

MORTGAGE SİSTEMİ: TEMELLERİ, GELİŞİMİ VE KRİZİ

Araş. Gör. Dr. Halil TUNALI*

Özet

Mortgage sistemi geliri düşük insanlara uzun vadeli (25-30 yıl), düşük ve sabit faizli kredi imkanları sunarak ev sahibi olmalarına olanak sağlayan bir konut finansman sistemidir. Mortgage sisteminde gayrimenkul üzerine konulan ipotek karşılığında ikincil piyasada alınıp satılan menkul kıymetler çıkarılmaktadır. Böylece hem gayrimenkul kredisi veren kurum uzun vadeli finansman imkanı bulmakta, hem de bilançosunda durağan varlık olarak görünen ipotek kredileri hareket yeteneği kazanmış olmaktadır. Özellikle ABD'de gayrimenkul finansmanında yaygın olarak kullanılan sistem ABD konut sektörünün gelişmesine de büyük katkı sağlamıştır. Bununla birlikte 2007 yılının Haziran ayından itibaren önce ABD'de başlayan mortgage krizi hızla tüm dünyaya yayılmış ve global bir finansal krize dönüşme tehdidi oluşturmuştur. Başta Fed ve diğer merkez bankaları piyasalara yüz milyarlarca dolar likidite vererek paniği şimdilik yatırtmış görünse de yeni şirket iflas haberleri gelmeye devam etmektedir. Bu makalenin amacı mortgage sisteminin temellerini, gelişimini ve nasıl olup da tüm dünyaya yayılan bir kriz tehdidine yol açtığını açıklamaktır.

Abstract

Mortgage is a housing finance system that enables people of less income to be homeowners by supplying them long term (25-30 years) and low fixed interest rates. In this system, mortgage-backed securities are issued, and bought and sold in the secondary markets. So the firm that gives mortgage loans obtains long term finances and also its mortgage loans become liquid. Mortgage system is especially used in the USA and has played a great role in developing American housing sector. However by June 2007 mortgage crisis, started first in the USA, speedily spread all over the world and challenged to become a global financial crisis. Though Fed and other central banks calmed panics by injecting hundreds

* Araş. Gör. Dr., İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi.

of billions of dollars into the markets, news of bankruptcies have continued to come. The aim of this article is to explain the bases and the development of the mortgage system and how it gave rise to a world-wide financial crisis challenge.

GİRİŞ

Mortgage düşük gelirli insanlara uzun vadeli (25-30 yıl), sabit ve düşük faizli kredi imkanları sunarak ev sahibi olma imkanı sağlayan bir konut finansman sistemidir. Mortgage sisteminde, mortgage (ipotek) kredisine dayalı olarak menkul kıymet çıkarılmakta, bu menkul kıymetler ikincil piyasalarda alınıp satılarak ev kredisi veren kurumlara hem uzun vadeli finansman imkanı sağlanmakta, hem de bilançolarında durağan varlık olarak yer alan ipotek kredilerine hareket imkanı sağlanmış olmaktadır. Bu yüzden mortgage sisteminin iyi işleyebilmesi için çok gelişmiş bir ikincil piyasaya ihtiyaç vardır. Dünyada henüz çok yaygın olmayan mortgage sistemi oldukça gelişmiş bir ikincil piyasaya sahip olan ABD'de oldukça önemli bir yere sahiptir. ABD'de 10 trilyon dolarlık bir büyüklüğe ulaşmış olan mortgage piyasası ABD konut sektörünün ve buna bağlı olarak ABD ekonomisinin büyümesinde oldukça büyük bir rol oynamıştır.

Bununla birlikte ABD'de son yıllarda faiz oranlarının sürekli artması ve konut sektörünün 2006 yılının ikinci yarısından itibaren durgunluğa girmesiyle birlikte ev fiyatlarının düşüşe geçmesi mortgage kredilerinin geri ödenmesinde güçlükler yaşanmasına sebep olarak sistemde önemli sıkıntılar doğurmaya başlamıştır. Mortgage kredilerinin geri ödenmesinde yaşanan sorunlar bir süre sonra ikincil piyasada işlem gören mortgage kredisine dayalı menkul kıymetlere de yansımış ve sorun bu menkul kıymetlere yatırım yapan emeklilik fonları, sigorta şirketleri, mutual (Menkul Kıymet Yatırım Fonları) fonlar ve özellikle hedge fonlar vasıtasıyla tüm dünya piyasalarına yansımıştır. Başta Amerikan Fed ve Avrupa Merkez Bankası olmak üzere tüm dünya merkez bankaları paniği yatıştırmak için piyasalara yüz milyarlarca dolar likidite enjekte etmişlerse de Haziran ayında ABD'de başlayan mortgage krizi önü alınamaz bir şekilde tüm dünya piyasalarına yayılmaya ve yeni iflaslara yol açmaya devam etmiştir. Başlangıçta krizin sadece bir mortgage krizi olduğu ve ABD mortgage piyasası ile sınırlı kalacağı düşünülürken, mortgage piyasasının önemli bir büyüklük teşkil etmediği diğer piyasalardan ve yine konut kredisi vermeyen

firmalardan da iflas haberleri gelmeye devam edince sorunun görünen kısmının buzdağının sadece su üstündeki kısmı olduğu ve su altındaki kısmın büyüklüğünü ise hiçkimsenin tam olarak bilmediği telaffuz edilmeye başlanmıştır.

Bu makale mortgage sisteminin ne olduğunu, nasıl işlediğini ve dünya çapında bir finansal kriz tehdidine nasıl dönüştüğünü açıklamak amacıyla kaleme alınmıştır.

1. KONUT FİNANSMANI

Konut genel olarak pahalı bir tüketim malı olduğundan orta gelirli ailelerin sadece kendi tasarruflarıyla konut sahibi olması oldukça zordur. Yapılan araştırmalar konut sahibi olmak isteyenlerin konut fiyatının yüzde 5 veya 10'unu kendi tasarruflarından karşıladıklarını, geri kalanı için ise borçlandıklarını ortaya koymaktadır (Black ve Stafford, 1988:39). Konut sahibi olmada borçlanma oranının konut fiyatının yüzde 90 hatta 95 olduğu düşünüldüğünde konut finansmanı oldukça önemli hale gelmektedir.

Konut finansman sisteminin gelişmiş olması konut arzını artırarak konut sahibi olmayı kolaylaştırmakta aynı zamanda konutların niteliğini geliştirmektedir. Bununla birlikte konut finansman sisteminden en iyi sonucun elde edilebilmesi için devlet, mali kuruluşlar, konut üreticileri ve hanehalkı arasında dengeli bir ilişki kurulması gerekmektedir (DPT, 1989:3).

Konut finansman sisteminin pekçok tarafı vardır. Hanehalkı açısından sorun uygun şartlarda ve miktarda kredi bulabilmektir. Hükümetler açısından sorun kaynak eksikliğidir. Maliye bakanları ve merkez bankaları açısından sorun mali sistemde istikrarın ve güvenin sağlanmasıdır. Konut kredisi veren kuruluşlar açısından sorun kendi varlığını tehlikeye atmadan finansal hizmetler alanını nasıl geliştireceğidir. Sermaye piyasası açısından ise konut finansmanında uzun vadeli ve düşük faiz oranlı kredi imkanını sağlayacak şekilde menkul kıymet piyasasının geliştirilmesidir (Renaud, 1984:1).

1.1. Konut Finansman Sistemleri

Genelde konut finansman sistemleri fonların ödünç verenlerden alanlara transfer edilmesi açısından dört gruba ayrılmaktadır (Boleat, 1985:7; Renaud, 1984:27-28):

1. Mukavele Sistemi (Contractual Route)
2. Doğrudan Finansman Sistemi (Direct Route)
3. Mevduat Finansman Sistemi (Deposit Financing System)
4. İpotek Bankacılık Sistemi (Mortgage Banking) veya İpotek Tahvil Sistemi (Mortgage Bond System)

2. İPOTEĞE DAYALI KONUT FİNANSMANI:MORTGAGE

Konut ve inşaat sektörü sadece gelişmekte olan ülkelerde değil gelişmiş ülkelerde de ekonominin önemli sektörlerinden biri hatta pekçok başka sektörle olan bağlantısından dolayı lokomotif sektördür. Diğer taraftan gelişmekte olan ülkelerde genel olarak nüfusun yüksek, gelirin düşük olması konuta olan talebin yüksek olmasına yol açarken konut sahibi olmayı zorlaştırmaktadır. Bu noktada dar gelirlili ailelere ucuz ve uzun vadeli kredi imkanlarıyla konut sahibi olabilme imkanının sunulması oldukça önemli hale gelmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde konut sorunu sosyal bir problem olarak ortaya çıktığından hükümetler açısından ayrıca önem taşıyan bir sektör olagelmıştır (Nemety, 1977:7; Jorgenson, 1977:7). Gelişmiş ülkelerde ise konut talebindeki artış farklı dinamiklere dayalı olarak gelişmektedir. Gelişmiş ülkelerde gelirin yüksek ve gelir dağılımının dengeli olması, yaşlı nüfusun sürekli artması, ailelerin bölünmesi, evlenmemiş insan sayısının artması sonucu daha küçük hanehalkı sayısındaki artış gibi gelişmeler konuta olan talebin artmasına yol açmıştır (United Nations, 1980:180; OECD, 1986:1). Diğer taraftan konunun diğer yanında bulunan kredi kuruluşlarının ucuz ve uzun vadeli konut kredisi sunabilmesi içinse düşük enflasyon ve düşük reel faiz oranları başta olmak üzere makro ekonomik dengelerin yerine oturmuş olması ve istikrar arzemesi gerekmektedir. Bu gerekli fakat yeterli şart değildir çünkü krediler gayrimenkulün ipoteği karşılığında verildiği için kredi kurumlarının bilançolarında ölü yatırım olarak duran gayrimenkullere hareket yeteneği kazandırılması ve yeni yatırım araçlarına dönüştürülmesi oldukça önemli hale gelmektedir ki bu da mortgage sistemiyle sağlanabilmektedir. Mortgage kelime olarak ipotek, gayrimenkul rehni anlamına gelmektedir ve aslında hukuki bir belgeyi tanımlamaktadır. Bu belge ipotekli konut kredisi senedi olarak da adlandırılabilir (European Mortgage Federation, 2005). Mortgage sisteminde bu

senetler sermaye piyasalarında el değiştirerek gayrimenkul kredilerinin finansmanını kolaylaştırmaktadır. Böylece gayrimenkuller menkul kıymetleştirilmekte ve mortgage kredisi veren banka veya şirketlerin riski de azalmış olmaktadır. Bu ise bir yandan gelişmiş ve derinliği yüksek finansal piyasaların var olmasına, diğer yandan da finansal piyasalarla sermaye piyasaları arasında sağlam ve güçlü ilişkilerin bulunmasına bağlıdır (Yılmaz, 2000:5).

3. MORTGAGE KREDİLERİNİN FİNANSMANINDA KULLANILAN SERMAYE PİYASASI (İKİNCİL PİYASA) ARAÇLARI VE SİSTEMİN GELİŞMESİNDEKİ ROLLERİ

Konut finansmanı kurumları verdikleri kredileri topladıkları mevduatlar ve sermaye piyasasına ihraç ettikleri menkul kıymetlerden elde ettikleri fonlar ile finanse etmektedirler. İpoteğe dayalı olarak ihraç edilen sermaye piyasası araçları iki farklı yöntemle ihraç edilmektedir. Bunlardan birincisi İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler olarak isimlendirilir ve ihraç edilen menkul kıymetin getirisi oluşturulmuş olan ipotek havuzlarının faiz ve anapara getirilerine bağlıdır. Bu tür menkul kıymete yatırım yapan kurum menkul kıymetin üzerinde yazan faiz getirisini ve yatırdığı parayı ipotek kredisi geri ödendikçe belirli vadelerle alır. İhraç eden kurumun bilançosunda görünmeyen bu tür menkul kıymet ihraçları ABD başta olmak üzere, İngiltere, Kanada ve Avustralya'da uygulanmaktadır. Diğer menkul kıymetleştirme yöntemi ipotekli tahvil ihracıdır. İpotekli tahviller bunları ihraç eden kurumun bilançosunda yükümlülükler kısmında gösterilir. İpotekli tahvillerde tahvilin vade sonundaki değeri vade sonunda tek bir ödemeye almır. Bu tür menkul kıymetleştirme yöntemi kıta Avrupası'nda tercih edilen bir yöntemdir. İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetlerin ihracında ipotek kredisi veren kaynak firmadan ipotek kredilerini özel amaçlı şirket adına alan ve bunları sermaye piyasasında işlem göreceği menkul kıymet haline getirme sorumluluğunu üstlenen bir aracı firma vardır. Bu firma İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler'in getirisinin yatırımcıya ödenmesini garanti etmez, sadece bunu garanti eden firma adına ipotek kredilerini satın alır ve sermaye piyasasında işlem göreceği menkul kıymet haline getirir. İpotekli Tahviller'de ise tahvillerin getirisinin tahvil sahiplerine ödenmesi sorumluluğu tahvilleri ihraç eden kuruma aittir (Çölkesen, 2005:13-19).

3.1. İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler

İpoteğe dayalı menkul kıymetler ikincil piyasada işlem görseler de birincil piyasaya oldukça bağımlıdır. Birincil piyasadaki ipotek kredileri standart bazı özelliklere göre düzenlenmedikçe ikincil piyasada alınıp satılmaları zorlaşacak bu da negatif geri beslemeyle dönüp tekrar birincil piyasayı vuracaktır. Dolayısıyla sistemin düzgün ve sorunsuz işleyebilmesi açısından bu iki piyasa birbirine sıkı sıkıya bağlıdır. 1970'lerden itibaren birincil piyasadaki ipotek kredilerinin havuzlarda toplanarak bunlara dayalı menkul kıymet ihracı ile yapılan bilanço dışı menkul kıymetleştirme gayrimenkul finansmanı alanında kaydedilmiş en önemli gelişme olarak kabul edilmektedir (The Bond Market Association, 2005:3).

İkincil piyasada ipoteğe dayalı menkul kıymet çıkarma yöntemi özellikle ABD'de bu tarihten sonra çok yaygınlaşmıştır. ABD'de bu sistemin gelişmesinde Ginnie-Mae, Fannie-Mae ve Freddie Mac gibi kamu kuruluşlarının rolü büyük olmuştur. Bununla birlikte sistemde özel finans kurumları da faaliyet göstermektedir. Bu yöntemle uzun vadeli kaynak yaratmak da mümkün olmakta ve sistemin en önemli sorunlarından biri çözülmüş olmaktadır. Sistem şu şekilde işlemektedir: Gerçek kişi veya kurumsal müşterilere almak istedikleri konutun ipotek edilmesi karşılığında kredi veren ve bu ipotek kredilerini toplayıp bir havuz oluşturan kaynak firma bu ipotekli kredileri bütün hakları ile beraber iflas riskinden uzak bir şekilde yapılandırılmış olan özel amaçlı kuruma satar veya devreder. Özel amaçlı kurum ise bu kredilere karşılık olarak ikincil piyasada işlem görmek üzere İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet ihraç eder. Menkul kıymetleri sermaye piyasasında satın alan menkul kıymet sahipleri ipotek kredilerinden elde edilen faiz ve anapara geri ödemelerinden gelir elde ederler. İpotek kredilerinden faiz ve anapara geri ödemelerinin takip ve tahsil edilmesi ve bunların menkul kıymet çıkaran özel amaçlı şirkete aktarılması genellikle ipotek kredisini veren kaynak firmanın sorumluluğundadır. İpoteğe dayalı menkul kıymetleri dört gruba ayırmak mümkündür (Çölkesen, 2005:15-19).

3.1.1. Ödeme Aktarmalı Menkul Kıymetler

Bu tür menkul kıymetlerde ipotek kredileri bir yed-i emin tarafından güvence altına alınır. İpotek kredisini kullanan konut sahiplerinin ödediği faiz ve anaparalar menkul kıymet ihraç eden kuruma aktarılır. Menkul kıymet ihraç

eden kurum ise kendi alacaklarını (hizmet, garanti vb.) düştükten sonra kalan tutarı menkul kıymeti elinde bulunduranlara transfer eder. İpotek kredisi kullanan konut sahiplerinin ödediği faiz miktarı ile menkul kıymet sahiplerine ödenecek faiz tutarı birbirine paralel olduğundan faiz riski azalmaktadır. Ayrıca Ödeme Aktarmalı Menkul Kıymetler yatırımcısına tek bir ipoteğe yatırım yapmak yerine ipotek kredilerinden oluşturulmuş bir sepete yatırım yapma imkanı vermekte böylece tek bir hisse senedine yatırım yapmak yerine portföy çeşitlendirmesi yapan yatırımcı gibi riskini dağıtarak azaltma imkanı sunmaktadır. Ödeme Aktarmalı Menkul Kıymetlerin likiditesinin çok yüksek olması ve yatırımcı riskini azaltması özellikle 1980'lerde ABD'de bu menkul kıymetlere olan talebin oldukça yüksek olmasını sağlamıştır. Öyle ki bu dönemde ABD'de Ödeme Aktarmalı Menkul Kıymetlerin ihraç tutarı şirket tahvil ihraç tutarlarını geride bırakmış ve Amerikan Hazinesi'nin ihraç ettiği menkul kıymet tutarının büyük bölümünü oluşturmuştur. 90'lı yıllarda da portföy yöneticileri bu menkul kıymetler sayesinde yüksek risk almadan oldukça yüksek kazançlar elde etmişlerdir (Çölkesen, 2005:15-16).

3.1.2. Teminatl İpotek Yükümlülükleri

1983 yılında ihraç edilmeye başlanan Teminatl İpotek Yükümlülükleri bir ipotek kredisi grubuna veya bir ödeme aktarmalı menkul kıymet grubuna dayalı olarak ihraç edilir. Ödeme aktarmalı kredilerden ayrı olarak altı ayda bir geri ödemelidir. Teminatl İpotek Yükümlülükleri üç ile on arasında değişen belli sınıflara ayrılmış menkul kıymetlerdir. İlk sınıftakilerin öncelik hakkı vardır. İpotek kredisi sahiplerinin ödedikleri anapara tutarları ilk sınıftakiler itfa edilinceye kadar onlara aktarılır. Sırayla tüm sınıftakiler aynı süreci izler (Çölkesen, 2005:17).

3.1.3. Getirisi Ayrılan İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler

Klasik ipoteğe dayalı menkul kıymet dayandığı ipotek grubundan elde edilen faiz ve anaparayı eşit olarak menkul kıymetlere dağıtmaktadır. Getirisi Ayrılan İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler'de ise ipotek grubundan elde edilen faiz ve anapara, menkul kıymetler arasında eşit olarak değil önceden belirlenen şartlara göre dağıtmakta, dolayısıyla Getirisi Ayrılan İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetlerin getirisi ipotek grubunun getirisiyle aynı olmamaktadır. Getirisi

Ayrılan İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler iki gruba ayrılmaktadır (Çölkesen, 2005:17)

3.1.3.1. Yapay Getirili Menkul Kıymetler

Yapay Getirili Menkul Kıymetler'de ihraç aşamasında farklı menkul kıymet grupları için farklı getiri oranları tespit edilmekte ve yapılan geri ödemeler bu oranlar esas alınarak paylaştırılmaktadır. Örneğin anapara ödemeleri aynı faiz ödemeleri farklı olarak tespit edilmişse anapara geri ödemesi iki menkul kıymet grubu arasında eşit olarak dağıtılırken faiz geri ödemesi belirlenen oranlarda paylaştırılacaktır. Örneğin her 100 dolarlık anapara ödemesinden her iki grup da 50 dolar alırken, faiz getirisi örneğin önceden belirlenen oran ilk grup için yüzde 60, ikinci grup için yüzde 40 ise, her 100 dolarlık faiz getirisinden ilk grup 60 dolar alırken, ikinci grup 40 dolar alacaktır. Piyasada ilk grup menkul kıymetler primli olarak satılırken, ikinci gruptakiler iskontolu olarak satılacaktır.

3.1.3.2. Yalnız Faiz veya Yalnız Anapara Ödemeli Menkul Kıymetler

Bu yöntemde menkul kıymetler iki sınıfa ayrılmakta, birinci sınıftakiler yalnız anapara ödemelerinden faydalanırken, ikinci sınıftakiler yalnız faiz ödemelerinden gelir elde etmektedirler. 1987 yılında uygulamaya geçirilen bu yöntemde Yalnız Anapara Ödemeli Menkul Kıymetler piyasada iskontolu olarak satılırken, Yalnız Faiz Ödemeli Menkul Kıymetler primli olarak satılmaktadır. Bunun sebebi Yalnız Anapara Ödemeli Menkul Kıymetler'de kar edebilmek için anapara geri ödemelerinin hızlı olmasının gerekmesidir. Yalnız Faiz Ödemeli Menkul Kıymetler'de ise anapara ödemesi ne kadar yavaş olursa elde edilen gelir o kadar fazla olmaktadır. Örneğin 30 yıl vadeli 500 milyon dolarlık anapara ödemeli bir ipotek kredisi grubunun menkul kıymet ihraç edecek şirket tarafından 200 milyon dolara alındığını kabul edelim. Bu durumda şirketin nominal kazancı 300 milyon dolar olacak ve eğer bu anapara hemen ödenirse anapara enflasyon aşınmasına maruz kalmayacağı için reel kazancı da 300 milyon dolar olacaktır. Ancak gerçekte bu anapara ödemeleri 30 yıla yayılmakta ve mutlaka enflasyon karşısında aşınmaya maruz kalmaktadır. Eğer enflasyon giderek yükselirse ve anapara ödemelerinin önemli kısmı ileriki vadelere yayılırsa bu durumda zarar bile söz konusu olabilecektir. İşte bu riskten dolayı Yalnız Anapara Ödemeli Menkul Kıymetler piyasada iskontolu

olarak satılmaktadır. Yalnız Faiz Ödemeli Menkul Kıymetler'de ise durum tam tersinedir zira faiz ödemeleri anapara bakıyesi üzerinden hesaplandığından, anapara ödemesi ne kadar gecikirse faiz geliri de o oranda artmaktadır.

3.1.4. İpoteğe Dayalı Tahviller

Bu tür menkul kıymetler klasik bir tahvilin tüm özelliklerini haizdirler. Tek farkları ipotek kredisi gruplarının İpoteğe Dayalı Tahviller için teminat oluşturmasıdır; bu sebeple teminat olarak saklanan ipotek kredisi gruplarının tutarı İpoteğe Dayalı Tahviller'in tutarından %15-%100 daha fazladır.

3.2. İpotekli Tahviller

İpotekli Tahviller bu tahvilleri ihraç eden kurumun bilançosunda yükümlülükler kısmında gösterilmektedir. İpotekli Tahviller'de yatırımcılar ipotek kredilerinden elde edilen gelir üzerinde hak sahibi değildirler. İpotekli Tahvilleri ihraç eden kurumun ise ipoteye dayalı menkul kıymetleştirmeden farklı olarak tahvilleri satın alan yatırımcılara karşı ödeme sorumluluğu devam etmektedir. İpotekli Tahviller Avrupa ülkelerinde yaygın olan sermaye piyasası araçları olmakla birlikte konut finansmanındaki önemleri ülkeden ülkeye değişmektedir. Örneğin İsveç, Danimarka ve Almanya'da konut finansmanında en önemli sermaye piyasası aracı konumundayken, Fransa, Hollanda, İsviçre ve İtalya'da kısmen önemli bir rol oynamakta, Norveç'te ise önemli bir rolü bulunmamaktadır. Bununla beraber Avrupa genelinde İpotekli Tahvil tutarı 1.5 trilyon Euro'nun üzerindedir (Lassen, 2002:8; Çölkesen, 2005:19).

4. DÜNYA'DA MORTGAGE SİSTEMİNİN GELİŞİMİ

1800'lü yıllara ABD kendi birliğini sağlamış bağımsız bir devlet olarak girmiştir. Gelişiminin ilk devrelerinde özellikle tarım ve hayvancılık oldukça önemli bir rol oynamıştır. Tarım ve hayvancılığın ekonomik büyümenin lokomotif olması (Beyer, 1965:25) 1900'lü yılların başında devlet tarafından kamu arazilerinin halka satışını gündeme getirmiştir. Bu amaçla 1917 yılında Emlak Bankası Sistemi (Land Bank System) kurulmuş ve arazilerin alım gücü düşük olan halka satışını kolaylaştırmak için mortgage uygulamalarına başlanmıştır. Şehirleşmenin gelişmesiyle birlikte daha fazla konuta ihtiyaç oluşması, aynı zamanda da ekonominin büyümesine önemli katkısı olan inşaat sektörünün canlı tutulabilmesi için daha sistemli ve güçlü bir konut finansman

yöntemine ihtiyaç duyulmuş ve 1932 yılında Konut Kredi Bankası Sistemi (Home Loan Bank System) kurulmuş ve 1950'li yılların ortalarına kadar ABD hükümetleri sisteme doğrudan mali destekte bulunmuşlardır (Colean, 1965:249). 1934 yılında Federal Konut İdaresi (Federal Housing Administration:FHA) kurulmuş ve mortgage kredileri sigorta kapsamına alınmıştır. Böylece hem geliri düşük, riski yüksek müşterilere mortgage kredisi verme imkanı doğmuş, hem de kredilerin uzun vadeli ve düşük faizli olması sağlanmıştır.

Avrupa'da ise kurumsal olarak mortgage sistemi 19. yüzyılın ortalarında başlamıştır. Mortgage sistemini kurumsal olarak ilk uygulayan ülke Fransa olmuş ve 1825 yılında bir mortgage bankası kurulmuştur. Mortgage sistemini kurumsal olarak uygulamada Fransa'yı 1865 yılında İngiltere ve 1900 yılında Almanya takip etmiştir. Avrupa'da mortgage piyasasının gelişimi devlete ait kurumlar tarafından oldukça sıkı bir şekilde kontrol ve denetim altında tutulmuştur. Avrupa'da ikincil piyasada mortgage kredileri ipotekli tahvillere dayalı olarak gelişmiştir. İpotekli tahviller şirket bilançolarının yükümlülük kısmında gösterildiğinden bu tahvillerin tutarının bilançoda artması likidite sorunu oluşturmakta ve şirketin hareket yeteneğini sınırlandırmaktadır. Bugün Avrupa'da ipotekli tahviller tüm Avrupa tahvil piyasasının yüzde 20'sini oluşturmaktadır (Lassen, 2002:8).

4.1. ABD'de Konut Finansman Sistemi

ABD'de 1930'lara kadar konut sektörü hükümetlerin yoğun olarak ilgilendiği bir konu olmamıştır. 1929 Büyük Buhranı'ndan sonra bir yandan konut kredilerinin geri dönüşünde sorunlar başlaması diğer yandan da konut fiyatlarının hızla düşmesi konut finansman şirketlerini finansal krize sokmuş ve konut sahiplerini evlerini kaybetme riskiyle karşı karşıya bırakmıştır. Bunun üzerine federal hükümet sorunun halledilmesi ve istikrara kavuşması için idari ve yasal bir takım düzenleme ve denetlemelerle konunun üzerine daha hassas bir şekilde eğilmiş ve o tarihten bu yana da konut finansmanında oldukça aktif bir rol oynamıştır (Green and Watcher, 2005:93-114). Ayrıca konut sektörünün istihdam ve katma değer yaratma ve böylece ekonomik büyümede lokomotif rolü oynama potansiyeli de federal hükümetin konuyla daha yakından ilgilenmesine neden olmuştur (Yetgin, 2002:11).

ABD 1970'li yıllara kadar 25-30 yıl vadeli ve sabit faizli konut kredilerinin verildiği basit bir konut finansman sistemine sahipti. Konut kredisi veren kurumlar ise Tasarruf ve Kredi Birlikleri (Savings and Loan Associations: S&L), Tasarruf Yardımlaşma Bankaları (Mutual Saving Banks) ve ticari bankalardı (Commercial Banks). Uzun vadeli ve düşük sabit faizli konut kredisi politikasını değişkenlik arzeden makro ekonomik ortamda sürdürmek giderek zorlaştığından 1970 yılında konut kredilerinin menkul kıymetleştirilerek sermaye piyasalarında alınıp satılmasını mümkün kılan ipotek bankacılığı sistemine geçiş yapılmıştır (Günver, 1994:27). Böylece ABD'de konut finansmanı piyasasında çok köklü bir değişim gerçekleştirilmiştir (Akçay, 1992:46). S&L'lerin piyasa payları 1978-1983 döneminde yüzde 46.2'den yüzde 32.1'e düşerken, Federal Hükümetçe Desteklenen Kuruluşlar ve İpotek Fonları'nın payı yüzde 15.5'ten yüzde 31.1'e yükselmiştir (Boleat, 1985:65).

ABD özellikle ikincil piyasa açısından dünyanın en gelişmiş konut finansman sistemine sahip ülkesidir. Devlet serbest piyasa ekonomisi doğrultusunda konut sektörüne doğrudan müdahale etmemekte ancak vergi politikalarıyla dolaylı olarak yön vermektedir. ABD'de 1970-1982 yılları arasında tüketici fiyat endeksi yüzde 143 artmıştır, oysa aynı dönemde yeni bir konutun ortalama fiyatı yüzde 190 artarken mevcut bir konutun ortalama fiyatı yüzde 230 artmıştır (Boleat, 1985:60-63). Konut fiyatlarının enflasyonun üzerindeki söz konusu artışı uzun vadeli ve düşük faizli mortgage kredisi avantajları sayesinde konut talebini arttırmıştır. Bununla birlikte konuta verilen çok sayıda kredi türünün bulunması ve bu kredilerin verilmesinde çok sayıda ipotek aracının kullanılması, mevzuatın sık sık değişmesi, kredi talep edenlerin yeterli bilgiye sahip olmaması sorunlar yaşanmasına yol açmaktadır.

4.1.1. ABD'de Mortgage Sisteminin ve İkincil Piyasaların Gelişimi

İpotek bankacılığının iyi çalışabilmesi için etkin ve iyi işleyen bir ikincil piyasanın varlığı şarttır. Çok gelişmiş bir ikincil konut finansman piyasasının var olduğu ABD'de bu piyasanın gelişmesinde bölgesel dengesizliklerin yarattığı sorunların çözülmesi çabası etkili olmuştur. ABD'nin batı ve güney kesiminde hızlı gelişmeden dolayı fon talebi artarken özellikle New York'ta yüksek bir tasarruf birikimi sağlanmış fakat eyaletler arası farklılıklardan kaynaklanan sınırlayıcı kanunlar sebebiyle tüm ülke çapında faaliyet gösteren bir bankacılık sistemi kurulamamıştır. Özellikle emeklilik fonları (Pension

Funds) ve sigorta şirketlerinde yüksek miktarlarda fon birikmiş fakat bu kurumların uzmanlık alanı belli konularla sınırlı olduğundan yüksek derecede uzmanlık gerektiren ipotek piyasasına doğrudan girmemişler, daha ziyade ikincil piyasada işlem yapmayı tercih etmişlerdir. Hükümet de ikincil piyasanın gelişimini teşvik etmiştir (Akçay, 1992:53). Yapılan çalışmalar büyük emeklilik fonlarının aktiflerinin %0-%17'sini gayrimenkul yatırımı şeklinde değerlendirdiğini ve yine gayrimenkule dayalı ipotek ve ipotek menkul kıymetlerinin çeşitli miktar ve tiplerde emeklilik fonlarının portföyünde yer aldığını ortaya koymaktadır (Vicki ve Worzola; 25). Yine büyük fonlara sahip olan mutual fonlar (menkul kıymet yatırım fonları) ve hedge fonlar da bu menkul kıymetlere yatırım yapan kurumların başında gelmektedir.

Sistem şu şekilde işlemektedir: Başlangıçta ipotek karşılığı şahıslara kredi veren kurum (S&L, ipotek bankası veya şirketi) çok sayıda ipotekli krediyi bir araya toplayarak paket halinde yada pakete ortaklık şeklinde üçüncü bir kuruma örneğin bir emeklilik fonu ya da sigorta şirketine satmaktadır. Satışı yapan banka veya şirket, satın alan kurumun yani emeklilik fonu ya da sigorta şirketinin haklarını da koruma altına alacak ve örneğin kredilerin faiz ve anapara ödemelerinin yüzde 90'ını garanti edecektir. Emeklilik fonu yada sigorta şirketi isterse kredi paketindeki gelirinin ilerdeki satışını yapabilir. İpotek kredilerinin sigortalıması bu kredilerin satışını büyük oranda kolaylaştırmış ve ikinci el piyasasının gelişmesine de büyük katkı sağlamıştır (Akçay, 1992:53).

Serbest piyasa ekonomisi anlayışı üzerinde temellenen Amerikan ekonomisinde konut finansmanın gelişiminde çok önemli rolü olan ikincil piyasanın gelişiminin devlet tarafından teşvik edilmesi oldukça dikkate değer bir husus olarak karşımıza çıkmaktadır. İkincil piyasanın gelişiminde bu piyasada faaliyet gösteren kamu kuruluşlarının büyük payı olmuştur. Bunlardan ilki 1932 yılında kurulan Konut Kredi Bankası Sistemi'dir (Home Loan Bank System: FHLB System). İçinde 12 bankanın bulunduğu sistem kuruluşunda itibaren mortgage kredisinde uzmanlaşmış kurumlara uzun vadeli finansman sağlamıştır. 1989'da çıkarılan Finansal Kurumlar İyileştirme ve Reform Yasası (Financial Institution Recovery and Reform Act: FIRREA) ile FHLBS daha da güçlenmiş ve üye sayısı 1989 ile 2005 arasında 3200'den 8000'inin üzerine çıkmıştır. Yine 1989 ile 2005 arasında toplam aktifleri 175 milyar dolardan 1

trilyon dolara çıkmış ve mortgage'a dayalı menkul kıymetlere yaptığı yatırımlar oldukça artmıştır (Flannery and Frame, 2006:33-34).

Diğer bir kurum 1938 yılında kurulan ve kısaca Fannie Mae (Federal National Mortgage Association: FNMA) olarak isimlendirilen Federal Ulusal İpotek Birliği'dir. Fannie Mae kuruluşundan 30 yıl sonra kamu mülkiyetinden çıkarılarak özel mülkiyete geçmiştir. Gerçekte güçlü bir S&L olan Fannie Mae satın aldığı ipotek kredileri karşılığında ikincil piyasada teminatlı tahvil (debentures), kısa vadeli iskonto borç senetleri (discount notes) ve ipotek teminatlı menkul kıymet (Mortgage Backed Securities) ihraç ederek kaynak sağlar (Akçay, 1992:54).

İkincil piyasada faaliyet gösteren diğer bir kuruluş 1968 yılında kurulan ve kısaca Ginnie-Mae (Government National Mortgage Association: GNMA) olarak bilinen Hükümet Ulusal İpotek Birliği'dir. Konut ve Kentsel Kalkınma Bölümü'ne (Department of Housing and Urban Development) bağlı olarak faaliyet gösteren kurum, İpotek Teminatlı Menkul Kıymetler Programı (Mortgage Backed Securities Programme) aracılığı ile Federal Konut İdaresi (Federal Housing Administration:FHA) ve Emekli Askerler İdaresi (Veteran's Administration:VA) garantisi altında çalışmaktadır. Ginnie-Mae ipoteğe dayalı ilk menkul kıymet ihracını da 1970 yılında FHA ve VA garantisi taşıyan ipotekli kredilere bağlı olarak gerçekleştirilmiştir. İpotek karşılığı kredi veren kurumlar Ginnie-Mae'ye menkul kıymetlerinin ihraç taahhüdü için başvurur. Ginnie-Mae ihraç ettiği menkul kıymetlerin pazarlanması ve yönetiminden tamamen sorumludur. Ginnie-Mae'nin bir kamu kuruluşu olması ve yine diğer kamu kuruluşlarının garantisi altında çalışması nedeniyle ihraç ettiği menkul kıymetler oldukça rağbet görmekte ve ikincil piyasada kolaylıkla el değiştirebilmektedir (Akçay, 1992:54).

İkincil piyasada faaliyet gösteren diğer bir kuruluş 1970 yılında FHLB Sistemi'nin bir parçası olarak kurulan ve kısaca Freddie Mac olarak isimlendirilen Federal Konut Kredisi İpotek Kurumu'dur (Federal Home Loan Mortgage Corporation:FHLMC). Freddie Mac konut kredilerinin tamamının Ginnie Mae tarafından öne sürülen "Federal Garanti" koşulunu sağlayamaması üzerine klasik konut kredilerine likidite sağlamak amacıyla kurulmuştur. Özellikle S&L'ler, diğer Tasarruf Kurumları (Thrift Institutions) ve ticari bankalar ipotek karşılığı vermiş oldukları kredileri Freddie Mac'a satmaktadırlar. Freddie Mac da satın almış olduğu bu krediler karşılığı menkul

kıymet çıkararak menkul kıymetlerini satın alan yatırımcılara faiz ve anapara geri ödemelerini garanti ederek satış yapar. Freddie Mac satın almış olduğu ipotek kredilerinden elde ettiği faiz geliri ile çıkarmış olduğu menkul kıymetler için yatırımcılara ödediği faiz gideri arasındaki fark kadar kazanç elde eder (Akçay, 1992:55).

Görüldüğü gibi oldukça gelişmiş bir konut finansman sistemine sahip ABD’de konut arzı, finansmanı vb. faaliyetler büyük oranda devlet kontrolünde ve desteğinde gerçekleşmektedir. Amerikan devletinin konuya verdiği önem “Her Amerikan ailesine uygun konut ve uygun yaşam çevresi” hedefinin kanunlaştırılmasından da açıkça görülmektedir (Rewell, 1975:78). ABD’de kamu kurumlarının ikincil piyasada ihraç ettiği menkul kıymetlerin yüksek talep görmesi ve büyük başarı elde etmesi üzerine 1977’den itibaren özel sektör kuruluşları da ipoteye dayalı menkul kıymet ihraç etmeye başlamışlardır (Çölkesen, 2005:35).

ABD’de toplam konut kredilerinin menkul kıymetleştirilme oranı yüzde 50 ile 60 arasındadır (Pryke, 1994:10). ABD’de ipoteye dayalı menkul kıymetlerin hacmi 2001 yılından sonra 4 trilyon doları aşmıştır (Federal Mortgage Association, 2001:21).

4.1.2. ABD’de İpotekli Kredi Veren Kurumlar

4.1.2.1. Tasarruf ve Kredi Birlikleri (Savings and Loan Associations:S&L)

Bu kurumların ilk örnekleri 1831’de İngiltere’den ABD’ye gelen göçmenler tarafından “Oxford Provident Building Association” ismiyle kurulmuş ve bu kurumlar hızla diğer eyaletlere de yayılmıştır. İngiliz Yapı Toplulukları’nın bir benzeri olarak kurulan kurumlar İngiltere’de olduğu gibi 19. yüzyılın ikinci yarısında zor duruma düşmüş ve 2800’den fazla S&L ya işi bırakmış yada başkaları ile birleşmiştir (Akçay, 1992:47).

ABD’de 1932 yılında Federal Konut Kredi Bankası Kanunu (Federal Home Loan Act), 1933 yılında Evsahipleri Kredi Kanunu (Home Owners Loan Act) ile S&L’ler üzerinde kontrol arttırılırken, 1934 yılında çıkarılan Ulusal Konut Kanunu (National Housing Act) ile S&L’lerin topladığı mevduatı sigortalayacak Tasarruf ve Kredi Sigorta Birliği’nin (Federal Savings and Loan Insurance Corporation:FSLIC) kurulması sağlanmıştır (Akçay,1992:48)

S&L'ler 1960'lı ve 70'li yıllar boyunca sorunsuz bir şekilde faaliyetlerine devam etmeyi başarmışlardır. Banka olmamalarına rağmen mevduat sahiplerine çek verme, tüketici kredisi kullandırma gibi bankacılık hizmetleri de sunmuşlardır. Bununla birlikte S&L'lerin asıl fonksiyonu uzmanlaşmış konut finansman kurumları olmaları ve tasarruf sahiplerinden topladıkları kısa vadeli fonları uzun vadeli konut kredisi olarak müşterilerine kullandırmaları olmuştur. S&L'lerin yarı kamu kuruluşu niteliğinde kurumlar olması ve kar amacı gütmemesi kullandıkları konut kredisi faiz oranlarının piyasa faiz oranının altında kalması sonucunu getirdiğinden 1970'lerin sonlarına doğru tasarruf sahipleri için cazibelerini yitirmelerine ve sonuçta da piyasadaki diğer finansal kurumlarla rekabet edememelerine yol açmıştır (Akçay, 1992:48).

4.1.2.2. Tasarruf ve Yardımlaşma Bankaları (Mutual Savings Banks: MSB)

Bu kurumlar küçük yatırımcıların tasarruflarının değerlendirilmesi amacını gütmektedir. Mevduat sahiplerinden toplanan fonlar menkul kıymetlere ve diğer yatırım araçlarına yatırılmakta ve elde edilen kar mevduat sahiplerine dağıtılmaktadır. MSB'ler ile S&L'ler aslında birbirlerine oldukça benzeyen kurumlardır. İkisi de tasarruf sahiplerinden topladıkları fonların büyük kısmını konut sektörüne yatırım yaparak değerlendirmektedir. S&L'ler topladıkları fonların yüzde 80'ini konut sektöründe değerlendirirken, MSB'lerde bu oran yüzde 50-75 arasındadır. MSB'ler de S&L'ler gibi konut sektöründeki Pazar paylarını ve etkinliklerini 70'li yılların sonunda ve 80'li yılların başında iyice kaybetmişlerdir. 1982'de çıkarılan Garn ve St. Germain Mevduat Kurumları Kanunu (Garn/ St. Germain Depository Institutions Act) ile S&L'ler ile MSB'lerin birbirine dönüşmesine izin verilmiş ve böylece zaten çok az olan fark iyice ortadan kalkmıştır. "Thrift Institutions" (Tasarruf Kurumları) adı ile bilinen bu kurumlar özellikle New York ve Massachusset eyaletlerinde yaygınlık kazanmıştır (Boleat, 1985:75).

4.1.2.3. Ticari Bankalar (Commercial Banks)

ABD'de ticari bankalar da konut finansman piyasasında faaliyet göstermektedir. Bununla birlikte sektördeki payları yüzde 15 civarındadır. Bu payın sınırlı kalmasında her eyaletin kendi yasalarının olmasının da etkisi olmuştur (Akçay, 1992:50).

4.1.2.4. İpotek Bankacılığı (Mortgage Banking)

ABD'de konut finansman piyasasında en büyük paya ipotek bankacılığı sahiptir. Bu kurumlar bir havuzda topladıkları ipotek kredilerini ikincil piyasada satarak kaynak sağlarlar. İpotek bankaları, merkezi Washington D. C.'de bulunan Amerikan İpotek Bankerleri Birliği (Mortgage Bankers Association of America) üyesidirler. 1914 yılında kurulmuş olan Birlik'in uzmanlaşmış ipotek şirketleri, bankalar, S&L'ler ve hayat sigortası şirketlerinden oluşan binlerce üyesi vardır (Akçay, 1992:51).

S&L'ler ve MSB'ler bir yılda aktiflerinin yüzde 20'sini ipotekli kredi olarak verirken, ipotek bankaları aktiflerinin 20 katını kredi olarak verebilmektedirler. Tamamen konut finansmanında uzmanlaşmış bu bankalarda tüketicilerin seçebileceği yüzden fazla kredi çeşidi vardır. Bunların başlıcaları: Sabit Taksitle Ödemeli İpotekli Krediler (Fixed Rate Level Payment Mortgage Loans), planlı bir şekilde artan yıllık ödemeyi karşılayan Sabit Artan Paylı İpotekli Krediler (Fixed Rate Growing Equity Mortgage Loans-kısaca GEMs), ertelenmiş faiz özellikli ve Sabit Oranlı Dereceli Ödemeli İpotekli Krediler (Fixed Rate Graduated Payment Mortgage Loans-kısaca GPMs), klasik Değişen Oranlı İpotekli Krediler (Variable Rate Mortgage Loans-kısaca VRMs), Ayarlanabilir Oranlı İpotekli Krediler (Adjustable Rate Mortgage Loans-kısaca ARMs), değişen özelliklere sahip veya çok sayıda aile tarafından ödemeleri yapılan, beş veya daha fazla konutu kapsayan projelere verilen sabit oranlı ipotekli kredilerden (Multi Family Mortgage Loans) oluşmaktadır. Bunların içinde tüketici açısından en avantajlı dolayısıyla en fazla tercih edileni sabit oranlı ipotekli kredilerken, ekonomik şartlardaki değişkenlik yüzünden ipotek kurumları açısından daha çok Ayarlanabilir Oranlı İpotekli Kredi (ARM) vermek avantajlı hale gelmiştir (Akçay, 1992:51).

4.2. ABD Dışında Mortgage Sisteminin ve İkincil Piyasaların Gelişimi

ABD dışındaki ülkelerde ipoteye dayalı menkul kıymetleştirme ABD'deki kadar hızlı mesafe katedememiştir. İpoteğe dayalı menkul kıymetleştirmenin başarılı olabilmesi için temelde iki önemli koşul vardır. Bunlardan birincisi ipoteye dayalı menkul kıymetlerin diğer yatırım araçları karşısındaki avantaj ve dezavantajları dolayısıyla gördüğü talep, diğeri de ipoteye dayalı menkul kıymetler piyasasının teknik ve hukuki altyapısının

yeterli olmasıdır. Bu açıdan bakıldığında ABD dışındaki ülkeleri şu şekilde gruplandırmak mümkündür (OECD, 1995:11).

Birinci gruptaki ülkelerde teknik ve hukuki bakımdan ipotek kredilerinin menkul kıymetleştirilmesi önünde hiçbir engel bulunmadığı halde talep yetersizliği nedeniyle ya hiç menkul kıymet ihracı yapılmamış yada yapıldığı halde piyasa yeterince büyümemiştir. Teknik ve hukuki bir engel bulunmadığı halde şimdiye kadar hiç menkul kıymet ihracı yapılmayan ülkeler Danimarka ve Hollanda'dır. Kanada ve Avustralya'da ise ABD'dekine benzer ipoteğe dayalı menkul kıymet ihraç eden kamu kurumları ve hükümet programları bulunmasına rağmen ikincil piyasanın gelişmişlik düzeyi ABD'nin oldukça gerisinde kalmıştır. Kanada'da 1980'li yılların ortalarında konut kredilerini sigortalamaya başlayan Kanada Konut ve İpotek Şirketi (Canada Housing and Mortgage Corporation) aynı zamanda ipoteğe dayalı menkul kıymet ihracı da yapmaktadır. Kanada'da menkul kıymetler piyasasının küçük ve banka ağırlıklı olması ipoteğe dayalı menkul kıymet ihracının da sınırlı kalmasına yol açmıştır. Avustralya'da da hükümetler konut finansmanını destekleyici programlar yürütmektedirler fakat ABD ve Kanada'dan farklı olarak programlar merkezi değil eyalet hükümetleri tarafından yürütülmektedir. Avustralya'da ipoteğe dayalı ilk menkul kıymet ihracı 1984 yılında Viktorya Eyalet Hükümeti tarafından kurulan Ulusal İpotek Şirketi (National Mortgage Corporation) tarafından, ikinci ihraç ise iki yıl sonra New South Galler hükümetinin bir kısım hisselerine sahip olduğu FANMAC tarafından gerçekleştirilmiştir (Çölkesen, 2005:41). Bu grup içinde yer alan İngiltere ise Avrupa'nın en büyük, dünyanın ise ikinci en büyük ipoteğe dayalı menkul kıymet piyasasına sahiptir. 2002 yılında ABD'de ipoteğe dayalı menkul kıymet hacmi 130 milyar dolar iken İngiltere'de 37 milyar dolar olmuştur. Bununla birlikte ABD'de toplam konut kredilerinin menkul kıymetleştirilme oranı yüzde 50 ile 60 arasındayken, İngiltere'de henüz yüzde 3 civarındadır (Pryke, 1994:10). İngiltere'de mortgage sistemi uzun yıllar Yapı Birlikleri ve bankalar eliyle yürütülmüştür. Fakat bu kuruluşların ipotek kredilerini bilançolarının yükümlülükler kısmında bulundurmaları zamanla hareket kabiliyetlerini kısıtlamıştır. Bunun üzerine, 1980'li yıllarda ipotek kredilerini bilanço dışı menkul kıymetleştirme yoluna giden ve böylece daha likit oldukları için hareket kabiliyetleri artan uzman kuruluşlar yükselmeye başlamıştır. 1988 yılında piyasa zirve değerlere ulaşmış ancak 1990'lı yıllarda konut fiyatlarının düşmesi ve ipotek kredisi karşılığı menkul kıymet ihracına garanti veren kurumların

derecelendirme puanlarının düşmesi piyasanın tekrar durgunluğa girmesine yol açmıştır. İngiltere’de ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin değişken faizli olması, sabit faizli araçlara yatırım yapmak isteyen emeklilik fonları ve sigorta şirketleri gibi kurumsal yatırımcıların bu yatırım araçlarını fazla tercih etmemelerine sebep olmaktadır. Öte yandan Yapı Birlikleri ve bankaların uzun vadeli mevduat toplayabilmeleri, bu kurumların uzun vadeli finansman ihtiyacına cevap vermek için geliştirilmiş olan menkul kıymetleştirme yöntemine ihtiyaç duymamalarına yol açmaktadır (Çölkesen, 2005:39).

İkinci grup ülkelerde ise ipotek kredilerinin menkul kıymetleştirilmesinin yararları hem kamu hem de özel sektörde farkedilmiş ve bunun için gerekli adımlar atılmaya başlanmıştır. Bununla beraber henüz ikincil piyasanın çok geniş bir hacme ulaştığından bahsetmek mümkün değildir. Bu grupta yer alan ülkeler arasında Japonya, Belçika, İspanya ve Fransa sayılabilir. Bunlar içinde Fransa’nın ikincil piyasanın yerleşmesi ve gelişmesi için attığı adımlar biraz daha fazladır. Fransa’da özellikle 1980’lerin sonlarına doğru ipotek kredilerinin menkul kıymetleştirilmesine duyulan ilgi oldukça artmıştır. Bununla birlikte Fransız hukuk sisteminin ipotek kredilerinin menkul kıymetleştirilmesine pek uygun olmaması düzenleyici otoriteleri dış piyasalarda ihraç yapmakla kendi hukuk sistemlerini menkul kıymetleştirmeye uygun hale getirecek köklü yasal düzenlemeler yapmak arasında ikilemde bırakmış fakat sonunda ikinci yol tercih edilmiştir. Fransa’da ipotek kredisine dayalı ilk menkul kıymet ihracı 1993 yılında gerçekleştirilmiştir (Taylor, 1994:33). Bununla beraber Fransa’da ikincil piyasanın henüz yeni olması, ipotek kredilerinin standart dökümantasyon özelliği taşımaması ve devlet iç borçlanma senetleri faiz oranlarının konut kredisi faiz oranlarında yüksek olması gibi sebeplerden dolayı ikincil piyasa işlem hacimleri yüksek boyutlara ulaşamamıştır.

İspanya’da da konut finansmanında menkul kıymet ihracına başvurma nispeten yeni bir olgudur. İlk olarak 1991 yılında ipoteğe dayalı menkul kıymet ihracına olanak tanıyan bir yasa çıkarılmıştır. Bununla birlikte özel amaçlı kurumun statüsüne ilişkin belirsizliklerin bulunması ve bu yüzden yasanın değiştirileceğine dair beklentiler ipoteğe dayalı menkul kıymet ihracına engel oluşturmuştur. 1992 yılında gerekli düzenlemelerin yapılarak belirsizliklerin kaldırılması üzerine 1993 yılının ikinci yarısında ipotek kredisine dayalı ilk menkul kıymet ihracı gerçekleştirilmiştir.

Almanya'nın içinde bulunduğu üçüncü grupta ise ipotek kredisine dayalı menkul kıymet ihracının önünde yasal bir engel bulunmamakla beraber bu yöntem çok tercih edilmemektedir. Bunun en önemli sebebi Almanya'da sağlam bir bankacılık sisteminin bulunması ve bankacılık sektörünün uyguladığı klasik konut finansmanı sisteminin iyi işlemesidir. Tüketiciler düşük faizli ve uzun vadeli konut kredisi bulabildiklerinden ikincil piyasa çok gelişmemiştir. Ayrıca Almanya'da düzenleyici ve denetleyici kurumlar ipoteğe dayalı menkul kıymet ihracını, özellikle de bilanço dışı menkul kıymet ihracını oldukça riskli bulduklarından çok sıkı denetime tabi tutmaktadırlar. Alman bankacılık otoriteleri, bankaların verdikleri ipotek kredilerinden doğan alacaklarını, bu alacakları menkul kıymetleştirecek özel amaçlı kuruma sattıktan sonra dahi konut kredisini bankalardan kullanan tüketicilerin kredi borçlarını ödememeleri halinde, bankalar açısından hukuki olmasa da ahlaki yükümlülük doğacağını ve bu durumun da bankaları zor durumda bırakabileceğini belirtmektedirler (Çölkesen, 2005:40). Tüm bu sebepler Almanya'da konut finansmanında ikincil piyasaların gelişmesinin önünde engel teşkil etmeye devam etmektedir.

Norveç ve Avusturya'nın içinde bulunduğu dördüncü grupta ise yasalar ipotek kredisine dayalı menkul kıymetleştirmeye izin vermemektedir. Finansal sisteminde ciddi sıkıntılar yaşayan Norveç konut finansmanında menkul kıymetleştirme yöntemine yönelmeyeceğini açıklamıştır (Çölkesen, 2005:40).

Beşinci grupta yer alan İtalya gibi ülkelerde birtakım düzenlemeler yapılmış olmakla beraber bu düzenlemelerin yetersiz kalması yasal ve teknik altyapının da yetersizlikler ve belirsizlikler taşımaya ve konut finansmanında ikincil piyasanın gelişmemesine yol açmıştır (Stone, 1991:443).

5. MORTGAGE KRİZİ

ABD ekonomisinde oldukça önemli bir yere sahip olan ve son yıllarda mortgage sisteminin de etkisiyle oldukça hızlı büyüyen konut sektöründe 2006 yılının ikinci yarısından itibaren durgunluk başgöstermiştir. Durgunlukla birlikte sürekli artan konut fiyatlarında düşüşler başlamıştır. Bu durum özellikle yüksek riskli müşterilerin kullandığı mortgage kredilerinin (subprime mortgage) geri ödenmesinde sorunlar oluşturmuştur. Daha önce konut fiyatları sürekli arttığından kredisi geri ödenmediği için el konulup satılan konutlar kredi borcunu kolaylıkla kapatırken, konut fiyatlarının düşmesiyle bu mümkün olmaktan çıkmıştır. Subprime mortgage kredisi kullanan müşteriler sabit faiz

oranları yerine, nispeten daha düşük olduğu için değişken faiz oranlı kredi kullanmayı tercih etmişler ve ilerde gelirlerinin artacağını düşünerek ilk yıllarda ödemelerini düşük tutmuşlardır. Böylece borcun büyük kısmı ileriki yıllara kaldığından ödenecek faiz miktarı da giderek artmıştır. Riski yüksek müşterilere kredi kullandıran firmalar ise konut fiyatlarının sürekli artması sebebiyle kredi geri ödenemese bile konut satıldığında borçlarını fazlasıyla tahsil edebildiklerini gördüklerinden kredi vermekten çekinmemişlerdir. Bu durum bazı konut sahibi olmak isteyen müşterilerin bireysel kredi ihtiyaçlarını bile bu yolla karşılamaya yönelmelerine sebep olmuştur. Müşteriler kullandıkları kredi karşılığında satın aldıkları eve ipotek koydururken bankayla anlaşıp evin fiyatını olduğundan daha fazla göstererek bankadan daha fazla kredi almışlar ve bireysel ihtiyaçlarını da bu şekilde karşılama yoluna gitmişlerdir. Fakat 2002 yılından itibaren ABD’de faiz oranlarının sürekli artması değişken faizli mortgage kredisi kullanmış olan bu riski yüksek müşterilerin aylık ödemelerinin artmasına neden olmuş ve kredi geri ödemelerinde sorunlar yaşanmaya başlanmıştır. Konut sektöründeki duraklama, kredisi ödenmediği için el konulup satılığa çıkarılan konut sayısının artmasıyla birleşince konut fiyatlarındaki düşüş hızlanmış, buna bir de faiz oranlarındaki artış eklenince kredi geri ödemelerinde büyük sorunlar ortaya çıkmıştır. Sorun bir süre sonra ikincil piyasada mortgage kredilerini finanse etmek için çıkarılmış olan menkul kıymetlere yansımış ve bu menkul kıymetlerin fiyatlarında da düşüşe yol açmıştır. Menkul kıymetlerin faiz ve anapara geri ödemeleri için nakit bulunamayınca likidite sıkışıklığı baş göstermiştir. Özellikle yüksek riskli mortgage kredisi (subprime mortgage) ile konut almış olan tüketiciler kredi borçlarını geri ödeyemeyince, subprime mortgage’a dayalı olarak çıkarılmış olan menkul kıymetlere yatırım yapmış olan fonlar sıkıntıya düşmüştür.

İlk batış haberi Haziran 2007’de yatırım bankası Bear Stearns’den gelmiş ve Bear Stearns’in 2.6 milyar dolarlık mortgage kredileri yatırımı yapan iki fonu batmıştır. İflas haberleri global piyasalarda endişeleri arttırmış ve borsalarda satışlar başlamıştır.

Temmuz ayında bu kez Avustralya’dan iflas haberleri gelmiş ve Basis Capital’in 275 milyon dolarlık, Absolute Capital’in ise 177 milyon dolarlık fonu batmıştır.

Temmuz’da sonra kriz Avrupa’da kendini göstermiş, IKB Deutsche Industriebank 8 milyar Avroluk fonuna ilişkin ödeme güclüğü içinde

bulduğunu açıklamıştır. Bu arada ABD’de Sowood Capital 3 milyar dolarlık fonunun, Bear Stearns de bu defa 850 milyon dolarlık fonunun battığını açıklamışlardır.

Alman devlet bankası kfW IKB’nin borçlarına garanti verirken FED başkanı Bernanke sorunların genele yayılmayacağı açıklamasını yapmış, bu açıklamalarla piyasalar rahatlamıştır. Ancak Ağustos’un ilk günlerinde bu kez Fransız BNP Paribas 1.6 milyar dolarlık 3 fonun işlemini durdurmuş, bu gelişme piyasalarda büyük etki yaratarak paniği başlatmıştır. Bunun üzerine Başta Dow Jones olmak üzere Avrupa ve Asya borsalarında ciddi düşüşler meydana gelmiş, gelişmekte olan ülkelerden para çıkışı yaşanmıştır. Paniği yatıştırmak için birkaç gün içinde Avrupa merkez bankası piyasaya yaklaşık 220 milyar euro, Fed 65 milyar dolar, Japon merkez bankası 8.4 milyar dolar, Avustralya merkez bankası ise 4.2 milyar dolar enjekte etmiş ve piyasalar tekrar yatışmıştır.

İzleyen hafta başında bu kez ABD’nin en büyük konut kredisi sağlayıcısı Countrywide şirketinin kredi notu düşürülünce Wall Street’te panik tekrar başlamıştır. Uluslararası yatırım ve danışmanlık firması Merrill Lynch, Countrywide için “Likidite sorunu artarsa batabilir” şeklinde not geçince panik daha da büyümüş, nakit sorununu çözemeyen yatırım fonları panik satışlara girişmiştir. Tüm bu gelişmeler neticesinde Dow Jones önderliğinde tüm dünya borsaları sert bir düşüş trendine girmiştir. Satışlar altın fiyatlarını bile düşürmüş, dünya ekonomisi yavaşlayacak endişesiyle petrol ve maden fiyatlarında bile gerileme yaşanmıştır. Fed olağanüstü toplanarak bankalara borç vermede kullanılan iskonto faiz oranını yüzde 6.25’ten 5.75’e indirerek piyasaları tekrar rahatlatmıştır.

Japon Merkez Bankası (BOJ) kısa vadeli faiz oranlarındaki yükselişi frenlemek için bankacılık sistemine 400 milyar yen vermiş ancak faizler yine de 0.53 ile 0.55 puan aralığına yükselmiştir.

Merkez bankaları piyasalara hakim olan güvensizlik ve paniği yatıştırmak için faiz indiriminden likidite vermeye kadar pekçok metodu uygulamaya koymuşlardır. Yine de yeni iflas haberleri gelmeye devam etmektedir. Bu da sorunların hentüz tam olarak çözülemediğinin bir işaretidir.

SONUÇ

Elinde birikimi olmayan insanlara tamamı taksit ödemeli, düşük sabit faizli ve çok uzun vadeli (25-30 yıl) kredi imkanı sunduğu için ABD'de konut sektörünün gelişiminde mortgage sisteminin rolü çok büyük olmuştur. Mortgage sistemiyle hemen herkesin ev sahibi olabilmesi konuta olan talebi arttırmış ve bu da konut sektörünün hızla büyümesi sonucunu doğurmuştur. Bugün ABD'de konut kredilerinin GSMH içindeki payı yüzde 54 civarındadır. Konut sektörünün hızla büyümesi ve konut fiyatlarının sürekli artması ödeme gücü olmayan ve bundan dolayı normal şartlarda kredi verilmeyecek insanlara da mortgage kredisi kullanırılmasına yol açmış ve kredibilitesi düşük dolayısıyla riski yüksek (subprime mortgage) müşteriler faiz oranı daha düşük olduğu için değişken oranlı faizle mortgage kredisi kullanmayı tercih etmişlerdir. Ayrıca konut fiyatının, örneğin Türkiye'de olduğu gibi yüzde 75'ine değil yüzde 100'üne hatta daha fazlasına kredi verilmiş ve bir kısım müşteriler bu yolu bireysel ihtiyaçlarını giderme yöntemi olarak kullanmışlardır. Ev fiyatları sürekli arttığından bir süre sonra krediler ödenmediği için ev satılmak zorunda kalsa bile satış fiyatı ile hem mortgage kredisi veren kurum parasını tahsil edebildiği, hem de kredi kullanan müşteriye para kaldığı için kredibilitesi düşük müşterilere de mortgage kredisi (subprime mortgage) verilmeye devam edilmiş ve süreç konut sektöründe giderek kendi kendini besleyen bir balon ekonomisi oluşturmuştur. 1996-2004 yılları arasında subprime mortgage kredilerinin toplam krediler içindeki oranı yüzde 9 iken, konut fiyatlarının sürekli artması hem kredi alanlara hem de verenlere her halukarda büyük kazançlar sağlamaya devam edince subprime mortgage kredilerinde de patlama yaşanmıştır. 2004-2006 arasında toplam gayrimenkul kredilerinin yüzde 21'i yüksek riskli gruplara verilmiştir. Bu şekilde hızla büyüyen subprime mortgage kredilerinin hacmi kriz patladığında, 10 trilyon dolarlık mortgage piyasasının toplam büyüklüğünün yüzde 14'üne yani 1.4 trilyon dolara ulaşmıştır. Geri dönüşünde sorun yaşanan subprime mortgage kredilerinin oranı ise yüzde 20 yani 280 milyar dolardır. Bu rakam tüm mortgage kredilerinin yüzde 2.8'ine karşılık gelmektedir. Subprime mortgage kredisi kullanan müşteriler ödeme güçleri az olduğu için faiz oranı daha düşük olan değişken faizle kredi kullanmaya yönelmişler, ayrıca ilerde gelirleri artacağı düşüncesiyle ilk yıllardaki ödemeleri düşük tutmuşlardır. Bu şekilde borcun büyük kısmı sonraki yıllara kaldığından faiz ödemeleri de bununla orantılı bir şekilde sonraki yıllarda daha fazla olmuştur. ABD'de 2002 yılından

beri faiz oranlarının sürekli artması değişken faiz oranıyla kredi kullanan bu kredibilitesi düşük müşterileri iyice zora sokmuş, ardından 2006 yılının ikinci yarısında ABD’de konut sektörünün durgunluğa girmesiyle de kredi geri ödemelerinde büyük sorunlar yaşanmaya başlamıştır. Bir yandan konut sektörünün durgunluğa girmesi, diğer yandan da kredisi ödenmediğinden satılığa çıkarılan konut sayısının artması konut fiyatlarının düşüşünü hızlandırmış ve daha önce satıldığında rahatlıkla kredi borcunu kapatan hatta üste para bırakan evler artık kredi borcunun bile tamamını ödeyemez hale gelmiştir. Krizle birlikte gayrimenkul satışları son 7 yılın en düşük seviyesine gerilerken, Haziran ayında ev yapımı son 16 yılın en düşük seviyesine inmiştir.

Sorunun ABD gayrimenkul piyasasıyla sınırlı kalmaması ve tüm dünya piyasalarına yayılarak bir finansal krize dönüşmesi ise dünyanın her yerinden yatırımcıların mortgage kredilerine dayalı olarak çıkarılan menkul kıymetlere yatırım yapmış olmasından kaynaklanmaktadır. Mortgage sisteminde gerçek kişi veya kurumsal müşterilere almak istedikleri konutun ipotek edilmesi karşılığında kredi veren ve bu ipotek kredilerini toplayıp bir havuz oluşturan kaynak firma (mortgage bankası veya şirketi) bu ipotekli kredileri bütün hakları ile birlikte özel amaçlı kuruma satar veya devreder. Özel amaçlı kurum ise bu kredilere karşılık olarak ikincil piyasada işlem görmek üzere İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet ihraç eder. Menkul kıymetleri sermaye piyasasında satın alan menkul kıymet sahipleri ipotek kredilerinden elde edilen faiz ve anapara geri ödemelerinden gelir elde ederler. İpotek kredilerinin faiz ve anapara geri ödemelerinin takip ve tahsil edilmesi ve bunların menkul kıymet çıkaran özel amaçlı şirkete aktarılması genellikle ipotek kredisini veren kaynak firmanın sorumluluğundadır. Ellerinde büyük miktarlarda fon bulunan emeklilik fonları (Pension Funds), sigorta şirketleri, menkul kıymet yatırım fonları (mutual funds) ve hedge fonlar ipoteğe dayalı olarak ihraç edilen bu menkul kıymetlere yatırım yapan kurumların başında gelmektedirler. Yapılan çalışmalar büyük emeklilik fonlarının aktiflerinin %0-%17’sini gayrimenkul yatırımı şeklinde değerlendirdiğini ve yine gayrimenkule dayalı ipotek ve ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin çeşitli miktar ve tiplerde emeklilik fonlarının portföyünde yer aldığını ortaya koymaktadır. Bu menkul kıymetler başka menkul kıymetlerle birlikte paket halinde müşterilere pazarlandığından ve bunlar da yine ikincil piyasalarda alınıp satıldığından hangi kurumun elinde ne kadar subprime mortgage dayalı menkul kıymet olduğunu dolayısıyla taşıdığı riskin boyutlarını ölçmek oldukça zor olmaktadır. Şirketlerin taşıdığı risk bilinemediğinden batır

korkusuyla kimse kimseye borç vermemektedir. Bu belirsizlik piyasalarda güveni de oldukça sarsmakta ve likidite sıkışıklığını daha da arttırmaktadır. Küreselleşen dünyada ABD’de gayrimenkul ipotegine karşılık olarak çıkarılan menkul kıymetler sermaye piyasaları aracılığıyla dünyanın her yerindeki müşterilerce satın alınmakta ve böylece dünyanın her yerine kolayca yayılmaktadır.

Bununla birlikte ABD’de başlayıp tüm dünyaya yayılan ve adına mortgage krizi denilen krizin kaynağının mortgage sisteminin bizatihi kendisi olduğunu söylemek mümkün değildir. Sorunun temelinde spekülasyon ve açgözlülük vardır; yine de bu başka bir yazının konusudur. Çok uzun vadeli (25-30 yıl) ve düşük sabit faizli kredi imkanları sunduğu için mortgage sistemi gayrimenkul sahibi olmayı kolaylaştıran bir sistemdir. Özellikle Türkiye gibi kısa vadeli fon toplayabilen finans kurumlarının bulunduğu ülkelerde (Türkiye’de finans sektörünün hakimi durumundaki bankaların topladıkları mevduatın vadesi ortalama 3-6 aydır) çok uzun vadeli ve düşük sabit faizli kredi imkanı sunan mortgage sisteminin uygulanması özellikle düşük gelirli insanların ev sahibi olmasında büyük rol oynayacaktır. Ancak mortgage sisteminin uygulanabilmesi için öncelikle hukuki alt yapısının sağlam oluşturulması ve iyi işleyen, güçlü bir ikincil piyasanın varolması gerekmektedir.

KAYNAKÇA

- Akçay, Belgin, **Konut Finansmanı ve Türkiye’deki Uygulamaları**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 1992.
- Beyer, Glenn H., **Housing and Society**, The Macmillan Company, 1965.
- Black, John ve David C. Stafford, **Housing Policy and Finance**, Routledge, Chapman&Hall, London, 1988.
- Boleat, Mark, **National Housing Finance System**, Croom Helm, London, 1985.
- Colean, Miles L., “A Review of Federal Mortgage Lending and Insuring Practices” **The Journal of Finance**, Cilt:8, No:2, Mayıs 1953.
- Çölkesen, Celal, **Türkiye’de İpoteg’e Dayalı Konut Finansmanı “Mortgage” Temelleri ve Uygulanışı**, İ.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Para Sermaye Piyasaları Fianansal Kurumlar Anabilim Dalı, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2005.
- DPT, **Alternatif Konut Finansman Sistemleri, Özel İhtisas Komisyonu Raporu**, Ankara, Eylül 1989.

- European Mortgage Federation, "What Are Mortgage Bonds?", 2005, (çevrimiçi) <http://www.hypo.org>
- Federal Mortgage Association, **Annual Reports**, 2001.
- Flannery Mark J. And W. Scott Frame, "The Federal Home Loan Bank System:The Other Housing GSE", **Federal Reserv Bank of Atlanta Economic Review**, Third Quarter, 2006, ss.33-54.
- Frame W. Scott and Larry D. Wall, "Financing Housing through Government-Sponsored Enterprises", **Federal Reserv Bank of Atlanta Economic Review**, First Quarter, 2002, ss.29-43.
- Green, Richard K. and Susan M. Watcher, "The American Mortgage in Historical and International Context", **Journal of Economic Perspectives** 19, 2005, No:4, ss.93-114.
- Günver, Osman Remzi, **Sermaye Piyasası Aracı Olarak İpotekli Borç Senedi ve İrat Senedi**, TBB, Yayın No:185, Ankara, 1994.
- Jorgenson, N.O., **Housing Finance For Low-Income Groups**, General Printers Ltd., Kenya, 1977.
- Kane Edward J. and Chester Foster, Valuing Conjectural Government Guarantees on FNMA Liabilities, **Proceedings: Conference on Bank Structure and Competition** içinde, Federal Reserv Bank of Chicago, Chicago, 1986.
- Kindleberger, Charles P., **Cinnet, Panik ve Çöküş, Mali Krizler Tarihi**, Çeviren: Halil Tunaltı, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, Mart 2007, İstanbul.
- Lassen, Tim, "Development of Mortgage Bonds", 3rd Workshop on Housing Finance in Transition Economies, Warsaw/Poland, Association of German Mortgage Banks, 2002.
- Mathews, R.C.O., "Public Policy and Monetary Expenditure", Thomas Wilson ve Andrew S. Skinner'in editörlüğünde, **The Market and the State: Essays in Honour of Adam Smith**, Oxford University Press, Clarendon Press, 1976, Oxford
- Nemety, L., "Specific Housing Problems in Relations to Housing Policy in the Socialist Countries of Eastern Europe", **United Nations Housing For Special Group**, 1977.
- OECD, **Group on Urban Affairs, Project Group on Urban Housing Finance, Draft Conclusion of the Final Report**, Paris 12 May 1986.
- OECD, **Securitization, An International Perspective**, OECD, 1995.
- Prykc, Michael, Tim Freeman, "Mortgage Backed Securitization in the United Kingdom", **Housing Policy Debate**, Vol:5, Issue:3, Fannie Mae, 1994.
- Renaud, Bernard, **Housing and Financial Institutions in Developing Countries**, World Bank Staff Working Papers, Number:6858, August 1984.
- Rewell, J., **Flexibility in Housing Finance**, OECD, Paris, 1975.
- Stewart, B., **Den of Thieves**, Touchestone Books, Simon&Schuster, New York, 1992.
- Stone, Charles, **Asset Securitization**, Euromoney Books, London, 1991.
- Taylor, Paul, "The Development of Securitization in Europe", **The Financier**, Vol:1, No:5, 1994.
- The Bond Market Association, **Pass-Through and Collateralized Mortgage Securities**, 2005.
- United Nations, **Major Trends in Housing Policy in ECE Countries**, New York, 1980.

Vickie L. Bajtelsmit, Elaine M. Worzola, "Real Estate Allocations", **The Journal of Real Estate Portfolio Management**.

Yetgin, Feyzullah, **Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Performans Değerlemesi ve Türkiye Uygulaması**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Bankacılık Anabilim Dalı, İstanbul, 2002.

Yılmaz, Ufuk, **Türkiye'de İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Merkezi'nin Yeterlik Etüdü**, SPK Yayınları, Ankara, Mart 2000.