermaye veya tüm oy haklarına sahip olma sınırı azami %9 iken, Tebliğ değişikliği ile bu sınır düşürülmüş ve azami %5 olmuştur.
- GYO'na, A tipi yatırım fonu katılma belgelerine ve mülkiyetlerini edinmek kaydıyla yurt dışındaki gayrimenkullere ve gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmalarına izin verilmiştir.
- GYO'nun ekspertiz şirketlerince hazırlanacak raporlarının hazırlanmasında dikkat edilecek hususlar detaylandırılmıştır.
- GYO'nun fon ihtiyaçlarını karşılama imkanları genişletilmiştir. Ortaklıkların kısa süreli fon ihtiyaçlarını karşılamak üzere kredi kullanabilme sınırları, önceki Tebliğde çıkarılmış sermaye ve yedek akçeleri toplamının azami %25'i iken, son tebliğ ile bağımsız denetimden geçmiş son bilançolarında yer alan öz sermaye tutarlarının iki katı olmuştur.

5.3.6.5. GYO Vergilendirilmesi

GYO'na kuruluşunu teşvik etmek ve gelişmesini sağlamak için pek çok vergi avantajı sağlanmıştır. Bu vergi avantajları kurumlar vergisi ve gelir vergisi başta olmak üzere emlak vergisi, katma değer vergisi gibi vergileri kapsamaktadır. GYO'na sağlanan vergi avantajları şunlardır;

Kurumlar vergi kanunun istisnalar başlıklı 8. maddesinin 4/d bendinde, GYO'nun kazançları kurumlar vergisinden muaf tutulmuştur. Ayrıca, 4369 sayılı kanun ile asgari kurumlar vergisi tüm kurumlar vergisi mükellefleri için kaldırıldığından, GYO'nun kazançları %20 oranındaki kurumlar vergisine tabi olmamaktadır. 93/5148 sayılı Bakanlar Kurulu kararı, GYO'nun kazançlarındaki gelir vergisine ilişkin oranı sıfır olarak belirlediğinden, GYO gelir vergisinden de muaf tutulmuştur.

“GYO kar payı elde eden gerçek kişi ve kurumlar daha evvelki uygulamada vergi muafiyeti bulunmaktaydı. 1.1.2000 tarihinden itibaren GYO kar payı elde eden gerçek kişiler, bu gelirlerinin üzerinden 1/5 oranında vergi alacağı hesaplayacaklar, ayrıca elde edilen gelirleri enflasyondan arındırılmak amacıyla kar paylarına Maliye Bakanlığınca tespit edilen indirim

oranı uygulanacaktır. Hesaplanan kar payları Gelir Vergisi Kanunu ile belirlenen vergi oranları çerçevesinde vergiye tabidir”¹⁰⁷.

Kurumların elde ettiği GYO kar payları ise, % 20 oranında asgari kurumlar vergisine tabi olmaktadır. GYO’ndan kar payı elde eden tam mükellef kurumların elde ettikleri kar payı gelirleri üzerinden vergi ödemeleri gerekmektedir. Anonim şirketler, kurumlar vergisine tabi, elde edilen kar payları ise kurumlar vergisinden muaftır. GYO ise kurumlar vergisinden muaf, fakat buna karşın elde edilen kar payları elde eden kurumun kar matrahına dahil olmaktadır.

GYO’na varlığa dayalı menkul kıymetlere, sermaye ve yedek akçelerinin %10’unu aşmamak koşuluyla diğer sermaye piyasası araçlarına yatırım yaptıklarında KDV uygulanmaz. külçe, altın, değerli kağıtlar, taşıt pulu, döviz, para, damga pulu, hisse senedi ve tahvil teslimleri KDV’nden muaf tutulmuştur. “GYO’nın bina, arsa ve arazi yatırımları çerçevesinde gerçekleştirecekleri teslimler ise %18 oranında katma değer vergisine tabi olacaktır. Yine bu tür yatırımlarda ilgili olarak verecekleri her türlü hizmetler KDV’ye tabi olacaktır”¹⁰⁸. “Şu anda GYO’lar daha rekabetçi olabilmek için devletten daha düşük KDV oranları talep etmektedirler. Zira Türkiye’de genel uygulama GYO’ların değerini olduğundan daha düşük beyan etmek ve böylece daha düşük KDV ödemek seklindedir. Ancak GYO’lar bunu yapamayacaklarından diğer firmalara göre dezavantajlı duruma düşmektedirler”¹⁰⁹.

4369 sayılı kanunun öncesinde emlak vergi oranları şu şekilde olmaktaydı; bina vergisi binde 5, konut için binde 4, araz için binde 3, arsa için ise binde 6. Yeni düzenlemeyle belirlenen oranlar ise, bina için binde 2, konut ve arazi için binde 1, arsa için binde 3 olmuştur. Gene bu kanun öncesinde, gayrimenkul satışında alıcı ve satıcının ayrı ayrı binde 48, toplam binde 96 oranında ödenen tapu harçları alımda ve satımda %1.5 olmak üzere toplam %3’dür. Diğer ödenen vergiler ise, tüketici koruma fonuna sermaye üzerinden binde 2 oranında harç ve binde 6 oranında noter harcı, hisse senetlerinin satış değeri üzerinden binde 2 oranında kayıt harcı, hisse senetlerinin satış değeri üzerinden %0,05 oranında sekiz yıllık eğitime katkı payı olmak üzere toplam %0,25 oranında harç alınır. “Damga vergisi ise, esas sözleşmede yazılı sermaye tutarı üzerinden binde 6 ve kira sözleşmelerinde yazılı tutar üzerinden binde 1,2

¹⁰⁷ Güler Aras, a.g.m., ss. 67-77.

¹⁰⁸ A. Feridun Güngör, “GYO’nın Vergilendirilmesi,” *Yaklaşım*, Ağustos 1998, ss. 31-42.

¹⁰⁹ Ayşe Gürlüman, *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları*, Garanti Yatırım, Ekim 2000, s.1.

oranında ödenmesi gerekmektedir”¹¹⁰. Damga vergisi, alım satım sözleşmelerindeki tutar üzerinden ise binde 6 dır.

5.3.6.6. GYO Kuruluş, Halka Arz İşlemleri ve Portföy Oluşumu

GYO’ları ani olarak kurulabilecekleri gibi daha önce kurulan anonim ortaklıklarının GYO’na dönüştürülmesi suretiyle de kurulabilirler. GYO’ların kuruluş şartlarından en önemlisi şunlardır¹¹¹:

- Kayıtlı sermaye sisteminden olmaları,
- Çıkarılmış sermayelerinin asgari %49’u oranındaki hisse senetlerini bir yıl içinde halka arz etmeleri,
- Başlangıç sermayelerinin, ani usulde kurulacaklarda nakit karşılığı, dönüşeceklerde ise mevcut veya çıkarılmış sermayenin 2.2 trilyondan az olmaması,
- Kurucularından en az birinin lider girişimci olması.

Lider girişimci, ortaklıkta tek başına veya bir araya gelmesi suretiyle sermayenin asgari %25’ine sahip olan gerçek veya tüzel kişilerdir. Lider girişimcinin taşıması gereken özellikler, Gerçek kişilerde; Yıllık brüt gelirlerinin asgari 220 milyar TL olması ve bu gelirin istikrarlı olması, Toplam menkul ve gayrimenkul varlıklarının vergiye esas değerinin en az 2.2 trilyon olması gerekir. Tüzel kişilerde ise, En az 5 yıllık faaliyet geçmişinin olması, Mali tabloların bağımsız denetiminden geçirilmiş olması, son üç faaliyet döneminde kar elde etmiş olması, En son mali tabloları itibariyle aktif toplamının 6.6 trilyon TL’den, net dönem karının ise 660 milyar TL’den az olmaması gibi özelliklerin bulunması gerekir.

Kuruluş için SPK’na başvurulur. Kuruldan olumlu bir görüş alınması durumunda, kuruluş izni almak için Sanayi ve Ticaret Bakanlığına başvurulur. Başvuruda, SPK’nun olumlu görüşü yanında TTK’na göre istenecek gerekli belgelerin sunulması, başlangıç sermayesinin tamamının taahhüt edilerek pay bedellerinin tam olarak bir bankada bloke edilmesi gerekir. Gerekli izin Sanayi ve Ticaret Bakanlığından alındıktan sonra, kurucular 15 gün içinde

¹¹⁰ Şükrü Kızılot, “Vergi Hukuku Açısından Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları,” *Tapu Kadastro Vakfı*, 1999, ss. 1-15.

¹¹¹ GYODER, 40 Soruda GYO, s. 6.

GYO'nun merkezinin bulunduğu yer Ticaret mahkemesine başvurur, kuruluşun tasdikini talep eder. Tasdikin gerçekleşmesiyle, ortaklık ticaret siciline tescil ve Türkiye Ticaret Sicili Gazetesinde ilan olunur. Tamamlanan kuruluş işlemiyle sermaye blokajı çözülür ve GYO'nun portföyü oluşturulur.

GYO'nun hisse senetlerinin halka arz edilmesi için kurul kaydına alınması gerekir. "GYO'nun kuruluş ve dönüşümünü takiben ilk halka arzda, halka arz edilecek hisse senetlerinin nominal değerleri toplamının GYO'nun çıkarılmış sermayesine oranının en az %25 olması, ilk hafta arzı takip eden 6 ay içinde bu oranın en az %49'a yükseltilmesi gerekir"¹¹². "%49'luk halka açıklık oranı, dengeli ortaklık yapısının oluşturulabilmesi ve tüm ortakların, dolayısıyla küçük yatırımcıların, gayrimenkul piyasalarındaki yüksek kazanca ortak edilebilmesi için oluşturulmuş bir oto kontrol mekanizmasıdır"¹¹³.

GYO, hisse senetlerini nama veya hamiline yazılı olarak ihraç edebilirler. GYO, aynı sermaye karşılığı çıkarılan nama yazılı hisse senetlerini iki yıl geçmeden halka arz edemez. Lider girişimcinin asgari sermaye payını temsil eden kısmı nama yazılı olarak ihraç edilebilir. Başkasına devri, satış süresinin üzerinden bir yıl geçmeden gerçekleşemez.

GYO'nun portföyleri, gayrimenkul projeleri, ortaklığın aktifinde bulunan gayrimenkuller, sermaye piyasası araçları, haklar, ters repo işlemleri oluşturur. Seri VI II No'lu Tebliğ de GYO'nun portföyüne ilişkin sınırlamalar şu şekildedir;

- %5 oranında hisse senetlerine
- %5 oranında A tipi yatırım fonu katılma belgelerine
- %20 oranında konut karşılığı ihraç edilen Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlere
- %10 oranında ters repo ve diğer sermaye piyasası araçlarına
- %10 oranında bir yıl zarfında proje geliştirilemeyen verimsiz arazi yatırımlarına
- %10 oranında yurt dışı gayrimenkuller ve gayrimenkule dayalı menkul kıymetlere

¹¹² Kürşat Tüncer, a.g.e, s.28.

¹¹³ Hakan Kodal, "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında Halka Açılma ve Portföy Oluşumu," *Yaklaşım*, Ağustos 1998, ss. 43-46.

- portföye alınacak gayrimenkul ve gayrimenkul projelerinin herbirinin portföydeki ağırlığı %10'dan aşağı olamaz. Ancak, asgari gayrimenkul ve gayrimenkul projesi sayısının üzerindeki çeşitlendirmelerde bu oran aranmaz.
- “Belirli alanlarda faaliyet göstermek ve belirli projelere yatırım yapmak üzere kurulan ortaklıkların portföylerinin en az %75'inin unvanlarında veya esas sözleşmelerinde belirlenen varlıklardan oluşması zorunludur”¹¹⁴.
- Süresiz kurulan GYO'ların portföylerini uzun vadeli yönetmeleri esastır. Yatırım yapılmasından itibaren bir yıl geçmeden satışı yapılan gayrimenkullerin değeri portföy değerinin %25'ini geçemez. Ayrıca alımından itibaren bir yıl geçmesine rağmen üzerinde proje geliştirilmesine yönelik çalışma başlatılmayan arsa ve arazi oranı portföy değerinin %10'unu aşamaz.
- Genel amaçlı GYO'ların portföyleri en az 3 gayrimenkul ve/veya gayrimenkul projesinden oluşmalıdır.

5.3.6.7. GYO'nun Ekonomiye Katkıları

GYO, sağlam esaslara dayalı olarak kurulup faaliyete geçtiklerinde ekonomiye çok yönlü faydalar sağlayan bir üretim kesimi olacaktır. Ülkemizde GYO'ların temel amacı finansman problemi yaşayan gayrimenkul sektörüne kaynak yaratmaktır. Halka açılma ile toplanan fonların gayrimenkul sektörüne yönlendirilerek, kısıtlı birikimleriyle verimli bir gayrimenkul yatırımı yapamayan küçük tasarruf sahiplerinin yaratılan değer artışından faydalanmalarını sağlamaktır. GYO'nun ekonomik açıdan önemli bir avantajı, büyük ölçekli gayrimenkul projelerini, iş merkezleri, siteler, hipermarketler gibi büyük yatırımların finansmanına kaynak sağlamaktır.

Diğer ekonomiye katkıları da şöyle sıralanabilir; atıl gayrimenkuller değerlendirilir, sermaye piyasasına alternatif yatırımcı kazandırılır, gayrimenkul piyasalarında kurumsal yatırımcıdır, inşaat sektörüne istihdam sağlar ve inşaat sektörüne düzen ve disiplin getirir, gayrimenkul sektörünün büyük oranda kayıt altına alınması mümkün olur, gayrimenkul sektörüne uzun vadeli fon sağlar, devlete ait gayrimenkullerin değerlendirilmesi ve hazineye

¹¹⁴ Güler Aras, “a.g.m.”, ss. 67-77.

ait gayrimenkulleri ekonomiye kazandırabilir, altyapı yatırımlarını hızlandırır, sağlık turizm sektörlerinin gelişimini sağlar, sermaye piyasası ve İMKB'nın gelişmesine katkı sağlar, modern yaşam merkezleri kurarak çağdaş, gelişmiş ülke olma görüntüsü oluşur, ayrıca kamu sektörünün büyük projeleri kısmen veya tamamen GYO şeklinde halka arz etmesi durumunda sektörde talep artması yaşanabilir.

“Büyük banka, inşaat şirketleri ve holdinglerin bu sektöre artan bir hızla girmeleri hem gayrimenkul projelerinin sayısını ve kalitesini artıracak, hem de hisselerini yurt dışında satan şirketler sayesinde büyük ölçekli projelere yurt dışından fon girişi sağlanacaktır”¹¹⁵.

“Devletin yıllardır hazine arazilerini işgal eden gecekonducu ile kanunlara saygılı davranarak işgal etmeyen vatandaş arasında adaleti sağlamak açısından tapu vermemesini, konuya çözüm getirmemesini bir anlamda sıkışıp kalmasını, GYO'lar halka açık özel yapıları ile rahatlıkla aşabilirler. Gecekondu yapana, gecekondu karşılığında yeni bir daire ve tapu, gecekondu ve arazi işgali yapmayana piyasa değeri altından hisse senedi verip geliştirilecek projenin karından yararlanma hakkını sağlayabilir. Devlet ise hasılatı pay alma esasına göre anlaşma yaparak sosyal dengeyi kurabilirler. Bu aşamada yerel yönetimler kent içi dönüşüm planları ve alt yapı desteği verebilirler”¹¹⁶.

5.3.6.8. GYO'nın Mevcut Durumu ve Değerlendirilmesi

Bugün halka açık, İstanbul Menkul Kıymetler Borsasına kote olan toplam 8 adet GYO bulunmaktadır. 1995 yılı sonlarında kurulan Vakıf GYO, ilk kurulan GYO dır. Vakıf GYO'nı sırasıyla, 1996 yılında Alarko, Osmanlı ve Yapı Kredi Koray GYO, 1997 yılında EGS ve İhlas GYO, 1999 yılında İş ve Nurol GYO izlemektedir. Halka arz tarihlerine baktığımızda, ilk halka arz edilen GYO'nın, 1996 yılında halka arz edilen Alarko GYO olduğunu görmekteyiz. Gene aynı yıl Vakıf GYO, 1998 yılında EGS, Osmanlı ve Yapı Kredi Koray GYO, 1999 yılında ise İş, İhlas ve Nurol GYO diğer halka arz edilen GYO dır. GYO'nın Halka arz edilen nominal tutarının toplam sermayelerine oranı, Vakıf GYO hariç %49'dur. Vakıf GYO'nın ise %25 olmaktadır. Alarko, Osmanlı, Vakıf, İhlas ve Nurol GYO'nın halka

¹¹⁵ Metin Gündere, “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları,” *Yaklaşım*, Ağustos 1998, ss. 12-15.

¹¹⁶ Haluk Sur, “Türkiye’de Gayrimenkul Sektörünün Dinamikleri,” *Finans Dünyası* Haziran 2000, ss. 31-32.

arz şekilleri sermaye artırımını, EGS, Yapı Kredi Koray ve İş GYO'nun halka arz şekilleri ise, sermaye artırımını ve mevcut paylarının halka arzı şeklinde gerçekleşmiştir (Tablo 5.21.).

Tablo 5.21. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Halka Arzı

GYO	Kuruluş Tarihi	Halka Arz Tarihi	İMKB'de İşlem Görme Tarihi	Halka Arz Şekli	Halka Arz Edilen Nominal Tutarın Sermayeye Oranı
Alarko	30.05.1996	19-20.12.1996	30.12.1996	Sermaye Artırımı	49%
EGS	01.10.1997	12-13.03.1998	18.03.1998	Sermaye Artırımı/Ortak Satışı	49%
Osmanlı	25.07.1996	19-20.03.1998	25.03.1998	Sermaye Artırımı	49%
Vakıf	02.11.1995	24-26.12.1996	13.01.1997	Sermaye Artırımı	25%
YK Koray	24.12.1996	11-12.06.1998	18.06.1998	Sermaye Artırımı/Ortak Satışı	49%
İş	06.08.1999	01-03.12.1999	09.12.1999	Sermaye Artırımı/Ortak Satışı	49%
İhlas	23.12.1997	07-08.12.1999	14.12.1999	Sermaye Artırımı	49%
Nurol	03.09.1997	09-10.12.1999	15.12.1999	Sermaye Artırımı	49%

Kaynak: Güler Aras, "Türk Sermaye Piyasasında Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Üzerine Bir Değerlendirme," *İktisat Dergisi*, 2000; İMKB, Aylık Bülten Çeşitli Sayılar.

Ağustos 2001 yılı itibarıyla GYO'nun toplam piyasa değeri 274.531.700.000.000.-TL dir. GYO'nun kuruldukları dönemdeki portföy değerleri ve net aktifleriyle şimdiki portföy değerleri ve net aktifleri Tablo 5.22. ve Tablo 5.23.'de verilmiştir. Kurulduklarından bu yana ortaklıkların portföy değeri, net aktif değeri ve hisse başına düşen net aktif değerinde artış görülmektedir. Bu artışlar toplam portföy değerlerinde yaklaşık beş kat, toplam net aktiflerindeki büyüme ise yaklaşık 4,5 kat olarak gerçekleşmiştir. Ortaklıkların piyasa değerine baktığımızda, 146 trilyonla İş GYO'nun en büyük piyasa değerine sahip olduğunu görmekteyiz. Alarko GYO, İş GYO'nun arkasından 48 trilyonla ikinci en büyük piyasa değerine sahiptir. EGS GYO 2001 Temmuz ayında ve İhlas GYO 2001 Şubat ayında borsa tarafından geçici olarak tahtası durdurulduğundan piyasa değerleri gösterilmemiştir. Net aktif değerlerini incelediğimizde ise, İş GYO'nun 190 trilyon ile gene önde olduğunu ve Alarko GYO'nun, İş GYO'nı 97 trilyon net aktif değeri ile takip ettiğini görürüz.

Tablo 5.22. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının İşlem Görmeye Başlama Tarihindeki Portföy ve Net Aktif Değerleri

GYO	Portföy Değeri (Bin TL)	Net Aktifler* (Bin TL)	Pay Başına Net Aktifler
Alarko	572.209.000	1.585.521.000	1.585
EGS	7.637.097.000	3.569.587.000	1.020
Osmanlı	3.295.152.000	409.021.000	1.636
Vakıf	514.254.000	524.163.000	2.097
YK Koray	7.666.082	2.999.523.000	1.150
İş	88.386.938.000	84.846.142.000	1.336
İhlas	8.609.154.000	8.117.265.000	406
Nurol	6.006.244.000	6.108.905.000	6.109
Toplam	115.027.708.082	102.662.127.000	

(*) Net Aktifler = Portföy Değeri + Hazır Değerler + Alacaklar – Borçlar

Kaynak: Güler Aras, "Türk Sermaye Piyasasında Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Üzerine Bir Değerlendirme," *İktisat Dergisi*, 2000; SPK Aylık Bülten Çeşitli Sayılar.

Tablo 5.23. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Portföy, Net Aktif ve Piyasa Değerleri (31 Ağustos 2001)

	Portföy Değeri (Bin TL)	Net Aktifler* (Bin TL)	Pay Başına Net Aktifler	Piyasa Değeri (Bin TL)
Alarko	41.256.979.000	97.780.317.000	27.428.00	48.127.500.000
EGS	128.522.552.000	90.136.089.000	1.803.00	0**
İhlas	18.543.786.000	19.209.097.000	3.265.00	0**
İş	310.317.541.000	190.176.937.000	1.493.00	146.510.000.000
Nurol	23.523.343.000	14.459.389.000	1.446.00	26.500.000.000
Osmanlı	30.300.054.000	35.002.044.000	1.506.00	13.485.000.000
Vakıf	18.474.762.479	20.572.808.597	4.701.00	12.909.200.000
YK. Koray	49.216.756.000	73.560.197.000	7.356.02	27.000.000.000
Toplam	570.939.017.479	467.336.681.597		274.531.700.000

(*) Net Aktifler = Portföy Değeri + Hazır Değerler + Alacaklar – Borçlar

(**) Borsa tarafından geçici olarak tahtası durdurulmuştur.

Kaynak: SPK, Aylık Bülten, Ağustos 2001.

Ortaklıklar içinde piyasa değeri ve net aktif değeri en büyük olan İş GYO'nun portföy dağılımını incelediğimizde, portföyünün %99'u bina, arsa ve arazilerden geriye kalanların ise ters repo dan oluştuğunu görmekteyiz. Portföyünde bina, arsa ve arazilere %98 oranla Osmanlı GYO yer vermiştir ve İş GYO'nun arkasından bina, arsa ve arazilere portföyünde en çok yer veren ikinci GYOdur. Piyasa değeri ve net aktif değeri ikinci en büyük olan Alarko GYO, portföyünde %64 oranıyla gayrimenkule dayalı projelere yer vermiştir. Portföyünün geri kalan kısmını ise %35 oranıyla bina, arsa ve araziler oluşturmaktadır. Portföyünde gayrimenkule dayalı projelere en fazla yer ayıran EGS GYO olmuştur (Tablo 5.24.).

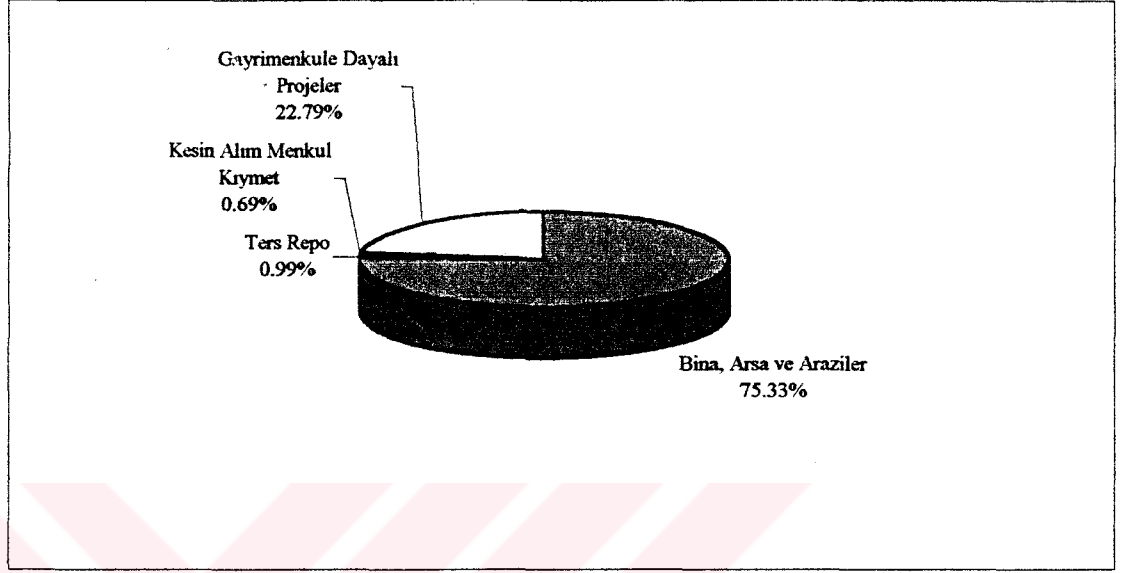
Tablo 5.24. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Portföy Bileşimi (%)
(31 Ağustos 2001)

GYO	Bina, Arsa ve Araziler	Gayrimen. Sertifikaları	Gayrimen. Dayalı VDMK	Gayrimen. Dayalı Projeler	Kesin Alım Menkul Kıymetler	Ters Repo
Alarko	35.52	0.00	0.00	64.48	0.00	0.00
EGS	33.05	0.00	0.00	66.95	0.00	0.00
İhlas	85.56	0.00	0.00	14.44	0.00	0.00
İş	99.44	0.00	0.00	0.00	0.00	0.56
Nurol	64.11	0.00	0.00	35.64	0.25	0.00
Osmanlı	98.28	0.00	0.00	0.00	0.00	1.72
Vakıf	53.04	0.00	0.00	29.17	0.00	17.79
Y.K. Koray	62.90	0.00	0.00	24.92	8.59	1.22
Toplam	75.33	0.00	0.00	22.79	0.69	0.99

Kaynak: SPK, Aylık Bülten, Ağustos 2001

GYO'nun toplam portföy bileşimine baktığımızda, portföyün büyük bir bölümünü oluşturan %73,33'lük kısmını bina, arsa ve arazilere ayırdığını görmekteyiz. Portföyü oluşturan diğer unsurlar ise, %22,79 ile gayrimenkule dayalı projeler, %0,99 ile Ters repo ve sadece bir GYO'nun yatırımı ile (Yapı Kredi Koray GYO) %0,69 oranla kesin alım menkul kıymetler oluşturmaktadır. GYO'nun portföy tercihleri incelendiğinde birbirlerinden çok farklı olduğu görülmektedir. Çoğunluk hissedarlarının ana iş kolu bankacılıktır. Kalan dört GYO'nun çoğunluk hissedarlarının ana iş alanları ise taahhütten (Alarko) tekstile (EGS), medyadan (İhlas) taahhüt ve inşaat (Nurol) değişiklik göstermektedir.

**Grafik 5.6. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Portföy Bileşimi
(31 Ağustos 2001)**



Kaynak: Tablo 5.24. verilerinden derlenmiştir.

Tablo 5.25.'de 2000 yılının Ağustos ayı, 2001 yılının Temmuz ve Ağustos ayı piyasa kapitalizasyonu yer almaktadır. Piyasa kapitalizasyonu 2000 yılı Ağustos ayında 406,6 trilyon iken 2001 Temmuzunda 327 ye ve Ağustosta ise 274,52 düşmüştür. Bu düşüş, ülkenin içinde bulunduğu ekonomik çalkantıdan dolayıdır. 2000 yılının kasım ayında ve 2001 yılının şubat ayında yaşanan ekonomik kriz, GYO'nın piyasa değerini düşürmüştür. ABD'de 2000 tarihi itibariyle GYO'nın piyasa kapitalizasyonun 138,715 milyar dolar olduğu dikkate alındığında ülkemizde bulunan GYO'nın aynı yılda piyasa kapitalizasyonu 406,6 trilyon olduğu görülür. Ülkemizdeki GYO'nın bu kıyaslamaya göre piyasa kapitalizasyonu oldukça düşüktür. Ülkemizdeki GYO'nın portföylerinin dağılımı ABD GYO'ı ile karşılaştırıldığında, ülkemizde bulunan GYO'nın arsa,bina araziye portföylerinde daha fazla yer ayırdığını, ABDGYO ise, daha çok ticari gayrimenkullere yer verdiğini görürüz.

Tablo 5.25. Hisse Senetleri Halka Arz Edilen GYO (Trilyon TL)

GYO	31.08.2000	31.07.2001	31.08.2001
Toplam Ortaklık	8	8	8
Toplam Piyasa Kapitalizasyonu	406.6	327	274.5

Kaynak: SPK

**Tablo 5.26a. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Hisse Senedi ve Aylık Getirileri
(2000 TL Bazlı)**

	ALARKO GYO		EGS GYO		İHLAS GYO		İŞ GYO	
	Bileşik	Aylık (%)	Bileşik	Aylık (%)	Bileşik	Aylık (%)	Bileşik	Aylık (%)
2000/1	13.57	64.81	3.48	75.32	1.95	5.26	2.86	12.68
2000/2	10.98	(19.10)	2.96	(14.81)	1.66	(15.00)	2.50	(12.50)
2000/3	10.37	(5.56)	2.83	(4.35)	1.44	(13.24)	2.14	(14.29)
2000/4	11.74	13.24	3.22	13.64	1.68	16.95	2.39	11.67
2000/5	10.15	(13.51)	2.71	(16.00)	1.54	(8.70)	2.19	(8.43)
2000/6	8.77	(13.64)	2.04	(24.76)	1.21	(21.43)	1.88	(14.14)
2000/7	8.31	(5.26)	1.86	(8.86)	1.21	0.00	1.88	0.00
2000/8	9.08	9.26	1.94	4.51	1.37	13.64	2.17	15.29
2000/9	7.77	(14.41)	1.57	(19.18)	1.32	(4.00)	2.04	(6.12)
2000/10	9.61	23.76	1.57	0.00	1.43	8.33	2.39	17.39
2000/11	6.08	(36.80)	0.88	(43.73)	0.75	(47.44)	1.68	(29.63)
2000/12	7.08	16.46	0.64	(21.69)	0.64	(15.12)	1.77	5.26

Kaynak: İMKB

2000 yılı sonu itibarıyla GYO'nın bileşik ve aylık getirilerinin performansına baktığımızda, en yüksek bileşik getiriyi sırasıyla, Alarko ve Vakıf'ın sağladığı görülür. GYO'nın aylık getirilerinde ise büyük dalgalanmalar olduğu görülmektedir (Tablo 5.26a. ve Tablo 5.26b.).

**Tablo 5.26b. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Hisse Senedi ve Aylık Getirileri
(2000 TL Bazlı)**

	NUROL GYO		OSMANLI GYO		VAKIF GYO		YK. KORAY GYO	
	Bileşik	Aylık (%)	Bileşik	Aylık (%)	Bileşik	Aylık (%)	Bileşik	Aylık (%)
2000/1	1.90	15.85	3.61	38.46	16.09	29.17	3.77	34.69
2000/2	1.72	(9.47)	3.04	(15.74)	11.76	(26.88)	3.43	(9.09)
2000/3	1.56	(9.30)	2.57	(15.38)	12.26	4.23	3.09	(10.00)
2000/4	2.02	29.49	3.71	44.00	13.62	11.11	3.83	24.07
2000/5	1.80	(10.89)	2.13	(42.59)	11.51	(15.56)	3.03	(20.90)
2000/6	1.82	1.11	1.89	(11.11)	11.20	(2.63)	2.83	(6.60)
2000/7	2.20	20.88	1.89	0.00	11.66	4.05	2.69	(5.05)
2000/8	2.76	25.45	2.05	8.33	14.53	24.68	2.57	(4.26)
2000/9	2.32	(15.94)	1.85	(9.62)	11.35	(21.88)	2.17	(15.56)
2000/10	2.40	3.45	2.05	10.64	11.51	1.33	2.37	9.21
2000/11	1.54	(35.83)	1.34	(34.62)	8.17	(28.95)	1.46	(38.55)
2000/12	1.62	5.19	1.29	(3.53)	7.04	(13.89)	1.39	(4.90)

Kaynak: İMKB

GYO'nun hisse senetlerinin fiyatları devamlı bir düşüş göstermektedir. Özellikle 2000 yılının Kasım ayında ani düşüşler yaşanmıştır. Kasım ayında yaşanan ekonomik krizin ekonomiye ve sermaye piyasasına olumsuz etkileri, bu ani düşüşlerin nedenidir (Tablo 5.27).

Tablo 5.27 GYO'nun Borsa Fiyatları

GYO	Alarko	EGS	İhlas	İş	Nurol	Osmanlı	Vakıf	Y.K. Koray
2000/1	22250	13500	4000	4000	4750	2700	9300	6600
2000/2	18000	11500	3400	3500	4300	2275	6800	6000
2000/3	17000	11000	2950	3000	3900	1875	4050	5400
2000/4	19250	12500	3450	3350	5050	2700	4500	6700
2000/5	16500	10500	2100	2475	2250	1350	3800	5300
2000/6	14250	7900	1650	2125	2275	1200	3700	4950
2000/7	13500	7200	1650	2125	2750	1200	3850	4700
2000/8	14750	1825	1875	2450	3470	1300	4800	4500
2000/9	10100	1475	1800	2300	2900	1175	3750	3800
2000/10	12500	1475	1950	2700	3000	1300	3800	4150
2000/11	7900	830	1025	1900	1925	850	2700	2550
2000/12	9200	650	870	2000	2025	820	2325	2425

Kaynak: İMKB

Kurulduklarından beri yaklaşık 7 yıl geçen ve sayıları henüz sekiz olan GYO, halen gelişme aşamasındadırlar. Daha çok yeni olan bu kuruluşların sermaye piyasalarına bir çok önemli etkileri vardır. Sermaye piyasasında profesyonel ve kurumsal yatırımcı tabanının oluşmasını sağlayarak sermaye piyasasının derinliğini artırır, yurt dışındaki piyasalarda pazarlanan GYO yabancı yatırımcıların dikkatini çekecektir, uzman kadro tarafından yönetildiklerinden yatırımcılar açısından riski düşük alternatif bir yatırımdır, küçük tasarruf sahibi yapamayacağı büyük yatırımları GYO sayesinde yapabilir, gayrimenkulle kıyaslandığında daha likittir. Bu önemli etkilerinin neticesinde cazip hale geldiklerinden yatırımcı sayısı artacaktır. Aktiflerinde durağan durumdaki değerler, hisse senedine dönüştürülerek hem likit hale getirilmekte hem de sermaye piyasalarında işlem görmektedir.

Bu sermaye piyasasına son derece önemli yararlarının artırılması için yeni GYO kuruluşunda, ortaklıklar lehine vergi düzenlemeleri yapılarak kuruluş aşamasında yaşanan güçlükler giderilmeli, böylelikle kuruluşlar teşvik edilmelidir.

5.4. Türkiye’de GYO’nın Finansal ve Ekonomik Yapılarının Analizi

İMKB’na kote olan 8 tane GYO’nın 1996-2000 yılları arası bilanço ve gelir tabloları dikey yüzde yöntemi ve oran analizi ile finansal ve ekonomik yapıları incelenecektir. Bu yöntemlerle mali tabloları incelenen GYO’nın karlılık, büyüme, mali yapıları ve borsa performansları gözönüne alınarak genel bir değerlendirilmeye gidilecektir. 6 yıllık geçmişleri bulunan GYO’nın 1996-2000 yılları arası kendisinden beklenen performansın ne derecede gerçekleştiği analiz sonuçlarına göre değerlendirilecektir.

5.4.1. GYO’nın Bilanço ve Gelir Tablolarının Dikey Yüzde Yöntemi ile Analizi

GYO’nın bilançolarında bulunan varlık ve kaynak yapıları aktif-pasif içindeki payı, gelir tabloları ise grup içindeki payı dikkate alınarak dikey yüzde yöntemi ile incelenmiştir.

5.4.1.1. Varlık Yapısının Değerlendirilmesi

2000 yılında aktif yapı içinde dönen varlıklar % 69; duran varlıklar % 28’lik bir paya sahiptir. 1997 ve 2000 yılları hariç diğer yıllarda dönen varlık kalemi çok yüksek değerdedir. Bu yıllardaki artışın en önemli nedeni ise aktif büyüklük artış hızının dönen varlık devir hızından daha düşük olmasıdır. GYO’nda brüt işletme sermayesinin artış hızının diğer sektörlere göre daha yavaş artması gerekmektedir. Çünkü firmanın yatırımlara yönelmesi ve faaliyetlerinden kar elde etmesi beklenir. Ancak GYO’larda işletme sermaye devir hızı yıllar itibari ile çok hızlı artmaktadır. Bunun nedeni de Türkiye’deki istikrarsız gayrimenkul piyasası ve yüksek enflasyon nedeniyle ortaklıkların likit kalmayı tercih etmeleridir. Genelde olumsuz olarak yorumlayabileceğimiz bu durumun, 1998 yılından sonra daha iyiye gittiği söylenebilir. Menkul kıymet kalemlerinde yıllar itibariyle görülen azalış ve artışlar normaldir. Çünkü menkul kıymetlerde kısa süreli atıl fonlar bağlanabilir. Nakit ihtiyacı olduğunda ise bu fonlar nakde dönüştürülür. 1998 yılında hazır değerler kaleminde görülen artış böyle bir ihtiyacın olduğunu göstermektedir. Bu yılda dönen varlıklarda stoklar en yüksek değere sahiptir. Duran varlıklar oranının düşük olması bu yıldaki nakit ihtiyacının yatırıma gidildiği için değil stoklar kaleminde maliyet ve giderler neticesinde oluştuğu söylenebilir. Stoklar kalemini, elde bulunan arsa ve binaların elde etme maliyetleri, proje giderleri ve devam eden inşaatla ilgili

harcamalar oluşturmaktadır. Yıllar itibariyle stoklar kalemi dönen varlıklar içinde en yüksek kalem olarak görülmektedir. 1998 yılından sonra hazır değerlerin en yüksek olduğu yıl 2000 yılıdır. Bu yılda görülen nakit ihtiyacını uzun vadeli borçların azalmasından dolayı oluşan atıl fonlardan karşılamıştır. Kısa vadeli ve uzun vadeli ticari alacak kalemlerinde yıllar itibariyle görülen azalmalar neticesinde bu kalemlere daha az fon bağlandığından olumlu yönde gelişme olarak değerlendirilebilir.

Diğer yıllara göre 1997 yılında ve 2000 yılında duran varlık oranı en yüksek değerdedir. Duran varlıklar içinde yer alan maddi duran varlıklar, diğer yıllara göre 1999 ve 2000 yıllarında önemli bir artış göstermiştir. Bu kalemden artışlar içindeki en büyük pay binalardır. Bu varlıklar GYO'nun kiraya vermek amacıyla elinde tuttuğu gayrimenkullerden oluşmakta olup yeniden değerlemeye tabi tutulmuş maliyet bedelleri ile belirtilmişlerdir. İş, Osmanlı ve EGS GYO'nun bilançolarında bulunan bu kalemden büyük artışlar, GYO'nun bilançosundaki değerinde artmasına neden olmuştur. Binalar kalemi 1999 yılında %10 ve 2000 yılında %28 ile devamlı artan bir seyir göstermiştir.

5.4.1.2. Kaynak Yapısının Değerlendirilmesi

Yıllar itibariyle özsermayenin seyrine bakıldığında 1997 yılı hariç genel standart olan %50'nin üzerinde gerçekleştiği görülmektedir. Bu nedenle de mali yapının iyi olduğu söylenebilir. Yatırımların GYO'nda finansman sürelerinin uzun vadelerde sağlanan borçlarla finanse edilmesi arzu edilen bir durumdur. Ancak burada firmanın uzun vadeli borçlarının azaldığı ve kısa vadeli borçlarının arttığı görülmektedir. Firma almış olduğu yeni binaları kısa vadeli borçlarla finanse etmek durumunda kalmaktadır. Bu da firmanın borçlanma oranlarını olumsuz etkilemektedir. Kısa vadeli borçlar kaleminde genelde ticari borçlar finansal borçlardan daha fazladır. Ticari borçlar, finansal kurumlardan elde edilen kredilere göre daha düşük maliyetli ve ödeme vadeleri daha esnektir. Bu yüzden de ticari borçlar, finansal borçlara göre tercih edilmelidir. 2000 yılına bakıldığında ticari borçların finansal borçlar oranından daha düşük olduğu, ortaklıkların finansal borçlanma yoluna gittikleri görülür. Gene aynı yılda diğer yıllara göre alınan sipariş avansları kaleminde büyük bir artış görülmektedir. Bu kalem, yapımı süren projelerle ilgili olarak satılan yerler karşılığı müşterilerden peşin yapılan tahsilat ile senetli ve senetsiz avanslardan oluşmaktadır. Bu kalemin 2000 yılında

artmasına Alarko, EGS ve Yapı Kredi Koray GYO neden olmuştur. Bu kalemden görülen artışlar, projelere ağırlık verilmesi ve projelerin etkin satışı neticesinde gerçekleşmiştir.

Uzun vadeli borçlar kaleminde bulunan ve finansal borçlara göre tercih edilmesi gereken ticari borçlar, sadece 1998 yılında yüksek oranda görülmektedir. Diğer yıllarda ise oransal olarak finansal borçlar ağır basmaktadır. Diğer uzun vadeli borçlar kaleminde 1998 yılında %21 oranı ile ani bir artış görülmektedir. EGS GYO'nun bilançosunda bulunan yüksek orandaki bu kalem, GYO'nun bilançosunda bulunan bu kalemin ani artışının nedenini oluşturmaktadır. Bu kalemi, uzun vadeli diğer borçların altında personele borçlar oluşturmaktadır. Alınan sipariş avanslarında 1997 ve 1999 yılında ani artışlar dikkat çekicidir. EGS GYO bu kalemden her iki yıl içinde en yüksek değere sahiptir. Bu kalemi yapımı süren projelerle ilgili olarak satılan yerler karşılığı müşterilerden alınan avans tutarlarının toplamı oluşturur. Avans olarak alınan ve ay sonu itibarıyla şirkette mevcut dövizle dayalı çekler ve senetler Merkez Bankası döviz alış kuruna göre değerlemeye tabi tutulmuş ve oluşan kur farkları avans hesabına ilave edilmiştir.

Sermaye kaleminde 1998 yılına kadar azalış, bu yıldan sonrada artış görülmektedir. Emisyon priminde, 1996 ve 1998 yıllarında en fazla artış yaşanmıştır. Bu kalem GYO hisselerinin satışı sonucu oluşan kazançları içermektedir. 1996 ve 1998 yıllarında görülen bu kalemden artışlar, hisse senetlerin değerinden daha fazla bir oranda borsada işlem gördüğünü bize gösterir. Yedekler kaleminde 2000 yılında artış görülmektedir. Yasal yedekler ve diğer dağıtılmamış karlardan oluşan bu kalemden artış, GYO'nun yeterince kar sağlayamadığından yada kar dağıtım politikaları neticesinde gerçekleşebilir. Dönem karına baktığımızda 1998-1999 yıllarında artış, 1997-2000 yıllarında ise azalış görülmektedir. Genelde GYO'nun karları diğer faaliyetlerden faiz gelirlerinden oluşmaktadır. 2000 yılında faiz oranlarının düşmesi ve yıl sonunda yaşanan ekonomik kriz neticesinde bir önceki yıla göre net karlarında azalış yaşanmıştır.

Tablo 5.28. GYO'nun 1996-2000 Yılları Arasındaki Bilançoları (Milyon TL)

GYO'NIN BİLANÇOSU (Milyon TL)	1996	1997	1998	1999	2000	1996	1997	1998	1999	2000
DÖNEN VARLIKLAR	2.357.263	4.874.623	11.219.210	32.857.913	37.237.429	99	66	84	83	69
Hazır Değerler	86.005	182.499	2.896.820	937.056	6.822.319	4	2	22	2	13
Menkul Kıymetler	867.640	1.004.801	337.838	7.974.614	5.188.446	37	14	2	20	10
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	359.870	1.133.203	1.534.631	6.721.832	3.175.789	15	15	11	17	6
Diğer Kısa Vadeli Alacaklar	50.496	5.582	244.131	218.332	397.027	2	0.1	2	0.5	1
Stoklar	865.667	2.469.968	5.923.126	16.579.006	20.096.270	37	34	44	42	37
Diğer Dönen Varlıklar	127.586	78.570	282.665	427.072	1.557.579	5	1	2	1	3
DURAN VARLIKLAR	11.481	2.482.311	2.125.665	6.921.774	14.852.255	1	34	16	17	28
Uzun Vadeli Ticari Alacaklar	0	2.441.962	2.063.513	2.788.773	713.851	0	33	15	7	1
Diğer Uzun Vadeli Alacaklar	0	0	1	4	4	0	0	0	0	0
Finansal Duran Varlıklar	3	76	160	231	559	0	0	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	1.770	29.692	49.191	4.100.611	15.788.641	0.1	0.4	0.4	10	29
Arazi ve Arsalar	0	0	529	0	0	0	0	0.003	0	0
Binalar	69	13718	17421	4.185.280	15.297.640	0.002	0.2	0.1	10	28
Birlikmiş Amortismanlar (-)	355	6.050	19.226	187.454	547.192	0.01	0.1	0.1	0.5	1
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	9.635	9.303	11.032	14.156	21.675	0.4	0.1	0.1	0.03	0.04
Diğer Duran Varlıklar	72	1.278	1.767	17.999	1.564	0	0.02	0.01	0.04	0
TOPLAM AKTİFLER (VARLIKLAR)	2.368.744	7.356.935	13.344.875	39.779.687	53.882.580	100	100	100	100	100
KISA VADELİ BORÇLAR	19.134	760.445	2.180.425	4.211.058	14.081.551	1	10	16	11	26
Finansal Borçlar	0	143.855	835.069	853.943	3.234.589	0	2	6	2	6
Ticari Borçlar	192	321.805	858.271	1.098.234	1.494.861	0.01	4	6	3	3
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	18.892	211.583	63.237	436.260	423.375	1	3	0.5	1	1
Alınan Sipariş Avansları	0	5.893	358.029	1.743.187	8.621.850	0	0.1	3	4	16
Borç ve Gider Karşılıkları	49	77.309	65.818	79.435	95.131	0	1	1	0.2	0.2
UZUN VADELİ BORÇLAR	0	3.640.920	4.067.958	9.726.008	894.861	0	49	30	24	2
Finansal Borçlar	0	1.004.730	0	1.917.907	332.998	0	14	0	5	1
Ticari Borçlar	0	0	838.392	613.526	233.723	0	0	6	2	0.4

Tablo 5.28. GYO'nun 1996-2000 Yılları Arasındaki Bilançoları (Milyon TL) Devamı

GYO'NIN BİLANÇOSU (Milyon TL)	1996	1997	1998	1999	2000	1996	1997	1998	1999	2000
Diğer Uzun Vadeli Borçlar	0	0	2.837.290	2.402	1.619	0	0	21	0.01	0
Alınan Sipariş Avansları	0	2.635.851	391.286	7.184.974	310.290	0	36	3	18	0.6
Borç ve Gider Karşılıkları	0	339	988	7.199	16.230	0	0	0.01	0.02	0.03
ÖZ SERMAYE	2.349.611	2.955.569	7.096.492	25.717.621	38.906.168	99	40	53	65	72
Sermaye	1.325.000	1.745.000	2.191.839	13.552.807	23.563.599	56	24	16	34	44
Emisyon Primi	548.000	128.800	2.141.880	2.387.680	685.271	23	2	16	6	1
Yeniden Değerleme Artışı	2	3.531	16.366	1.425.590	2.945.233	0	0.05	0.1	4	5
Yedekler	252	260.989	789.518	2.547.607	5.937.619	0.01	4	6	6	11
Net Dönem Karı	476.357	817.220	1.957.311	5.984.878	5.774.446	20	11	15	15	11
Dönem Zararı (-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Geçmiş Yıl Zararları (-)	0	0	422	0	0	0	0	0	0	0
Geçmiş Yıl Karı	0	29	0	115.827	0	0	0	0	0.3	0
TOPLAM PASİFLER	2.368.744	7.356.935	13.344.875	39.779.687	53.882.580	100	100	100	100	100

Kaynak: İMKB

5.4.1.3. Gelir Tablosunun Değerlendirilmesi

Gelir tablosunda faaliyet giderleri kaleminde en yüksek değere sahip kalem, genel yönetim giderleridir. Oranın çok yüksek olmasından dolayı faaliyet giderlerini hemen hemen bu kalemin oluşturduğunu söyleyebiliriz. Bu kalemde 1999 yılına kadar görülen azalış 2000 yılında yerini artışa bırakmıştır. Bu kalemdeki artışlar İş, Osmanlı ve Yapı Kredi Koray GYO'daki bilançolarında bu kalemle ilgili artışlardan kaynaklanmaktadır. İş GYO'nda, Yönetim kurulu başkan ve üyeleriyle genel müdür, genel koordinatör, genel müdür yardımcılarını gibi üst yöneticilere sağlanan ücret ve benzeri menfaat toplamından oluşmaktadır. Osmanlı GYO'nda, Şirket aktif varlıklarını sigorta ettirmek için ödenen sigorta primi buna eklenmiştir.

Diğer faaliyetlerden gelirleri, faiz ve diğer temettü gelirleri ve faaliyetle ilgili diğer gelirler ve karlar olmak üzere iki kalem oluşturmaktadır. Faiz ve temettü gelirlerinin en yüksek olduğu yıl 1999 yılıdır. Faiz oranlarındaki düşüş nedeniyle 2000 yılında bir azalış yaşanmıştır. Bu kalem menkul kıymet faiz gelirleri ve faiz gelirlerinden oluşmaktadır. Faaliyetle ilgili diğer gelirler ve karlar, 1996 ve 2000 yılında en yüksek düzeydedir. Alarko ve Yapı Kredi Koray GYO'nun bilançolarında diğer GYO'na göre bu kalem en yüksek değerdir. Alarko GYO'nda menkul kıymet satış karı ve kambiyo karı bu kalemin en yüksek kalemlerini oluşturmaktadır. Yapı Kredi Koray GYO da ise bu kalemi oluşturan öğeler kur farkı ve reeskont gelirleridir.

Finansman giderleri kalemini kısa vadeli borçlanma giderleri kalemi oluşturmaktadır. En yüksek finansman giderleri değerine sahip olan İhlas GYO'nda bu kalemin açılımını doğrudan gider yazılanlar, EGS GYO'nı ise üretim maliyetine verilenler ve doğrudan gider yazılan kalemler oluşturur.

Olağanüstü gelirler kalemi konusu kalmayan karşılıklar ve diğer olağanüstü gelirler ve karlardan meydana gelmiştir. Diğer olağanüstü gelir ve karlar kalemini damga vergisi oluşturmaktadır. Konusu kalmayan karşılıklarda 2000 yılında büyük bir artış yaşanmış, diğer olağanüstü gelirler ve karlarda diğer yıllara göre azalış gerçekleşmiştir.

Olağanüstü giderler ve zararlar kaleminde en yüksek alt kalem diğer olağanüstü giderler ve zararlardır. Diğer yıllara göre 1999 yılında bu kalemden azalış görülmesine karşılık 2000 yılında tekrar bir artış görülmüştür. Bu artışı sağlayan Yapı Kredi Koray GYO olmuştur. Bu kalemin büyük bir kısmını deprem nedeniyle hazine bonoları stopajına uygulanan ek vergiler oluşturmaktadır. Yapı Kredi Koray'ın arkasından en yüksek değere sahip olan Alarko GYO'da ise bu kalemin açılımı villa müşterilerine ödenen tazminatlardır. Önceki dönem gider ve zararlar kaleminde en yüksek değer %48 ile 1999 yılında görülmüştür. Alarko GYO'nda görülen artış bu yılda bu kalemin artmasını sağlamıştır. 2000 yılında bu oran %35'e inmiştir. Bu kalemi oluşturan GYO ise Alarko ve Yapı Kredi Koray GYO'dur.

5.4.2. GYO'nın Mali Tablolarının Oran Analizi İle Değerlendirilmesi

GYO'nun mali tabloları oran analizi ile değerlendirilirken, likidite, mali yapı, karlılık, büyüme ve borsa performans oranlarından yararlanılmıştır.

5.4.2.1. Likidite Oranları

Cari orana baktığımızda, 1998 yılına kadar azalış gerçekleştiği, 1999 yılında oranın arttığı, 2000 yılında ise önemli bir azalış görülmektedir. Bunun nedeni ise kısa vadeli borçlarındaki artıştır. Yıllar itibarıyla genel standart olan 2'nin üzerinde gerçekleşen bu oranın 2000 yılında ani azalışı dikkat çekicidir. Likidite ve nakit oranlarının genel standardı 1 ve 0,20'dir. Yıllar itibarıyla bu oran standardın üzerinde gerçekleşmiştir. 2000 yılında görülen ani azalışlar bu oran içinde geçerlidir. Buna rağmen ortaklıkların kısa vadeli borçlarını karşılamada bir sorunla karşılaşmayacakları söylenebilir.

Tablo 5.29. GYO'nun 1996-2000 Yılları Arasındaki Gelir Tablosu

GYO'nun Gelir Tablosu (Milyon TL)		1996	1997	1998	1999	2000	1996	1997	1998	1999	2000
E. Faaliyet Giderleri (-)		53.270	81.091	151.130	570.099	1.018.572	100	100	100	100	100
1. Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)		0	31	11.793	18.710	368.21	0	1	8	3	4
2. Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)		0	0	1.395	55.790	355.76	0	0	1	10	3
3. Genel Yönetim Giderleri (-)		53.270	81.059	137.942	495.599	946.174	100	99	91	87	93
F. Diğer Faaliyetlerden Gelirler ve Karlar		192.641	832.483	1.923.122	5.846.889	6.671.386	100	100	100	100	100
1. İştiraklerden Temettü Gelirleri		0	65	1	34	110	0	1	0	0	0
2. Bağlı Ortaklıklardan Temettü Gelirleri		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3. Faiz ve Diğer Temettü Gelirleri		59.960	434.842	697.137	3.451.342	2.809.944	31	52	36	59	42
4. Faaliyetle İlgili Diğer Gelirler ve Karlar		132.680	397.576	2.395.513	2.395.513	3.861.332	69	47	56	41	58
H. Finansman Giderleri (-)		0	57.975	2.600	127.431	38.932	0	100	100	100	100
1. Kısa Vadeli Borçlanma Giderleri (-)		0	57.975	2.600	127.431	38.932	0	100	100	100	100
2. Uzun Vadeli Borçlanma Giderleri (-)		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
I. Olağanüstü Gelirler ve Karlar		120	20.341	119.404	49.408	25.900	100	100	100	100	100
1. Konusu Kalmayan Karşılıklar		0	0	0	1.885	13.318	0	0	0	4	52
2. Önceki Dönem Gelir ve Karları		0	0	0	5.229	339	0	0	0	11	1
3. Diğer Olağanüstü Gelirler ve Karlar		120	20.341	119.404	42.293	12.242	100	100	100	85	47
J. Olağanüstü Giderler ve Zararlar (-)		20	410	75	8.447	212.069	100	100	100	100	100
1. Çalışmayan Kısım Giderleri ve Zararları (-)		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2. Önceki Dönem Gider ve Zararları (-)		0	110	0	4.075	73.526	0	27	0	48	35
3. Diğer Olağanüstü Giderler ve Zararlar (-)		20	300	75	4.371	139.185	100	73	100	52	65

Kaynak: İMK

Tablo 5.30. GYO'nun 1996-2000 Yılları Seçilen Bazı Oranları

	1996	1997	1998	1999	2000
LİKİDİTE ORANLARI					
Cari Oran	123.19	6.41	5.14	7.8	2.64
Likidite Oranı	77.95	3.16	2.42	3.86	1.22
Nakit Oran	49.84	1.56	1.48	2.11	0.85
MALİ YAPI ORANLARI					
Öz Kaynak Oranı	0.99	0.4	0.53	0.64	0.72
Yab. Kayn. Vade Yapısı Oranı	1	0.17	0.34	0.3	0.94
Kısa Vd. Yab. Kaynak Oranı	0.008	0.1	0.16	0.1	0.26
Uzun Vd. Yab. Kaynak Oranı	0	0.49	0.3	0.24	0.01
Duran Varlıkların Devamlı Sermayeye Oranı	0.004	0.37	0.19	0.19	0.37
Duran Varlıkların Özsermayeye Oranı	0.004	0.83	0.29	0.27	0.38
Maddi Duran Varlıkların Özkaynaklara Oranı	0.0007	0.01	0.006	0.16	0.4
Maddi Duran Varlıkların Uzun Vd. Yab.Kay. Oranı	0	0.008	0.01	0.42	17.64
KARLILIK ORANLARI					
Öz Kaynak Karlılık Oranı	0.2	0.27	0.27	0.23	0.14
Aktif Karlılık Oranı	0.2	0.11	0.14	0.15	0.1
Finans Giderl. Karşılama Oranı	0	15.12	-751.81	-46.08	-147.32
Kar Marjı	0.83	6.04	5.54	2.57	1.3
BÜYÜME ORANLARI					
Öz Sermaye Büyüme Oranı	-	0.25	1.4	2.62	0.51
Aktif Büyüme Oranı	-	2.1	0.81	1.98	0.35
Net Kar Büyüme Oranı	-	0.71	1.39	2.05	-0.03
Esas Faaliyet Karı Artış Oranı	-	-0.83	-0.56	18.95	-0.69
BORSA PERFORMANS ORANLARI					
Fiyat/Kazanç Oranı	8.48	13.97	5.47	7.67	20.48
Piyasa Değeri /Defter Değeri Oranı	1.72	3.86	1.51	1.78	3.04
Hisse Başına Kar	0.359	0.468	0.892	0.441	0.245

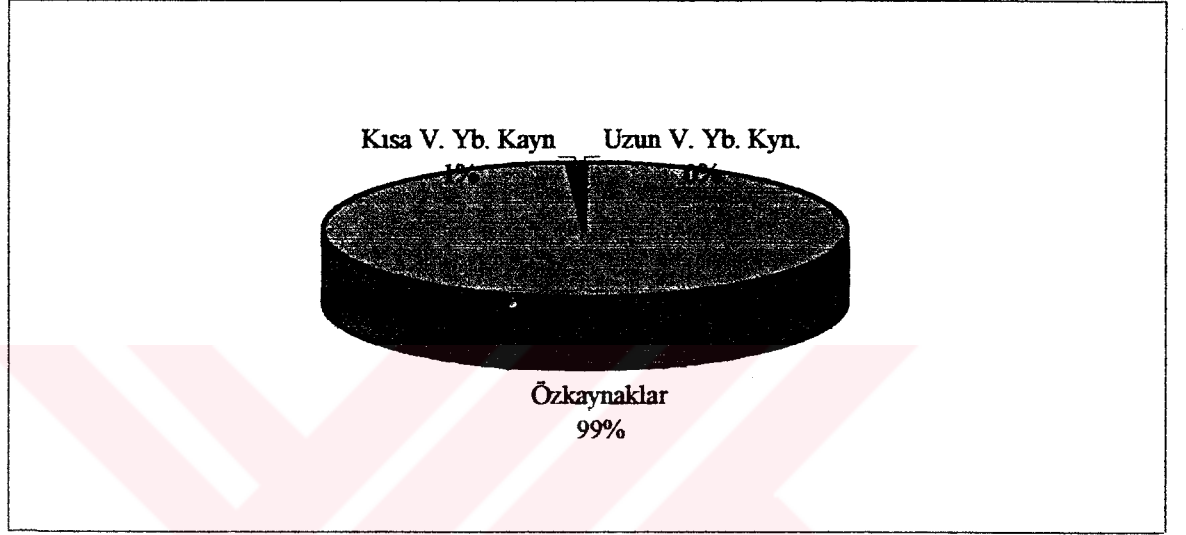
Kaynak: Tablo 5.28. ve Tablo 5.29.'daki verilerden hazırlanmıştır.

5.4.2.2. Mali Yapı Oranları

Özkaynak oranında yıllar itibariyle artış yaşanmaktadır. Genel standardı %50 olduğu dikkate alındığında, 1999 yılında %64 ve 2000 yılında %72 verileri ortaklıkların iyi bir mali yapıya sahip olduklarını gösterebilir. Yabancı kaynak vade yapısı oranının genel standardı 2/3'dür. Yıllar itibariyle bu oranda artış gerçekleşmiş, 2000 yılında 0,94 oranı ile standardın üstünde gerçekleşmiştir. Kısa vadeli yabancı kaynak oranı yıllar itibariyle artmasına rağmen genel standart olan 1/3'ü aşmamıştır. Ortaklıklarda çok fazla kısa vadeli borç olması geri ödeme riskini arttırdığından genel standardı aşmaması olumludur. Bu oran pasif içinde kısa vadeli yabancı kaynakların ağırlığını gösterir. Sahip olunan varlıkların ne kadarlık bir kısmının uzun vadeli yabancı kaynakla finanse edildiğini gösteren uzun vadeli yabancı kaynak oranının

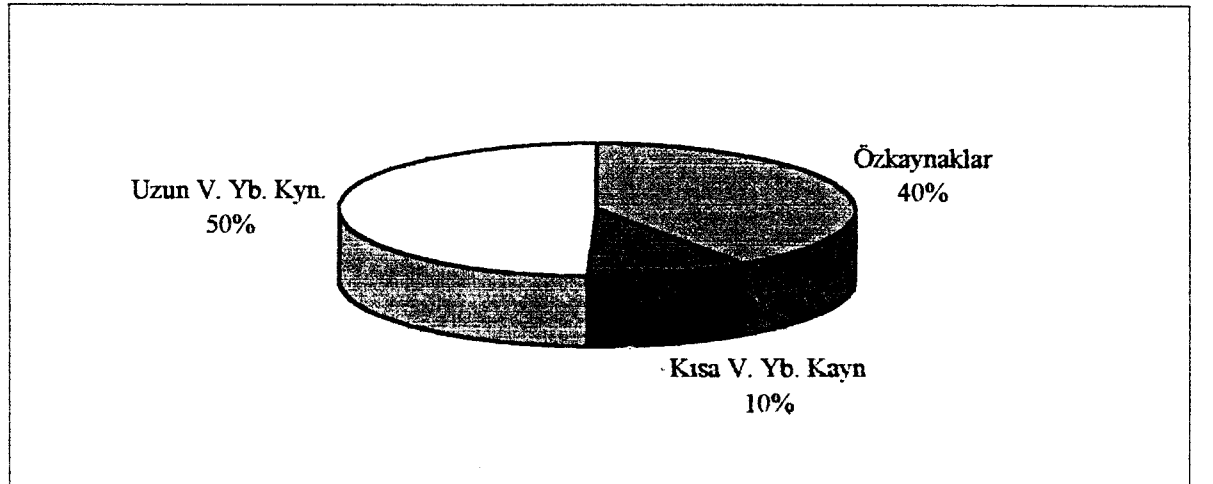
genel standardı 1/6'dır. Yıllar itibariyle bu oran da artış; fakat 2000 yılında azalış gerçekleşmiştir. 2000 yılında yaşanan kriz neticesinde uzun vadeli borç temin imkanının sınırlı olmasından dolayı bu azalış normal karşılanabilir.

Grafik 5.7. 1996 Yılı Kaynak Yapısı

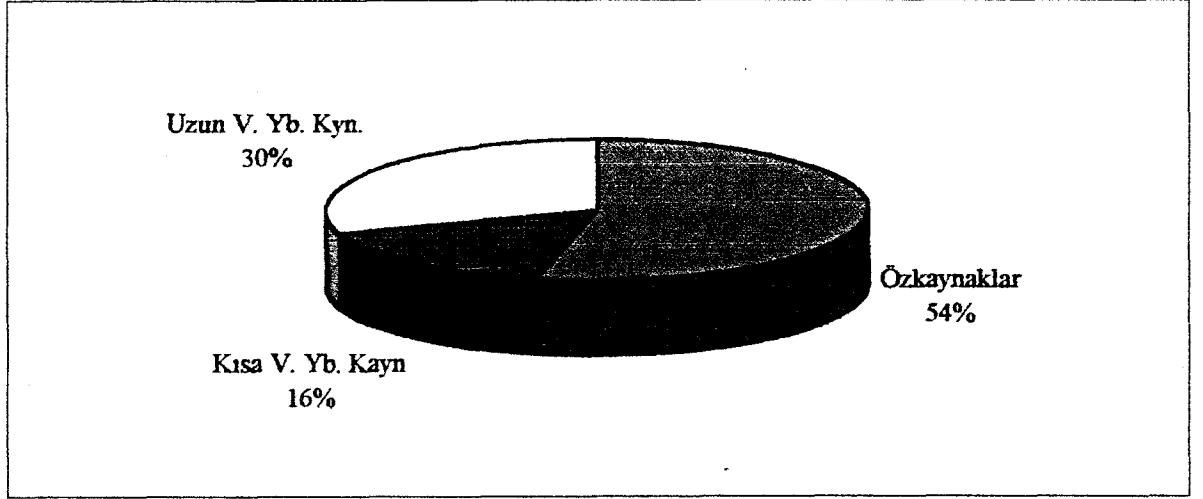


1996 yılında grafikten de anlaşıldığı gibi varlıklar özkaynakla finanse edilmiştir. GYO'nın kurulma yılı olmasından dolayı normal bir seyirdir.

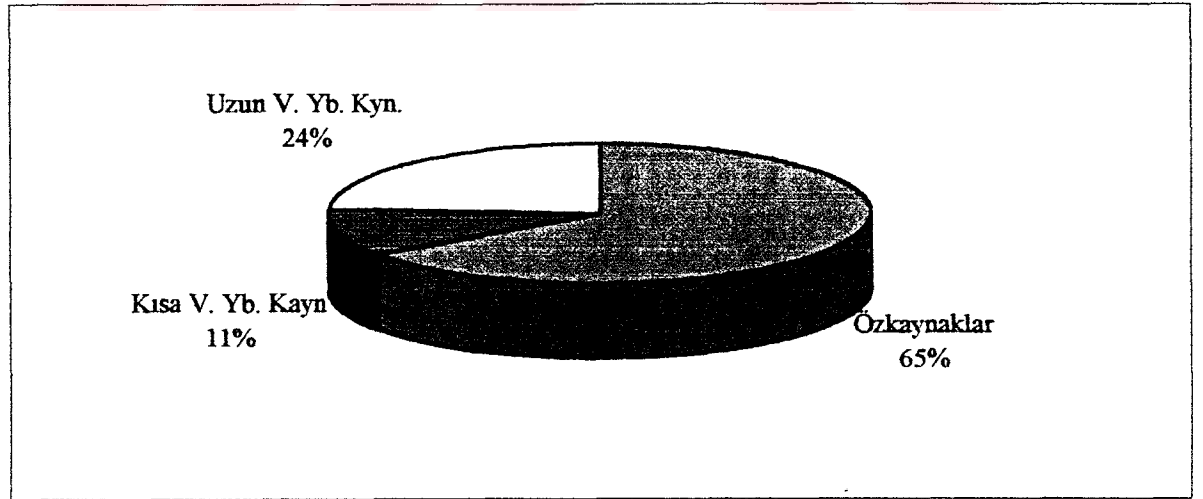
Grafik 5.8. 1997 Yılı Kaynak Yapısı



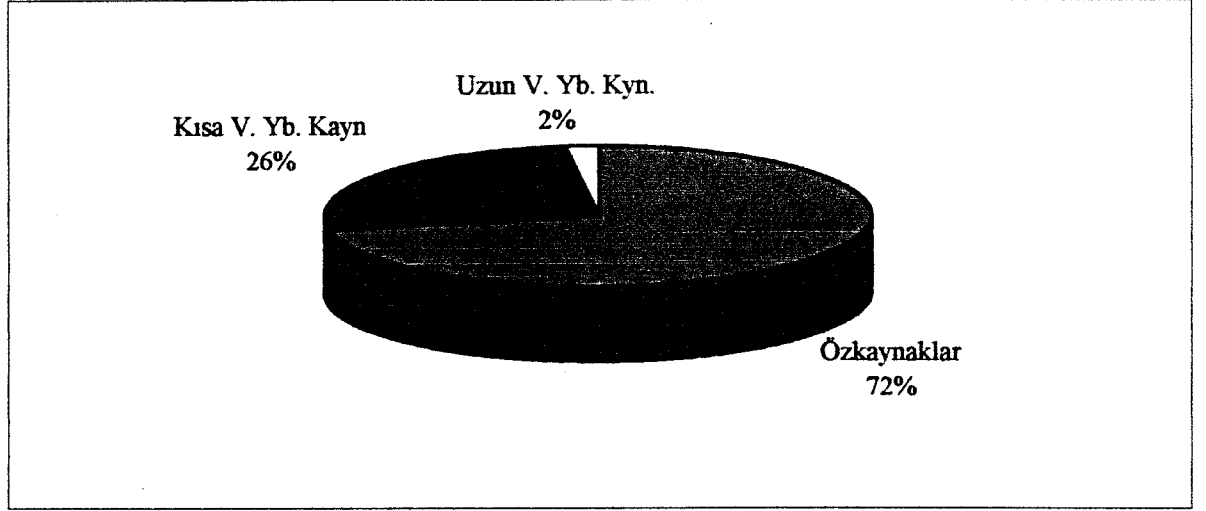
Bir önceki yıla göre özkaynaklarda büyük bir azalış yaşanmıştır. Mali yapıda zayıflama olduğu gözlenmektedir. Buna rağmen uzun vadeli yabancı kaynağın kısa vadeli yabancı kaynak oranından 5 kat daha fazla olması olumludur.

Grafik 5.9. 1998 Yılı Kaynak Yapısı

Özkaynaklarda bir önceki yıla göre artış gözlenmektedir. Bu yılda mali yapının güçlendiği görülmektedir. Uzun vadeli yabancı kaynaklarda bir önceki yıla göre azalış olsa da kısa vadeli yabancı kaynaklardan oran olarak daha fazladır. Bunu da olumlu olarak yorumlayabiliriz.

Grafik 5.10. 1999 Yılı Kaynak Yapısı

Önceki yıla göre özkaynaklarda artış gerçekleşmiştir. Bir önceki yıla göre mali yapı daha da güçlenmiştir. Uzun vadeli yabancı kaynaklarda önceki yıla göre görülen azalmaya karşılık kısa vadeli yabancı kaynaklardan oran olarak daha fazla olma özelliğini korumaktadır.

Grafik 5.11. 2000 Yılı Kaynak Yapısı

1997 yılından itibaren özkaynaklarda gittikçe yükselen bir seyir görülmektedir. Buda mali yapının gittikçe güçlendiği anlamına gelir. 2000 yılında özkaynak oranı %72 olmuştur. Uzun vadeli yabancı kaynak oranında görülen ani azalış ve kısa vadeli yabancı kaynaklarda ki ani artış görülmektedir. Genel standarda göre toplam borcun 2/3'ü kısa vadeli yabancı kaynak, 1/3'ü ise uzun vadeli yabancı kaynak olmalıdır. Uzun vadeli yabancı kaynaklar genel standardın altındadır. Özkaynakların yüksek oranda olması neticesinde borç ödemede bir güçlük karşılaşılmayacağı görülmektedir. Kısa vadeli borçların ani artışı 2000 yılı itibariyle normal karşılanabilir. Yaşanan ekonomik kriz neticesinde uzun vadeli borç bulmada zorlanma olağandır.

Duran varlıkların ne kadarlık bir bölümünün özkaynakla finanse edildiğine baktığımızda genel standart olan 1'i aşmadığı görülür. Buda bize ortaklıklardaki duran varlıkların tamamının özsermaye ile finanse edildiğini gösterir. Duran varlıkların devamlı sermayeye oranı ise genel standart olan 1'i aşmamıştır. Bu oran duran varlıkların ne kadarlık bir kısmının özkaynak ve uzun vadeli yabancı kaynaklarla finanse edildiğini göstermektedir. Fiziki yapıya sahip iktisadi kıymetlerin ne ölçüde özkaynak ile finanse edildiğini gösteren maddi duran varlıkların özkaynaklara oranı yıllar itibariyle artsa da genel standart olan 1'i geçmemiştir. Maddi duran varlıkların uzun vadeli yabancı kaynaklara oranı 1 TL. lik uzun vadeli borca karşılık ortaklıkların elinde ne kadarlık maddi duran varlık olduğunu gösterir ve oranın yüksek olması beklenir. Bunun nedeni de oran yüksekliği uzun vadeli kredinin vadesinde geri

ödenmesinin bir teminatı niteliği taşımasıdır. Yıllar itibariyle bu oranda artış görülmektedir. 2000 yılında 17,64 oranı ile çok büyük bir artış izlenmektedir.

5.4.2.3. Karlılık Oranları

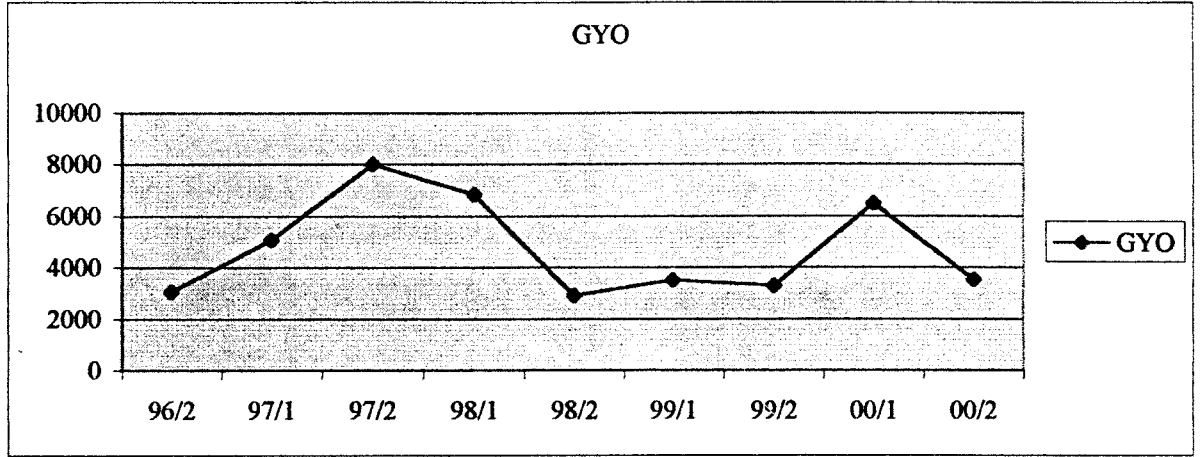
Özkaynak karlılık oranının son yıllarda daha başarısız olduğu görülmektedir. Bu oran yatırılan sermayenin her birim için ne oranda kar sağladığını gösterir. Aktiflerin ortaklıklarda ne ölçüde karlı kullanıldığını gösteren aktif karlılık oranı 2000 yılında azalmıştır ve aynı yılda bu oranda da bir başarısızlık görülmektedir. Kar marjında yıllar itibariyle azalışlar görülür. Karlılık oranlarına genel olarak baktığımızda düşük oranlarda gerçekleştiği izlenmektedir.

5.4.2.4. Büyüme Oranları

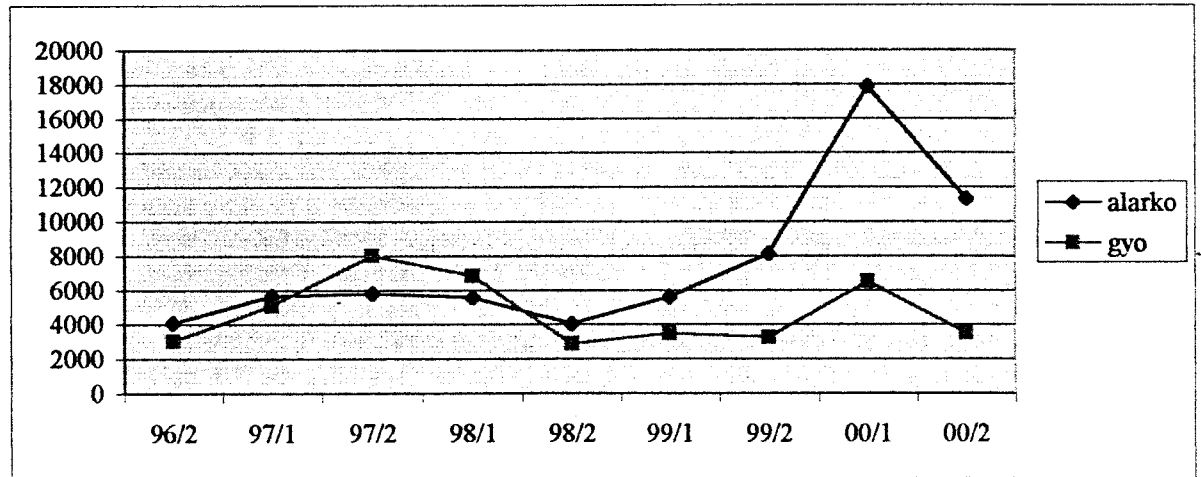
Özsermaye büyüme oranında gittikçe bir artış olduğu, 2000 yılında ise bir önceki yıla göre artış yaşansa da diğer yıllardaki artış kadar gerçekleşmediği görülmektedir. Aktif büyüme oranına baktığımızda aktiflerde en az büyümenin 2000 yılında gerçekleştiği görülür. Net kar büyüme ve esas faaliyet karı artış oranlarında ise 2000 yılında bir önceki yıla göre bir gerileme olduğu izlenmektedir.

5.4.2.5. Borsa Performans Oranları

Hisse senetlerine yatırım yapmış olanlarla yatırım yapmak isteyenlerin başvurduğu fiyat/kazanç oranında kat sayının artması hisse senedinin satılması, küçülmesi ise satın alınması meylini destekler. 2000 yılında bu oran en fazla değere sahiptir. Piyasa değeri/defter değeri oranı da fiyat/kazanç oranı gibi yatırımcılara alma, satma yada elde tutma kararlarında yardımcı olur. Diğer yıllara göre 1997 ve 2000 yıllarında en yüksek seviyededir. Hisse başına karın artması yatırımcıların alabileceği temettünün artması demektir. En yüksek oran 1998 yılında gerçekleşmiş ve bu yıldan sonra oranda azalışlar yaşanmıştır.

Grafik 5.12. GYO'nun 1996-2000 Yılları Arası Hisse Senedi Fiyatları

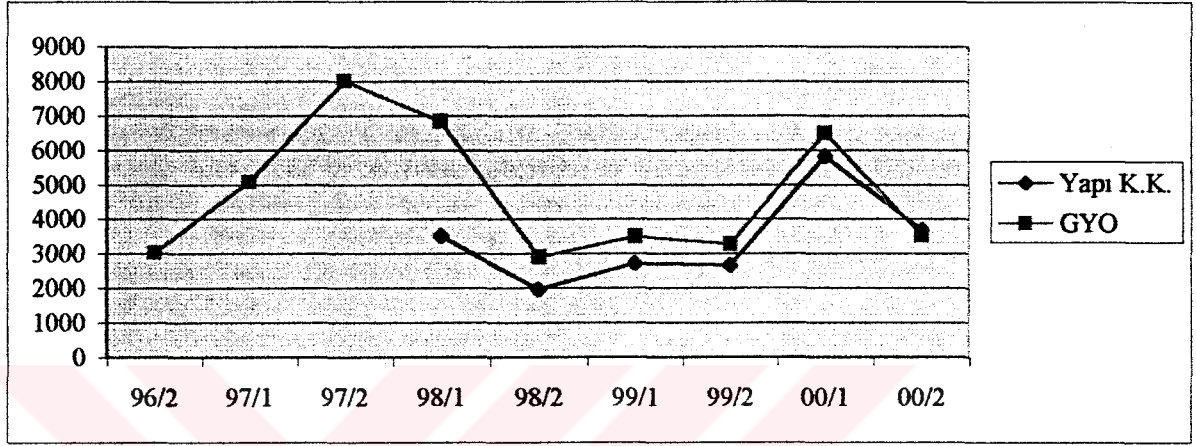
Grafikte de görüldüğü gibi 1998 yılında yaşanan hisse senetleri fiyatlarında azalışlar, satış meylinin artmasından kaynaklanmaktadır. 1997 yılında yaşanan artışlar ise hisse senetlerine olan talebin artması neticesinde gerçekleşmiştir. 2000 yılının ilk yarısında alış eğilimi oluşmasına rağmen bu eğilim ikinci yarıda yerini satış eğilimine bırakmıştır.

Grafik 5.13. GYO'nun ve Alarko GYO'nun Hisse Senedi Fiyatı Karşılaştırılması

8 adet GYO içinde 2000 yılı itibariyle en büyük hisse senedi fiyatına sahip olan Alarko GYO'nun 1996-2000 yılları itibariyle hisse senetleri fiyatlarında değişme ortalama GYO'nun hisse senetlerindeki değişmeyle birlikte karşılaştırılmalı olarak Grafik 5.13.'de verilmiştir. 1997 yılının ve 1998 yılının ilk yarısında hisse senetleri fiyatlarının ortalamanın altında

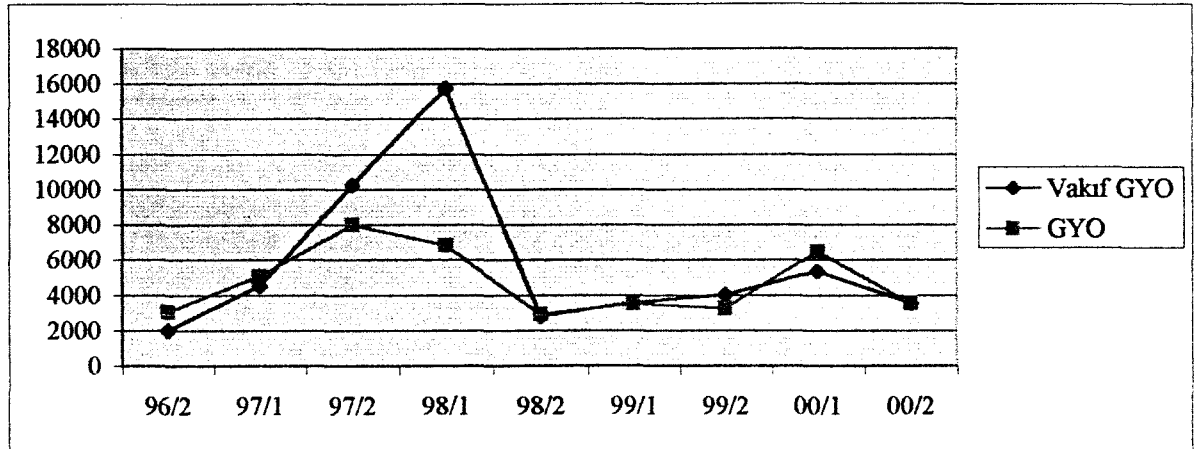
gerçekleştiği görülmektedir. Diğer yıllarda ise hisse senetleri fiyatlarındaki getiri ortalamanın üzerinde gerçekleşmiştir. 2000 yılında en yüksek getiriyi Alarko GYO sağlamıştır.

Grafik 5.14. GYO'nun ve Yapı K.K. GYO'nun Hisse Senedi Fiyatı Karşılaştırılması



2000 yılı itibariyle hisse senetleri fiyatlarında en yüksek ikinci sırada yer alan Yapı Kredi Koray GYO, ortalama GYO'nun hisse senedi fiyatlarının altında getiri sağlamıştır.

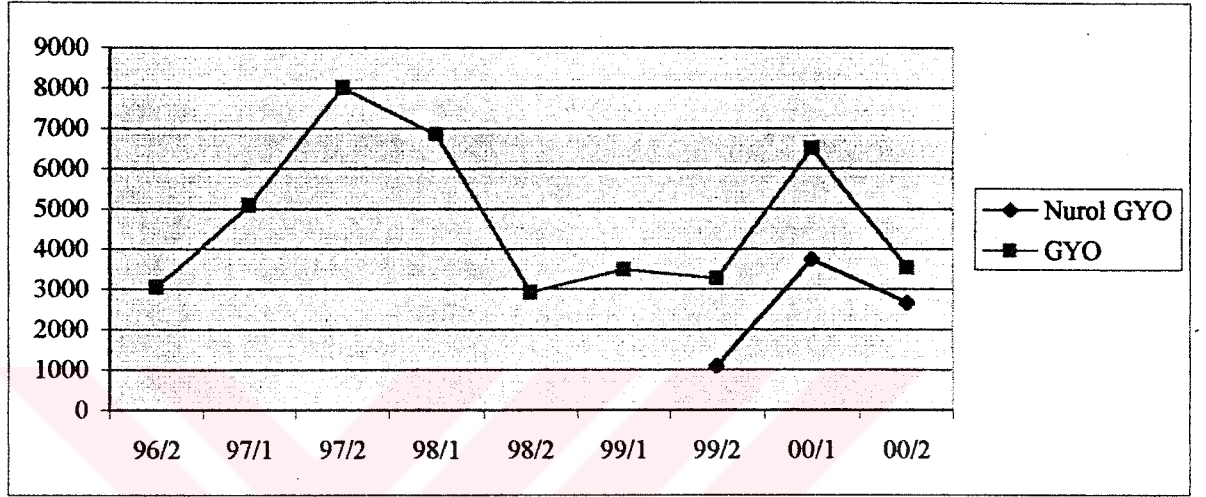
Grafik 5.15. GYO'nun ve Vakıf GYO'nun Hisse Senedi Fiyatı Karşılaştırılması



2000 yılı itibariyle en yüksek hisse senedi fiyatlarında üçüncü sırada yer alan Vakıf GYO'nun 1996-1997 yılları arasında ortalama GYO'nun hisse senedi fiyatlarının altında gerçekleştiği, 1997 yılının ikinci yarısından itibaren 1998 yılının ikinci yarısına kadar ortalamanın üstünde

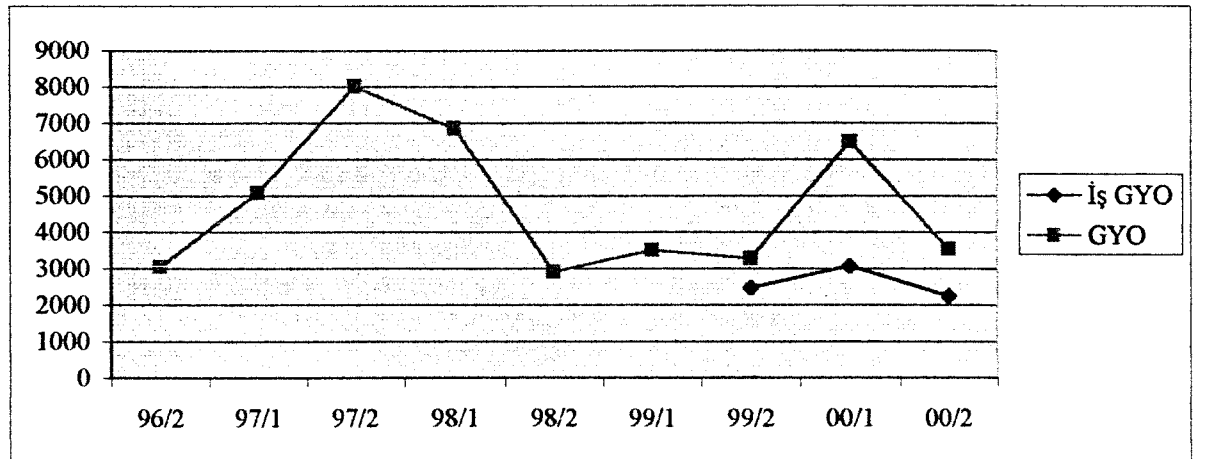
bir getiri sağladığı görülmektedir. Özellikle 1998 yılının ilk yarısında yatırımcılara diğer GYO'na göre büyük bir getiri sağlamıştır.

Grafik 5.16. GYO'nın ve Nurol GYO'nın Hisse Senedi Fiyatı Karşılaştırılması

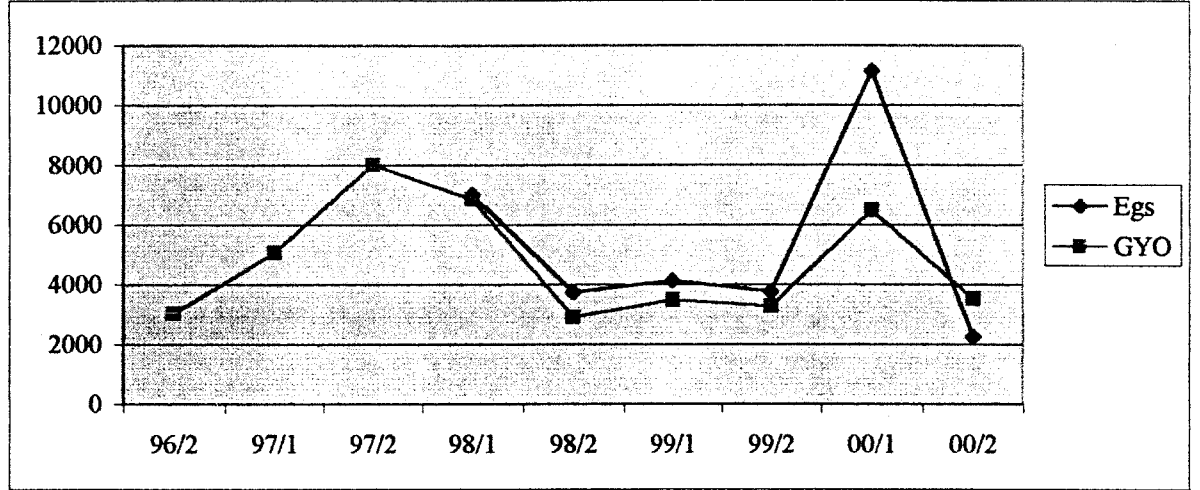


Hisse senetleri 1999 yılında halka arz edilen Nurol GYO'nun hisse senedi getirisi ortalamasının altında gerçekleşmiştir.

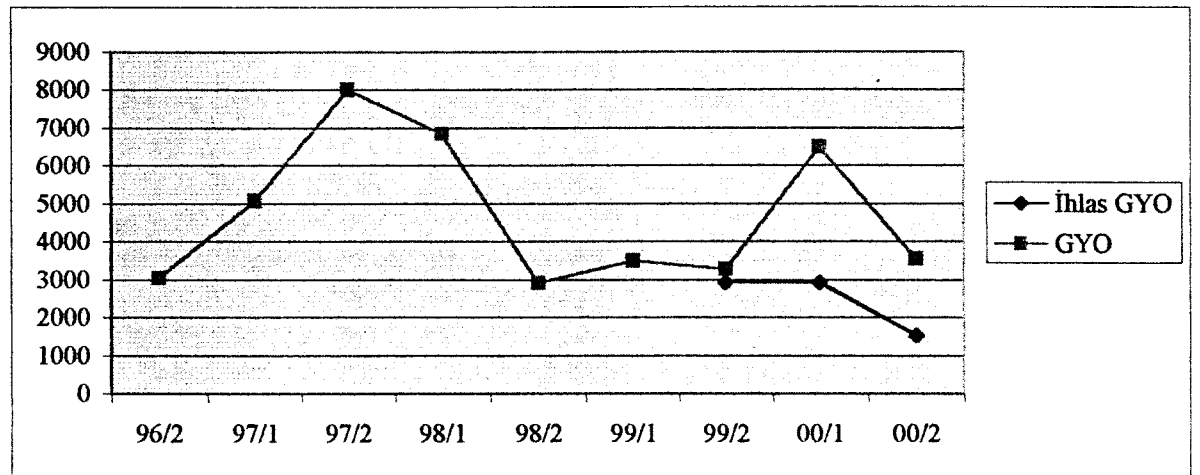
Grafik 5.17. GYO'nın ve İş GYO'nın Hisse Senedi Fiyatı Karşılaştırılması



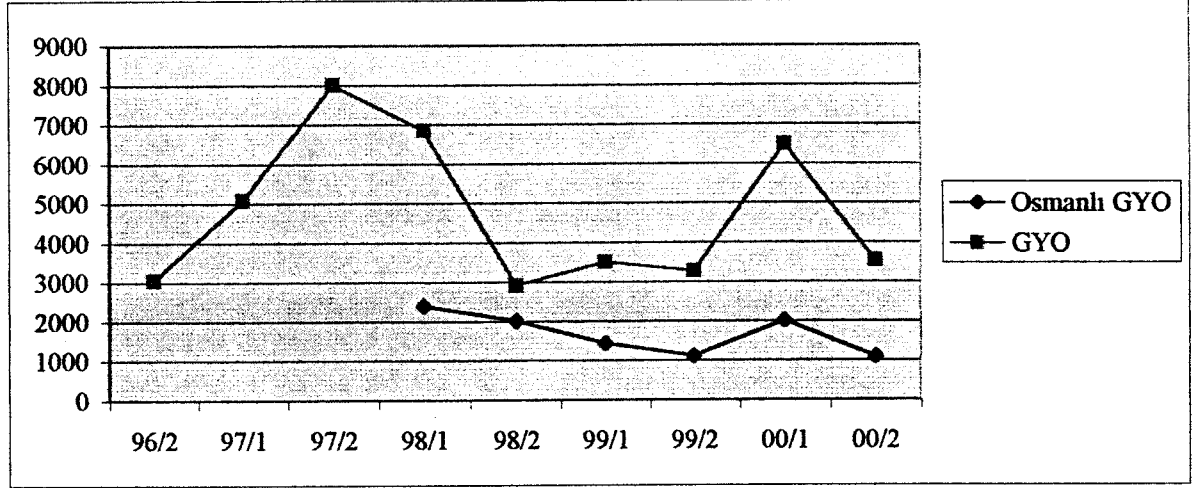
1999 yılında hisse senetleri halka sunulan İş GYO'nun da getirisi ortalamasının altında gerçekleşmiştir.

Grafik 5.18. GYO'nun ve EGS GYO'nun Hisse Senedi Fiyatı Karşılaştırılması

1998 yılında halka arz edilen EGS GYO'nun getirisi 1998-2000 yılının birinci döneminde ortalamanın üzerinde gerçekleşmiştir. 2000 yılında Alarko GYO'ndan sonra en fazla getiriyi sağlayan EGS GYO olmuştur. 2000 yılının ikinci döneminde ortalamanın altında getiri getirdiği görülmektedir.

Grafik 5.19. GYO'nun ve İhlas GYO'nun Hisse Senedi Fiyatı Karşılaştırılması

1999 yılında halka arz edilen İhlas GYO'nun getirileri ortalama GYO'nun getirilerinden daha düşük gerçekleşmiştir.

Grafik 5.20. GYO'nun ve Osmanlı GYO'nun Hisse Senedi Fiyatı Karşılaştırılması

1998 yılında halka arz edilen Osmanlı GYO'nun hisse senedi getirileri ortalama GYO'nun getirilerinden düşüktür.

GYO'nun getirilerinde bir genelleme yaptığımızda 1997-1998 yıllarında en fazla getiriye Vakıf GYO'nun sağladığı, 1999 yılında en yüksek getiriye sağlayan Alarko'dan sonra EGS ve Vakıf GYO'nun izlediği görülmektedir. 2000 yılında ise en yüksek getiriye gene Alarko GYO'nun getirdiği görülmektedir. Alarko'dan sonra ikinci en büyük getiri EGS yatırım ortaklarının olmuştur.

5.4.3. Değerlendirme

GYO'nun dikey yüzde yöntemi ile bilançolarının analizinden elde edilen verilere göre mali yapılarının iyi durumda olduğu söylenebilir. Buna rağmen karlılık oranlarının düşük düzeyde olduğu ve yıllar itibarıyla devamlı bir azalış gösterdiği ve 2000 yılında diğer yıllara göre daha büyük bir azalış yaşandığı görülmektedir. İnceleme döneminde dönen varlıklardaki yüksek oran, Türkiye'deki yüksek enflasyon ve gayrimenkul piyasalarının istikrarsızlığı nedeniyle GYO'nun likit kalmayı tercih etmelerinden kaynaklanmaktadır. Böyle bir ekonomik ortamda yüksek getirili kamu kağıtlarından yararlanmayı yeğlediklerinden net karlarının büyük bir bölümünü faiz gelirleri oluşturmaktadır. 2000 yılında faiz oranlarında görülen düşüşler ve yaşanan Kasım krizi nedeniyle net karlarında bir önceki yıla göre azalış görülmektedir. Bu durum doğal olarak büyüme oranlarını da etkilemektedir. Büyüme oranlarında artış

gerçekleşse bile bir önceki yıla göre devamlı azalan bir seyir izlemektedir. Büyüme oranlarında bir önceki yıla göre en fazla orana sahip olan yıl 1999 yılı olmuştur. Buna rağmen 2000 yılında net kar büyüme ve esas faaliyet karı artış oranlarında görülen bir önceki yıla göre negatif büyüme oranı dikkat çekicidir.

Borsa performanslarında ise fiyat kazanç oranlarında ve piyasa değeri defter değerinde 2000 yılında artış yaşanmıştır. Bu da bize 2000 yılında alışı eğiliminin arttığını gösterir. 1997 ve 1998 yılında en büyük getiriye Vakıf GYO sağlamıştır. 1999 ve 2000 yıllarında ise en yüksek getiri sahibi GYO, Alarko ve EGS GYO dır. Bu getirilere rağmen hisse başına kar oranında 1998 yılından sonra azalış görülmektedir. En düşük getiri oranı ise 2000 yılında gerçekleşmiştir.

GYO, günümüzde gelişmiş ekonomilere sahip ülkelerde dahi hala gelişme potansiyeli taşıyan bir yatırım aracı şeklidir. Ülkemizde henüz 7 yılı bulan bir geçmişi bulunmaktadır. Kurulmalarından bu yana fazla bir süre geçmemesi nedeniyle gelişme sürecinde bulunan GYO henüz büyük bir gelişme kaydetmemişler ve toplumun büyük bir kesimi tarafından da pek fazla bilinmemektedirler. Yüksek enflasyondan dolayı bireysel yatırımcılar açısından hem iyi bir yatırım aracı hem de iyi bir riskten korunma aracıdır. Gayrimenkul gibi yüksek getiri getiren araçlara yatırım yapmaları, ülkemizde de gayrimenkullerin fiyatlarında ve ihtiyaçta devamlı bir artış olması nedeniyle ileride yüksek performans gösterecek ve yüksek getiri getirecek bir yatırım aracıdır.

GYO'ların istenilen düzeye gelmemesinin başka bir nedeni de sağlanan teşviklerin yeterli düzeyde olmamasıdır. KDV oranı, gayrimenkul alım ve satımında %18 olarak belirlenmiştir. GYO, bu oran üzerinden işlemlerini gerçekleştirdiklerinden maliyetleri önemli ölçüde artmaktadır. Ayrıca %3 olan tapu harcı oranı diğer şirketlere uygulanan oranla aynı olmakta bu da haksız rekabete yol açmaktadır. "GYO'lar tapuya ilişkin tüm işlemlerini yine ekspertiz şirketlerinin belirlemiş oldukları değerlendirme üzerinden gerçekleştirmek zorundadırlar. Gayrimenkul alımında faaliyet gösteren diğer şirketlerin çoğunluğunun işleme konu olan gayrimenkulü gerçek değeri ile göstermediği, böylece önemli bir maliyet unsurundan kaçmaya çalıştığı bilinen bir gerçektir¹¹⁷."

¹¹⁷ A. Ender Çolak; Aşkın Alıcı, a.g.e., s. 91.

GYO, portföylerini sektör ve coğrafi bakımdan çeşitlendirdikleri söylenemez. GYO'nın yatırımlarının çoğunluğu İstanbul, Ankara ve İzmir'de yoğunlaşmıştır. Ayrıca ülkemizde sağlık, endüstri ve spor sektörüne yatırım yapan GYO bulunmamaktadır. Diğer bölge ve sektörlerde yatırım yapmaları, kendilerinden beklenen katkının gerçekleşmesini sağlayarak ülkemizin kalkınmasını sağlayacaktır. Ekonomide yaşanan krizler diğer sektörler gibi gayrimenkul sektörünü de olumsuz etkilemiştir. Ekonominin düzelmesiyle birlikte bu ortaklıkların getirilerinde de artış beklenmektedir.



SONUÇ

Ülkemizdeki hızlı nüfus artışı şehirleşmeyi de birlikte getirmekte zaten var olan konut açığının daha da büyümesine neden olmaktadır. İçinde bulunduğumuz ekonomik sıkıntılar neticesinde meydana gelen işsizlik oranındaki artma ve küçük yerleşim yerlerinde tarım alanlarındaki azalma, geçimlerini tarımla sağlayan halkın yaşadığı bölgelerden ayrılıp şehirlere göç etmeye zorlamıştır. Kırsal kesimde yaşayan halk kendi evlerini yaparken birikimleri doğrultusunda malzeme alır ve bu malzemeyi eş ve dostlarından yardım alarak konut yapımında kullanır. Şehire göç ettiklerinde bu alışkanlığını sürdürmek isteyen kırsal kesim halkı, şehir çevresinde çarpık yapılaşmaya neden olur. Gecekondu denilen bu çarpık yapılaşmalar, büyük bir sorun oluşturmaktadır.

Ülkemizdeki bir çığ gibi büyüyen konut sorununun temel nedeni mevcuttaki gayrimenkul finansman sisteminin kurumsallaşamamasıdır. Konut fiyatlarının çok yüksek olması nedeniyle kişiler orta ve kısa süreli birikimleriyle konut alımında finanse edilemezler. Hem bu yüzden hem de ekonominin diğer sektörlerine dinamizm getirecek olması nedeniyle ülkelerin kendi yapılarına uygun bir gayrimenkul finansman sistemleri oluşturmaları gerekmektedir.

Gayrimenkul sektörü, bir çok alt sektöre canlılık kazandırmaktadır. Mobilya sektöründen cam sektörüne kadar daha pek çok sektöre iş olanağı sağlar. İş gücüne olan yüksek gereksinimi nedeniyle işsizliği önleyici bir etkisi de bulunmaktadır. Gayrimenkul finansmanı gayrimenkul sektörünün gelişmesini, gayrimenkul sektörü de ekonominin gelişmesini sağlar.

Ülkemizde kişiler konut sahibi olmak için genelde kurumsal olmayan gayrimenkul finansmanı kullandıkları görülmektedir. Hükümet bu konunun bilincine varıp 1980’li yıllarda Toplu Konut uygulamaları başlatmış olmasına rağmen, nüfusun giderek artması ve konut sorunun bir çığ gibi büyümesi nedeniyle yetersiz kalmıştır. 1980 öncesi dolaylı da olsa SSK, Bağ Kur konut kredisi vermiş olsa da yaşanan ekonomik dar boğazlar nedeniyle bu kurumlar zor duruma düşmüş ve vermiş oldukları kredileri kesmek zorunda kalmışlardır. Ticari bankalarda ise durum, bazı bankalar dışında konut kredisi verilmekte fakat bu kredilerin kısa vadeli, yüksek faizli olması nedeniyle tüketiciler tarafından gerekli ilgiyi görmemektedir.

Gelişmiş olan ülkelerde konut kredileri 15-30 yıl arasında olmaktadır. Kişiler konut almak istediklerinde alacağı konutların maliyetinin büyük bir kısmını bu kredilerden karşılamaktadır. Verilen kredilerin kredi tutarının mülkün değerine oranı %80 'in üzerinde olmaktadır. İstikrarlı bir ekonomiye de sahip olduklarından geri ödemelerde zorlanılmamaktadır. Türkiye'ye baktığımızda kredilerin çok yüksek faizden verildiği ve ortalama beş yıl vadeli olduğu kredi tutarının mülkün değerine oranının ise % 70 civarlarında seyrettiği görülmektedir. İki yıla kadar 20 yıl vadeli konut kredisi Emlak Kredi Bankası ve Demir Bank tarafından verilirken bu bankaların değil uzun vadeli kredi, kısa vadeli konut kredi vermelerini dahi tamamen durdurmuşlardır. Bu durum, 2000 yılının kasımında yaşanan ve 2001 yılının şubatında yaşanan ekonomik krizler neticesinde meydana gelmiştir. Ülkemizde verilen konut kredilerinin kısa vadeli olmasından dolayı konut kredileri olarak değil konut destek kredileri olarak adlandırılması daha doğru olur.

Türkiye'de gayrimenkul sektörü kurumsallaşamadığından, standardın bulunmadığı ve büyük ölçüde kayıt dışı faaliyetlerden oluşan bir yapıya bürünmüştür. Uzun vadeli kaynak sağlaması gerekirken, kısa vadeli kaynak kullanıma gitmiştir. GYO'nın kurulup faaliyete geçmesi inşaat ve gayrimenkul sektörünün gelişimi için son derece önemli bir adımdır. GYO'nın kurulmalarından bu yana henüz 7 yıl geçmiştir ve bu süre içinde İMKB'de 8 adet işlem gören GYO bulunmaktadır. GYO'nın ekonomiye ve sermaye piyasalarına sağladıkları olumlu katkılar şu şekilde sıralanabilir;

- Çok büyük oranlarda fonlara ihtiyaç duyan büyük alt yapı yatırımlarının finansmanına olanak sağlar. Bu şekilde de sektörün ihtiyacı olan uzun vadeli fonları sağlamış olur.
- Gayrimenkul sektörünün büyük oranda kayıt altına alınmasına imkan sağlar.
- Yan sektörlere dinamizm getiren ve önemli istihdam olanakları yaratan konut ve inşaat sektörünün gelişimini sağlar.
- Aktiflerinde durağan halde bulunan değerleri menkul kıymetleştirme yoluyla hisse senedine dönüştürerek likit hale getirirler. Böylelikle hem yeni yatırımların finansmanı için fon sağlanır hem de sermaye piyasasına derinlik kazandırılır.
- Uzman kadrolar tarafından fonlar yönetildiğinden az riskli bir yatırım aracıdır. Böylelikle sermaye piyasasına yeni yatırımcılar kazandırılır.

- Gayrimenkul piyasasında profesyonel ve kurumsal yatırımcı tabanının oluşmasını sağlar.
- Hazine gayrimenkullerinin ekonomiye kazandırılmasına imkan tanır.

Türkiye'deki mevcut GYO'nun performanslarına baktığımızda, ortaklığın toplam piyasa değerinin 2001 Ağustos itibariyle 274 trilyon olduğu ve bu rakamın 2000 Ağustos ve 2001 Temmuz aylarındaki piyasa kapitalizasyon oranı ile karşılaştırdığımızda bir düşüş yaşandığı görülmektedir. Bu düşüş, 2000 yılının Kasım ayında ve 2001 yılının Şubat ayında yaşanan mali kriz nedeniyle oluşmuştur. 2000 yılı ABD'deki GYO piyasa kapitalizasyonuna baktığımızda 138,715 milyar dolar olduğu ve aynı sene Türkiye'deki GYO'nun kapitalizasyon oranlarının ise bu rakamın ancak 406,6 trilyon olduğu görülmektedir. Bu rakamda ABD'ye kıyasla oldukça düşüktür. Piyasa değeri ve net aktif değeri ortaklıklar içinde en büyük olan İş GYO'dur. En çok hisse senedi getirisini de yine İş GYO sağlamıştır. GYO'nun portföylerine baktığımızda ise, bina, arsa ve arazilerin ortaklıkların portföylerini %75,33 gibi büyük bir oranla oluşturduğu görülür.

GYO'nun İMKB'nde işlem gören hisse senetlerinin piyasa değeri, genelde ortaklıkların net varlık değerinden düşüktür. Mali tabloların değerlendirilmesi ve yeni düzenlemeyle getirilen ara dönem temettü ödemesi konusunda yatırımcıların bilgilendirilmesi bundan dolayı önemlidir. Kamunun doğru bilgilendirilip güven sağlanması açısından portföy tablolarına belli bir standart getirilmesi ve muhasebe düzeninin oluşturulması diğer önemli konudur. GYO'nun değerlendirme yöntemleri, kriterleri ve bunu yerine getirecek eksperlerin nitelikleri ile ilgili standartların getirilmesi gerekmektedir. Uluslararası değerlendirme standartlarının benimsenmesi GYO'nun gelişiminde büyük rol oynayacaktır.

Vergi avantajlarına baktığımızda, geçmiş dönemlere oranla sınırlandırıldığı görülmektedir. GYO'dan temettü geliri elde eden yatırımcılar için vergi muafiyeti kaldırılmıştır. Bu kurumların gelişimini teşvik etmesi açısından vergi muafiyeti tekrar uygulamaya alınmalıdır. Ayrıca ortaklık portföyünde bulunan gayrimenkullerin satış ve kiralanmasında %18 olarak uygulanan KDV oranı, ortaklıkların maliyetlerini büyük ölçüde yükseltip bu kurumların karlılıklarını önemli ölçüde azaltmaktadır. Ayrıca %3 olan tapu harcı oranı diğer sektörlerde faaliyet gösteren şirketler ve GYO arasında haksız bir rekabet oluşturmaktadır. Böylelikle de, kayıt dışı sektörü önleme fonksiyonunu minimize etmektedir.

Konut finansman sektörünün gittikçe dar boğaza girmesi ve konut finansman sorunun çözülememesi sektörün büyümesi açısından çok önemlidir. Ülkemizde yaşanan nüfus artışı, yüksek faiz ve enflasyon nedeniyle ipotek finansman sektörü gelişmemiştir. Bu sektörün gelişmemesi konut ve gayrimenkul sektörünün gelişimini olumsuz etkiler. Dolayısıyla bu sektörlerin gelişimi birbirleriyle içicedir. Aynı zamanda ülkemizde yaşanan bu ekonomik durum orta ve alt gelir gruplarının alım gücünü devamlı düşürmekte, böylelikle gayrimenkule karşı talebin azalmasına neden olmaktadır. Gayrimenkul sektörünün gelişimi için GSMH'nın artırılması dolayısıyla da ekonominin gelişimi gerekmektedir.

GYO'nun bilanço ve gelir tabloları dikey yüzde yöntemi ve oran analizi yöntemiyle analiz edilmiştir. Çalışmada yüzde analizi yoluyla varlık-kaynak yapısı ile faaliyet yapısı incelenmiş, oran analizi yöntemi ile de likidite, mali yapı, karlılık, büyüme ve borsa performansı değerlendirilmiştir. Analiz sonunda elde edilen sonuçlar GYO'nun mali yapılarının açısından başarılı olduklarına işaret etmekle birlikte, yıllar itibariyle karlılık oranlarında ve büyüme oranlarında görülen azalış bu ortaklıklardan beklenen performansın gerçekleşmediğini göstermektedir. Dönen varlıklar toplamında oldukça yüksek oranlar bulunmaktadır. Türkiye'deki yüksek enflasyon ve gayrimenkul piyasalarının istikrarsızlığından dolayı GYO likit kalmayı tercih etmeleri nedeniyle işletme sermayesi devir hızında yavaşlama mevcuttur. Net karlarının büyük bir bölümü ekonomik konjoktürden dolayı yüksek getirili kamu kağıtları oluşturmuş, 2000 yılında faiz oranlarının düşüşü ve yaşanan ekonomik kriz neticesinde de net karlarında bir önceki yıla göre azalışlar yaşanmıştır. Fiyat/kazanç oranı ve defter değerlerinde 2000 yılındaki artışlar alışı eğiliminin olduğunu göstermektedir. İnceleme döneminde GYO'nda 1997,1998 yılları arasında en yüksek getiriyi Vakıf GYO sağlamıştır. 1999 ve 2000 yıllarında ise Alarko ve EGS GYO yatırımcılara en yüksek getiriyi sağlayan GYO olmuşlardır. Hisse başına kar oranındaki yıllar itibariyle görülen azalış yatırımcıların temettülerinde azalma olduğunu anlatmaktadır. Bu görülen düşük performans ekonomik konjoktürden kaynaklanmaktadır. Ekonomi de yaşanan dar boğaz bu ortaklıkların performanslarını da etkilemiştir.

Daha çok yeni 7 yıllık bir geçmişi bulunan GYO toplum tarafından pek fazla bilinmemekte ve pek fazla performans gösterememektedir. Sektör ve coğrafi bakımdan çeşitliliği bulunmayan

GYO'nun yatırımlarının İstanbul, Ankara ve İzmir olmak üzere bu üç şehirde yoğunlaştığı görülmektedir. Sağlık, spor ve endüstri sektöründe henüz yatırıma başlanmamıştır. Diğer sektörlerle ve şehirlere yatırım yapılması ekonominin de düzelmesine bir katkı sağlayacaktır. GYO sağlanan teşviklerin yeterli düzeyde olmaması bu ortaklıkların performanslarını etkileyen diğer bir faktördür. Ülkemizde gayrimenkul fiyatları yüksek ve ihtiyaç fazladır. Bu ortaklıklar gayrimenkule yatırım yaptıklarından ekonominin düzelmesiyle birlikte yüksek getiri sağlayan yatırım araçları olmaları beklenmektedir.

Ülkemizde bir çığ gibi büyüyen konut sorunun çözümünde GYO'nun yeri önemlidir. Atıl durumdaki hazine arsalarının orta ve düşük gelirli gruplara GYO tarafından konut yapımında kullanılması, hem bu boş duran arazilerin ekonomiye kazandırılması hem gittikçe büyüyen konut probleminin bir nebze çözümü ve hem de konut sektörünün sosyal yönünün yerine getirilmesi açısından önemlidir.

KAYNAKLAR

- Akçay Belgin, “Yeni Konut Finansman Modelleri,” *Banka ve Ekonomik Yorumlar*, Haziran 1999.
- Akçay Belgin, “Konut Politikalarının Yetmişbeş Yıllık Bilançosu,” *Banka ve Ekonomik Yorumlar*, Şubat 1999.
- Akçay Belgin, **Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları**, Ankara: İşletme ve Finans Yayınları, 1999.
- Akçay Belgin, “Türkiye’de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Değerlendirilmesi,” *Bankacılık ve Finans Dergisi*, Şubat-Mart 2000.
- Alp Ali, M. Ufuk Yılmaz, **Gayrimenkul Finansmanı ve Değerlemesi**, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, 2000.
- Alp Ali; Ufuk Yılmaz, “Konut İpotek Kredilerinin Sermaye Piyasaları Yoluyla Finansmanı,” *Activefinans* Eylül 1999.
- Alp Ali, **İpotek Kredileri ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Yoluyla Türk Konut Finansman Sorununun Çözümünde Bir Model Önerisi**, Ankara: Sermaye Piyasası Kurumu, 1996.
- Alp Ali, “Konut Finansman Piyasası ve Alt Yapı Sorunu,” *Finans Dünyası*, 2000.
- Alp Ali, “Gayrimenkul Değerlemesine Genel Bir Bakış: Oturma Amaçlı Konutların Değerlemesi,” *Activefinans* Haziran-Temmuz 2000.
- Alp Ali, “Ticari Gayrimenkullerin Değerlemesi,” *Activefinans* Ağustos-Eylül 2000.
- Akyatırım Menkul Değerler Araştırma Bölümü, **İnşaat Sektörü**, 2000.
- Aras Güler, “Türk Sermaye Piyasasında Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Üzerine Bir Deneme” *İktisat Dergisi*, 2000.
- Baldwin Earl and Sandra Stotts, **Mortgage-Backed Securities**, Chicago, Illinois: Probus Publishing Company, 1990.
- Boyras Cemal, “Gayrimenkullerin Menkulleştirilmesi Yöntemiyle Konut Finansmanının Sağlanması,” *Bankacılar Dergisi*, Eylül 1997.

Brueggemen W.; J.D.Fisher, **Real Estate Finance and Investments**, 10.Edition, Times Mirror Higher Education Group Inc. Company, 1997.

Cohen Deborah, "ABD İkincil İpotek Piyasasının Lideri Fannie Mae," *Finans Dünyası Dergisinin Eki*, 2000:

Chinloy Peter, "Public and Conventional Mortgages and Mortgage Backed Securities," *Journal of Housing Research*, Volume 6, Issue 2, 1995.

Çolak A. Ender; Aşkın Alıcı, **Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları A'dan Z'ye**, Ankara: Sermaye Piyasası Kurumu, Ekim 2001.

Ellwood Technique, <http://www.kcrealestate.to/Dictionary%20E.htm>.

Ekren Nazım; Osman Gürbüz, "Gayrimenkullerin Menkul Kıymetleştirilmesi," *Activefinans*, Şubat-Mart 1999.

Fabozzi F.J; F. Modigliani, **Capital Markets; Institutions and Instruments**, New Jersey, 1992.

Garrigan Richard T., John F.C. Parsons, **Real Estate Investment Trusts: Structure, Analysis, and Strategy**, New York: Mc Graw-Hill Companies, 1997.

Gökçe Gamze, **Gayrimenkul Yatırım Fonları, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Gayrimenkul Sertifikaları ve Hazine Taşınmaz Mallarının Bu Yollarla Değerlendirilmesi**, Ankara: Maliye Bakanlığı Milli Emlak Genel Müdürlüğü, 1998.

Güngör Esen, "Gayrimenkul Değerlemesi ve Türkiye'de Sermaye Piyasalarında Gayrimenkul Ekspertiz Şirketlerine Yönelik Düzenlemeler Yapılmasına İlişkin Öneriler," Yeterlik Etüdü, Sermaye Piyasası Kurumu, 1999.

Güngör A. Feridun, "GYO'nın Vergilendirilmesi," *Yaklaşım*, Ağustos 1998.

Günver Osman Remzi, **Sermaye Piyasası Aracı Olarak İpotekli Borç Senedi ve İrat Senedi**, Ankara: Türkiye Bankalar Birliği Yayını, 1994.

Gündere Metin, "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları," *Yaklaşım*, Ağustos 1998.

Gürlüman Ayşe, **Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları**, Garanti Yatırım, Ekim 2000.

GYODER, http://www.gyoder.org.tr/turkce/frm_index/main.html.

GYODER, 40 Soruda GYO.

Hancock K., M. Munro, "Housing Subsidies : İnequality and Affordability", *Fiscal Studies*, 1992.

İktisadi ve Araştırmalar Vakfı, **Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları**, İstanbul, 1999.

İMKB, **Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu**, 2000.

Karahasanoğlu Şükrü, "İnşaat Sektörünün Finansal Sorunları," *Yaklaşım* ,Temmuz 1998.

Karagöz Atıl, "Mortgage Piyasası ve Türkiye’de Uygulanabilirliği," <http://www.activefinans.com/active/sayi5/mortgage.html>.

Kızılot Şükrü, "Vergi Hukuku Açısından Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları," *Tapu Kadastro Vakfı*, 1999.

Kodal Hakan, "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında Halka Açılma ve Portföy Oluşumu," *Yaklaşım*, Ağustos 1998.

Malpas P.; A. Murie, *Hausing Policy And Practice*, The Mc Millan Press Ltd, 1982.

Order Robert Van, "The U.S. Mortgage Market: A Model of Dueling Charters," *Journal of Housing Research*, Volume 11, Issue 2, 2000.

OYAK, <http://www.oyak.com.tr/uye-konutedin.asp>.

Özmen Saba, "Taşınmazların Menkul Kıymetleştirilmesinde Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları," *Yaklaşım* ,Temmuz 1998.

Patridge D. M., "A New Area," *Mortgage Banking*, 1994.

Pryke M.; C. Whitehead, **An Overwiev of Mortgage – Backed Securitisation in the U.K.**, 1994.

Safel Ruhan, **İnşaat Sektörü**, Türkiye Vakıflar Bankası, Ekim 2000.

Scherrer P.S., "UPREITS: Their Time Has Come For The Chosen Few," *The Journal of Real Estate Finance* , Volume 6, Issue 2 , 1997.

Struyk R.J.; M.A. Turner, **Guidelines For Creating a Housing Finance Strategy in a Developing Country**, Washinton, 1987.

Sur Haluk, "Türkiye’de Gayrimenkul Sektörünün Dinamikleri," *Finans Dünyası*, Haziran 2000.

Teker Murat Bahadır, **Sermaye Piyasası Yoluyla Gayrimenkul Finansmanı ve Yatırımı**, SPK, 1996.

The MBS Market,
http://www.fanniemae.com/markets/mbssecurities/product_info/mbs/mbs.html.

Tuncer Kürşat, **Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Türkiye Uygulaması**, Ankara: Sermaye Piyasası Kurumu, 1997.

Tuncer Kürşat, “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları,” *Yaklaşım*, Ağustos 1998 .

Uludağ İlhan, **Konut Üretiminde Bölgesel Koşullara Uygun Alternatif Finansman Sistemleri ve Teknikleri**, İstanbul Ticaret Odası, 1997.

Uçak Cemalettin, “Bir Konut Finansman Yöntemi Olarak İpotek Piyasaları,” *Vergi Dünyası*, Ekim 1999.

Vandell Kerry D. , “FHA Restructuring Proposals: Alternatives and Implications” *Housing Policy Debate*, Volume 6, Issue 2, 1995.

Yılmaz M. Ufuk, **Türkiye’de İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Merkezinin Kurulması**, Yeterlilik Etüdü, SPK, 2000.

EKLER

Ek 1 GYO'nın Gelir Tablosu



EK 1 GYO'nun Gelir Tablosu

GELİR TABLOSU (Milyon TL)	1996	1997	1998	1999	2000
A. Brüt Satışlar	572.731	135.583	352.897	2.327.718	5.323.056
B. Satışlardan İndirimler (-)	0	169	57	34	908.450
C. Net Satışlar	572.731	135.414	352.839	2.327.685	4.414.606
D. Satışların Maliyeti (-)	235.710	5.941	164.301	1.336.728	3.268.148
BRÜT SATIŞ KARI (ZARARI)	337.021	129.472	187.471	993.207	1.146.458
E. Faaliyet Giderleri (-)	53.270	81.091	151.130	570.099	1.018.572
1. Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	0	31	11.793	18.710	36.821
2. Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	0	0	1.395	55.790	35.576
3. Genel Yönetim Giderleri (-)	53.270	81.059	137.942	495.599	946.174
ESAS FAALİYET KARI (ZARARI)	283.751	48.382	21.089	420.858	127.887
F. Diğer Faaliyetlerden Gelirler ve Karlar	192.641	832.483	1.923.122	5.846.889	6.671.386
1. İştiraklerden Temettü Gelirleri	0	65	1	34	110
2. Bağlı Ortaklıklardan Temettü Gelirleri	0	0	0	0	0
3. Faiz ve Diğer Temettü Gelirleri	59.960	434.842	697.137	3.451.342	2.809.944
4. Faaliyetle İlgili Diğer Gelirler ve Karlar	132.680	397.576	1.070.274	2.395.513	3.861.332
G. Diğer Faaliyetlerden Giderler ve Zararlar (-)	86	23.818	102.802	181.610	799.084
H. Finansman Giderleri (-)	0	57.975	2.600	127.431	38.932
1. Kısa Vadeli Borçlanma Giderleri (-)	0	57.975	2.600	127.431	38.932
2. Uzun Vadeli Borçlanma Giderleri (-)	0	0	0	0	0
FAALİYET KARI (ZARARI)	476.306	799.071	1.837.983	5.958.707	5.961.256
1. Olağanüstü Gelirler ve Karlar	120	20.341	119.404	49.408	25.900
1. Konusu Kalmayan Karşılıklar	0	0	0	1.885	13.318
2. Önceki Dönem Gelir ve Karları	0	0	0	5.229	339
3. Diğer Olağanüstü Gelirler ve Karlar	120	20.341	119.404	42.293	12.242
J. Olağanüstü Giderler ve Zararlar (-)	20	410	75	8.447	212.069
1. Çalışmayan Kısm Giderleri ve Zararları (-)	0	0	0	0	0

GELİR TABLOSU (Milyon TL)	1996	1997	1998	1999	2000
2. Önceki Dönem Gider ve Zararları (-)	0	110	0	4.075	73.526
3. Diğer Olağanüstü Giderler ve Zararlar (-)	20	300	75	4.371	139.185
DÖNEM KARI (ZARARI)	476.406	819.002	1.957.311	5.999.668	5.774.446
K. Ödenecek Vergi ve Yasal Yükümlülükler (-)	49	1.782	0	14.790	0
NET DÖNEM KARI (ZARARI)	476.357	817.220	1.957.311	5.984.878	5.774.446

Kaynak: İMKB

ÖZGEÇMİŞ

Doğum Tarihi	21.08.1972	
Doğum Yeri	İstanbul	
Lise	1986 – 1989	Beşiktaş Atatürk Lisesi
Lisans	1991 – 1996	İstanbul Üniversitesi Fen Fakültesi Fizik Bölümü
Yüksek Lisans	1998 – 2000	Yıldız Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Yönetimi Anabilim Dalı
Çalıştığı Kurumlar	1999	Toros Gübre Pazarlama A.Ş. (Staj)