



**T.C.
HİTİT ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
BANKACILIK VE FİNANS ANABİLİM DALI**

**TÜRKİYE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ FİNANSMAN
ARAÇLARI: İPOTEKLİ KONUT KREDİLERİ VE
GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI'NIN MEVCUT
DURUMU**

Yüksek Lisans Tezi

Şeyda ER

Çorum 2021

**TÜRKİYE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ FİNANSMAN ARAÇLARI: İPOTEKLİ
KONUT KREDİLERİ VE GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI'NIN
MEVCUT DURUMU**

Şeyda Er

**Sosyal Bilimler Enstitüsü
Bankacılık ve Finans Anabilim Dalı**

Yüksek Lisans Tezi

**TEZ DANIŞMANI
Doç. Dr. Neslihan KOÇ**

ÇORUM-2021

KABUL VE ONAY

Şeyda ER tarafından hazırlanan “*Türkiye Gayrimenkul Sektörü Finansman Araçları: İpotekli Konut Kredileri ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı’nın Mevcut Durumu*” başlıklı bu çalışma, 12/02/2021 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda oybirliği ile başarılı bulunarak yüksek lisans tezi olarak kabul edilmiştir.

İmza

Doç. Dr. İsmail YILDIRIM (Başkan)

İmza

Doç. Dr. Neslihan KOÇ (Danışman)

İmza

Dr. Öğretim Üyesi Uğur ÇİÇEK

Yukarıdaki imzaların adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım.

Prof. Dr. Muhammed Asif YOLDAŞ

Enstitü Müdürü

T.C.
HİTİT ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

Tez içindeki bütün bilgilerin etik davranış ve akademik kurallar çerçevesinde elde edilerek sunulduğunu, ayrıca tez yazım kurallarına uygun olarak hazırlanan bu çalışmada bana ait olmayan her türlü ifade ve bilginin kaynağına eksiksiz atıf yaptığımı beyan ederim. (12/02/2021)

Şeyda ER

ÖZET

ER, Şeyda. *Türkiye Gayrimenkul Sektörü Finansman Araçları: İpotekli Konut Kredileri ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'nın Mevcut Durumu*, (Yüksek Lisans Tezi), Çorum, 2021.

Sanayileşme ve kentleşme ile birlikte Anadolu'dan büyük kentlere göçler, kent nüfusunun ve konuta olan ihtiyacın artmasına neden olmuştur. Yaşanılan konut ihtiyacını karşılamak üzere hem tüketicilere hem de üreticilere yönelik sistemler geliştirilmiştir. İpotekli Konut Finansman Sistemi ile tüketicilerin konut ihtiyaçlarını karşılamak üzere talep ettikleri finansal destek sağlanırken; GYO'lar ile yapım maliyeti yüksek gayrimenkul projelerinde yaşanan finansal sıkıntıların önüne geçilerek, uzun vadede fon desteği sağlanmaktadır.

Ekonomiler için lokomotif görevi gören konut sektörü, İpotekli Konut Kredileri ve GYO'lar sayesinde organize olarak, profesyonel şekilde ilerlemektedir. Bu tezin amacı; İpotekli Konut Kredileri ile GYO'ların mevcut durumlarının, risklerinin ve ekonomi içerisindeki yerlerinin belirlenmesi ile birlikte sistemin işleyişini ortaya koymak ve konut edinimindeki sistemler için farkındalık yaratmaktır.

Anahtar Kavramlar: İpotekli Konut Finansman Sistemi, İpotekli Konut Kredileri, Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı.

ABSTRACT

ER, Şeyda. *Real Estate Sector Financing Instruments of Turkey; Mortgage Loans and The Current Status of The Real Estate Investment Trust*, (Master Thesis), Çorum, 2021.

Along with industrialization and urbanization, migration from Anatolia to big cities has caused an increase in the urban population and the need for housing systems for both consumers and producers have been developed to meet the residential needs. with the Mortgage Finance System, the financial support that consumers demand to meet their housing needs is provided; with GYOs, financial difficulties experienced in real estate projects with high construction costs are prevented and fund support is provided in the long term.

The housing sector, which acts as a locomotive for economies, thanks to Mortgage Loans and GYOs, it progresses in an organized and professional manner. The aim of this thesis is; determining the current status, risks and place of GYOs in the economy with Mortgage Loans together with revealing the functioning of the system and housing acquisition to raise awareness for systems in housing acquisition.

Key Concepts: Mortgaged Housing Finance System, Mortgage Loans, Real Estate Investment Trust.

İÇİNDEKİLER

Sayfa

ÖZET	i
ABSTRACT.....	ii
İÇİNDEKİLER	iii
TABLolar DİZİNİ.....	vii
ŞEKİLLER DİZİNİ.....	viii
SİMGELER VE KISALTMALAR	ix
ÖN SÖZ	x
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

GAYRİMENKUL SEKTÖRÜNE GENEL BAKIŞ

1. 1. GAYRİMENKUL PİYASASI	2
1. 1. 1. Konut Sektörü.....	3
1.1.1.1 Konut Arzı	4
1.1.1.2. Konut Talebi	7
1.2. TİCARİ GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ.....	8
1.2.1. Alışveriş Merkezleri (AVM)	8
1.2.2. Otel	10
1.2.3. Ofis Pazarı	11
1.3. ALTYAPI HİZMETLERİ.....	12
1.4. YURT DIŞI MÜTEAHHİTLİK FAALİYETLERİ	13
1.5. GAYRİMENKUL SEKTÖRÜNÜN TEMEL ÖZELLİKLERİ	14
1.5.1. İkâme Edilebilirlik.....	14
1.5.2. Fiyat.....	15
1.5.3. Alıcı ve Satıcı Sayısı	15
1.5.4. Ekonomik Göstergelere Karşı Hassasiyet	15
1.5.5. Örgütlenmemiş Piyasa Modeli	16
1.5.6. Eksik Bilgi	16

1.5.7. Arzın Piyasaya Girme Hızı.....	16
1.6. GAYRİMENKUL SEKTÖRÜNÜ ETKİLEYEN FAKTÖRLER	17
1.6.1. Ekonomik Faktörler	17
1.6.2. Bölgesel Faktörler	18
1.6.3. Demografik Faktörler	19
1.6.4. Teknolojik Faktörler	20
1.6.5. Mütakabiliyet Yasası	20
1.7. GAYRİMENKUL PİYASASI AVANTAJLARI.....	20
1.7.1. Enflasyona Karşı Korunma	21
1.7.2. Azalan Gelir Değişkenliği/Belirsizliği	21
1.7.3. Nakit Getiri	21
1.7.4. Vergi Avantajları ve Amortisman Ayırımı.....	22
1.7.5. Finansal Kaldıraç	22
1.8. GAYRİMENKUL PİYASASI RİSKLERİ	22
1.8.1. Likitide Problemi.....	23
1.8.2. Anapara Kaybı.....	23
1.8.3. Faiz Oranlarındaki Değişim	23
1.8.4. Yatırım Maliyeti Yüksekliği.....	24
1.9. GAYRİMENKUL SEKTÖRÜNE MİKRO İKTİSADÎ YAKLAŞIM.....	24
1.9.1. Piyasa Dengesi.....	24
1.9.2. Örümcek Ağı Teoremi.....	26
1.9.3. Kira Kontrolleri	27
1.10. GAYRİMENKUL SEKTÖRÜNE MAKRO İKTİSADÎ BAKIŞ	28
1.11. TÜRKİYE’DE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ FİYAT OLUŞUMU VE KONUT BALONU..	30

İKİNCİ BÖLÜM

GAYRİMENKUL PİYASASI YATIRIM ARAÇLARI: İPOTEKLİ KONUT FİNANSMAN SİSTEMİ (MORTGAGE) VE GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI

2. 1. İPOTEKLİ KONUT KREDİSİ (MORTGAGE) KAVRAMI	33
2.1.1. İpotekli Konut Kredis Piyasaları	35
2.1.1.1. Birincil İpotek Piyasası Kurumları	36

2.1.1.2. İkincil İpotek Piyasası Kurumları	37
2.1.2. İpotekli Konut Finansman Sisteminde Taraflar	39
2.1.3. Konut Finansman Kuruluşları ve Faaliyetleri	39
2.1.3.1. İpotek Finansman Kuruluşları ve Faaliyetleri	41
2.1.3.2. Sigorta Şirketleri	42
2.1.3.3. Gayrimenkul Değerleme Kurumları	43
2.1.3.4. Derecelendirme Kurumları	43
2.1.4. İpotekli Konut Finansman Sisteminin İşleyişi ve Sistemin Fonksiyonları ...	44
2.1.5. İpotekli Konut Kredisi Türleri	46
2.1.5.1. Klasik İpotek Kredisi	46
2.1.5.2. Değişken Faizli İpotek Kredisi	47
2.1.5.2.1. Fiyat Seviyesine Endeksli İpotek Kredisi	47
2.1.5.2.2. Çift Endeksli İpotek Kredisi	49
2.1.5.2.3. Karma (Hybrid) Faizli Konut Kredileri	52
2.1.5.3. Ödeme Türlerine Göre İpotek Kredileri	52
2.1.5.3.1. Artan Geri Ödemeli İpotek Kredileri	52
2.1.5.3.2. Yüksek Ödemeli İpotek Kredileri (Balloon Mortgage)	52
2.1.5.3.3. Azalan ve Ara Ödemeli İpotek Kredileri	53
2.1.6. İpotekli Konut Finansman Sistemi Araçlarının Menkul Kıymetleştirilmesi.	53
2.1.6.1. İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet Araçları	56
2.1.6.1.1. İpoteğe Dayalı Ödeme Aktarmalı Menkul Kıymetler (Mortgage Backed Pass Through Security-MPS)	56
2.1.6.1.2. Teminatlı İpotek Yükümlülüğü (Collateralized Mortgage Obligations CMO)	57
2.1.6.1.3. Getirisi Ayrılan İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler (Stripped Mortgage Backed Securities, SMBS)	57
2.1.6.1.4. İpoteğe Dayalı Tahviller	58
2. 2. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI TANIMI	58
2.2.1. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Amerika Birleşik Devletleri'ndeki Gelişimi	61
2.2.2. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Türkiye'deki Gelişimi	62
2.2.3. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Amacı	63
2.2.4. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Avantajları-Dezavantajları	64

2.2.5. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Türleri.....	68
2.2.6. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Yapabileceği İşlemler.....	69
2.2.7. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Yapamayacağı İşlemler	70
2.2.8. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının İşleyişi ve Taraflar.....	72

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

İPOTEKLİ KONUT KREDİLERİ İLE GYO KULLANIMININ TÜRKİYE’DEKİ MEVCUT DURUMU

3. 1. KONUT SATIŞ VERİLERİ VE İPOTEKLİ KONUT KREDİSİNİN MEVCUT DURUMU ..	74
3.1.1. İpotekli Konut Finansman Sistemi İçerisinde İpotekli Konut Kredisine ve Ekonomiye Katkısı	79
3. 1. 2. İpotekli Konut Finansman Sisteminde İpotekli Konut Kredilerinin Taşıdığı Riskler.....	82
3.2. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ ÜLKE EKONOMİSİNE KATKISI VE BUGÜNKÜ DURUMU	84
SONUÇ	89
KAYNAKÇA.....	96

TABLÖLAR DİZİNİ

Tablo	<u>Sayfa</u>
Tablo 1. 1: 2010-2018 Yılları Arasındaki Yapı Ruhsatı İstatistikleri.....	6
Tablo 1. 2: Toplam Konut Satış Sayıları ile Konut İlk Satış Sayıları.....	8
Tablo 1. 3: İşletme Yatırım & Belgeli Tesis Sayısı.....	10
Tablo 1. 4: Etkin Piyasa ile Gayrimenkul Piyasa Ayrımı.....	17
Tablo 1. 5: Konut Konumunun Fiyatlara Olan Etkisi ile İlgili Yabancı Literatür.....	19
Tablo 1. 6: Türkiye Yatırımları Sektörel Dağılımı	31
Tablo 2. 1: İpotekli Konut Kredisi ile Konut Satın Alma Süreci	45
Tablo 2. 2: Klasik Konut Kredisi İçin Aylık Geri Ödemeler Tablosu.....	47
Tablo 2. 3: Fiyat Seviyesine Endeksli İpotek Kredisi Ödemeleri (Sabit Enflasyon)	49
Tablo 2. 4: Çift Endeksli İpotek Kredisi Ödemeleri (Sabit Enflasyon).....	51
Tablo 2. 5: ABD’de GYO Yapısı	62
Tablo 3. 1: Çeyrek Bazda Konut Satışlarının Gelişimi (2017-Ç3’2020)	74
Tablo 3. 2: Konut satış sayısı, 2020.....	75
Tablo 3. 3: Kullanılan Konut Kredileri ve Kişi Sayıları	77
Tablo 3. 4: GYO Piyasa Değeri (Milyon TL).....	86
Tablo 3. 5: GYO Piyasa Değeri (Milyon USD).....	86
Tablo 3. 6: GYO’ların Halka Açık Kısmının Piyasa Değerlerine Göre Kurumsal- Bireysel, Yerli-Yabancı Yatırım Dağılımı (Milyon TL).....	86
Tablo 3. 7: GYO’ların Halka Açık Kısmının Piyasa Değerlerine Göre Kurumsal- Bireysel, Yerli-Yabancı Yatırım Dağılımı Oranları (Milyon TL)	87
Tablo 3. 8: GYO’ların Halka Açık Kısmının Piyasa Değerlerine Göre Kurumsal- Bireysel Yatırım Dağılımı Oranları (Milyon TL)	87
Tablo 3. 9: GYO Yatırımcılarının Adreslerine Göre İlk 10 Ülke (31.09.2019/31.09.2020)	87
Tablo 3. 10: GYO’ların Fiyat ve Değerleri (30.09.2020).	88

ŞEKİLLER DİZİNİ

Şekil

Sayfa

Şekil 1. 1:Yüz Ölçümlerine Göre Yıllık Alınan Yapı Ruhsatlarının Alanlara Dağılımı..	4
Şekil 1. 2: Yıllar İtibariyle Yapı Ruhsatına Göre Daire Sayısı.....	5
Şekil 1. 3: Yıllar İtibariyle Yapı Kullanma İzin Belgesine Göre Daire Sayısı.....	6
Şekil 1. 4. Yıllara Göre Açık Avm Sayısı.....	9
Şekil 1. 5: Türkiye Geneli Avm Ciro Endeksi.....	10
Şekil 1. 6: Türkiye-İstanbul yıllık Oda Doluluk (%).....	11
Şekil 1. 7: Türkiye-İstanbul Yıllık ADR (Avro).....	11
Şekil 1. 8: Kamu Özel İş Birliği Projelerinin Sektörel Dağılımı	13
Şekil 1. 9: Yurtdışı Müteahhitlik faaliyetleri Toplam Proje Bedeli (Milyar USD)	14
Şekil 1. 10: Konut Fiyatlarının ve Konut Yatırımlarının Oluşması.....	25
Şekil 1. 11: Kira Piyasası Dengesi.....	26
Şekil 1. 12: Örümcek Ağı Teoremi.....	27
Şekil 1. 13: Kira Kontrolleri ve Kıtılık	28
Şekil 1. 14: Doğrudan Yabancı Yatırımları İçerisinde Gayrimenkul Sektörünün Payı..	30
Şekil 2. 1: Mortgage Sistemi Birincil ve İkincil Piyasa İşlemleri	36
Şekil 3. 1: Satış Şekline Göre Konut Satış Adetleri, Kasım 2019-2020.....	76
Şekil 3. 2: Satış Durumuna Göre Konut Satışı, Kasım 2019-2020.....	77
Şekil 3. 3: Tüketici Kredilerinin Alanlara Dağılımı	78

SİMGELER VE KISALTMALAR

SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
GYO	: Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
ABD	: Amerika Birleşik Devleti
KDV	: Katma Değer Vergisi
GVK	: Gelir Vergisi Kanunu
KVK	: Kurumlar Vergisi Kanunu
TDK	: Türk Dil Kurumu
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
CMO	: Teminatlđ İpotek Yüklümlülüğü
TKHK	: Tüketicinin Korunması Hakkındaki Kanun
İKFK	: İpotekli Konut Finansman Kuruluşu
SMBS	: Getirisi Ayrılan İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler

ÖN SÖZ

Çalışmamın her aşamasında engin bilgilerinden yararlandığım, yol göstericiliğinde yürüdüğüm, danışmanlığımı üstlenip beni onurlandıran çok değerli danışmanım Doç. Dr. Neslihan KOÇ'a, bu süreçte bana güvenip yanımda olduğu-desteğini benden esirgemediği için sonsuz şükran ve teşekkürlerimi sunarım.

Güler yüzü ve samimiyeti ile hayatımda her zaman farklı bir yere sahip olan çok değerli Doç. Dr. Özgür Emre KOÇ'a bana ve akademik hayatıma kattıklarından dolayı sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

Savunma sınavımda jüri üyeliğimi kabul ederek beni onurlandıran çok değerli hocalarım Doç. Dr. İsmail YILDIRIM ve Dr. Öğretim Üyesi Uğur ÇİÇEK' e gönülden teşekkürlerimi sunarım.

Eğitim hayatım boyunca benden desteğini ve sabrını esirgemeyen, bana inanıp her zaman yanımda olan CANIM AİLEME; babam Ramazan ER, annem Nuray ER, abim Muhammed İkbāl ER, Kardeşim Taha Edip ER ve yengem Elçin ER'e teşekkürü bir borç bilirim.

Bu sürece birlikte başladığım ve daha iyi yerlere gideceğine inandığım yol arkadaşım Fatma POYRAZ'a her zaman yanımda olup, beni desteklediği için teşekkürlerimi sunarım. Hayatımın her anında bana olan inancını kaybetmeden, yanımda olan canım dostum Kübra KUPLAY'a desteklerinden ötürü teşekkürlerimi sunarım.

Bu süreç boyunca ilgisini ve desteğini benden esirgemeyen, her konuda sabır göstererek yanımda olan Salim Alperen CANER'e, bana ve hayatıma kattıklarından ötürü teşekkürü bir borç bilirim.

Bu tezi, başta kendi yeğenlerim Toprak ER ve Yağız ER olmak üzere; damarlarında yıldız parçacıklarının dolaştığını hisseden TÜM ÇOCUKLARA ithaf ediyorum.

ŞUBAT, 2021

Şeyda ER

GİRİŞ

Gayrimenkul sektörü, yatırımcılar açısından geleneksel yatırım aracı olarak görülmekte ve uzun vadede getirisinin fazla olması nedeniyle popülerliğini kaybetmemektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde daha fazla tercih edilen gayrimenkul yatırımları, ekonomide lokomotif görevi görmekte ve makroekonomik katkılar sağlamaktadır. Günümüzde de gayrimenkul sektörüne yatırım yapmayı planlayan tüketicilerin oldukça fazla tercih ettiği İpotekli Konut Kredileri ile GYO'lar, gayrimenkul sektörüne şeffaflık kazandırarak, taşınmaz varlıkların menkul kıymetleştirilmesine olanak sağlarken; küçük yatırımcıların da finansal ihtiyaçlarını karşılamaktadır.

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde daha yaygın kullanılan İpotekli Konut Kredileri ile GYO'lar, gelişmişliğin ve ekonomik refahın bir göstergesi olarak kabul edilmektedir. İpotekli Konut Kredileri ile GYO'lar, gayrimenkul piyasasındaki likidite sorununa kaynak yaratarak çözüm bulurken; uzun vadede tüketiciler ile yatırımcılara getiri sağlamaktadır.

Çalışmanın birinci bölümde gayrimenkul sektörü genel hatlarıyla incelenmiş olup, konut sektörü üzerinde yoğunlaşmıştır. İkinci bölümünde İpotekli Konut Kredileri ile GYO'lar üzerinde detaylı şekilde durulup; amaçları, faaliyetleri gibi alt başlıklara yer verilmiştir. Son olarak üçüncü bölümde ise İpotekli Konut Kredileri ile GYO'ların Türkiye'deki mevcut durumu ortaya konularak, oluşabilecek riskler belirtilip, sonuç kısmında önerilerde bulunulmuştur.

BİRİNCİ BÖLÜM

GAYRİMENKUL SEKTÖRÜNE GENEL BAKIŞ

1. 1. GAYRİMENKUL PİYASASI

Gayrimenkul kavramının tanımı “taşınmaz iktisadi unsur” olarak yapılmaktadır (Ergüneş, 2008, s. 3). Bulunduğu konumdan başka bir konuma götürülmesi mümkün olmayan arazi üzerine inşa edilmiş taşınmaza gayrimenkul denmektedir. Yatırım amacıyla edinilen gayrimenkulü, geliştirilmiş ve geliştirilmemiş gayrimenkul diye ikiye ayırmak mümkündür. Geliştirilmiş gayrimenkulü, arazi üzerine inşası tamamlanan bir yapı olarak ifade etmek mümkünken; geliştirilmemiş gayrimenkul, arazi ya da toprak parçası olarak tanımlanmaktadır (Yılmaz, 2018, s. 40).

Toprak parçasının kıt olması nedeniyle “mesken, ticari ve doğal alan” gibi değeri bulunan taşınmazlar olarak ifade edilen gayrimenkul, bireyler için barınma ihtiyacını karşıladığı gibi tasarruf sahipleri ve bireyler için yatırım aracı görevi görmektedir (Öz, 2018, s. 2). Bu sebep ile taşınmaz olarak ifade edilen gayrimenkul, milletler açısından zenginliğin göstergesi kabul edilmektedir (Udoekanem vd., 2014, s. 64).

213 sayılı Vergi Usul Kanununun 269. maddesinde gayrimenkul, iktisadi işletmeler dahil olmak üzere gayrimenkullerin maliyet bedelleri ile değerlendirilmektedir.

- * Gayrimenkullerin mütemmim cüzleri ve teferruatı
- * Tesisat ve makineler
- * Gemiler ve diğer taşıtlar
- * Gayri maddi haklar

Gayrimenkul sınıflandırması VUK’a göre bu şekilde yapılmıştır.

Gayrimenkul ekonomik açıdan “dayanıklı mal” olarak ifade edilmekte ve hukukî sermaye kapsamına alınmaktadır (Doğrul, 2011, s. 14). Türkiye ekonomisi açısından önem arz eden gayrimenkul sektörü, inşaat sektörü ile birebir bağlantılı konumdadır. Bu çerçevede, çalışmanın asıl konusu olan gayrimenkul finansal araçlarından İpotekli Konut Kredileri ve GYO’lar incelenmeden önce, gayrimenkul sektörüne ilişkin temel kavramlara yer vermenin ve gayrimenkul sektörünün arz-talep dengesinin incelenmesinin gerekli olduğu düşünülmektedir. Kişilerin tercihleri ve alışkanları konut sektöründe

yoğunlaşsa da gayrimenkul tanımından da anlaşılacağı üzere, gayrimenkul sektörü farklı alt dalları içermektedir. Bu segmentler 4 ayrı grupta incelenmektedir.

- * Konut sektörü
- * Ticari gayrimenkul sektörü
- * Altyapı hizmetleri
- * Yurt dışı müteahhitlik hizmetleri

1. 1. 1. Konut Sektörü

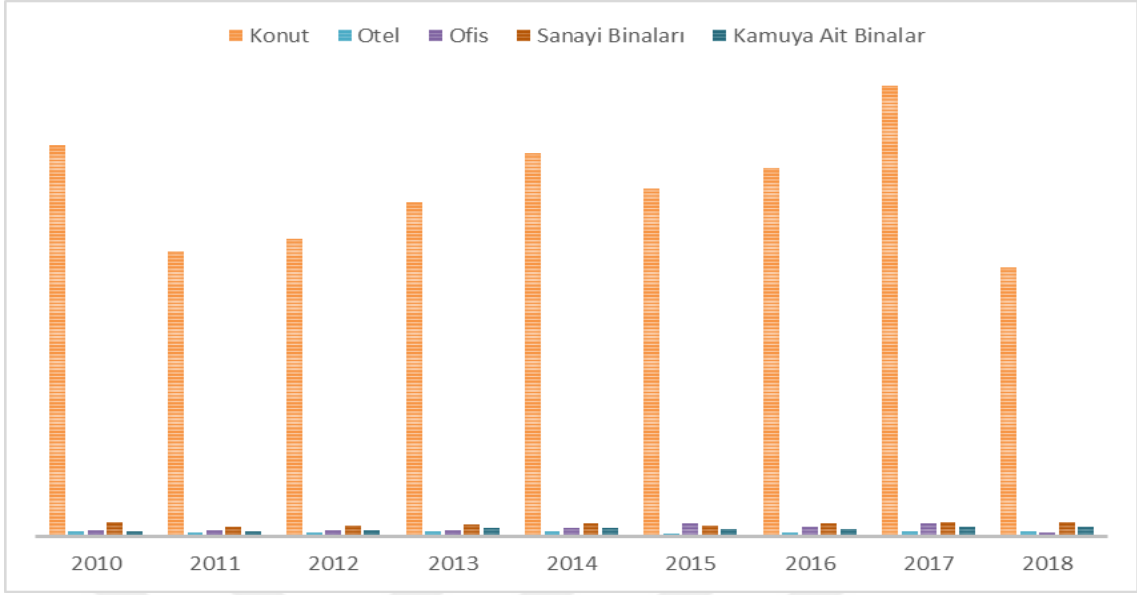
Konut, 4721 sayılı Türk Medeni Kanunu'nun 704. maddesinde, “etrafı kapalı tavanı örtülmüş bir aile veya bir grup insanın diğer fertlerden ayrı olarak yaşamasına imkân sağlayan, doğrudan doğruya sokağa, koridora veya genel bir yere açılan ve müstakil bir kapısı olan bina veya binanın bir bölümü” olarak tanımlanmaktadır.

Konut, bireyler için barınma amacı taşımasının yanı sıra ilerleyen zamanlar için bir yatırım aracı olarak görülmektedir. Aynı zamanda konut, toplumlar açısından gelişmişlik seviyelerini belirleme özelliği nedeni ile kültürel, ekonomik ve sosyal açıdan önem teşkil etmektedir. Bu özelliği ile konut, hem bireylerin birbirleriyle zaman geçirmesine olanak sağlayan sosyalleşme ortamı hem de toplumsal ilişkiler için elverişli bir mekân olarak adlandırılmaktadır. Konuttan en etkin faydalanmak isteyen bireylerin talepleri, konutun içinde bulunduğu ortamın kaliteli olması yönünde olduğundan, bu konutun ekonomik değerini etkilemektedir. (Hayrulloğlu, 2019, s. 16).

İnşaat sektörü açısından yatırımların iç dinamiğini, konut sektörüne yapılan yatırımlar oluşturmaktadır. 1980 öncesi dönemlerde Türkiye’de gözlemlenen çarpık kentleşme, önemli sorunlar oluşturduğundan bu sorunlara yönelik çalışmalara başlanılmış ve çözüm yolları aranmıştır. Bu amaçlarla 1984 yılında Toplu Konut ve Kamu Ortaklığı İdaresi Başkanlığı kurulmuştur. Böylece artan nüfusa karşılık, oluşan konut talebi ihtiyacının planlı şekilde ilerlemesi ve konut üretimi ile istihdamın sağlanması amaçlanmıştır (Albayrak Cömert, 2019, s. 27).

Konut sektörünün ekonomi içindeki büyüklüğünü ölçmek adına, yapı izin belgeleri olarak adlandırılan yapı ruhsatının ve yapı kullanım izin belgelerinin ekonomi içindeki dağılımı değerlendirmek gerekmektedir.

Şekil 1. 1:Yüz Ölçümlerine Göre Yıllık Alınan Yapı Ruhsatlarının Alanlara Dağılımı



Şekil 1. 1. incelendiğinde gayrimenkul sektörü içerisinde en büyük payın konut alt segmentinde olduğu görülmektedir. Bu nedenle konut sektörü, gayrimenkul piyasasının en önemli alt dalıdır (TUIK).

1.1.1.1 Konut Arzı

Gayrimenkul üretimini belirleyen temel faktörleri; şehirdeki boş alanlar, satışlarda karşılaşılan gecikmeler, enflasyon oranları, sektördeki mevcut stoklar, tarımsal alanların fiyatları ile yasal ve plansal düzenlemeler olarak sıralamak mümkündür. Tüm bunlara ek olarak finansman ve inşaat maliyetleri sektör üzerinde doğrudan etkiye sahiptir (Yavuz ve Sertyeşılışık, 2019, s. 549).

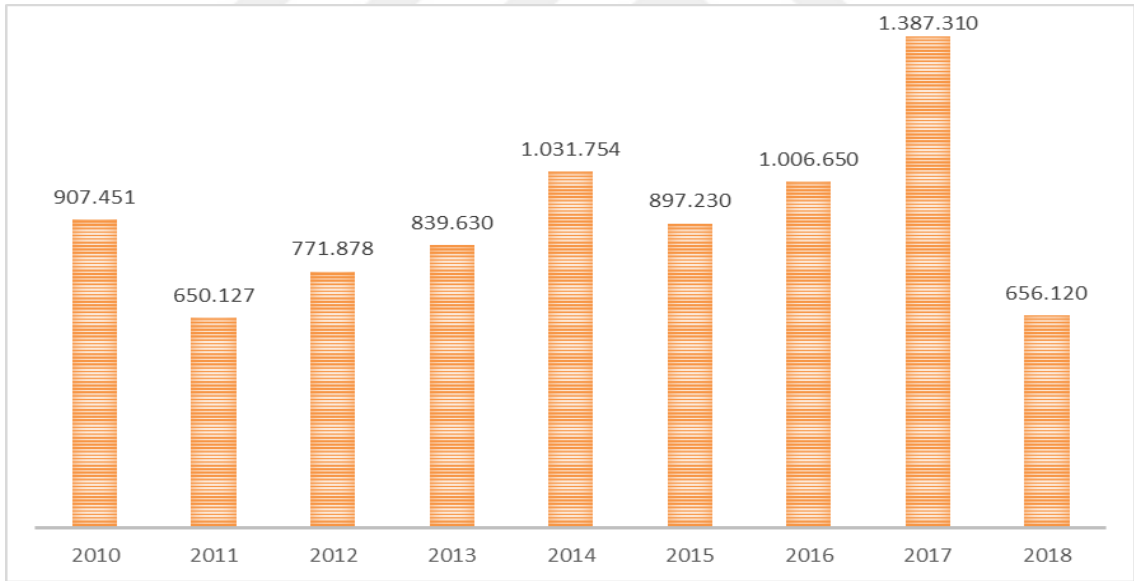
Konut arzının düzenlenebilmesi için gerekli kriterler şu şekildedir:

- * Gerekli olan arsa ihtiyacının karşılanması,
- * İnşaat maliyetlerinin artmasına neden olan, vergi, resim, harç vb. giderlerin azaltılması,
- * Konut finansman sistemine aracılık edecek bir yapının oluşturulması ve uzun vadeli kaynaklar yaratılması,
- * Konut üretiminin düzenli ilerleyebilmesi için yapı izin belgeleri ile yapı kullanım izin belgeleri üzerindeki denetimin arttırılması,

- * Zorunlu standartların (enerji verimliliği gibi) uygulanabilmesi için özendirici çalışmalar yapılması ve bazı giderlerin kamu tarafından karşılanması gerekmektedir (Yıldırım, 2013, s. 14-15).

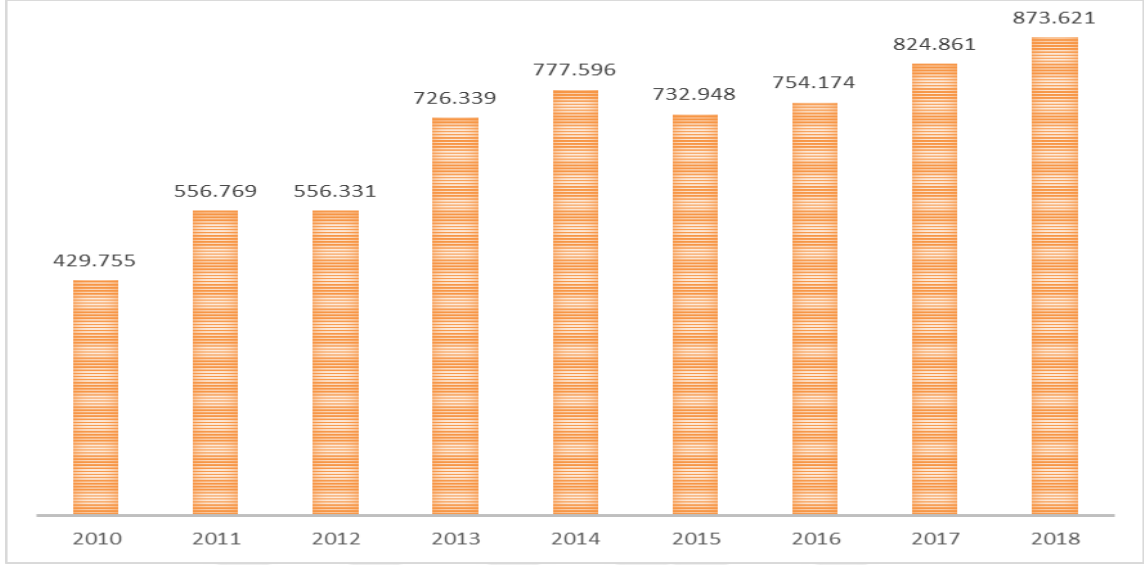
Türkiye açısından konut arzı, alınan yapı ruhsatı ve yapı kullanım izin belgelerinin değerlendirilmesi ile belirlenebilir. Değerlendirmeye geçmeden önce bu iki kavramın birbirinden ayırt edilmesi gerekmektedir. Yapı ruhsatı, arsa tipindeki alanlar için oluşturulan projeler kapsamında ilgili belediyeler tarafından verilen inşaat iznidir. Yapı kullanım izin belgesi ise, projenin tamamlanmasıyla projeye uygunluk açısından verilen onay ve izin belgesidir (Erdoğan, 2018, s. 8).

Şekil 1. 2.'de yıllar itibariyle Türkiye açısından yapı kullanma ruhsatı daire sayıları incelenmiştir. 2010 yılından sonra bir düşüş gözlemlense de 2014 yılına kadar sürekli artış yaşandığı görülmektedir. 2018 yılında ise bu oran, 2010 yılından sonraki düşüşle aynı oranlara sahiptir (TUIK).



Şekil 1. 2: Yıllar İtibariyle Yapı Ruhsatına Göre Daire Sayısı

Şekil 1. 3.'de yıllara göre alınan yapı kullanım izin belgelerinin daire sayısı gösterilmektedir. Yıllık bazda bakıldığında bu oranın sürekli olarak arttığı ancak bazı yıllarda ise düşük seyrettiği gözlenmektedir (TUIK).



Şekil 1. 3: Yıllar İtibariyle Yapı Kullanma İzin Belgesine Göre Daire Sayısı

Tablo 1. 1.'de görüldüğü üzere yapı ruhsatı alanı yıllar içerisinde dalgalı artış göstermiştir. Buna rağmen yapı ruhsatı izin belgesi alınan bina sayısında ise 2018 yılına kadar sürekli artış yaşanmıştır. TUIK verileri incelendiğinde, 2018 yılında yapı ruhsatı kullanım izin belgesi alanının da yapı ruhsatı alanına göre azaldığı gözlemlenmiştir.

Tablo 1. 1: 2010-2018 Yılları Arasındaki Yapı Ruhsatı İstatistikleri

YIL	Toplam Yapı Ruhsatı Alanı (m2)	İkamet Amaçlı Yapı Ruhsatı Alanı (m2)	İkamet Amaçlı Yapı Ruhsatı Alanının Toplam Alana Oranı(m2)
2010	176.429.366	141.852.120	80,4%
2011	123.621.864	94.824.077	76,7%
2012	158.749.723	117.905.511	74,2%
2013	175.807.606	131.978.411	75,1%
2014	220.653.829	165.847.417	75,1%
2015	189.674.525	141.678.542	74,7%
2016	206.971.538	160.728.949	77,7%
2017	283.579.404	224.458.152	79,1%
2018	146.329.683	104.210.348	71,2%

Kaynak: TUIK

Tablo 1. 1. 2011 yılı için incelendiğinde ikamet amaçlı alınan yapı ruhsatı izin belgesi oranında düşüş olduğu görülmektedir. Bu düşüşün nedeni, 2008 yılında yaşanan

ABD Mortgage krizi ile uzun vadeli küresel etkilerinin Türkiye için de geçerli olmasıdır. Yaşanan krizin uzun vadeli etkisi ile Türkiye’de konut üretimi düşüşü yaşanmıştır. 2011 yılından sonra konut pazarında tekrar hareketlilik yaşanmış, üretimin artmasıyla 2015 yılına gelindiğinde piyasada arz fazlası oluşmuştur. Bu nedenle, konut piyasası maliyet kontrolü ve konut stokunun eritilmesi amacı ile durağan bir döneme girmiştir (Albayrak Cömert, 2019, s. 28).

1.1.1.2. Konut Talebi

Bireyler açısından en temel gereksinimlerden olan barınma ihtiyacı, konut talebi açısından ekonomik temelli bir durumdur. Artan nüfus ile birlikte yaşanan hareketlilik devam edeceğinden konut ihtiyacı bitmeyen bir alan olarak ifade edilmektedir. Gayrisafi yurtiçi hasıla oranı ve hane halkının alım gücünde yaşanan artış, ekonominin istikrarlı durumundan dolayı bireylerin konuta olan talebini ve alım gücünü arttırmaktadır. Tüm bu durumlara ek olarak bireylerin konuta olan talebinin artmasının en temel nedeni olarak konutun en güvenilir yatırım aracı olarak görülmesi örnek verilebilir. Türkiye’deki aile yapısı incelendiğinde değişen çağ ile birlikte aile yapılarının da değişim gösterdiği görülmektedir. Ülke bazında, hane kişisi sayısında azalma, çekirdek aile sayısında artış yaşanmaktadır. Eğitim düzeyinin artarak ilerlemesi ile birlikte gençlerin ailelerinin yanından ayrılması da konut talebi üzerinde ciddi artışlara neden olmaktadır (Yıldırım, 2013, s. 14-15).

Ekonomi açısından büyük paya sahip olan gayrimenkul piyasası, tüketim harcamalarının yönü ve toplumsal refahın ilerleyebilmesi açısından büyük önem taşımaktadır. Türkiye’yi örnek aldığımızda tüketiciler, enflasyon ortamındaki belirsizliklere karşı, ellerinde bulunan sermayenin reel değerini korumak adına gayrimenkul piyasasına yönelmektedirler (Tunalı ve Karadağ, 2018, s. 12).

Değişen ekonomik gelişmeler ile birlikte çevresel faktörler, bireylerin ilgi alanlarını etkilemektedir. İlgi alanlarının değişmesi ile beraber doğal kaynaklara ulaşım, bireylerin taleplerinde ve konut değeri üzerinde doğrudan etkiye neden olmaktadır. Deniz manzaralı bir konuta sahip olmak için yapılacak olacak extra ödemelerin sebebi manzaraya sahip olmaktır. Bu açıdan manzara, bireylerin talepleri açısından konut alım-satımlarını etkilemektedir. Bu durumun yanı sıra çevre kalitesinin düşüklüğü ise konut fiyatlarında düşüşe neden olmaktadır. Özellikle zararlı atıkların bulunduğu olumsuz çevre

koşullarında bulunan konutlar, bireyler açısından tercih edilmemekte ve konutun değerinin düşmesine neden olmaktadır (Hurma vd., 2012, s. 5).

Konut talebini ölçmek amacıyla oluşturulan tablo 1. 2.'ye bakıldığında konut satış talebinin yıllar içerisinde arttığı görülmektedir. Toplam konut satış talebi içerisinde ise talebinin ikinci el satışlara yoğunlaştığı görülmektedir. Konut ilk satışları, talep baz alındığında ikinci el konut satışlarının altında seyretmiştir.

Tablo 1. 2: Toplam Konut Satış Sayıları ile Konut İlk Satış Sayıları

YIL	Toplam Konut Satışları	Konut İlk Satışları	Konut İkinci El Satışları
2013	1.157.190	529.129	628.061
2014	1.165.381	541.554	623.827
2015	1.289.320	598.667	690.653
2016	1.341.453	631.686	709.767
2017	1.409.314	659.698	749.616
2018	1.375.398	651.572	723.826

Kaynak: TÜİK.

2017 yılına kadar gerçekleşen toplam konut satışlarında yaşanan artış 2018 yılında yerini düşüşe bırakmıştır. Bunun nedeni olarak, 2018 yılının önceki yıllara oranla negatif eğilimli olması, konut kredisi faiz oranlarının artması ve konut kredisi faiz oranının artmasıyla özellikle orta-alt gelir gruplarının konut edinme olanaklarının zorlaşması sayılabilir (Albayrak Cömert, 2019, s. 30).

1.2. TİCARİ GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ

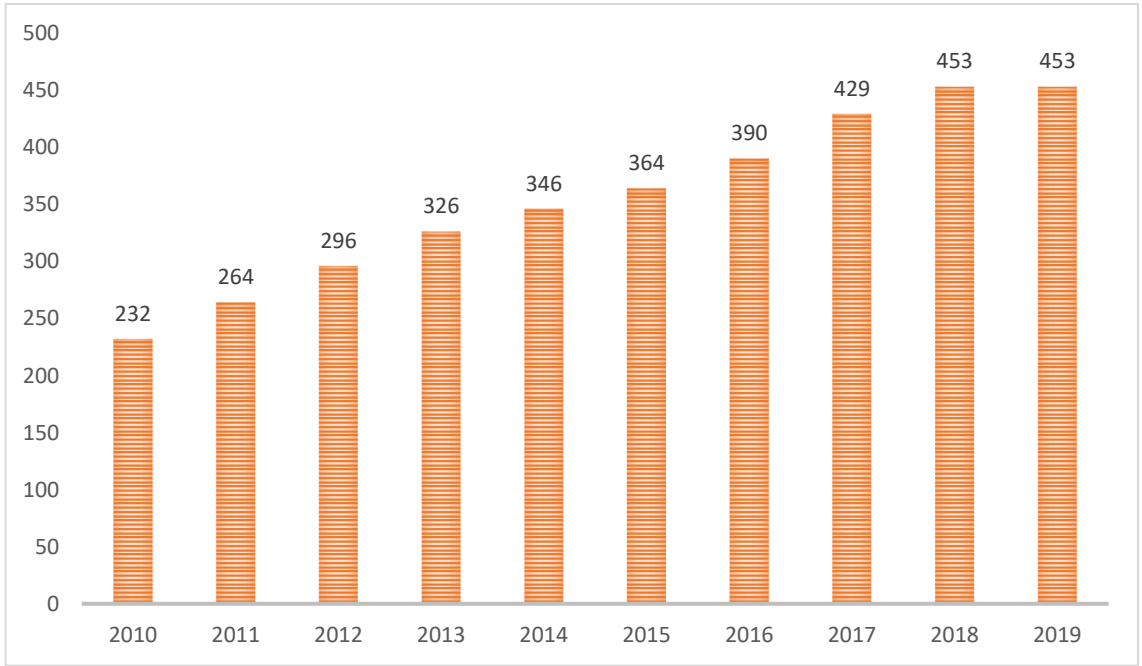
Ticari gayrimenkul sektörünü kendi içerisinde alışveriş merkezi (AVM), ofis ve otel alt başlıkları ile ele alınması mümkündür.

1.2.1. Alışveriş Merkezleri (AVM)

Hızla büyüyen nüfus, kentleşme oranlarındaki artış ve harcama eğilimlerinin artması sayesinde perakende sektörü hızla gelişim göstermiştir. Bu açıdan perakende sektörünün gelişmesine AVM'lerin artması yardımcı olmuştur. Ancak döviz kurundaki dalgalı artış Cumhurbaşkanlığı tarafından alınan, “Türk Parası Kıymetini Koruma” kararı gereğince kira kontratları TL üzerinden yapıldıktan sonrasında AVM yatırımcılarının giderleri gelirlerinden yüksek seyretmiştir. Bu durum perakendeciler için, kiralardan ve genel giderlerin TÜFE/Enflasyon bazlı artmış olmasına rağmen cirolarında tatmin edici

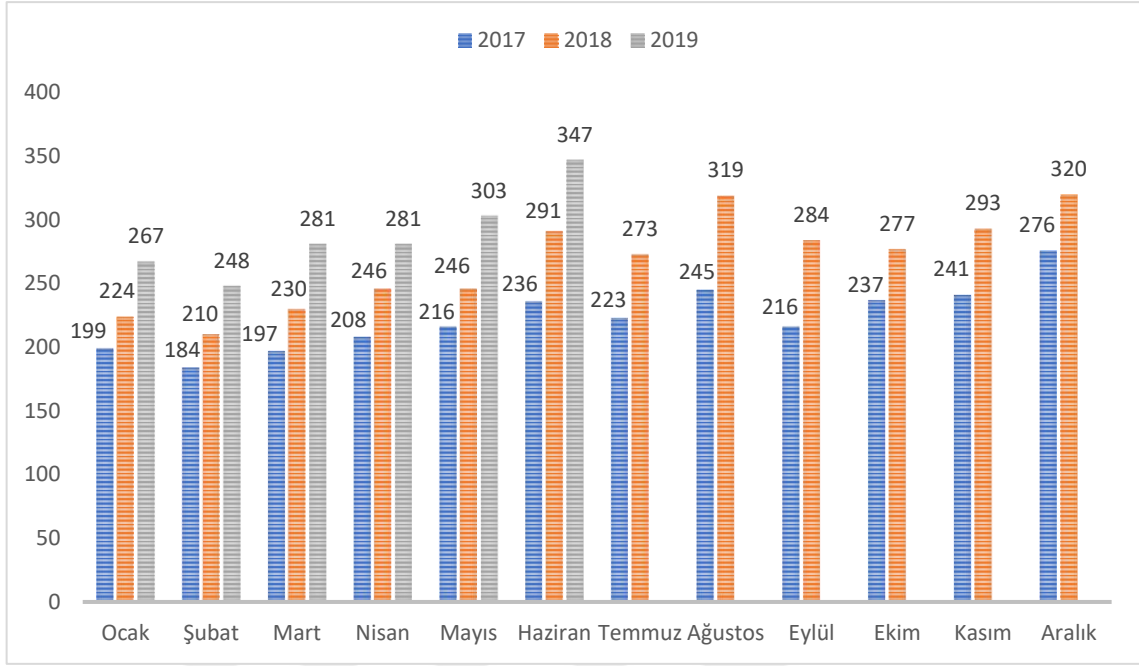
düzeye ulaşılamamasından dolayı büyük bir sorunlar yaratmıştır. Perakendeciler tarafından belirlenen ciro hedefine ulaşılamayan verimsiz mağazaların kapatılması bu şekilde gündeme gelmiştir.

Şekil 1. 4.'de yıllara göre açılan AVM sayıları verilmiştir. 2019 2. çeyrek sonu yılı itibariyle Türkiye geneli sürekli artış gösteren toplam AVM sayısı 2019 yılında 453'e yükselmiştir (GYODER, 2019/2. Çeyrek Raporu, s. 46).



Şekil 1. 4. Yıllara Göre Açık Avm Sayısı

Şekil 1. 5.'e göre 2019 Haziran dönemi ciro endeksi bir önceki yılın aynı ayı karşılaştırıldığında, enflasyondan arındırılmadan %19,2 artış kaydederek 347 puana ulaşmıştır. Endeksin, haziran ayı için açıklanan %15,7 enflasyon oranının üzerinde seyrettiği söylenebilmektedir (GYODER, 2019/2. Çeyrek Raporu, s.47).



Şekil 1. 5: Türkiye Geneli Avm Ciro Endeksi

1.2.2. Otel

Türkiye’de meydana gelen ekonomik değişiklikler etken piyasaları etkilediği gibi turizm sektörünü de etkilemektedir. TL’nin döviz kurları karşısında hızla erimesi sonucunda Türkiye, turistler açısından cazip hale gelmektedir (Albayrak Cömert, 2019, s. 36).

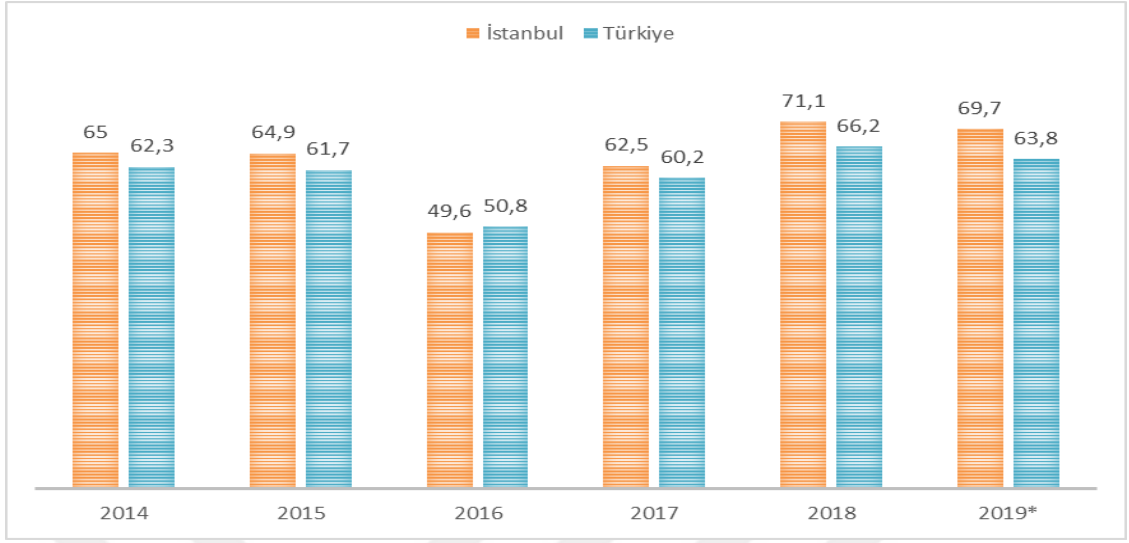
Tabloda görüldüğü üzere Türkiye genelinde toplam; 466.184 oda kapasiteli 3.964 işletme belgeli, 96.056 oda kapasiteli 895 yatırım belgeli konaklama tesisi bulunmaktadır.

Tablo 1. 3: İşletme Yatırım & Belgeli Tesis Sayısı

TÜRKİYE	İşletme Belgeli		Yatırım Belgeli	
	Tesis	Oda	Tesis	Oda
	3.964	466.184	895	96.056

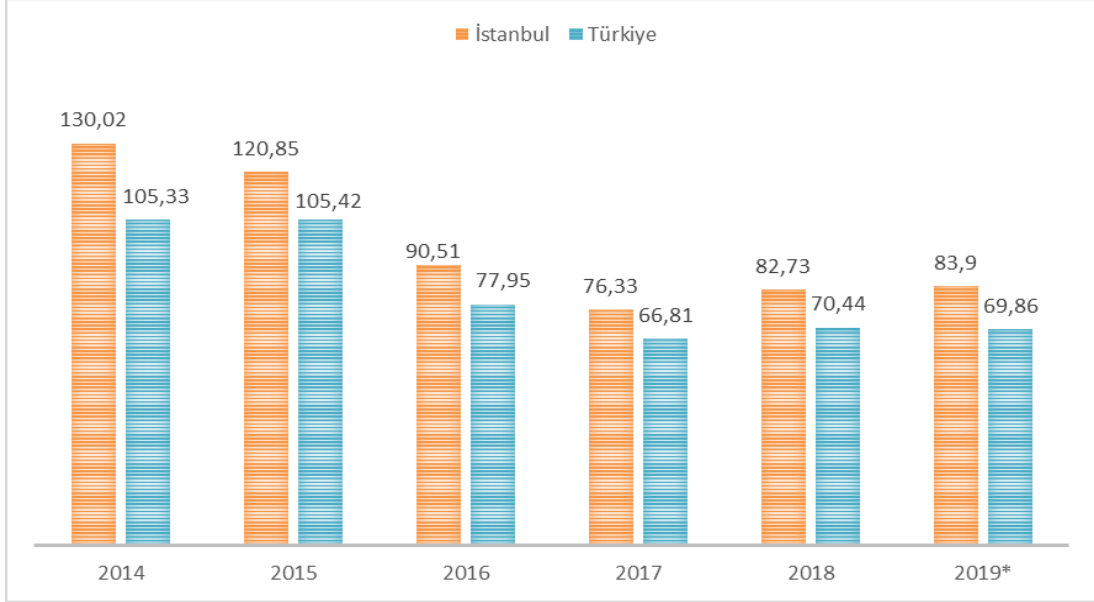
Kaynak: T.C. Kültür ve Turizm Bakanlığı.

Turizm istatistiklerine bakıldığında, Türkiye’deki otellerin doluluk oranlarının 2019 yılı 2.çeyrek sonu itibariyle %63,8 olduğu ve yine aynı yıl için İstanbul’daki doluluk oranlarının %69,7 olduğu görülmektedir (GYODER, 2019/2. Çeyrek Raporu, s.53).



Şekil 1. 6: Türkiye-İstanbul yıllık Oda Doluluk (%)

Aynı dönem baz alındığında Türkiye geneli ortalama oda fiyatı 69,86 Avro iken, İstanbul'da bu oran 83,90 Avrodur (GYODER, 2019/2. Çeyrek Raporu, s.53).



Şekil 1. 7: Türkiye-İstanbul Yıllık ADR (Avro)

1.2.3. Ofis Pazarı

Türkiye'de kaliteli ofis stoku yetersizliği nedeni ile genellikle gelişmiş kentlerde ofis projeleri hayata geçmektedir. Bu açıdan kullanıcılarına farklı alternatifler sunabilen

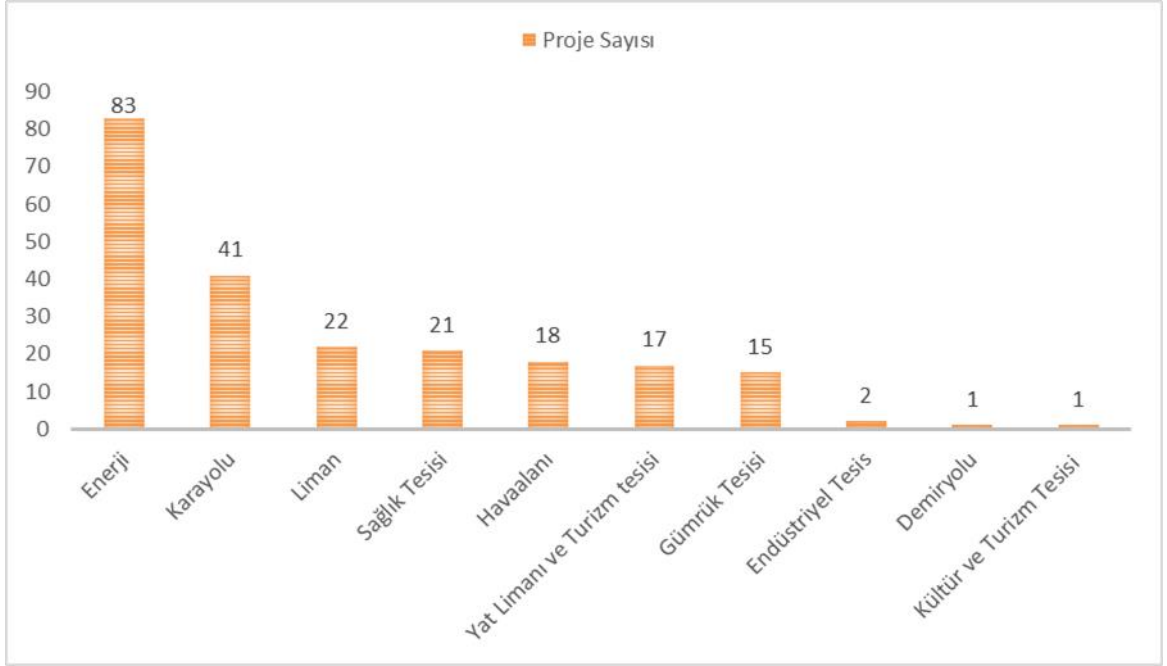
ofislere talebi, büyük kent ve merkezlerde rağbet görmektedir. Ofis sektörü, piyasalarda meydana gelen arz-talep dengesi sonucunda belirlenen kira getirileri ve satışları açısından dalgalanmalara maruz kalmaktadır. Bu dalgalanmalar da stok fazlası ofis sayılarında artışa neden olmaktadır (Erdoğan, 2018, s. 17).

1.3. ALTYAPI HİZMETLERİ

Arazi Yönetimleri Terimleri sözlüğünde arazi, “altında, üstünde ya da üzerinde oluşturulmuş, iyelik ve kullanım haklarına konu olan, tüm yapıları ile birlikte yeryüzü parçası veya geniş kırsal” alan olarak, arsa “kent ve kasabalarda yapı yapmaya ayrılmış ve yerel yönetimin sunduğu kolaylık ve donanımlardan yararlanılabilecek arazi” olarak tanımlanmaktadır. Arsa parsellere ayrılmış toprak parçası olduğundan bu alanlarla su, elektrik hattı, kanalizasyon, doğalgaz gibi altyapı hizmetleri sağlanmaktadır. Yani arsanın araziden farkı, imar uygulaması ile gerekli altyapı, imar yolu ve şehir standartlarına sahip olmasıdır. Yaşam standartlarının artmasıyla gelişen şehirlerde önemli etken haline gelen altyapı faaliyetleri, bölgelerin gelişimi açısından sürdürülebilirliğin kanıtı olmaktadır (Sağlam, 2015, s. 6).

Mega projeler olarak tanımlanan ve yapılması planlanan köprü, havaalanı, kanal ve otoyol gibi altyapı yatırımları inşaat sektörüne hız kazandırmakta ve bu projeler genel olarak kamu özel iş birliği (KÖİ) modeliyle gerçekleştirilmektedir (Şat Zengin, Türkiye İş Bankası İnşaat Sektörü Raporu, 2018, s. 41).

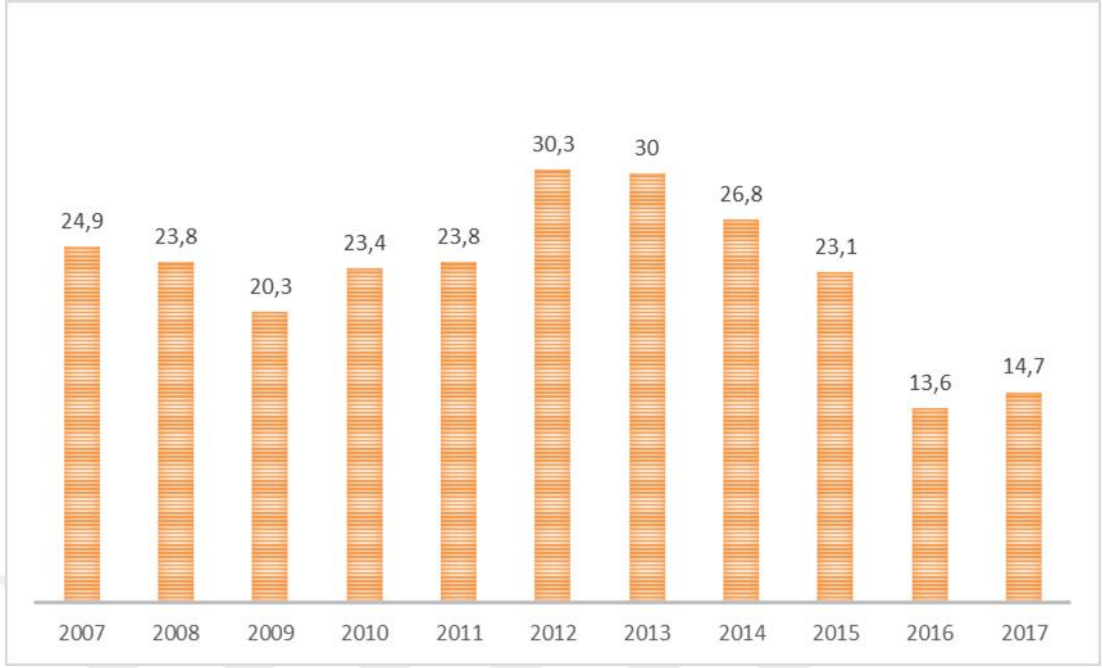
Şekil 1. 8.’e göre projelerin sektörel dağılımları incelendiğinde enerji sektörü açısından 83 projeye yatırımların yüksek olduğu görülmektedir (Şat Zengin, 2018, s. 41).



Şekil 1. 8: Kamu Özel İş Birliği Projelerinin Sektörel Dağılımı

1.4. YURT DIŞI MÜTEAHHİTLİK FAALİYETLERİ

Gayrimenkul sektörü yalnızca yurtiçi faaliyetlerle sınırlı kalmayıp yurtdışı faaliyetleri ile de başarıya imza atmaktadır. Böylelikle sektörden ülkemize döviz girdisi sağlanarak ülkemizin prestij değerine önemli katkılar sağlanmaktadır. Şekil 1. 9.'da yurtdışı müteahhitlik faaliyetlerinin toplam proje bedelleri sektör açısından olumlu etkileri ortaya koymaktadır (Erdoğan, 2018, s. 18).



Şekil 1. 9: Yurtdışı Mühendislik faaliyetleri Toplam Proje Bedeli (Milyar USD)

2017 yıl sonu itibariyle Türk mühendisler, toplam değeri 14,7 milyar dolar olan 241 yeni proje üstlenmişlerdir. Şekil 1. 9.'a bakıldığında, 2017 yılında bir önceki yıla göre üstlenilen proje sayısında artış yaşanmıştır (Şat Zengin, 2018, s. 44).

1.5. GAYRİMENKUL SEKTÖRÜNÜN TEMEL ÖZELLİKLERİ

Küresel anlamda en çok büyüme gösteren sektörlerin başında gelen gayrimenkul sektörü, krizlerden ve finansal sorunlardan doğrudan etkilenmesi bakımından hassas bir yapıya sahiptir. Finansal istikrarın sağlandığı ekonomilerde, gayrimenkul sektörü hareketli dönemler geçirse de yaşanan kriz dönemleri sonrasında yerini önemli fiyat düşüşlerine bırakabilmektedir. Bu bağlamda gayrimenkul sektörü, küresel anlamda finansal değişimlerin etkilerini en hızlı yaşayan sektör konumuna olduğundan zaman içerisinde kendi temel özelliklerini piyasada belirleyebilme rolüne sahiptir (Gümrükçüoğlu, 2018, s. 28).

1.5.1. İkâme Edilebilirlik

Gayrimenkul piyasaları, mahalli piyasa özelliği taşımaktadır. Tüketimde malların birbirine olan ikame edilebilirliği arz-talep dengesini belirleyen etken unsurken, gayrimenkul piyasalarında bu durum söz konusu değildir. Gayrimenkul, tanım itibariyle

bir yerden bir yere taşınamayan varlık olarak adlandırıldığından taşınmaz grubundadır. Gayrimenkul varlıkları, menkul varlıklardan ayıran en temel özelliğinin taşınmaz olması nedeniyle gayrimenkulün, fiziki olarak yakın ikamesi bulunsa da coğrafi olarak ikamesi söz konusu değildir. Mobil olmayan gayrimenkul piyasaları kendi içinde bağımsız konumdadır. Örneğin, bir şehrin belirli bir bölgesinde yaşanan doğal afet o bölgedeki konutları kullanılamaz hale getirirse bile aynı şehrin başka bir bölgesi için bu durum söz konusu değildir ve o bölgedeki piyasa bu durumdan etkilenmez. Yani gayrimenkul piyasaları mahalli özelliktedir (Çıkkılı, 2010, s. 10).

1.5.2. Fiyat

Klasik iktisat literatüründe fiyat, bir pazardaki arz ve talep eğrilerinin kesiştiği noktada belirlenmektedir. Ancak gayrimenkul piyasasında fiyat oluşumu, arz ve talebin kesiştiği noktaya ek olarak pazarlık tutarı ile belirlenir. Bu durumun nedeni olarak diğer piyasalara göre gayrimenkul piyasa fiyatlarının yüksek ve bu piyasalarda rol gösteren kişi sayısının az olması gösterilmektedir. İşlem sayısına bağlı olarak işlem hacminin küçülmesi hatta yatırımcılardan nakit olarak finanse edilen miktarın yeterli olmaması da fiyatların değişiklik göstermesine neden olmaktadır. Gayrimenkul açısından fiyatların oluşması, kendisini satın alacak bireylerin ödeme gücü ve tercihlerine yönelik bir finansman aracına bağlı olarak etkilenmektedir (Köse, 2018, s. 23).

1.5.3. Alıcı ve Satıcı Sayısı

Etkin piyasalarda çok sayıda satıcı ve alıcı bulunmaktadır. Katılımcıların, fiyatlar üzerinde dolaylı olarak etkileri bulunmaktadır. Yani katılımcılar, tam rekabet piyasalarında oluşacak fiyata talep ettikleri düzeyde etkileme payına sahiptir. Gayrimenkul piyasaları için bu durum çeşitlilik göstermektedir. Belirli dönemlerde, belirli fiyat ortalamasında, belirli bir konumda piyasaya sürülen konut için az sayıda satıcı ve alıcı mevcuttur (Şarkaya İçerlioğlu, 2012, s. 7).

1.5.4. Ekonomik Göstergelere Karşı Hassasiyet

Yatırım yöntemleri içerisinde, yüksek alım gücü gerektiren sektörlerin başında gayrimenkuller gelmektedir. Çok sayıda az ve orta gelirli müşteri portföyüne sahip olan gayrimenkul piyasaları için ekonomik göstergelerde (faiz, hane halkı geliri, işsizlik oranı vs.) meydana gelen negatif yönlü değişimler, gayrimenkul piyasalarını da negatif yönlü

etkilemektedir. Bu açıdan talebin fiyata olan esnekliği gayrimenkul yatırımı için yüksek seyretmektedir. Böylece oluşan negatif yönlü piyasa koşulları, diğer piyasalara göre daha düşük nakit akışına sahip olan gayrimenkul yatırımlarının müşteriler için çekiciliğini kaybetmesine neden olmaktadır (Köse, 2018, s. 24).

1.5.5. Örgütlenmemiş Piyasa Modeli

Mobilite özelliği bulunmayan gayrimenkul, mahalli piyasa olma özelliği taşımaktadır. Bu durum gayrimenkule dair işlemlerin tek bir merkezden yönetilememesine başka bir deyişle tek elde teşkilatlanamamasına sebep olmaktadır. Örneğin tüketici açısından, mobil olan herhangi bir ürünün toptan satış yapan bir mağazadan satın alımı kolaydır ancak gayrimenkul piyasası örgütlenmemiş piyasa özelliğine sahip olduğundan, her yeni alım için bir görüşme ve pazarlık aşamaları söz konusudur. Bu nedenle satış fiyatları özel ve yüksek, müşteriler fiyatların oluşumunda etkindir (Mert, 2012, s. 10).

1.5.6. Eksik Bilgi

Etkin piyasa koşulları altında alıcı ve satıcı, oluşan piyasa koşulları için tam bilgiye sahiptir. Böylece piyasada var olan aktörlerin tutumları, geçmiş dönem bilgileri, ürüne dair kalite değerlendirmesi ve ürünün ikame edilebilirliği gibi faktörler ulaşılabilir. Ancak gayrimenkul piyasası müşterileri, sürekli olarak gayrimenkul alım-satımı yapmamaları, güncellenen mevzuatlara hâkim olmamaları ve eksik bilgiye sahip olmaları nedeniyle hatalı kararlar ortaya çıkabilmektedir (Şarkaya İçerlioğlu, 2012, s. 8).

1.5.7. Arzın Piyasaya Girme Hızı

Gayrimenkul piyasasını diğer piyasalardan ayıran en temel özelliği arzın piyasaya giriş hızıdır. Örneğin menkul piyasalarda meydana gelen ani talep değişimlerine yanıt vermek mümkünken, gayrimenkul piyasalarında oluşan ani talep artışlarına yanıt vermek, o ihtiyaca yönelik gayrimenkulün inşasının aylara hatta yıllara tekabül etmesi nedeni ile oldukça zordur. Uzun vadeli yatırım amacı ile talep edilen gayrimenkul, müşterinin rant kollama amacını içerisinde barındırdığından, gelecekte yapılacak projelere yönelmesine neden olmaktadır. Ancak bu durum ihtiyaca yönelik gayrimenkul yatırım talepli müşteri için temin süresi gerektirdiğinden talep tatmin düzeyini düşürecektir. Kısacası arz ve talep arasında meydana gelen etkileşimler piyasada yavaş yavaş meydana gelmektedir. Oluşan

fiyat bu etkileşimlerden önce belirlenmekte, arz piyasaya gecikmeli olarak girmektedir (Çıkılı, 2010, s. 12).

Tablo 1. 4: Etkin Piyasa ile Gayrimenkul Piyasa Ayrımı

ETKİN PİYASALAR	GAYRİMENKUL PİYASASI
• Birbirlerini ikâme edebilen homojen mallar ve hizmetlerden oluşmaktadır. • Fiyat istikrarı söz konusudur. • Çok sayıda alıcı-satıcının oluşturduğu piyasada, hiçbir alıcı-satıcı fiyatı tek başına etkilememektedir. • Etkin piyasalar, piyasa koşulları içerisinde kendi kendini düzenleyebildikleri için kısıtlamaya az tabi tutulmaktadırlar. • Serbest rekabet düzeyinde çalışan etkin piyasalarda arz ve talep piyasada meydana gelen ani değişimlere hızla ayak uydurabilmekte ve dengeye gelebilmektedir. • Etkin piyasalarda alıcı ve satıcılar için, piyasada tam bilgi söz konusudur. • Alıcı ve satıcı açısından organize olmuş piyasada arz ve talep değişimleri net görülmektedir. • Arz edilen malların talep edilme süreleri kısadır.	• Arazi parseli yönünden hiçbir arazi birbirleriyle aynı özelliği göstermemektedir. • Fiyatlar piyasa koşullarında ani olarak değişmektedir. • Farklı zaman dilimlerinde, belirli fiyat aralıklarında piyasada var olan alıcı-satıcı sayısının az olması, fiyatı etkileme gücüne sahip olmamalarına neden olmaktadır. • Gayrimenkul piyasaları, çok sayıda özel ve kamu kısıtlamasına tabi tutulmaktadırlar. • Piyasada meydana gelen ani değişimlere arz ve talep gecikmeli olarak cevap vermektedir. • Gayrimenkul piyasalarında alıcı-satıcılar tam bilgiye değil eksik bilgiye (ön bilgiye) sahiptirler. • Alıcı ve satıcıların karşı karşıya oldukları piyasa, organize olmuş piyasa değildir. • Uzun vadeli yatırım araçlarında olan gayrimenkul, etkin piyasalara göre daha zor pazarlanabilmektedir.

Kaynak: Saris, Roni. 2009, Türkiye’de Konut ve Perakende Sektöründeki Gayrimenkul Yatırımları ve İktisadi Etkileri, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, s.12.

Tablo 1. 4.’de görüldüğü üzere tam etkin piyasalara göre gayrimenkul piyasalarında monopolcü rekabet piyasa şartları geçerlidir ve piyasa şartlarında alıcı ve satıcı sayısı fazla olsa da fiyatların piyasaya ayak uydurma süresi uzamakta arz ve talep, fiyatlara gecikmeli olarak tepki vermektedir.

1.6. GAYRİMENKUL SEKTÖRÜNÜ ETKİLEYEN FAKTÖRLER

Gayrimenkul piyasasının etkilendiği birçok faktör bulunmaktadır ancak piyasa üzerinde doğrudan etkiye sahip olan bazı faktörler vardır ki onların incelenmesi gayrimenkul piyasasının gelişimi ve büyümesinin analizi için ayrıca öneme sahiptir. Bu bölümde gayrimenkul piyasası açısından belirgin rol oynayan en temel faktörler incelenecektir.

1.6.1. Ekonomik Faktörler

Gayrimenkul piyasasını etkileyen en önemli faktörden ekonomik durum, ülkenin gelişimi açısından önem teşkil ettiği gibi gayrimenkul piyasasının geleceği için de direkt etkiye sahiptir. Bu bağlamda gayrimenkul piyasasının hızlı gelişimi için, TL’nin korunması, enflasyonun kontrol altına alınması gibi ekonomik adımlara ihtiyaç duyulmaktadır. Ekonominin canlanması, kişi başına düşen gelirdeki artış gibi temel

göstergelerdeki olumlu yansımalar, gayrimenkul piyasasına direkt etki ederek taşınmaz fiyatlarının artmasına sebep olmaktadır. Canlanan ve güçlenen ekonomi sayesinde kredi kullanım hızı artmakta, gayrimenkul piyasasına yatırımlar olumlu yönde etkilenmekte ancak bu durum taşınmaz fiyatlarında ciddi artışlara neden olmaktadır. Bu açıdan ekonomik canlanmanın gayrimenkul piyasası için etkisi büyüktür. Ancak ülkede yaşanacak ekonomik bunalımlarda, gayrimenkul piyasasına yatırım yapacak tasarruf sahiplerinin, nakit yatırımlarını taşınmaz olarak değerlendirmeye çekinmesi piyasa üzerinde doğrudan etkiye neden olarak gayrimenkul piyasasında daralmaya neden olmaktadır (Özdemir, 2018, s. 21-22).

İktisadî gelişmeleri takip edip, gayrimenkul piyasası açısından etkilerinin iyi değerlendirilmesi, geleceğe dönük yatırımların gerçekleştirilmesi bağlamında büyük öneme sahiptir. “Ulusal gelir, enflasyon, faiz, işsizlik, vergi oranları, sektörler, dış ödemeler, uluslararası piyasalar, ekonomik çeşitlilik, finansal araç çeşitliği ve finansal yapı” gibi faktörleri gayrimenkul yatırımcıları doğrudan ve düzenli olarak takip etmektedir. Bu faktörlerin takibi yatırımcılar için gayrimenkul yatırımlarının başarısının ne yönde olacağını kanıtı konumundadır (Köse, 2018, s. 71).

Gayrimenkul alt segmenti olan konutu bireyler açısından ekonomik faktörler ile değerlendirmek gerekirse, servet edinme amacı ve tasarrufları güvence altına alma konusunda önemli bir yatırım aracı olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Konut sahipleri incelendiğinde ise, konut sahibi olma eğilimin bireylerin gelirine göre belirlendiği yani oran bazında yüksek gelirli kişilerin konut sahibi olma konumunda, orta sosyo-ekonomik düzeydeki bireylerin ise kiracı konumunda şekillendiği söylenebilir (Karagöz vd., 2015, s. 249).

1.6.2. Bölgesel Faktörler

Gayrimenkul piyasası homojen değildir ve mobilitesi olmayan yatırımlar sonucu oluşmaktadır. Bu açıdan bir taşınmaz olarak nitelendirilen gayrimenkulün değerini belirleyen en önemli etken bulunduğu konum olmaktadır. Taşınmazın konumu, o bölgenin sahip olduğu ekonomik, politik, sosyal ve çevresel etkenler taşınmazın piyasa değerini belirlemekte önemli rol oynamaktadır. Bir bölgeden diğer bir bölgeye aktarılamayan, sabit yatırım olma özelliği ile taşınmaz, arz açısından yetersiz olan bölgelere transfer edilemezler. Talep edenin ihtiyaçları doğrultusunda konumlandırılan

taşınmaz için ulaşım, okul, hastane, park vs. gibi olanakların bulunması yatırımları doğrudan etkilemektedir (Saris, 2009, s. 14).

Ticarete konu olan konut, bireyler için fiziksel bir mekanla bağdaştırılmakta olduğundan konut seçimi yapılırken bireylerin tercihlerini etkilemektedir. Bireyler tercihlerini, gelirlerine olduğu gibi konutun bulunduğu çevreye göre de şekillendirmektedir. Konutun bulunduğu çevrenin sosyo-kültürel yapısı ve kalitesi konutların satış ve kira fiyatları üzerinde doğrudan etkiye sahiptir. Yani konutun bulunduğu alanın yapısı, talebin fiyatla orantılı olarak hareket etmesine neden olmaktadır (Küçükkaplan ve Amca Aldı, 2017, s. 221).

Konutun bulunduğu çevrenin konut fiyatlarını doğrudan etkilediğine yönelik yapılan yabancı çalışmalar tablo 1. 5.'de gösterilmektedir. Konutun değeri açısından bölgesel faktör olarak nitelendirilen her şey bireylerin kararlarında doğrudan etkiye neden olmaktadır.

Tablo 1. 5: Konut Konumunun Fiyatlara Olan Etkisi ile İlgili Yabancı Literatür

YAZAR İSİMLERİ	YIL	BÖLGE	METOT	SONUÇ
M.J. Ball	1973	ABD İngiltere	Regresyon Analizi	Konutun bulunduğu mevcut çevre, konut fiyatlarına etki etmektedir.
Richardson vd.	1974	Edinburg	Regresyon Analizi	Konutun bulunduğu konumun, konut fiyatları üzerinde etkili olduğunu belirlenmiştir.
J.S. Wabe	1971	Londra	Regresyon Analizi	Konutun konumu ve bölgede yaşayan kişi sayısının, konut fiyatları üzerindeki etkilerini ortaya koymuştur.

Kaynak: Ellibeş, Enes. Görmüş, Şakir. 2018, Kocaeli İlinde Konut Fiyatlarına Etki Eden Faktörlerin Yatay Kesit Analizi ile İncelenmesi, Uluslararası Ekonomik Araştırmalar Dergisi, C.4, S.1, s.50.

1.6.3. Demografik Faktörler

Gayrimenkul piyasasına etkisi sürekli ve günden güne artan bir başka etken ülkenin demografik yapısıdır. Ülkenin demografik yapısı; “nüfus artış hızı, şehirleşme, yaş ortalaması, ırkı, cinsiyeti” gayrimenkul piyasasını doğrudan etkilemekte ve pazarlama açısından belirleyici olmaktadır. Ülke açısından demografik yapının ekonomik ve sosyal etkileri bulunmaktadır. Genç ve dinamik nüfusa sahip olan Türkiye bakımından artan yaşam kalitesi ile yaş ortalaması artmakta ve bu durum da gayrimenkul piyasasına direkt tesir etmektedir. Yaş ortalamasının ve genç nüfusun sürekli artması gayrimenkul piyasası açısından talebin devamlı süreceğinin göstergesidir (Özdemir, 2018, s. 23).

Artan nüfus, gayrimenkul piyasası açısından konuta olan talebi olumlu yönde etkileyecektir. Talebin artmasıyla inşa edilecek konutlar için altyapı iyileştirmelerine gidilip ihtiyacın karşılanması sağlanacaktır (Erdoğan, 2018, s. 22).

1.6.4. Teknolojik Faktörler

Gayrimenkul piyasası yatırımlarını etkileyen en önemli faktörlerden birisi de teknolojik alt yapıdır. Piyasa için inşaat firmalarınca üstlenilen teknolojik alt yapı, inşa edilen yapının kalitesi, geçen süre zarfı bakımından yatırımları doğrudan etkilemekte ve bu duruma bağlı olarak satış-maliyet stratejileri geliştirilmektedir (Köse, 2018, s. 71).

1.6.5. Mütekabiliyet Yasası

Yabancılar konut satışını arttırmak amacıyla çıkarılan yasa sektörü olumlu yönde etkileyen bir durumdur. Yasaya göre; Bakanlar Kurulu tarafınca belirlenen ülkenin vatandaşı olan yabancı uyruklu gerçek kişilere Türkiye sınırları içerisinde gayrimenkul satılmasına izin verilmektedir. Bu yasa ile yabancıların gayrimenkul edinimleri önündeki engeller hafifletilerek yabancı konut talebinin artması amaçlanmaktadır (Karakurt Tosun, 2016, s. 335).

Dünya genelinde ülkelerin sadece kendi vatandaşlarının talep ettiği şekilde gayrimenkul piyasasını düzenlediği öngörülünce devlet yönetimleri, ülkelere dışarıdan gelebilecek talepleri değerlendirmek adına, gayrimenkul edinme talebinde bulunan bireylere yasal bir hak tanımıştır. Ancak ülkelerin çoğu bu yasal hakkın kullanımı konusunda sıkı denetimlere ve yasal sınırlamalara gitse de bu anlayış çerçevesinde ülkeler, birbirlerinin topraklarında yine birbirlerinden olan vatandaşlara, uygulanan yasal kurallar çerçevesinde gayrimenkul edinimine izin vererek piyasa açısından sürdürülebilirliği sağlamış, büyümeye katkıda bulunmuşlardır (Gümrükçüoğlu, 2018, s. 41-42).

1.7. GAYRİMENKUL PİYASASI AVANTAJLARI

Gayrimenkul piyasalarında projelerini uygulayan firmalar, hissedarların gayrimenkul yatırımlarını arttırmak ve teşvik etmek amacı ile geleceğe yönelik pozitif kazanç artışı verilerini yatırımcılara sunmaktadırlar. Piyasadaki firmalar, projeleri nezdinde özel hedeflerine ulaşmak için farklı politikalar tercih edebilmektedir (Andreas, 2017, s. 525).

Gayrimenkul yatırımlarının sermaye piyasalarında işlem görüyor olması gelişmekte olan Türkiye açısından gayrimenkul yatırımını elverişli hale getirmiştir. Bireyler, geleceklerini güvence altına almak maksadıyla gayrimenkul edinme yolunu

seçip, zamanla artan değerine bağlı olarak avantaj sağlamaktadır. Bu avantajlar kısaca şöyle sıralanabilir:

- * Enflasyonun sabit olmadığı piyasalarda bireylerin kendilerini koruma altına alma yöntemi
- * Gayrimenkulden sağlanacak getirinin tahmin edilebilmesi ve değişken olmaması
- * Nakit akış imkânı sağlaması
- * Vergi bakımından sağladığı avantajlar
- * Amortisman ayırımının bulunması
- * Finansal kaldıraç (Köse, 2018, s. 27).

1.7.1. Enflasyona Karşı Korunma

Enflasyon oranlarının zorlaşan tahmini nedeniyle bireyler kendilerini koruma altına alabilmek için gayrimenkul edinimi yolunu tercih etmektedir. Bu durumun nedeni olarak, inşâ edilecek yapı maliyetinin genel fiyat endeksine eşit ya da ondan büyük olması ile inşâ edilen yeni yapının kira getirisinin, maliyetine getiri fiyatlama yolu ile bağlı olması gösterilebilir. Piyasada arz fazlası yaşıyorsa kira getiri oranı düşük seyredecektir. Günümüzde ise yeni yapılar üzerinden alınan kiralar, maliyetlerle orantılı olarak belirlenmektedir (Çıkılı, 2010, s. 17).

1.7.2. Azalan Gelir Değişkenliği/Belirsizliği

Gayrimenkul yatırımlarının yatırımcıya sağladığı gelirlerin, menkul kıymetlerden elde edilen gelirlere oranla daha az oranda değişken olduğu belirlenmiştir. Yatırım malları, kâr payı elde etmekten ziyade, kira ve tahvil faizi ödemek durumunda olan şirketlere kiralandığından, söz konusu kira getirileri yatırımcılar açısından önem arz etmektedir. Kısaca bir şirket piyasada kalmak adına kira ödemektedir. Bir kira dönemi süresince ödemeler öngörülebilir olduğundan, gayrimenkul gelirinin şirket kârından daha az değişken olması beklenir (Çıkılı, 2010, s. 18).

1.7.3. Nakit Getiri

Bir varlığa eklendiğinde değerinin artması veya çıkarıldığında değerinin azalması sonucu oluşan toplam kazançtan elde edilen gelire nakit getiri denmektedir (Köse, 2018, s. 28).

Gayrimenkul yatırımının yatırımcıya sağladığı en önemli avantaj nakit getiridir. Yatırımın gerçek getirisi, o dönemde oluşan enflasyon oranından arındırılarak bulunmaktadır (Özdemir, 2018, s. 29).

1.7.4. Vergi Avantajları ve Amortisman Ayırımı

Gayrimenkul yatırımları diğer yatırımlara kıyasla daha fazla vergi muafiyetine tabidir. Bu durum gayrimenkul yatırımın getirisinin artmasına sebebiyet vermektedir. Öyle ki gayrimenkulden elde edilen değer artışı kazancının (satın alındıktan 5 yıl sonra satılanlar için) vergilendirilmemesi ya da düşük oranlı tariflerle vergilendirilmesi diğer yatırım araçları arasında avantajlı konumda olmasının nedenleri olarak sayılmaktadır. Gayrimenkul yatırımlarından ayrılan amortismanların vergi indirimine konu olması ve aslında amortisman kavramının sadece muhasebe uygulaması olması nedeniyle herhangi bir nakit çıkışına neden olmaması gayrimenkul yatırımının diğer bir avantajı olmaktadır (Şarkaya İçellioğlu, 2012, s. 11).

1.7.5. Finansal Kaldıraç

Gayrimenkul yatırımcıları için belki de en önemli avantaj, finansman yönteminin farklı şekillerle yapılabilmesi yani finansal kaldıraç oluşturabilmesidir. Finansal kaldıraç kısaca, edinilecek finansman kaynaklarının bir kısmının sabit faiz yükü taşıması olarak adlandırılmaktadır (Omağ, 2015, s. 207).

Finansal kaldıraç sonucu, borç edinilen fonlar özkaynak getirisi sağlayacaktır. Pozitif kaldıraç borç edinime bakıldığında borçlanma olmadan sağlanan finansmandan daha fazla getirisi olan bir yöntemdir. Bu sebeple kaldıraç oranı ne kadar büyükse, edinilen borcun toplamdaki oranı ve gayrimenkul projesinin getirisi de o kadar fazla getiri sağlamaktadır. Kaldıraç oranının büyüklüğü, borç edinilen kaynakların ve projenin yıllık getirisi ile ölçülmektedir. Borç edinme maliyeti, getiri seviyesinden küçükse pozitif kaldıraç, büyükse negatif kaldıraç şeklinde değerlendirilmektedir (Çıkılı, 2010, s. 18).

1.8. GAYRİMENKUL PİYASASI RİSKLERİ

Yatırımcılar açısından risk, planlanan getirinin beklenen düzeyde olmaması ya da gerçekleşmemesi önündeki sapma olasılığıdır. Dış çevrenin firmaya yönelik riski ise

nakit akışı, değer ve kârlılık perspektifi olarak ifade edilmektedir (Hastjarjo vd.,2016, s. 15).

Gayrimenkul, yatırımcılar için çeşitli avantajlar sağlasa dahi içerisinde birtakım riskleri de bulundurmaktadır. Dezavantaj olarak görülen bu riskler başlıca likidite problemi, anapara kaybı, faiz oranlarındaki değişim, yatırım maliyeti yüksekliği şeklinde sıralanabilir.

1.8.1. Likitide Problemi

Gayrimenkul yatırımları açısından en temel riski likitide problemi oluşturmaktadır. Likitide riski, gayrimenkul pazarındaki yatırımlar için sorun teşkil etmekte, yatırımın istenildiğinde nakde çevrilememesine neden olmaktadır. İstenildiğinde elden çıkarılamayan gayrimenkul, piyasa değeri altında elden çıkarılarak yatırımcı için dezavantaj olarak görülmektedir (Özdemir, 2018, s. 31).

1.8.2. Anapara Kaybı

Ekonominin stabilize olmayan durumu, yatırım yapılan gayrimenkulün zamanla yıpranması, mülkiyet hakkının yitirilmesi gibi etkenler yatırımcılar açısından anapara kaybına neden olmaktadır (Köse, 2018, s. 82). Gayrimenkul piyasası, yalnız başına değerlendirilebilecek bir piyasa olmadığı için ve konut ile arazi piyasası arasındaki farklar da göz önünde bulundurulduğunda, herhangi birinde meydana gelen bir etkinin diğerlerinde hissedilmesi kaçınılmaz olmaktadır (Çıkılı, 2010, s. 20).

1.8.3. Faiz Oranlarındaki Değişim

Faiz oranlarındaki değişim, yatırımcılar açısından en büyük sorunlardan birini teşkil etmektedir. Bu sorunun etkisi özellikle yatırım için kullanılan kredinin süre ve miktarına göre değişiklik göstermektedir. Gayrimenkul pazarında var olan kaldıraç gücü, yatırımcıların getiri oranlarının, faiz oranlarındaki artış veya azalışlardan direkt etkilenmesine neden olmaktadır. Bu sayede yatırımın belirli bölümünü kredi kullanarak finanse eden yatırımcılar ile birlikte kredi kullanmadan finanse eden yatırımcılar bile faiz oranlarındaki değişimlerden etkilenmektedir. Yani aslında faiz oranları, yatırımın alternatif maliyeti olmakta ve faiz oranlarında yaşanan artışla birlikte diğer yatırımcıların ödemeye razı oldukları fiyatı aşağıya çekmektedir (Şarkaya İçellioglu, 2012, s. 14).

1.8.4. Yatırım Maliyeti Yüksekliği

Gayrimenkul yatırımları açısından bir diğer risk, yatırım maliyetinin yüksek olması ile yatırım için gerekli olan bütçenin finanse edilememiş olması sonucu elde bulunan likit kaynağın yüksek kâr sağlayacak yatırımlara yönlendirilmesidir. Gelir ve maliyet tahminleri göz önünde bulundurulduğunda planlanandan yüksek bütçeli bir durumda getiri kaybı yaşanmaktadır (Güler, 2019, s. 35).

1.9. GAYRİMENKUL SEKTÖRÜNE MİKRO İKTİSADÎ YAKLAŞIM

Herhangi bir coğrafi alanı kapsayacak şekilde, gayrimenkul piyasaları açısından bugüne ve geleceğe dair arz-talep dengesinin irdelenmesiyle elde edilen analiz, makro bazlı bir durumu ifade ederken; spesifik bir konut ve o konutun konumlandırıldığı yerin analizi ile mikro bazlı bir araştırma söz konusu olur. Yatırımcı, gayrimenkul projelerine yatırımını yapmadan önce yapacağı piyasa analizi ile yatırımın avantaj ve risklerini daha net görebilmektedir.

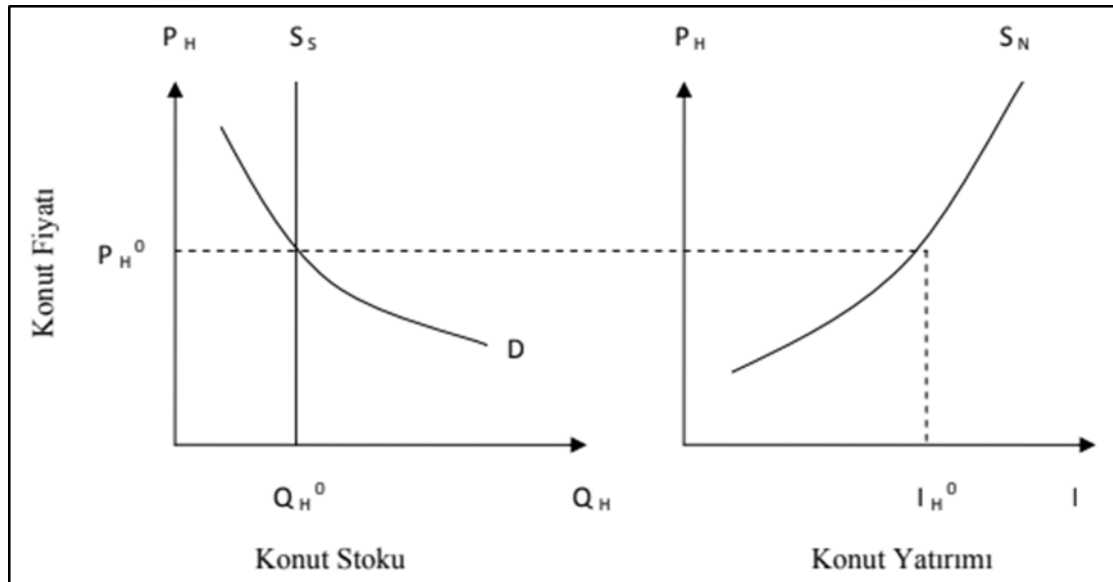
1.9.1. Piyasa Dengesi

Piyasa, içerisinde alıcı ve satıcıyı bulunduran, alım-satım işlemlerinin yapıldığı iktisadî bir ortamdır. Piyasa denge noktasına ancak üretilen her bir mal için talebe ve arza bağlı isteklerin gerçekleşmesi ile gelinmektedir. Bu şartlar altında piyasa, herhangi bir değişikliğe uğramaz ise ürün miktarı ve ürün fiyatı değişmez. Piyasa dengedeysen oluşan fiyata denge fiyatı denirken bu fiyattan satılan her ürün miktarına denge fiyatı denilmektedir (Türkay, 1986, s. 143).

Üretim maliyetlerinin sabit olduğu varsayımı altında, belirli bir dönem ve belirli bir piyasada çeşitli fiyatlardan satılabilecek veya kiralanabilecek gayrimenkul miktarına gayrimenkul arzı; nüfus, hane halkının geliri, gelecek fiyat oluşumları ve tüketici tercihlerinin sabit olduğu varsayımları altında, belirli bir dönem ve belirli bir piyasada çeşitli fiyatlardan satın alınması veya kiralanması istenen gayrimenkul miktarına gayrimenkul talebi denmektedir. Piyasa dengesi ise gayrimenkul arz ve talebinin kesiştiği noktada gerçekleşmektedir. Bu durumda gerçekleşecek olan yeni konut yatırımları, toplamda gerçekleşen konut stokunun oldukça az miktarına tekabül eder. Çünkü talepte yaşanan hızlı bir artışa arz geç cevap verdiğinden, piyasada olan konutların fiyatları artarak tepki verir ve artan konut fiyatları yatırımı planlanan projeler açısından avantaja

dönüşerek arzı arttırır. Böylece yapılan yeni konutlarla talep karşılanır ve piyasa denge fiyatına geri döner (Şarkaya İçellioğlu, 2012, s. 16).

Kısa dönem için geçerli olan konut stoku Şekil 1. 10.'daki ilk grafikte S_S doğrusu ile gösterilmiştir. Konut talebi ise konut fiyatları ile ters orantılı olup D eğrisi ile gösterilmiştir. İkinci grafikte görüldüğü üzere S_N eğrisi konut yatırımlarını ifade etmekte ve konut fiyatlarının artan fonksiyonu görevini üstlenmektedir. P_H^0 fiyatı veri olarak alındığında, I_H^0 düzeyinde konut arz edilmektedir. Konut talebini ve arzını etkileyen unsurlar, konut fiyatı üzerinde etkili olarak piyasada oluşan fiyat konut yatırımlarını etkilemektedir (Albayrak Cömert, 2019, s. 18).

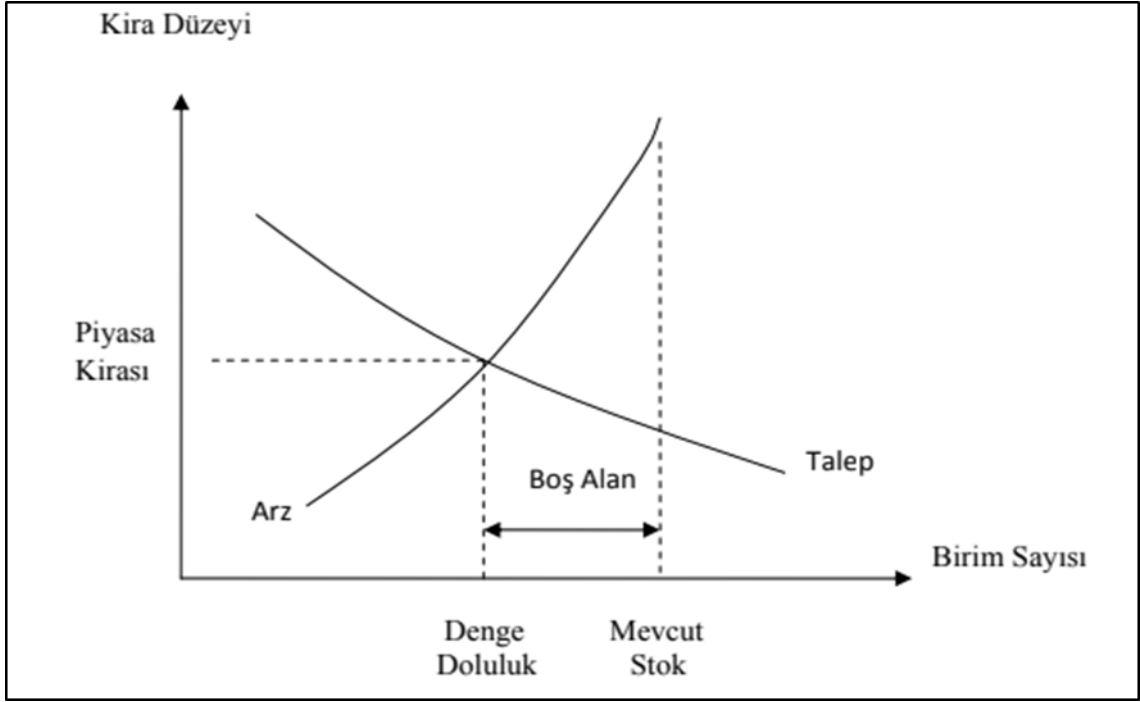


Şekil 1. 10: Konut Fiyatlarının ve Konut Yatırımlarının Oluşması

Maximum kâr elde edip denge fiyatının oluşması için arz ve talep eğrilerinin kesişmesi gerekmektedir. Arz miktarının artması piyasa fiyatını yükselteceğinden talep miktarı düşüşe geçecektir. Talep miktarının artması durumunda ise piyasadaki arz yetersizliği talebi karşılayamayacağından potansiyel gelir elde edilemeyecektir. Bu sebeple piyasada denge, arz ve talebin kesiştiği noktada gerçekleşecektir (Albulak, 2016, s. 22).

Piyasada kira dengesi, talep ve arz ile belirlenmekte, kiralanabilir maximum konut adedi ise mevcut konut stokundan oluşmaktadır. Piyasa kira fiyatlarının arttığı dönemlerde konut sahipleri kiraya vermek üzere daha fazla konut arz ederken, kira fiyatlarının düşüşte olduğu dönemlerde konutlar gelecekte kira fiyatlarının artabilecek

olabileceği düşüncesiyle boş bırakılmaktadır. Şekil 1. 11.'de de görüldüğü üzere, kiracının konutu boşaltması veya yeni inşâ edilecek konutun zaman alması gibi nedenlerle, mevcut konut stoku ile kiralanmış konut miktarı arasında sürekli bir boş alan mevcuttur. Piyasa koşullarında bu durumun azaltılması ise talebin artmasına bağlıdır (Şarkaya İçellioğlu, 2012, s. 19).

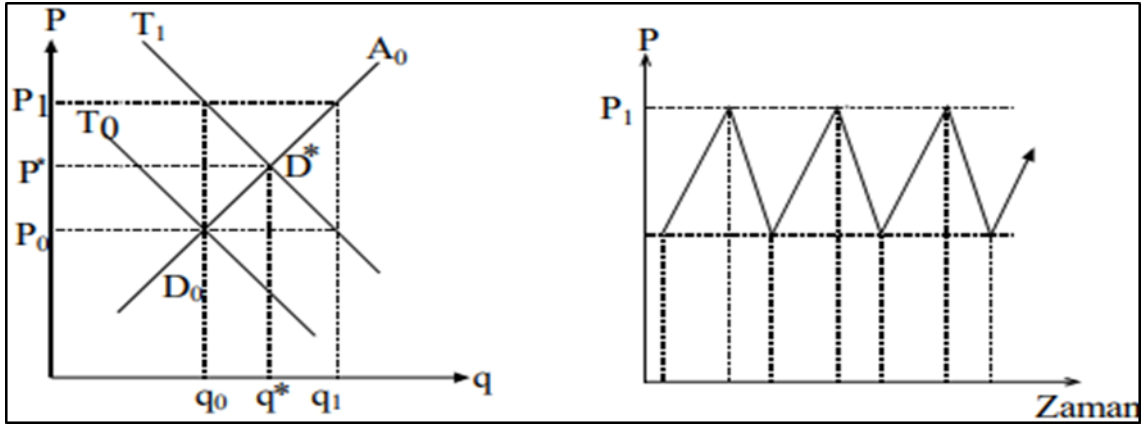


Şekil 1. 11: Kira Piyasası Dengesi

1.9.2. Örümcek Ağı Teoremi

Bu teori, tam piyasa koşullarında geçerli olan tarım ürünleri hasatı ile fiyatların yaşadığı dalgalanmanın dengeye nasıl gelebileceğini göstermektedir. Öyle ki tarım ürünlerinin hasat miktarının bir sonraki hasat zamanına kadar sabit kaldığı varsayılır. Bu gibi durumlarda hasat zamanı genellikle bir yılı bulmaktadır. Üretimi arttırmak isteyen üretici bir yıllık zamanı göz önünde bulundurmak zorundadır. Teoriye göre üreticiler, farklı zamanlarda farklı fiyat seviyelerinde farklı miktarlarda üretim yapmayı arzu ederler fakat arzı arttırmak kolay değildir. Ancak tarım ürünleri için istisnai bir durum söz konusudur ve üreticiler için bir önceki hasat zamanı içinde bulunan hasat zamanı kararlarını etkilemekte böylece her ürünün arzı ile talebinin kesiştiği varsayılmaktadır (Türkay, 1986, s. 151-152).

Monopolcü rekabet şartlarının geçerli olduğu konut piyasasında da denge fiyatına ulaşmak için örümcek ağı teoremi kullanılmaktadır. Şekil 1. 12.'de örümcek ağı teoremi gösterilmektedir; bu teori ile talep edenler için piyasa fiyatları, arz edenler için bir önceki üretim döneminin fiyatları ve kârlılığı ön plandadır. Arz edenler için bu durumun nedeni gelecekte de aynı fiyatların sürececek olacağı beklentisidir. Firma bu bilgiler ışığında hangi projeyi üreteceğine ve miktarının ne olacağına karar vererek üretime başlar ve talep edenlere sunar. Talep edenler de ürün için bir fiyat sunar ve böylece piyasada cari fiyat oluşur. Ancak arz edenler, talep edenlerin piyasada belirlediği fiyata olan tepkisini gecikmeli olarak verir (Güler, 2019, s. 37).



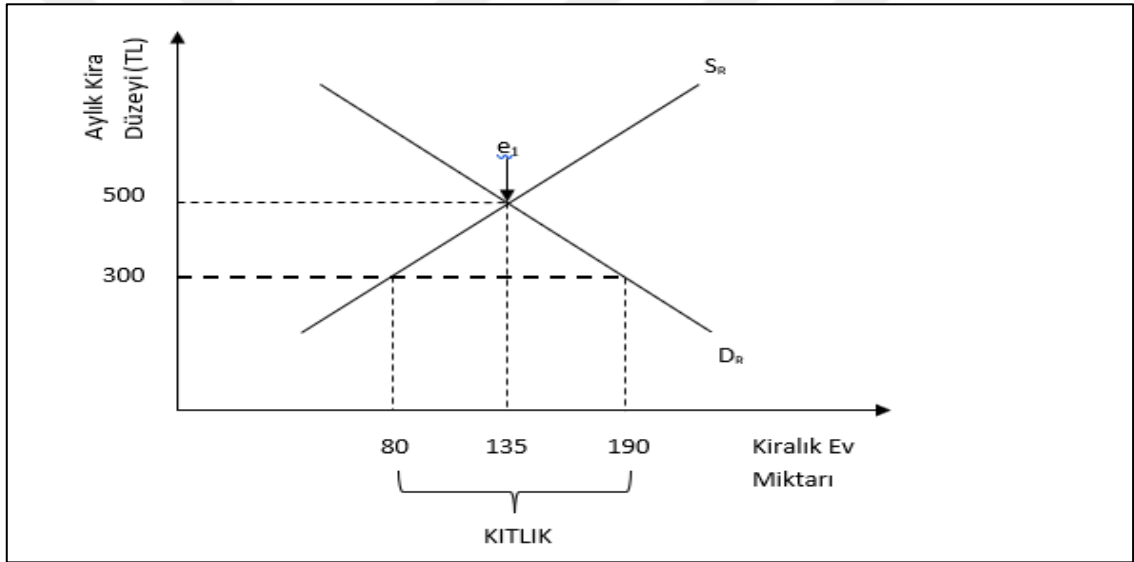
Şekil 1. 12: Örümcek Ağı Teoremi

1.9.3. Kira Kontrolleri

Mülkiyet hakkının serbest olması, herkesin konut sahibi olacağı anlamına gelmeyeceğinden kiralık konutların kiraya verildiği ve kiralandığı bir piyasa bulunmaktadır. Kiralık konut talep edenler kiracı görevini üstlenirken, kiralık konut arz edenler genellikle konut sahiplerini temsil etmektedir. İhtiyacından fazla konuta sahip olanlar için bu konutlar üzerinden kira geliri elde etmek, konutu kiraya vermek ile gerçekleşmektedir. Piyasaya kiralık konut arz edenler, yüksek getiri oranları hedeflediklerinden piyasadaki kiralık konut yetersizliğinden faydalanmak istemektedir. Türkiye’de 2000’li yıllarda bu durumu önlemek adına konut kira artışlarını %25 ile sınırlandırılmıştır. Böylece kamu kesimi, konut kiralardaki artış için bir tavan fiyat uygulamasına gitmiştir. Ancak bu uygulama ile talep edilen kiralık konut miktarı artarken, arz edilen konut miktarı düşüşe geçerek dengeyi bozmuştur (Yıldırım, 2011, s. 130).

Bozulan denge sonucunda, 6098 sayılı Türk Borçlar Kanunu m. 344’de yeniden düzenlenen kira bedeli ilkeleri ile birlikte kanun boşluğu doldurulmuştur. TBK m. 344’ün ilk fıkrası gereğince taraflar arasındaki kira artış oranını, anlaşma gereği “üretici fiyat endeksini” aşmaması koşulu, çıkarılan torba yasa ile kira artış oranının “tüketici fiyat endeksini” aşmaması koşuluna bağlanmıştır. Bu açıdan kira artış oranları ancak kanunun öngördüğü şekilde düzenlenmekte ve değiştirilmektedir (Şahin, 2005, s. 214-215).

Şekil 1. 13.’e bakıldığında piyasa içerisinde arz ve talebin kesiştiği noktada denge kira fiyatının oluştuğu görülmektedir. Ancak talep edilen kiralık konut miktarı 190’a çıktığında; arz edilen konut miktarı 80’e düşmektedir. Yani dengenin altında belirlenen kira, piyasada kıtlık sorununa neden olmaktadır (Yıldırım ve Diğerleri, 2011, s. 131).



Şekil 1. 13: Kira Kontrolleri ve Kıtlık

1.10. GAYRİMENKUL SEKTÖRÜNE MAKRO İKTİSADÎ BAKIŞ

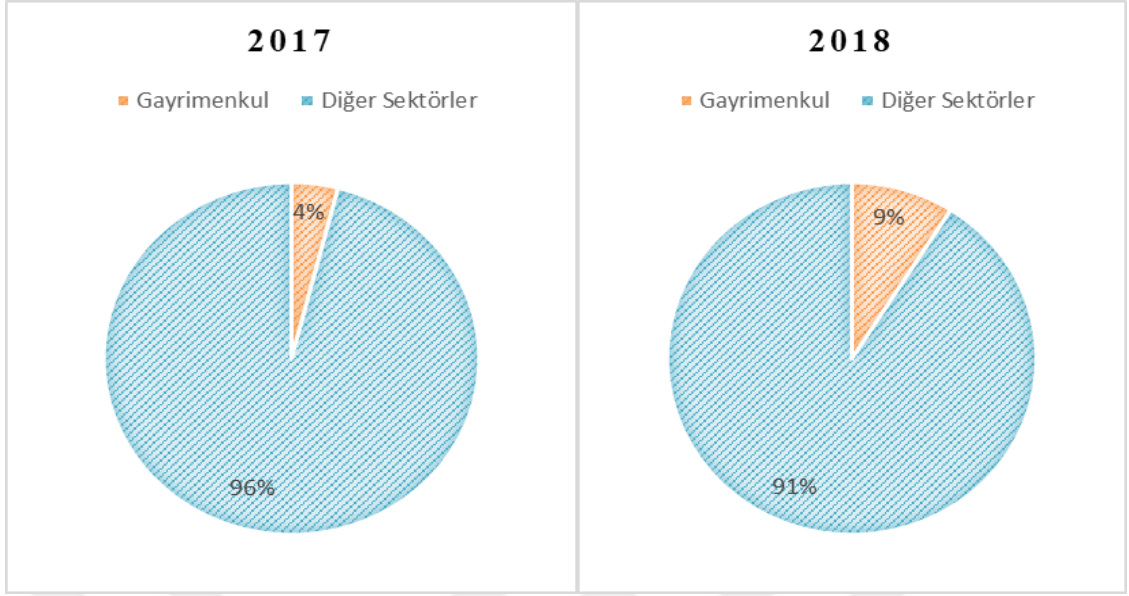
Gayrimenkul sektörü içerisinde en önemli olan alt dal konut sektörüdür. Çünkü harcama yöntemi ile milli gelir hesaplamalarında ($C+I+G+X-M$), hane halkı için yatırım (I) tek harcama kalemi olarak kabul edilir. Konut sektörü dışında, hane halkı tüketim ile harcama yaparken; firmalar yatırım yaparak harcama eğilimi gösterirler. Herhangi bir zaman diliminde yapılan yatırım harcamaları, planlanan yatırım harcamaları ile planlanmamış stok yatırımların toplamına eşit kabul edilir. ($I=I_{\text{PLAN}}+I_{\text{PLANLANMAMIŞ}}$). Bu bağlamda konut satışları, planlanan konut satışlarından düşük gerçekleştiğinde,

planlanmamış stok yatırımı oluşur. Yapılacak olan yeni konutların değeri, ulusal sermaye stokuna eklenerek toplam net yatırımlar elde edilir. Konut yatırımlarının net değeri ise, yapılacak olan yeni konutların değerinden, yıpranan ve zamanla aşınan mevcut konut stok düşüşünün çıkarılması ile hesaplanmaktadır. Eğer otonom yapıdaki bir harcamada meydana gelen değişme, o dönemki denge geliri düzeyinde, kendisinde meydana gelen değişmeden daha büyük bir değişme yaratıyorsa çarpan etkisi meydana gelir. Böylece gayrimenkul sektörü, kendisi ile bağlantılı tüm sektörleri çarpan etkisi sayesinde değişime uğratar ve ulusal ekonominin canlanmasına yardımcı olur (Güler, 2019, s. 37-38).

Konut, servet unsuru özelliği dışında hane halkı açısından geçinme maliyetini ortaya koyan bir yapıya sahiptir. Bu açıdan bir konutun fiyatı, faydalanılan toplam konut hizmetlerinin toplamından farklı bir değer oluşturmaktadır. İktisadi hayatta ortaya çıkan değişimler ile söz konusu durumların değerlendirilmesi mümkün olmaktadır. Gayrimenkul piyasası, konut sektörü açısından ekonominin yapı taşı oluşturduğundan, fiyat bazlı değişimler makroekonomik karar alma süreçlerini doğrudan etkilemektedir. Orta gelirli hane halkı için, gelenekselleşmiş, güvenilir ve en etkili yatırım aracı olarak görülen konut yatırımlarına talep; milli gelirde yaşanacak artış, gelir dağılımının denge düzeyine ulaşması ile beklenti ve risklerin iyi yönetilmesi sonucu artma eğilimi gösterebilmektedir (Emlak Konut Yatırımcı İlişkileri Sektör Raporu, 2018, s. 83-84).

Tüm bu etkiler ışığında gayrimenkul sektöründe gerçekleşen alım-satım ve kiralama işlemlerinin ekonomiye olan etkileri “Uluslararası Doğrudan Yatırım” faaliyetleri ile ilgili verilerin incelenmesi ile ortaya çıkmaktadır (Albayrak Cömert, 2019, s. 39).

Şekil 1. 14.’de toplam uluslararası doğrudan yatırım payı içerisinde gayrimenkul sektörünün payı gösterilmiştir. Gayrimenkul sektörüne yapılan yatırımlar rakamsal olarak incelendiğinde, bu oranlar 2017 yılında 11 Milyon USD, 2018 yılında ise 15 Milyon USD olarak gerçekleşmiştir. Şekil 1. 14.’e bakıldığında 1 yıl içerisinde doğrudan yatırımlar içerisinde gayrimenkul sektörü yatırımlarında artış yaşandığı görülmektedir. Toplam UDY yatırım miktarında düşüş yaşansa da gayrimenkul sektörü için +5 puanlık bir durum söz konusudur (Albayrak Cömert, 2019, s. 39).



Şekil 1. 14: Doğrudan Yabancı Yatırımları İçerisinde Gayrimenkul Sektörünün Payı

1.11. TÜRKİYE’DE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ FİYAT OLUŞUMU VE KONUT BALONU

ABD’de yaşanan ve etkileri küresel bazlı kriz öncesinde FED, gevşek para politikası ile 2001 resesyonunun etkilerini gidermeye çalışırken, politika olarak faiz oranlarını azaltma yoluna gitmiştir. Faiz oranlarındaki düşüşle birlikte borçlanma maliyetleri de azalmıştır. Böylece finansal kurumlar, borçlanma maliyetlerinin düşüşü sonucunda ellerinde kalan likidite fazlasını eritmek için konut (mortgage) kredilerine yönelmişlerdir. Ancak kâr oranlarını daha da arttırmak isteyen ABD bankaları, bütün risklere rağmen yüksek kârlı konut kredilerini (sub-prime mortgage) tutarsız şekilde dağıtarak, konut talebinde olağan dışı bir artış yaşanmasına bununla birlikte hızla artan konut fiyatları sonucu konut balonlarının oluşmasına neden olmuşlardır (Erarslan ve Bayraktar, 2012, s. 41).

Etkileri küresel bazda yaşanan ABD 2008 krizi, inşaat sektöründeki “tut-sat” kredileri sonucunda ortaya çıkmıştır. Krizin temeline inildiğinde bu durumun oluşmasını, kredilendirme sürecinin kredi kuruluşları tarafından titizlikle yapılmadığı ve finansal bilgi eksiliğinin mevcut olduğu desteklemektedir. Türkiye de gelişmekte olan ülkeler statüsünde olduğundan bu krizden etkilenmiş ancak gelişmekte olan diğer ülkelere göre krizin etkilerini kısa sürede atlatmıştır (Gümrükçüoğlu, 2018, s. 78).

Konut sektöründe meydana gelen değişimler, reel ekonominin seyri açısından önem taşımaktadır. Değişen konut fiyatları, GSYİH büyümesini etkileyerek direkt olarak yeni yapılacak konutların inşası ile dolaylı olarak tasarruf sahiplerinin servet yani tüketim harcamalarında etkileşime neden olmaktadır (Bararı vd., 2014, s. 2).

Türkiye ekonomisi içerisinde gayrimenkul piyasası, özellikle son yıllarda hükümet politikaları kapsamında uygulanan kentsel dönüşüm projeleri ile önemli bir paya sahiptir. Gayrimenkul piyasaları, yatırımcılar açısından yatırım yapılabilecek, rekabet edilebilecek ve kâr marjı sunacak bir yatırım türü olduğundan popülerliğine devam etmektedir (Köse, 2018, s. 43).

Gayrimenkul piyasası fiyat değişimleri, ülke ekonomisinde yaşanan enflasyon oranları ile birebir bağlantılı paralel konumdadır. Bu bağlamda enflasyonun; projenin inşası aşamasında kullanılan malzemelerin maliyeti, işçilik maliyeti, vergi oranlarındaki artışlar ile proje için kullanılacak ancak dışarıdan temin edilecek malzeme maliyetleri gibi kalemlere olan paralel etkisinden dolayı gayrimenkul piyasası fiyatlarını doğrudan etkilemektedir (Albulak, 2016, s. 55-56).

Türkiye açısından gayrimenkul sektörü yatırımları tablo 1. 6.'da görüldüğü üzere, konut sektörü üzerine yoğunlaşmaktadır. Bu nedenle, ülkemiz gayrimenkul sektöründe yaşanan artış veya azalışlar, konut tipi gayrimenkul piyasasında meydana gelen artış veya azalışlardan doğrudan etkilenmektedir.

Tablo 1. 6: Türkiye Yatırımları Sektörel Dağılımı

	Toplam Proje Bedeli (\$)	Pay (%)
Konut	49.285.216.780	13,0%
Karayolu/Tünel/Köprü	48.802.546.74	12,9%
Ticaret Merkezi	30.359.708.712	8,0%
Enerji Santrali	27.273.434.853	7,2%
Havalimanı	26.235.853.939	6,9%

Kaynak: Intes/Türkiye İnşaat sanayicileri İşveren Sendikası İnşaat Sektörü Raporu, Ocak 2019, s.47.

Ekonomideki diğer faktörler sabit tutulduğunda, gayrimenkul piyasası fiyat oluşumlarını direkt olarak etkileyen faktörler aşağıdaki gibi sıralanmaktadır:

- * Bölgede yerel yönetimce izin verilen kat adedi
- * Bölgedeki parsel kullanım alanı
- * Bölgedeki semtlerin popülerliği
- * Arsanın popüler mekân ve manzaralara olan uzaklığı/yakınlığı
- * Bölgede bulunan kamu hizmetleri (okul, hastane, karakol vb.)
- * Bölgede yaşayan insanların sosyo-kültürel yapısı ve bölgeye olan uyumu

- * Şehir merkezine olan uzaklığı
- * Proje açısından cephe değerlendirmesi
- * Ana şalterlerin ulaşılabilir olması
- * Projenin ileride değerelebileceğı düşüncesi ile değerin artma beklentisi
- * Parsellere ayrılan alanın imar planı sonrasındaki durumu (arsanın kamuya ait olması veya konut kullanımı için uygun olmayan bir alana denk gelmesi gibi) (Albulak, 2016, s.58).



İKİNCİ BÖLÜM

GAYRİMENKUL PİYASASI YATIRIM ARAÇLARI: İPOTEKLİ KONUT FİNANSMAN SİSTEMİ (MORTGAGE) ve GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI

2. 1. İPOTEKLİ KONUT KREDİSİ (MORTGAGE) KAVRAMI

İpotekli konut finansman sistemi orta çağda Avrupa’da uygulanarak sistemin ilk örneklerini vermiştir. O döneme bakıldığında toprağın yani gayrimenkul sahibinin, toprağını sattığı bireye taksitle ve vade ile ödeme imkânı sunması sözleşme kapsamında değerlendirilmektedir (Durmaz, 2007, s. 4).

Dünyadaki ilk örneğine 1800’lü yılların başında Danimarka’da rastlanan mortgage sitemi, “büyük yangın” olarak tabir edilen yangının izlerini silmek amacıyla hasar alan konutlara yönelik olarak geliştirilmiştir. Devlet, yangının izlerini yok etmek ve konut finansmanında iyileştirmeler yapmak amacıyla “Hujernes Kreditbasse i Kobenhavn” isminde ilk İpotek Bankası’nı kurmuştur (Eroğlu Kağu, 2019, s. 22).

1930’lu yıllarda ABD’de uygulanmaya başlamıştır. Avrupa’dan ABD’ye yaşanan göçler ile birlikte ilk düzenli mortgage uygulaması 1930 yıllarında başlamıştır ancak bu uygulamanın temsilcileri bankalar değil sigorta şirketleri olmuştur. Dünya’daki kullanımı oldukça yaygın hale gelen morgage sisteminin ülkemize geç gelmesinin nedeni olarak yüksek reel ve cari faiz oranları gösterilmektedir (Gülşen, 2008, s. 3).

Literatürde “mortgage” kavramının karşılığı, ipotekli konut finansman sistemi olarak kabul edilmektedir. TDK’ye göre ise “mortgage” kavramının karşılığı “tutulu satış” olarak ifade edilmektedir. “Tutulu satış” ifadesinin sözlükteki karşılığı ise bir taşınmazın ipotek altına alınmak maksadı ile uzun vadede kredi yöntemine başvurularak satın alınması yani tut-sat modeline uyarlanmasıdır. İpotekli konut finansman sistemi kredi sağlama yöntemini, konut edinmeyi uzun vadede gerçekleştirip, taraf bireyler için borçlandırma yaparak sağlamaktadır. En geniş anlamıyla “mortgage”, banka ve benzeri finansal kurumların, konut sahibi olmak isteyen bireylere kredi sağlaması ve gayrimenkule uygulanan ipotek sayesinde güvence altında olan krediler kullandırılması olarak ifade edilebilir. Temeli gayrimenkulü ipotek altına almak olan mortgage sistemi

ile bireylere, alacağını taşınmaz malın değeri üzerinden elde etme hakkı verilen sınırlı bir aynî hak tanınır. Bu yönüyle ipotek, borç ödemeleri için krediyi veren kuruluşların kendilerini teminat (güvence) altına aldıkları bir kredi türü olarak tanımlanabilmektedir (Karakaş, 2010, s. 38).

İpotek, borç ödemelerini güvence altına alarak bireylere tahsis edilen mülk edinme teminatıdır. Mülk denildiğinde genelde gayrimenkuller ifade edildiğinden; ipotekli konut finansman sisteminde konu edilen borç, herhangi bir konutu almaya meyilli olan bireylere verilen kredilerden doğmaktadır. Eğer krediyi kullanan söz konusu birey, borcunu ödeme zorluğu ile karşılaşır ise krediyi veren kuruluş tarafından ipotek edilen mülk satılarak borç kapatılır ve kendisine alacağını geri alma hakkı yaratır (Kocameşe, 2009, s. 25).

İpotek işlemleri, kredi borcuna karşılık olarak ipotek edilen gayrimenkulün teminat olduğunu göstermektedir. İpotek işlemlerinden, yeni gayrimenkul edinilmesi, eskiyen gayrimenkulün tadilat edilmesi, eski gayrimenkulün elden çıkarılması ve yenisinin alınması ile işyeri satın-alınması şeklinde yararlanılmaktadır. İpotekli konut kredilerine mevzuu olabilecek mülkler aşağıdaki şekildedir:

- * Evler
- * Apartmanlar
- * Ticaret merkezleri
- * Çiftlikler
- * Mülkiyetin arazi kullanım ve inşaat hakları
- * Mülkiyet üzerinde yönetim hakkı ve nakit akımları

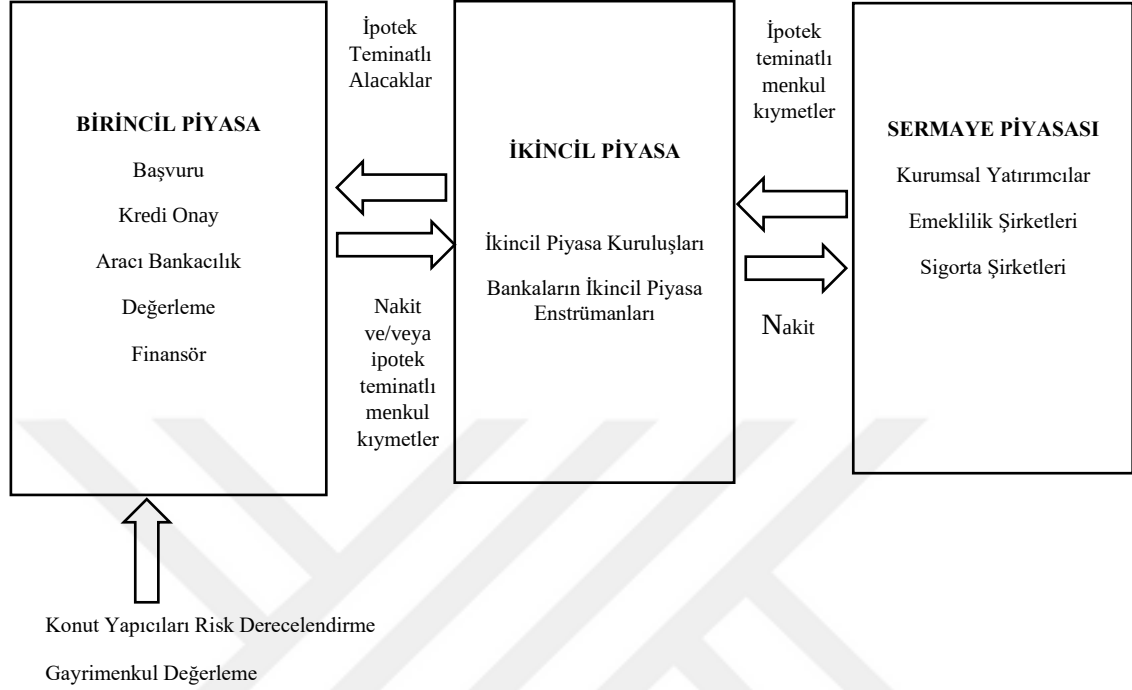
İpotekli konut finansman sistemini diğer kredi sistemlerinden ayıran en temel noktası, gayrimenkulün kolay yoldan menkulleştirilmesine olanak sağlayan prosedürleri içeren yasal düzenlemeleridir. Konut finansman desteği sağlayan kuruluş, ipotek altına aldığı gayrimenkulü sermaye piyasaları aracılığıyla menkul kıymetleştirme sayesinde ikincil piyasalara satarak fon elde eder ve bu fonu yeni krediler vermek üzere tekrar kullanır. Böylelikle konut finansman kuruluşu bir önceki kredi riskini ortadan kaldırarak fon elde eder ve diğer kuruluşlara dağıtır. Tüm bu durumların sonucunda ise sermaye piyasasından elde edilen fonlar kullanılır ve konut finansman sorununun serbest piyasa içerisinde çözümü sağlanır (Çalışkan, 2006, s. 6-7).

2.1.1. İpotekli Konut Kredisi Piyasaları

İpotekli konut piyasaları, yoğunluk bakımından konut finansmanında oluşan talebe fon arz etmeyi amaçlayan, içerisinde konusunda uzmanlaşmış kuruluşların yer aldığı ve konut kredileriyle ilgili tüm detayların (faiz vb. hizmetler) yurt kapsamında yasalara dayandırılarak düzenlenmiş olan sistematik piyasalardır. İpotek piyasaları irdelendiğinde birincil ve ikincil piyasalardan oluştuğu sonucu verilmektedir. Bu piyasalar kendi içerisinde birbirlerinden kesin çizgilerle ayrılmamış olsa dahi işlemleri birbirlerinden ayrılmaktadır. Birincil ipotek piyasaları konut finansman desteği talep eden bireylerle bu krediyi arz eden fon kuruluşlarının bir araya geldiği piyasalardır. Bu piyasa açısından aktörler, konut satın almak isteyen bireyler ile konut finansman desteği sağlamak amacıyla fon arz eden uzmanlaşmış kuruluşlardır. Ancak ipotek gerçekleştirildikten yani kredi açıldıktan sonra, bu ipotek kredisinin ilk alacaklı konumunda olan tarafından başka bir fon kurumuna (sigorta şirketi, emeklilik fonu) satılması söz konusu olduğunda ikincil piyasalarda işlem sağlanır. Fonksiyonel açıdan birincil ipotek piyasalarında fonlama, hizmet ve yatırım işlemleri yapılırken; ikincil ipotek piyasalarında ağırlıklı olarak dönüştürme ve sigorta işlemleri yapılmaktadır. Kısaca birincil piyasalarda konut ipotek kredileri düzenlenirken; ikincil piyasalarda düzenlenen bu krediler işlem görmektedir (Cebe, 2007, s. 66).

İpotekli konut piyasaları, para ve sermaye piyasaları ile bağlantılı olarak konut üretiminden satışına ve tasarrufların değerlendirilmesine kadar olan tüm aşamaları içerisinde barındıran geniş bir piyasadır. İpotekli piyasaları temel olarak ikiye ayırmak mümkün olsa dahi birincil ve ikincil piyasalar iç içe piyasa olma özelliği gösterdiğinden kesin bir ayırım söz konusu değildir. Her iki piyasa açısından da geçişkenlik durumu mevcuttur. Birincil piyasalarda ipotek kredilerinin düzenlenmesi, ikincil piyasalarda bu düzenlenen bu kredilerin işlem görmesi yani alınıp satılması, ipotek piyasası içerisindeki bu iki bölümün birbirine sıkı sıkıya bağlı olduğunun göstergesidir (Rüştü Karakaş, 2010, s. 42-43).

Birincil ve ikincil piyasalar açıklamalar doğrultusunda şekil 2.1.' de gösterilmiştir (Karakaş, 2010, s.47).



Şekil 2. 1: Mortgage Sistemi Birincil ve İkincil Piyasa İşlemleri

2.1.1.1. Birincil İpotek Piyasası Kurumları

Birincil ipotek piyasası, alıcı ve satıların doğrudan iletişim halinde oldukları piyasalardır. Bireylere doğrudan kredi kullanma imkânı veren kuruluşlardan oluşmaktadır. Bunlar;

- * Ticari bankalar
- * Konut kredisi konusunda uzmanlaşmış kredi şirketleri (mortgage company)
- * Tasarruf ve kredi sandıkları (saving and loan associations)
- * Kredi birlikleri (credit union) gibi kuruluşlardır.

Bu kuruluşlar, hem konut sahibi olmayı talep eden bireylere hem de konutu yaptırıp kiraya vermek isteyen şirketlere konut kredisi desteği sağlamaktadır. Finansal aracı olarak tabir edilen bu kuruluşlar, tasarruf sahiplerine likitide desteğinde bulunarak, kısa vadeli fonların uzun vadeli yatırımlara dönüşmesini sağlarken; faiz ve kredi riskini üstlenerek borçların ödenmesini teşvik ederler (Şahin, 2008, s. 31).

İpotek kredisini düzenleyen kuruluşlar, düzenlenen ipoteği ya kendi portföyünde tutar ya da ikincil piyasalarda satar. İpotek kredisi düzenleyen bu kuruluşlar, düzenlemiş

oldukları ipoteki kendi portföylerinde tutarken; belirli bir ücret karşılığında kredi vadesi süresince ipotekle ilgili tüm hizmeti verir. Böylece kredinin geri dönmesi için uygulanan prosedür tamamlanmış olur. Bu hizmetler kısaca; ipotekle ilgili tüm kayıtların tutulması, ödemelerin tahsil edilmesi, mülkle ilgili vergi ve sigortaların yatırılması gibi hizmetlerden oluşmaktadır. Ancak 1990 yılından itibaren ipotek kedisini düzenleyen kuruluşların, portföylerinde tuttıkları ipotekleri ikincil piyasalarda satması daha fazla ağırlık kazanmıştır (Kocameşe, 2009, s. 28).

2.1.1.2. İkincil İpotek Piyasası Kurumları

İkincil ipotek piyasaları, birincil piyasalarda düzenlenen ipotek belgesine bağlı olarak, menkul kıymet ihracatının yapılması ve menkul kıymet alım-satımlarının yapıldığı piyasalar olarak ifade edilmektedir. Bu özelliği ile ikincil piyasalar kredi veren kuruluşlardan kredi alana ipotek transferlerinin sağlandığı piyasalardır. İkincil piyasalar, ipotegin söz konusu olduğu sermaye alımını kolaylaştırır. Böylece ipotek kredilerinin likiditeye dönüşme hızını artarken, kredinin pazarlama yönünden de olumlu sonuçlar doğurmasına yardımcı olur. Bu aşamaların oluşabilmesi için sermaye piyasalarının devreye girmesi ve ipoteye dayalı menkul kıymetlerin bu piyasaya sunulması gerekmektedir. Sermaye piyasaları ile kurulan bağlantı sonucunda ipotek piyasasına fon sağlanıp, likidite yaratılabilen bir organizma oluşturulduğundan yatırımcılar için yeni finansal araçlar ortaya çıkarmaktadır. Yani ikincil piyasa birincil piyasaya fon sağlamaktadır (Karakaş, 2010, s. 44-45).

İkincil ipotek piyasaları ABD’de Fannie Mae ve Freddie Mac olmak üzere iki kuruluş tarafından yönetilmektedir. Bu kuruluşlar görevleri itibariyle her yıl birincil piyasada oluşan konut kredisi portföylerinin yaklaşık 2/3’ünü satın alarak hem birincil piyasada rol alan aktörlere fon girişi sağlamakta hem de konut kredisi portföy riskini ortadan kaldırmaktadırlar. Bu kuruluşlar sadece ABD’de değil Danimarka, Fransa, Almanya ve İngiltere gibi gelişmiş ülkelerde de aktif rol oynamaktadır (Şahin, 2008, s. 39-40).

Türkiye’de ise bu rolleri İpotekli Konut Finansman Kuruluşu üstlenmiştir. İKFK, ipotekli konut finansmanı sistemi içerisinde 5282 sayılı Kanun’un 14. maddesinde yer alan düzenlemeye göre 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun 39. Maddesinden sonra gelen 39/A maddesine eklenerek; aşağıdaki gibi tanımlanmıştır (SPK, m. 39/A).

İpotek finansman kuruluşları, münhasıran konut finansmanından kaynaklanan alacakların devralınması, devredilmesi, devralınan alacaklardan oluşan varlıkların yönetimi ve alacakların teminat olarak alınması suretiyle kaynak temini amacıyla kurulan, sermaye piyasası kurumu niteliğine haiz anonim ortaklıklardır.

İKFK'nin temel fonksiyonları:

- * İpotekli krediler için gerekli söz konusu kaynakları arttırmak (Kurumsal yatırımcı ve yabancı sermaye ile)
- * Kredi veren kuruluşların fonlama riskini azaltmak
- * Vadelerin uzamasını sağlayarak konut kredileri aylık ödeme tutarlarını düşürmek ve konut kredilerinin ödenebilirliğini arttırmak
- * Yüksek hacimli ve kredibilitesi yüksek ihraççı konumunda bulunup fonlama maliyetini düşürmek ve ulusal bono piyasasını oluşturmak
- * İpotek portföylerinin idaresinde ölçek ekonomisinden yararlanmak ve ihtisaslaşmış bir kurum niteliğinde sistemin etkin ve düzenli çalışmasını sağlamak
- * Kredi verme standartlarının belirlenmesinde öncülük yapmak (Gülşen, 2008, s. 93).

Kredi sözleşmelerinin oluşturulması ve ilk satış işlemleri birincil piyasalarda oluşturulurken; ikincil piyasalarda birincil piyasalarda düzenlenen ipotekler işlem görmektedir. Bu açıdan ikincil piyasalarda ipotek sözleşmesi düzenlenememektedir. İkincil piyasaların varlığı birincil piyasaların gelişmesi açısından oldukça önemli etkilere sahiptir. Oldukça geniş işlemleri kapsayan birincil piyasalar için likit kaynaklar önem arz etmekte ve ikincil piyasaların menkul kıymeti likitideye dönüştürmesinin daha kolay olması, oluşacak likitide riskinin azaltılmasını sağlamaktadır. Riskin azaltılması ile fon arz edenler talep ettikleri getiri oranını azaltarak, fon talep edenlerin düşük borçlanma maliyetleri ile kredi kullanmaları sağlayacaktır (Şahin, 2008, s. 31).

İkincil piyasalarda, likit olmayan aktiflerin ihracından kaynaklanan ve sermaye piyasalarında menkul kıymetleştirilmesi sonucunda fonların geleneksel para piyasaları yerine sermaye piyasalarında işlem görmesi ticari bankacılıkla yatırım bankacılığının kombinasyonundan kaynaklanmaktadır. Böylece uzun vadeli varlıkların likit hale çevrilmesi kolaylaştırılmaktadır. Bu kombinasyon ile birlikte gelişmiş olan ülkelerin bankaları güçlenirken; gelişmekte olan ülkelerin bankaları açısından olumsuz sonuçlar

yaratmakta hatta iflasa gitmelerine ve uluslararası bankalar tarafından satın alınmalarına sebebiyet vermektedir (Suvar Aslan, 2018, s. 83).

2.1.2. İpotekli Konut Finansman Sisteminde Taraflar

İpotekli konut finansmanı sisteminde yer alan taraflar; ipotek karşılığı konut finansman desteği veren kurumlar, ipoteğe dayalı menkul kıymet ihraç eden ipotek finansman kuruluşları, ihraç edilen menkul kıymete yönelik risk derecelendirme kuruluşları, gayrimenkule yönelik değer-tespit işlemlerini gerçekleştiren değerleme kuruluşları ve ipotek piyasası risklerine yönelik güvence sağlama görevini üstlenen sigorta şirketleri sistemin temel belirleyicileridir.

Genelde konut piyasasını oluşturan taraflar ülkedeki yapının kurumsal olup olmamasına bağlıdır. Kurumsal yapının mevcut olmadığı ülkelerde aile fertleri ve yakın arkadaş çevresi ile ticari bankalar piyasada organize olmamış taraflardır. Ancak kurumsal yapıya sahip ülkelerde, konut ipotek piyasasının taraflarının çerçevesi çizilerek, yetki ve sorumluluklar kanunlara dayandırılmıştır (Cebe, 2007, s. 68).

İpotekli konut finansmanı sistemi, tüketiciye yönelik olarak pek çok finansman yöntemini içerisinde barındırmaktadır. Ancak finansman yönteminin belirlenmesinde önemli bazı faktörler vardır ve bunlar:

- * Gayrimenkulün büyüklüğü,
- * Mülkiyetin arazi kullanımı ve inşaat hakları,
- * Mülkiyet üzerindeki yönetim hakkı ve nakit akımları,
- * Vergi boyutları,
- * Menkul kıymetlerin fiyatının yüksek olmasını sağlayacak finansal yönetim,
- * Gayrimenkul sahiplerinin ihraçlarına göre planlama ve inşaat,
- * Nakit dönüşleri ve kârlılık,
- * Finansman maliyeti (Çalışkan, 2006, s. 7).

2.1.3. Konut Finansman Kuruluşları ve Faaliyetleri

Konut finansman kuruluşları, konut finansman sözleşmelerinde tüketicinin karşısında yer alan taraftır. Ancak TKHK'ye bakıldığında konut finansman kurumları tam olarak tanımlanmamakla birlikte; 6502 sayılı TKHK'nin 3. maddesinin r) bendinde: aşağıdaki gibi ifade edilmektedir (TKHK, m. 3/r).

Konut finansmanı kuruluşu: Konut finansmanı kapsamında doğrudan tüketiciye kredi kullandıran ya da finansal kiralama yapan bankalar ile Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu tarafından konut finansmanı faaliyetinde bulunması uygun görülen finansal kiralama şirketleri ve finansman şirketleridir.

İlgili hükümden de anlaşılacağı üzere konut finansman kuruluşları bankalar ve BDDK kapsamında konut finansmanı faaliyetleri gerçekleştirebilen finansal kiralama şirketleri ve finansman şirketleridir.

Bireylerin veya kurumların konut edinmek üzere talep ettikleri kredileri sağlayan kurumlar, konut finansman kuruluşları olarak adlandırılmaktadır. Her ülkeye göre farklı adlandırılan bu kuruluşlar birincil piyasada rol oynayan aktörlerdir. Konut finansman sistemi aktörleri;

- * Bankalar
- * Tasarruf ve kredi birlikleri
- * Yapı toplulukları
- * Sigorta şirketleri ve
- * Gayrimenkul yatırım ortaklıkları olarak sıralanmaktadır.

Bu kuruluşların temel faaliyetleri talep edilen düzeyde bireylere veya kurumlara ipotekli konut kredileri tahsis etmektir. Kredi kullanmayı talep eden tarafın sisteme başvurusuyla başlayan sistemde konut finansman kurumları, krediyi talep eden tarafın kredi borcundan kaynaklı oluşacak sorumlulukları yerine getirip getiremeyeceğini tespit etmek üzere tarafın kredibilitesini değerlendirerek kredi tahsisini gerçekleştirir (Eroğlu Kağı, 2019, s. 25).

Konut finansman kuruluşu, ipoteği düzenleyen taraf olarak finansmanını sağladığı krediyi verdikten sonra ipotek kapsamında ne yapacağı ile ilgili üç farklı durumla karşılaşmaktadır:

1. Durumda; düzenlenen ipoteğin, finansman kuruluşunun portföyünde kalması söz konusudur. Kuruluş ipoteği portföyünde tutma kararı almış ise ipotek ile ilgili oluşan tüm nakit akımlarının sahibi olur ve kredi kapsamında ortaya çıkacak her türlü riski alarak vergi, sigorta vb. yükümlülükleri de yerine getirir. Kuruluş, özellikle ipoteklerden elde edeceği nakit akımlarının geri dönüşünde herhangi bir risk görmüyor veya kuruluşun aktif likiditesini arttırma ihtiyacı söz konusu değil ise ipoteği aktifinde tutmayı tercih ederek vade tarihine sadık kalır. Ancak nakit akımların geri dönmesi konusunda risk

gözetiliyorsa ya da yeni kredi taleplerini karşılamak amacıyla fon gerekiyorsa ipotek ikincil piyasalarda satılır.

2. Durumda, ipotekler ikincil piyasalarda satılır ve fon elde edilir. İpoteklerin ikincil piyasalarda satılmasından kasıt, kuruluşun alacak hakkını ikincil pazarda satışa çıkararak temin etmesi yani başka bir kuruluşa devretmesidir. Bu devir sonucunda elde edilen nakit, söz konusu finansman kuruluşu için kaynak oluşturarak, yeni krediler için finansman desteği sağlar.
3. Durumda ise, ipotek kredileri bir araya getirilerek toplu şekilde satılması olanağını oluştur. Bu şekilde satışa çıkarılan ipotek kredilerinin tek tek satışına göre daha avantajlı olduğu gözetilir (Yiğit, 2009, s. 25-26).

2.1.3.1. İpotek Finansman Kuruluşları ve Faaliyetleri

5582 sayılı SPK'ye eklenen 39/A maddesine göre, ipotek finansman kuruluşları, aşağıdaki gibi tanımlanmıştır (SPK, m. 39/A).

İpotek finansman kuruluşları, münhasıran konut finansmanından kaynaklanan alacakların devralınması, devredilmesi, devralınan alacaklardan oluşan varlıkların yönetimi ve alacakların teminat olarak alınması suretiyle kaynak temini amacıyla kurulan sermaye piyasası kurumu niteliğine haiz anonim ortaklıklardır.

İpotekli finansman kuruluşları, konut finansman kurumlarının etkinliğini sağlamak amacıyla sistemde rol oynayan kuruluşlardır. Faaliyetleri yönünden konut finansman sistemine göre daha kapsamlı ve karışıktır. İpotek finansman kuruluşlarının faaliyetleri;

- * Konut finansman kurumlarına kaynak temin etmek,
- * Konut finansmanından kaynaklanan alacakların devralınması ve devredilmesi,
- * Devralınan alacakların oluşturduğu portföyün yönetilmesi,
- * Konut finansmanına yönelik fonun oluşturulması ve konut finansmanından kaynaklı alacakların menkul kıymetleştirilmesi,
- * Varlığa dayalı menkul kıymetler dahil olmak üzere her türlü sermaye piyasası aracı ihracının gerçekleştirilmesi,
- * Diğer ihraççıların, konut finansmanından kaynaklı alacaklarına dayalı sermaye piyasası araçlarına garanti vermesi,
- * Konut finansmanından kaynaklı borçların ödenebilmesini kısmen veya tamamen garanti edilmesi veya aracılık edilmesi,

- * Faaliyetler sonucu oluşacak risklerin yönetilmesi ve bu amaca yönelik işlemlerin yürütülmesi olarak sıralanmaktadır (Çalışkan, 2006, s. 10).

1932 yılından sonra ABD’de yapılan düzenlemeler sonucunda kurumsallaştırılan bu kuruluşlar, etkin bir ikincil piyasanın oluşmasına ve Fannie Mae olarak adlandırılan Federal İpotek Birliği (FNMA) ve Freddie Mac olarak adlandırılan Federal Konut İpotek Kredisi Kurumu (FHMLC) ile Ginnie Mae olarak adlandırılan Devlet Ulusal İpotek Birliği (GNMA) kuruluşlarının ortaya çıkmasına olanak sağlamıştır (Yiğit, 2009, s. 26).

İkincil piyasa sistemi, konut finansman desteği sağlamak amacıyla verilen kredilerin oluşturduğu ipoteğin, menkul kıymete dönüştürülmesi üzerine yatırımcılarla buluşmasına olanak sağlamaktadır. Bu piyasalar, kredi veren banka ve kuruluşlara sermaye desteği açısından ikincil bir yol sunmakta ve fon fazlasına sahip yatırımcıları sisteme dahil ederek aslında fon ihtiyacı bulunan kuruluşlara nakit akışının sağlanmasını kolaylaştırmaktadır. Yalnızca ipotekli konut kredileri değil tüm krediler ikincil piyasalarda satılmaktadır. İkincil piyasalarda sistem, krediyi kullanan borçlunun ödediği faizin, ilgili kredinin menkul kıymetini elinde bulunduran tarafa faiz geliri olarak geri dönmesiyle işlemektedir. Aracı finansal kuruluşlar ise bu sistem içerisinde, bilançolarında bulunan faiz risklerini dağıtarak komisyon geliri elde etmektedir (Cengiz, 2016, s. 8).

2.1.3.2. Sigorta Şirketleri

Sigorta şirketleri, ipotekli konut finansman sistemi içerisinde birincil ve ikincil piyasa bazında önemli görevleri üstlenen bir aktördür. İpotek piyasalarında mevcut bulunan risklerin minimum düzeye indirilmesi ancak geliştirilmiş sigorta destekleyicileri ile sağlanabilmektedir. Sigorta şirketleri aynı zamanda uzun vadeli fon sağlama görevini de üstlenmektedir. Birincil piyasalar için sigorta sistemi, ipotekli konut kredisini kullanan borçluyu sigorta etmesi ile başlar. Borçlunun ölümü durumunda, sigorta kuruluşu devreye girer ve kredi geri ödemelerinin devamını sağlar yani kredinin geri ödenmeme riskini ortadan kaldırır. Krediyi kullanan borçlu tarafından ödenen sigorta primleri sayesinde, risk oluştuğunda borcun geri ödenme yükümlülüğü sigorta şirketine ait olur. Böylece sigorta şirketi kredi desteği sağlayan kuruluşa bir güvence sağlamakta ve ipotek piyasasının gelişimine katkıda bulunmaktadır (Eroğlu Kağı, 2019, s. 28).

Konut kredisi sigortasını, ipotekli konut kredisini talep eden taraf yaptırabileceği gibi kredi desteği sağlayan kuruluş da yaptırabilmektedir. Krediyi alan borçlu tarafından

yaptırılan konut kredisi sigortası tercihi genel olarak hayat sigortası kapsamında gerçekleşmektedir. Yapılan bu sigortalama sonucunda, krediye sahip borçlunun ölümü gerçekleşse bile kredi geri ödemeleri devam eder. İpotek kredisi sigortaları, hükümet tarafından desteklenen kurumlar ya da özel ipotek kredisi sigorta şirketleri tarafından yapılmaktadır (Çalışkan, 2006, s. 12-13).

2.1.3.3. Gayrimenkul Değerleme Kurumları

Gayrimenkul değerleme kurumları, konut finansman kuruluşlarının verdiği kredi desteği aşamasında kaynak kullanılması sonucu gayrimenkulün değerlemesini yaparak, konut finansmanından kaynaklanacak alacakların takibini gerçekleştirmekte ve taşınmazın kıymet takdiri ya da bilirkişi incelemesini yapmakta rol oynayan “diğer sermaye piyasası kurumu” özelliğindeki şirketlerdir (Çalışkan, 2006, s. 11).

Gayrimenkul değerleme uzmanlarının kendilerine has değerleme ve ilkeleri mevcut olsa dahi literatürde genel olarak aşağıdaki üç yöntem kullanılarak değerleme yapılmaktadır.

- * Satış Karşılaştırılması Yaklaşımı
- * Maliyet Yaklaşımı
- * Net Gelir Yaklaşımı

Gayrimenkulün gerçek değerinin bilinmesi, gayrimenkulü alan-satan, sigortalayan ve vergiler kapsamında devleti ilgilendiren önemli noktalardandır. Ancak gayrimenkulün gerçek değerinin bilinmesi aynı zamanda kredi desteği sağlayan kuruluş için de önem arz etmektedir. Çünkü, konut finansman desteği sağlayan kuruluşlar, verdikleri kredinin teminatı olarak satın alınan taşınmazları görmekte ve bu gayrimenkulün mülkiyetini borcun geri ödenmesi tamamlanana kadar ellerinde tutmaktadırlar. Eğer değerleme olduğunda konutun değeri yüksek tutarda gösterildi ve borcun geri ödenmeme riski oluştu ise, ipoteği elinde bulunduran kuruluş, gayrimenkulü elinden çıkaracağı sırada gerekli nakdi elde edemeyecek ve kredi borcunu kapatamayacaktır. Bu durumların sonucunda sistemden bir zincir kopacağından, aksamalar söz konusu olacaktır (Ersan, 20008, s. 32).

2.1.3.4. Derecelendirme Kurumları

Derecelendirme kurumları, gayrimenkulün menkul kıymetleştirilmesi sürecinde yatırımcıya risk ve getiri hakkındaki desteği sağlayan ikincil piyasa aktörlerindendir. Bu

kurumlar menkul kıymetleştirme sonucunda, ortak bir havuzda toplanan alacak haklarını irdeleyerek, ihracı gerçekleştirilecek varlığa dayalı menkul kıymetin, en kötü durumda dahi anapara ve faiz kapsamında yatırımcılarına kredi zenginleştirme haritası çizen kurumlardır. Kredi zenginleştirmeden kasıt; ortak varlık havuzlarından gelecek nakit akımlarının gerçekleşmemesi durumunda, karşılaşılan soruna yönelik yatırımcının korunması önlemlerinin alınmasıdır (Yiğit, 2009, s. 29).

Menkul kıymetlere yatırım yapmak yatırımcı açısından, tek tek ipotek sözleşmelerine yapılan yatırımlardan daha az riskli ve avantajlıdır. Herhangi bir menkul kıymete yatırımını gerçekleştirmek isteyen yatırımcı, oluşan havuzdaki kredi sözleşmelerinin niteliğini, nakit akımlarını ve faiz oranlarını yine bu havuzun taşıdığı güven endeksini incelemek durumundadır. İşte bu durumların incelemesini yatırımcılar yerine rating şirketleri yapmakta ve şirketler ihraç edilen menkul kıymetlere dereceler vermektedir. Rating şirketlerinin vermiş olduğu dereceler, menkul kıymetlerin likiditesini ve piyasaya olan talebi doğrudan etkilemektedir. Rating şirketleri gerekli gördüğü durumlar sonucu bu dereceleri yeniden düzenleyip değiştirebilmektedir (Özgün, 2010, s. 126-127).

2.1.4. İpotekli Konut Finansman Sisteminin İşleyişi ve Sistemin Fonksiyonları

İpotekli konut finansman piyasasında süreç, konut yatırımını gerçekleştirecek birey ya da kurumun konut almak amacı ile konut kredisi desteği sağlayan kuruma başvurusu sonucunda, finansal kurumun ekspertiz bedelini tespit ettirmesi ve krediye başvuran birey ya da kurumun ödeme gücünün tespit edilmesi ile başlamaktadır. Kredi desteği sağlayan kurum, kredi başvurusunda bulunan bireye ya da kuruma kredinin verilip verilmeyeceğini ölçmek yani kredi riskini minimum düzeyde tutmak üzere bazı kriterler belirlemektedir. Kredi veren kurumların kendi içinde değişebilen bu kriterler temelde iki kriteri baz almaktadır:

- * İpotek Ödemelerinin Gelire Oranı (Payment -to- Income, PTI)
- * Kredi Tutarının Mülkün Değerine Oranı (Loan -to- Value, LTV)

İpotek kredilerinin gelire oranı ile talep edilen kredinin aylık ödeme tutarının, faiz ve vade oranının ne olacağı konusunda bir sonucu varılmaktadır. Böylece aylık olarak ödenen kredi tutarının, krediye başvuran birey ya da kurumun aylık ödemelerindeki payı belirlenmektedir. Kredi tutarının mülkün değerine oranı ile ise birey ya da kurumların, satın

almak istedikleri konutun fiyatı ile kredi veren kurumlardan alacakları kredi arasındaki kısmı, konut satın alımında peşin olarak bizzat ödemeyi gerçekleştirip gerçekleştiremeyeceği tespit edilir (Kocameşe, 2009, s. 31-32).

Tablo 2. 1: İpotekli Konut Kredisi ile Konut Satın Alma Süreci

1.	Birincil Piyasa	Konut satın almak birey ya da kurum satın alınmak üzere bir ev bulur ve kredi desteği sağlayan bir kuruma kredi başvurusunda bulunur.
2.	Birincil Piyasa	Konut değerinin, gayrimenkul değerlendirme uzmanları tarafından tespiti talep edilir ve tapu sicil kayıtları incelenir.
3.	Birincil Piyasa	Krediyi talep eden birey ya da kurum konut değerinin belirli bir miktarını (genellikle %20 ve altında bir orandır) peşin olarak verir.
4.	Birincil Piyasa	Kredi desteği sağlayan kurum tarafından ipotekli konut kredisi ile bağlantılı sigortaların yaptırılması talep edilir. Bu sigortalar bazı kurumlarda, krediyi veren kurum tarafından yaptırılır ve maliyeti krediyi talep eden birey ya da kuruma yansıtılır.
5.	Birincil Piyasa	Kredi onaylanır ve kredi desteği sağlayacak kurum, konut üzerine ipotek koymak şartıyla krediyi konut almayı talep eden birey ya da kuruma verir.
6.	İkincil Piyasa	Kredi desteği sağlayan kurum, kredi karşılığında temin ettiği ipoteğe dayalı menkul kıymetleri satar ve daha fazla borç vermek amacıyla için fon toplar.

Kaynak: Kocameşe, K. (2009). *İpotekli Konut Finansman Sistemi ve Risk Açısından Değerlendirilmesi: Türkiye Uygulaması İçin Öneriler*, (Doktora Tezi), İstanbul: İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, s. 33.

İpotekli konut piyasası, konut üretiminden satışına ve finansman sürecine yönelik tasarrufların değerlendirilmesine kadar bütün işlemlerin gerçekleştiği piyasalardır. Gayrimenkule dayalı her türlü işlem için sermaye oluşturmak, bu sermayenin arttırılması ve dağıtılması gibi işlemler ipotek piyasasında gerçekleştirilmektedir. İpotek piyasalarının fonksiyonlarını aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür:

- I. Fonlama (origination): Aracı olan finansal kurumun, fonu talep eden ve ödünç almak isteyen tarafa gayrimenkul ipoteği karşılığında kredi açmasıdır.
- II. Hizmet (servicing): Aylık anapara ve faiz ödemelerinin toplanması, gerçekleşen işleme yönelik kayıtların tutulması, ödenmesi gereken vergiler ve risk sigorta işlemleri için oluşan hesapların tutulması gibi fonksiyonları içerir.
- III. Yatırım (investment): Birey veya kuruluşların ipoteği portföyünde bulundurarak üstlendiği bir fonksiyondur. Krediyi ilk veren birim ipoteği kendi portföyünde bulundurursa yatırımcı yine kendisi olur ama krediyi açan birim krediyi satarsa yatırım fonksiyonu ikinci kredi türüne geçiş yapar.
- IV. Dönüştürme (transformation): Bu fonksiyon ile ipotek kredilerinin yatırımcılara satışını kolaylaştırmak amaçlanır.
- V. Sigortalama (insurance): Kredinin sözleşmeye uygun bir şekilde ödenmesi veya ödenmemesi durumlarındaki riskin paylaşılması fonksiyonudur (Cebe, 2007, s. 69).

2.1.5. İpotekli Konut Kredisi Türleri

Konut finansman sistemi gelişmiş ülkelerde ihtiyaçların çeşitliliği baz alınarak birçok ipotek kredi türü geliştirilmiştir. Finansal kurumlar kredi verme kabiliyetlerini arttırmak ve kendi risklerini minimum düzeyde tutmak amacıyla farklı ipotek kredileri geliştirmişlerdir.

2.1.5.1. Klasik İpotek Kredisi

Sabit ipotek kredisi olarak da adlandırılan klasik ipotek kredisi, kredinin vadesi boyunca faiz oranı ve geri ödeme tutarlarının eşit olduğu kredi türüdür. Alınan kredi borcunun faiz ve anapara tutarları eşit taksitlerle vade boyunca geri ödenir böylece vade bitiminde kredi tamamen kapanır. Bu kredi türü genel olarak enflasyon oranı ve buna bağlı olarak faizlerin değişken olmadığı ekonomilerde tercih edilmektedir. Çünkü enflasyon oranının yüksek olduğu, ekonomik istikrarsızlık söz konusu olan dönemlerde kredi desteği sağlamak krediyi veren kurum açısından risk teşkil etmektedir. Konut kredilerinden krediyi alan birey ya da kurum istediği anda krediyi kapatma hakkını elinde bulundurur. Klasik ipotek kredileri, uzun vadeli olarak sabit faiz oranlı ve eşit geri ödemeli şeklinde vade sonunda kendini tamamen amortize edebilen (geri ödenen) kredi türüdür. Başlangıçta sabit geri ödeme tutarı içerisinde faiz tutarı yüksek tahsil edilirken; vade sonuna doğru anapara payı artış göstermektedir (Baysal, 2010, s. 30-31).

İpotekli kredilerde vade süresi genel olarak 20-30 yıldır ve ödemeler aylık olarak eşit yapılmaktadır. Eşit ödemeli olarak ödenen ipotekli krediler için her ayın ilk günü alınacak ipotek geri ödemesi tutarı, bir önceki ayın başlangıcındaki mevcut ipotek bakiyesi üzerinden hesaplanacak yıllık faiz tutarının $1/12$ 'si ve mevcut ipotek bakiyesi üzerinden ödenecek anapara taksiti borcun tamamını oluşturmaktadır. Ödeme gerçekleştikçe toplam borç tutarı azalmakta ve vade sonunda sıfırlanmaktadır (Özgün, 2010, s. 101).

Tablo 2. 2.; 60 ay vadeli 180.000 TL kredi tutarı ve aylık %0,900 faiz oranı ile 233.742,60 TL geri ödemeli ipotek kredisi baz alınarak oluşturulmuştur. Tablodan da görülebileceği üzere krediyi alan birey ya da kurum açısından aylık sabit ödenenler; anapara ve faiz ve ödemeleridir. Vade başında yapılan ödemelerin büyük bir kısmını faiz ödemeleri oluşturmakta ve toplam faiz tutarı 53.742,60 TL iken; vade sonuna doğru yapılan ödemeler anapara yoğunluklu ödemelerdir ve vade sonunda bakiye sıfırlanmaktadır.

Tablo 2. 2: Klasik Konut Kredisi İçin Aylık Geri Ödemeler Tablosu

Ay	Dönem Başı Bakiyesi	Geri Ödeme	Faiz Ödemesi	Ana Para Ödemesi	Dönem Sonu Bakiyesi
1	180.000,00	3.895,71	1.620,00	2.275,71	177.724,29
2	177.724,29	3.895,71	1.599,52	2.296,19	175.428,10
3	175.428,10	3.895,71	1.578,85	2.316,86	173.111,24
4	173.111,24	3.895,71	1.558,00	2.337,71	170.773,53
5	170.773,53	3.895,71	1.536,96	2.358,75	168.414,78
6	168.414,78	3.895,71	1.515,73	2.379,98	166.034,80
7	166.034,80	3.895,71	1.494,31	2.401,40	163.633,40
8	163.633,40	3.895,71	1.472,70	2.423,01	161.210,39
9	161.210,39	3.895,71	1.450,89	2.444,82	158.765,57
10	158.765,57	3.895,71	1.428,89	2.466,82	156.298,75
...	...	...	...	...	...
50	40.625,97	3.895,71	365,63	3.530,08	37.095,89
51	37.095,89	3.895,71	333,86	3.561,85	33.534,04
52	33.534,04	3.895,71	301,81	3.593,90	29.940,14
53	29.940,14	3.895,71	269,46	3.626,25	26.313,89
54	26.313,89	3.895,71	236,83	3.658,88	22.655,01
55	22.655,01	3.895,71	203,90	3.691,81	18.963,20
56	18.963,20	3.895,71	170,67	3.725,04	15.238,16
57	15.238,16	3.895,71	137,14	3.758,57	11.479,59
58	11.479,59	3.895,71	103,32	3.792,39	7.687,20
59	7.687,20	3.895,71	69,18	3.826,53	3.860,67
60	3.860,67	3.895,71	35,04	3.860,67	0,00

Kaynak: İş Bankası, 2017, Klasik Tüketici İpotek Kredisi Ödeme Planı.

2.1.5.2. Değişken Faizli İpotek Kredisi

Değişken faizli ipotek kredisini-DFİK (Adjustable Rate Mortgage-ARM) kendi içerisinde ikiye ayırmak mümkündür.

2.1.5.2.1. Fiyat Seviyesine Endeksli İpotek Kredisi

Ekonomik istikrarsızlıklar sonucu yükselen enflasyon oranları, faiz oranlarını arttırmakta ve sabit faiz oranları üzerinden hesaplanarak verilen krediler için geri ödeme taksitlerinin reel değerleri azalmaktadır. Bu durumun sonunca kredi desteği veren kurumlar açısından ciddi bir risk teşkil etmektedir. Sabit faizli ipotek kredisinin uygulanması esnasında oluşan vade uyumsuzluğu sıkıntısı ve enflasyonun geri ödemeler üzerinde yarattığı negatif etkisini ortadan kaldırmak üzere Fiyat Seviyesine Endeksli

Kredi-FSEİK (Price Level Adjusted Mortgage, PLAM) sisteme alternatif olarak oluşturulmuştur. FSEİK ilk kez 1978 yılında ABD’de, Kaliforniya Tasarruf ve Kredi Birliği tarafından ihraç edilmiştir. Bu kredi türünde, faiz oranı sözleşmede belirtilen ve üzerinde anlaşılmış bir endeksi baz alarak aylık olarak güncellenmektedir. Endeks belirlenirken genel itibariyle Hazine Borçlanma Senetleri, Londra Bankalararası -para piyasasında likiditesi yüksek olan bankalarca teklif edilen- Faiz Oranı (LIBOR) ile belirlenmektedir. Sözleşmede faiz oranları endeks oranı üzerinden 100, 200 baz puan kadar ek faiz tutarı içermektedir. (Aydın, 2006, s. 48).

Klasik ipotek kredisinden karşılaşılan problemlerden sonra ortaya çıkan fiyat seviyesine endeksli ipotek kredisi ile fiyat değişimlerinin yansıtılması baz alınmıştır. Bu kredi türünde başlangıç ödemeleri, faiz ve tahsil edilmemiş borçlardan oluşmaktadır. Kredinin tahsil edilmemiş kısmı ise nominal olarak belirli dönemlerde fiyat endeksine bağlı olarak yeniden hesaplanmaktadır. Böylece kredi desteği sağlayan kurumun reel faiz oranına bağlı riski ortadan kaldırılmış olmaktadır. Bu türdeki ipotek kredilerinin en büyük dezavantajı, ilk aylarda oluşan yüksek faiz ödemelerinin gelire oranla yüksek olmasıdır. Bu sistem enflasyon beklentilerinin artması üzerine faiz oranlarını etkilemekte olduğundan ipoteklerle ilgili ödemelerde ani artışlara neden olmaktadır. Bu durumun sonucunda, ipotek kredilerinin ilk ay ödemeleri yüksek olurken gelirin bu düzeyin altında kalması, ipoteğin bütçe yükünü arttırmaktadır. Yani enflasyon oranının yüksek olması ipotek kredi ödemesini de doğru oranda arttırmaktadır. (Cebe, 2007, s. 93).

Tablo 2. 3: Fiyat Seviyesine Endeksli İpotek Kredisi Ödemeleri (Sabit Enflasyon)

Yıl	Dönem Başı Bakiyesi	Geri Ödeme	Faiz Ödemesi	Anapara Ödemesi	Dönem Sonu Bakiyesi	Reel Dönem Bakiyesi
0					100.000,00	
1	100.000,00	15.155,63	12.600,00	2.555,63	97.444,37	107.188,81
2	107.188,81	16.671,19	13.505,79	3.165,40	104.023,40	114.425,74
3	114.425,74	18.338,31	14.417,64	3.920,67	110.505,07	121.555,58
4	121.555,58	20.172,15	15.316,00	4.856,14	116.699,44	128.369,38
5	128.369,38	22.189,36	16.174,54	6.014,82	122.354,56	134.590,02
6	134.590,02	24.408,30	16.958,34	7.449,95	127.140,06	139.854,07
7	139.854,07	26.849,13	17.621,61	9.227,51	130.626,56	143.689,21
8	143.689,21	29.534,04	18.104,84	11.429,20	132.260,02	145.486,02
9	145.486,02	32.487,44	18.331,24	14.156,20	131.329,82	144.462,80
10	144.462,80	35.736,19	18.202,31	17.533,87	126.928,93	139.621,82
11	139.621,82	39.309,80	17.592,35	21.717,45	117.904,36	129.694,80
12	129.694,80	43.240,78	16.341,54	26.899,24	102.795,56	113.075,12
13	113.075,12	47.564,86	14.247,46	33.317,40	79.757,72	87.733,49
14	87.733,49	52.321,35	11.054,42	41.266,93	46.466,56	51.113,22
15	51.113,22	57.553,48	6.440,27	51.113,22	0,00	0,00
Toplam		481.532,01	226.908,37	254.623,64		

Kaynak: Baysal, B. (2010). *Ekonomik İstikrarsızlık Dönemlerinde Kullanılabilecek İpotekli Konut Kredileri*, (Yüksek Lisans Tezi), Ankara: TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, s. 38.

Fiyat seviyesine endeksli ipotek kredileri tablo 2. 3.'de ayrıntılı olarak ele alınmıştır. Tablo 15 yıl vadeli ve 100.000 TL krediyi talep eden borçluya yönelik, %10'luk enflasyonist ortamda faiz oranının yıllık %12,6 olduğu varsayılarak oluşturulmuştur. Bu durumun sonucunda her yıl ödenen tutarların miktarları değişmekte olduğundan anapara ve faiz ödemeleri farklılık göstermektedir. Vade sonunda borç bakiyesi kendisini sıfırlamaktadır.

2.1.5.2.2. Çift Endeksli İpotek Kredisi

Çift Endeksli İpotek Kredisi (Dual Indexed Mortgage- DIM) bakımından, kredi bakiyesinin enflasyon oranında düzenlenmesi fiyat endeksine bağlı kredi türüne benzerken; geri ödeme tutarlarının borçlunun gelirine göre düzenlenmesi fiyat endeksine bağlı ipotek kredilerinden ayrılmasını sağlamaktadır. Bu türdeki kredinin en belirgin özelliği iki endeks oranına sahip olmasıdır. Bu endekslerden ilki, kredi borç bakiyesinin

sözleşmede açıkça belirtilen dönemler şeklinde yeniden ayarlanabilir enflasyon oranıdır. İkinci endeks ise kredi geri ödemelerini düzenleyen borçlunun gelir seviyesindeki artış miktarıdır. Tüm bu durumlar ile kredi desteği veren kurumların enflasyon ve faiz oranlarındaki artıştan korunması ve borçlunun ödeme gücü baz alınarak ödemelerin yapılması amaçlanmaktadır (Baysal, 2010, s. 39).

Çift endeksli ipotek kredisinde geri ödeme planı sürekli değişmektedir. Kredi borç bakiyesi düzenlenme dönemlerinde oluşan enflasyon oranı kadar değiştirilirken; kredi geri ödeme tutarları borçlunun gelirine ilişkin olarak hesaplanmaktadır. Borçlunun geliri enflasyona oranla daha düşük arttığında düşük geri ödemelerde bulunulacağından aradaki fark tutarı kredi borç bakiyesine yansıtılmaktadır. Oluşan farklar kredi vadesi içerisinde tahsil edilebilirken; kredi vadesinin uzatılması da bir diğer seçeneği oluşturmaktadır (Eroğlu Kağı, 2019, s. 34).

Çift endeksli ipotek kredileri geri ödemeleri incelenmek üzere tablo 2.4.'de ayrıntılı olarak ele alınmıştır. Örnek; enflasyon oranının vade boyunca sabit olduğunu ve oranın %10 baz alındığı bir süreçte 15 yıl vadeli 100.000 TL tutarındaki ipotekli konut kredisinin faiz oranı yıllık %12,6 olarak ele alınmıştır. Hesaplamalarda kullanılan geri ödeme tutarlarına maaş artış oranı, faiz ödemelerine ise enflasyon oranı eklenmiştir. Sabit enflasyonist ortamlarda borçlu, her sene maaşının belirlenen miktardaki kısmını kredi ödemesine yatırmakta ve 15 yıl içerisinde borcunu sıfırlamakta olduğu tablodan anlaşılmaktadır.

Tablo 2. 4: Çift Endeksli İpotek Kredisi Ödemeleri (Sabit Enflasyon)

Yıl	Dönem Başı Bakiyesi	Taksit	Faiz ödemesi	Dönem Sonu Bakiyesi	Enflasyon Endeksi	Reel Kalan Borç	Ücret Enflasyon Farkı	Ücret Endeksi
0				100.000,00	1,00	100.000,00		1,00
1	100.000,00	16.974,31	13.860,00	106.885,69	1,10	97.168,81	303,11	1,12
2	106.885,69	19.011,22	14.856,37	113.752,83	1,21	94.010,61	672,91	1,25
3	113.752,83	21.292,57	15.859,41	120.435,16	1,33	90.484,72	1.120,43	1,40
4	120.435,16	23.847,68	16.847,60	126.711,07	1,46	86.545,36	1.658,32	1,57
5	126.711,07	26.709,40	17.792,00	132.288,92	1,61	82.141,01	2.301,10	1,76
6	132.288,92	29.914,53	18.654,18	136.788,68	1,77	77.213,65	3.065,40	1,97
7	136.788,68	33.504,27	19.383,78	139.719,00	1,95	71.697,94	3.970,23	2,21
8	139.719,00	37.524,78	19.915,33	140.448,71	2,14	65.520,36	5.037,34	2,48
9	140.448,71	42.027,76	20.164,37	138.171,27	2,36	58.598,11	6.291,57	2,77
10	138.171,27	47.071,09	20.022,55	131.860,59	2,59	50.837,96	7.761,29	3,11
11	131.860,59	52.719,62	19.351,59	120.216,03	2,85	42.134,99	9.478,84	3,48
12	120.216,03	59.045,97	17.975,71	101.594,09	3,14	32.371,01	11.481,11	3,90
13	101.594,09	66.131,49	15.672,22	73.923,46	3,45	21.412,99	13.810,14	4,36
14	73.923,46	74.067,27	12.159,88	34.599,58	3,80	9.111,15	16.513,79	4,89
15	34.599,58	63.308,83	7.084,31	0,18	4,18	0,04	0,00	5,47
Toplam		613.150,76	249.599,29					

Kaynak: Baysal, B. (2010). *Ekonomik İstikrarsızlık Dönemlerinde Kullanılabilecek İpotekli Konut Kredileri*, (Yüksek Lisans Tezi), Ankara: TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, s. 42.

2.1.5.2.3. Karma (Hybrid) Faizli Konut Kredileri

Karma faizli ipotek kredileri, sabit ve değişken faizli ipotek kredilerine benzemekle birlikte ayrılan yönleri de bulunmaktadır. Bu türdeki ipotek kredisinde, geri ödemeler ilk zamanlarsa sabit tutulurken; zamanla belirlenen bu tutar sözleşmede bulunan endekse göre faiz oranı ve ödeme tutarları yeniden belirlenebilmektedir. Kredi ödemeleri başlarında sabit tutulan süre 5,7 ve 10 yıl olabilmektedir. Bu kredi türünde, kredi desteği veren kurumunun enflasyon ve faiz oranları gibi karşı karşıya kaldığı riskleri minimize etmek amaçlanır (Eroğlu Kağu, 2019, s. 35).

2.1.5.3. Ödeme Türlerine Göre İpotek Kredileri

Ödeme türlerine göre ipotek kredilerini kendi içerisinde üçe ayırmak mümkündür. Bunlar, artan geri ödemeli, yüksek ödemeli, azalan geri ödemeli ve ara ödemeli ipotek kredileridir.

2.1.5.3.1. Artan Geri Ödemeli İpotek Kredileri

Artan geri ödemeli ipotek kredilerinde (Graduated Paymen GPM), kredinin vadesi boyunca faiz oranları değişmez, değişen tek şey geri ödeme miktarlarıdır. Bu tür konut kredilerinin tercih edilmesinin en önemli nedeni zaman içerisinde gelir düzeyinde iyileşmeler yaşayan bireyler için hazırlanan ödeme planlarıdır. Örneğin işe yeni girmiş birinin maaşı, kademesi ile birlikte artacaktır. Gelirinin artacağı varsayılan bireyler için oluşturulan bu kredi türünde, taksitler giderek artmakta ve baştaki ödemelerin yükü hafifletilmektedir. Artan taksit tutarları gelirle aynı oranda yükseleceğinden ödeme zorluğu yaşanmayacaktır. Artan geri ödemeli ipotek kredileri, değişken faiz oranlarının kabul edildiğinde de söz konusu olabilmektedir. Böyle bir durum söz konusu olduğunda kredinin vadesi süresince, dönemleri belli olmak üzere aylık taksit tutarları değiştirilebilirken; faizler de oluşan duruma göre yeniden ayarlanabilmektedir (Can, 2013, s. 70).

2.1.5.3.2. Yüksek Ödemeli İpotek Kredileri (Balloon Mortgage)

Balloon mortgage, belirlenen vade sonunda kredinin tamamının kapatıldığı kredi türüdür. Bu tür krediler, 5/25 veya 7/23 olarak da isimlendirilmektedir. Bu ayrımın yapılması, ilk 5 veya 7 ayın sonunda kredi ödemesinin tamamının yapılmasına bağlıdır.

Bu süre sonundaki toplu ödeme “balon” olarak adlandırılmaktadır. Bu türdeki kredilerde, karma ipotek kredilerinde olduğu gibi ilk 5 ya da 7 ay faiz oranı sabit tutulmaktadır. Aralarındaki fark, bu süre sonunda faiz oranlarının değişmemesi ve kalan kısmın vade sonunda toplu olarak ödenmesidir. Bu türdeki ipotek kredilerinin diğer bir avantajı ise ilk dönem için geçerli olan piyasa düzeyinin altında verilen faiz oranıdır (Durmaz, 2007, s. 25).

2.1.5.3.3. Azalan ve Ara Ödemeli İpotek Kredileri

Azalan geri ödemeli ipotek kredisi, borçlunun ödeyebileceği taksit tutarı çerçevesinde, kendi belirlediği tarihten itibaren yine kendi belirlediği oranda ve sıklıkta ödeme tutarını azaltmasına, yani borçlunun kendine has bir ödeme planı oluşturduğu kredi türüdür. Ara ödemeli ipotek kredileri ise yüksek ödemeli ipotek kredisi özelliğini içerisinde bulundurmaktadır. Sözleşme başında belirlenen taksit tutarlarına ek olarak, borçlunun gelir seviyesine endeksli olarak bazı ara ödemelerinin ödeme planına eklenmesi ve kredi ödemelerinin yine borçlunun isteğine göre düzenlenmesini içeren bir ipotek kredisi türüdür (Can, 2013, s. 71).

2.1.6. İpotekli Konut Finansman Sistemi Araçlarının Menkul Kıymetleştirilmesi

Menkul kıymetleştirme tanım olarak, kredi sağlayan finansal kurumun bilançosunda yer alan ancak nakit olmayan alacaklarının aynı özelliklere sahip olanlarının bir havuzda toplanarak direkt kendisi ya da bu amaç doğrultusunda kurulan kurumların aracılığı ile sermaye piyasalarına açılması sonucu alacaklarının geri ödemelerinin finanse edilmesi sistemidir (Gülşen, 2008, s. 39).

İkincil ipotekli konut finansman piyasası içerisinde ipoteye dayalı menkul kıymetleştirmenin geliştirilmesi ve menkulleştirmenin sermaye piyasası aracılığı ile yapılması önem teşkil etmektedir. Bu açıdan ipoteye dayalı menkul kıymetleştirme, ipoteye dayalı araçların rahat işlem görmeleri ve ipoteye dayalı konut finansman piyasasına katılımın artırılması amacı ile geliştirilmiştir. İpotekli konut finansman piyasası için ipoteye dayalı menkul kıymetleştirmenin, piyasa içerisinde etkin bir menkul kıymetleştirme aracı olması dışındaki özelliklerini aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür:

- * Anapara ve faiz ödemeleri garanti edilmektedir.
- * Piyasa koşullarında etkin getiri sağlamaktadır.
- * Sermayenin yeterliliği açısından kurumlara avantaj sağlamaktadır.

- * Likiditesi mevcut olduğundan istenildikleri an alınıp-satılabilirler.
- * Esnek olması özelliği ile çeşitli şekilde alınıp-satılabilirler.
- * İşlem maliyetleri düşüktür (Yiğit, 2009, s. 35-36).

Konut finansmanı sorunlarını gidermek amacıyla geliştirilen ipotek kredileri, konut ediniminde önemli bir yer edinse de konut finansman kredisi sağlayacak olan kurumların kaynakları sınırlı yapıdadır. Konut kredisi sağlayan kurumlar, finansman desteğinde bulundukları ipotek kredilerinin finansmanını ya topladıkları mevduatlar çerçevesinde gerçekleştirir ya da düzenlemiş oldukları ipotek kredilerini ikincil piyasalarda menkul kıymetleştirmesi sonucu elde ettiği fonlarla gerçekleştirir. Kredi sağlayan kurum açısından, kredilerin ikincil piyasalarda satışından elde edilen fonlar, mevduat toplayarak elde ettiği fonlardan daha caziptir. Bu durumun nedeni, kredi sağlayan kurumların uzun vadeli konut finansmanı için yine uzun vadede mevduat toplayabilme olanaklarının kısıtlı olmasıdır. İpoteğe dayalı menkul kıymetleştirme yöntemi ile fon yaratılması sonucunda konut finansman kurumlarının vade uyumsuzluğu sorunu da kısmen çözüme kavuşmaktadır. Uzun vadede mevduat toplaması zor olan konut finansman kurumları açısından, ipoteye dayalı menkul kıymetler piyasasının likit olma özelliği, bu vadelerde fon bulabilmelerini mümkün kılmaktadır (Gülşen, 2008, s. 39).

Sermayenin etkin olarak kullanılamaması doğrultusunda veriminin düşmesi nedeniyle menkul kıymetleştirmeye dair adımlar atılarak, sermayenin talebi karşılayamaması, kurumların kâr marjlarının beklentiyi karşılayamaması, alacakların tahsilinde yaşanan sıkıntılar gibi durumların giderilmesi adına kurumların alacaklarını menkul kıymetleştirerek kendi lehlerine sermaye sağlaması bu piyasasının gelişmesine olanak sağlamıştır. Ekonomideki belirsizlikler, maliyetlerin azaltılması açısından finansal piyasalardaki gelişimi ve yenilikleri sürekli hale getirmektedir. Bu gelişmelerden biri olan menkul kıymetleştirmenin ortaya çıkma nedenlerini aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür:

- * Enflasyon ve faiz oranlarındaki dalgalanmalar,
- * Değişken oranlı borç oranları,
- * Finansal piyasalardaki vadeli işlem piyasalarının varlığı,
- * Borç araçları için opsiyon piyasalarının ortaya çıkışı,
- * Yasal düzenlemelerdeki değişiklikler,
- * Teknolojik gelişmeler,

- * Globalleşen finansal piyasalar,
- * Ekonomik büyümenin hız kazanması,
- * Piyasa etkinliği açısından yapılan akademik çalışmalar ve piyasaya ilişkin değerlendirmeler,
- * Finansal piyasalarda görülen deregülasyon ve reregülasyon durumları,
- * Finansal aracılığının önemini yitirmesi,
- * Basel Bankacılık Denetim Komitesi Sermaye Denetim Komitesi Ölçümü ve Sermaye Standartlarının Uluslararası Düzeyde Uyumlaştırılması (Kantar, 2010, s. 40).

İpoteğe dayalı menkul kıymetlerin piyasada rağbet görmesinin en önemli göstergesi, oluşan menkul kıymetin ipotek kredisine göre daha likit olması ile birlikte nakit akımlarının düzenli seyretmesidir. İpotek kredisi sağlayan kurumların bu göstergeleri borçlanma aracı olarak kullanmaları ile yine bu kurumların borçlanma maliyetleri de azalmaktadır. Kurumlar, düşük riskli finansal araçlara yatırım yapmak yerine ipoteye dayalı menkul kıymetlere yatırım yaparak portföy çeşitlendirmesi ile portföyün riskini minimize eder ve yüksek getiri imkanına kavuşur (Şahin, 2008, s. 51-52).

Menkul kıymetleştirmenin sonuçlarının yararlı olabilmesi açısından bazı durumların var olması gerekmektedir. Bu durumlar sıralanırsa:

- * Menkul kıymete ait anapara ve faiz ödemelerinin miktarı ile zamanının belirli şekilde öngörülebilir olması,
- * Kaynak şirkete ait kayıtların alacakların tahsisinin belirlenmesi açısından güvenilir olması,
- * Alacağın özel kuruma devri konusunda gerçekleşen söz konusu işlemlerin hukuki açıdan geçerli olması,
- * Oluşan kredi havuzundaki kredi borçlu sayıları alacak seçiminde önem teşkil etmektedir. Borçluların sayılarının yeterli olmadığı durumlarda, borçlulardan bir kısmının borcunu ödemediği varsayıldığında, varlığa dayalı menkul kıymet sahiplerine yapılması söz konusu anapara ve faiz ödemeleri aksayacağından oluşturulan havuzda bulunan borçlu sayısının, borçluların borcunu ödemediği zamanlarda dahi varlığa dayalı menkul kıymet sahiplerine anapara ve faiz ödemelerinin aksamayacağı sayıda olması,

- * Menkul kıymetlere dair alacakların vadeleri ile ihracı söz konusu olan menkul kıymetlerin vadelerinin uyumlu olması,
- * İpotekli menkul kıymetlerde alacak, ipotek ile garanti altına alınsa dahi borçlunun söz konusu borcu ödememesi durumunda devreye girecek olan ipoteğin nakde çevrilmesi sonucunda elde edilen meblağın alacağın tamamını karşılayacak düzeyde olması,
- * Borçluların alacağı devralan kuruma karşı haklı sebebe dayandırarak borçlarını ödemekten kaçınmaları, ödemeler dengesini bozacağından bu savunmaların ne derece risk teşkil ettiğinin bilinmesi gerekmektedir (Dutçu, 2009, s. 17-18).

2.1.6.1. İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet Araçları

İpoteğe dayalı menkul kıymet araçları başlığını aşağıdaki dört alt başlıkta incelemek mümkündür:

- * İpoteğe Dayalı Ödeme Aktarmalı Menkul Kıymetler
- * Teminatlı İpotek Yükümlülüğü
- * Getirisi Ayrılan İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler
- * İpoteğe Dayalı Tahviller

2.1.6.1.1. İpoteğe Dayalı Ödeme Aktarmalı Menkul Kıymetler (Mortgage Backed Pass Through Security-MPS)

İpoteğe dayalı ödeme aktarmalı menkul kıymet, ipotek kredi desteği sağlayan kurumların bir havuz oluşturması ve sağladıkları kredileri oluşturdukları havuzda toplaması sonucunda bu kredilere dair hisse veya katılım belgelerini elden çıkarmasıyla oluşturdukları menkul kıymet türlerindendir. Ödeme aktarmalı menkul kıymetin nakit akımı, oluşturulan ipotek kredileri havuzunun nakit akımıyla sağlanır. Havuz tarafından sağlanan nakit akımları direkt olarak menkul kıymet yatırımcılarına yönlendirilir. Böylece nakit akımı üç unsur ile doğrudan etkileşim halindedir. Bunlar:

- * Faiz
- * Anapara geri ödemesi
- * Erken ödeme (Aydın, 2006, s. 64).

Nakit akımının doğrudan etkileşimde olduğu yukarıdaki üç unsur sonucu ortaya çıkacak riskler, menkul kıymet sahiplerinin ellerine geçebilecek olan nakit akışı

tahminlerini de etkilemektedir. Sistem oluşan bu durumları engellemek ve riskleri ortadan kaldırmak üzere, ortalama vade (average maturity), erken ödeme oranı (constant prepayment rate- CPR) ve erken ödeme sabiti (public sector association- PSA) gibi önlemler almaktadır (Mamashov, 2011, s. 21).

2.1.6.1.2. Teminatlı İpotek Yükümlülüğü (Collateralized Mortgage Obligations CMO)

Teminatlı ödeme yükümlülükleri, erken ödeme riskini ortadan kaldırmak ve yatırımcılar arasında paylaşımın devam etmesi amacıyla ortaya çıkarılmıştır. İpotekten geçen menkul kıymetlerde, aylık bazda alınan anapara ve faiz geri ödemelerinden sağlanan nakit akımları ortak bir havuzdan yatırımcılara eşit olarak paylaştırılırken; CMO sisteminde ise yatırımcılar sınıflara ayrılmakta ve oluşturulan sınıflar içerisinde öncelik esasına göre anapara ve faiz geri ödemeleri dağıtılmaktadır (Şahin, 2008, s. 56).

Teminatlı ipotek yükümlülükleri, yüksek getiri ve güvenilirliğe sahip olsa da ipotekten geçen menkul kıymetlere göre daha karmaşık bir yapıda işlemektedir. Bu sebeple daha çok portföy yönetim şirketleri, yatırım fonları ve sigorta şirketleri tarafından tercih edilmektedir. CMO içerisinde dört tür tahvil bulunmaktadır. Buradaki dört tahvil oluşturulan ipotek havuzunun dörde (sıraya) bölünmesi sonucu elde edilmiştir. CMO ihraççısı, kredi geri ödemelerini tahsil ettikçe ilk dilimden başlayarak yatırımcılara ödemeleri aktarmaya başlamaktadır. İlk dilimdeki ödemeler tamamlandıktan sonra diğer dilimdeki yatırımcılara ödemeler gerçekleştirilir. Anapara ödemeleri ilk dilimden başlar ve bitene kadar devam eder. Bu süreçte diğer üç dilime sadece faiz ödemeleri aktarılmaktadır. Bu durum anapara ödemesi tamamlanana kadar devam etmektedir (Ersan, 2008, s. 38).

2.1.6.1.3. Getirisi Ayrılan İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler (Stripped Mortgage Backed Securities, SMBS)

Getirisi ayrılan ipotek kredileri, oluşturulan ipotek havuzlarına dahil anapara ve faiz geri ödemelerinin birbirlerinden ayrıldığı ödeme aktarmalı menkul kıymet türüdür. Bu menkul kıymet türünün en belirgin özelliği, oluşturulan havuzdan yatırımcılara aktarılan anapara ve faiz geri ödemelerinin eşit şekilde dağıtılmamasıdır. Bu türdeki menkul kıymet, piyasa faiz oranlarına karşı hassas olduğundan potansiyel risk ve getiri oranı yüksektir. Getirisi ayrılan ipoteye dayalı menkul kıymetlerde, anapara ve faiz

ödeme miktarları ihraç edilen menkul kıymetin satışı sırasında belirlenen kurallara göre yatırımcılara farklı şekillerde dağıtılmaktadır (Cebe, 2007, s. 105).

SMBS'lerin genelde yapay getirili ve yalnız anapara/yalnız faiz getirili olarak iki türü kullanılmaktadır. Yapay getirililerde, ortak havuzda toplanan farklı menkul kıymetler için yapılacak ödemeler eşit fakat faiz ödemeleri eşit olmayan şekilde dağıtılmaktadır. İkinci tür ise, SMBS içerisinde en çok ilgi gören menkul kıymet türüdür ve anapara ödemelerini farklı tahvil gruplarına / faiz ödemelerini farklı tahvil gruplarına aktarmaktadır (Mamashov, 2011, s. 23).

2.1.6.1.4. İpoteğe Dayalı Tahviller

İpoteğe dayalı tahviller, taşınmaz malların ipotek altına alınmasına dayanan ve ipotek piyasası menkul kıymet araçlarına göre daha basit şekilde işleyen değerli kağıtlardır. İpoteğe dayalı tahvilleri klasik tahvillerden ayıran tek yönü, borç yükümlülüğünün oluşturulan kredi havuzu ile teminat altına alınmasıdır. İpoteğe dayalı tahviller vade yapısı bakımından da klasik tahvillerle benzerlik göstermektedir. Vadeleri 5 ile 12 yıl arasında değişen ipoteye dayalı tahvillerin faiz ödemeleri 6 ayda bir, anapara ödemeleri ise dönem sonunda yapılmaktadır. Ayrıca ipoteye dayalı tahvillerin rağbet görmesi, Standart&Poor's ve Moody's gibi rating şirketleri tarafından değerlendirilmelerinden kaynaklanmaktadır (Yiğit, 2009, s. 38).

İpoteğe dayalı tahvillerde de varlıkların nakit akımı, diğer ipotekten geçen menkul kıymetlerde olduğu gibi tahvillerin anapara ve faiz ödemelerinde kullanılmaktadır. Oluşturulan teminat havuzu alacaklarının nakit akımları ve tahvillerin ödenmesi farklı zaman dilimlerinde tahsil edilmesine rağmen tahvil ödemeleri tam ve zamanında yapılacak şekilde ayarlanmaktadır. İpoteğe dayalı tahviller ipotek bankaları tarafından oldukça fazla şekilde ihraç edilmektedir. Bu durumun nedeni olarak, tahvillerin nakit akımlarının belli olması ve aşırı teminatlandırma yöntemi ile riski ortadan kaldırması gösterilmektedir (Ersan, 2008, s. 4).

2. 2. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI TANIMI

Gayrimenkul yatırım ortaklığının kurumlar vergisi kanunundaki tanımı aşağıdaki gibidir (Kurumlar Vergisi Kanunu Md. 5/1-d-4).

Sermaye Piyasası Kanunu çerçevesinde, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından düzenlenen gayrimenkul yatırım ortaklıkları, gayrimenkullere, gayrimenkul projelerine, gayrimenkule dayalı haklara ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilen, belirli projeleri gerçekleştirmek ya da belirli bir gayrimenkule yatırım yapmak amacıyla kurulabilen ve izin verilen diğer faaliyetlerde bulunabilen, gelirleri kurumlar vergisinden istisna tutulmuş sermaye piyasası kurumlarıdır.

GYO'lar halka açılmak kaydı ile yatırımcılar tarafından toplanan tasarrufların, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçları bazında birikim yaratması ve bu birikimin işletilmesi ile riskin dağıtılması vb. durumların uzman kişilerce kontrolünün sağlanması gibi faaliyetlerde bulunan özel bir portföy yönetim şirketi tipidir (Özcan, 2018, s. 2).

Faaliyet alanı SPK tarafından düzenlenen GYO'lar, gayrimenkule dayalı projelere ve sermaye araçlarına yatırımların gerçekleştirilmesi görevini üstlenen özel portföy yönetim şirketleridir. GYO'lar SPK 1998 tarihli Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği seri VI no:11 kapsamınca sadece gayrimenkule dayalı portföy işletmeciliği alanında faaliyet gösterebilmektedirler. Tebliğde belirtilen faaliyet alanı sınırlaması sonucu GYO'lar, inşaat yapamaz; inşaat yapımı için gerekli makine, ekipman veya personel bulunduramazlar. GYO'ların asıl faaliyet alanı, inşaatını herhangi bir şirketin üstlendiği projelere finansman sağlamaktır (Sağlam, 2015, s. 19-20).

GYO'lar, kurumsal ve bireysel yatırımcıların tasarruflarını ortak bir havuzda birleştirmesi ile yüksek gelir getirecek büyük ve nitelikli projelerin hayata geçirilmesi gibi avantajlar sağladığından, finansman kaynaklarının yetersiz olduğu gayrimenkul sektörü açısından önem teşkil etmektedir (Sur, 2019, s. 3).

Yaşanan nüfus artışı ile beraber konut arzının yetersizliği ve çarpık kentleşme kaliteli konuta olan talebin artmasına neden olmuştur. İlk örneğine ABD'de rastlanan ve daha sonra Türkiye'de uygulamaya geçilen GYO'lar, gayrimenkul piyasası açısından finansman sorunlarını çözmeye yönelik bir sermaye piyasası kurumu özelliği taşımaktadır. Bu açıdan GYO'lar, küçük yatırımcılar için büyük çaplı projelere yatırım yapma hakkı sağlayarak, fon fazlasına sahip yatırımcılardan fon ihtiyacı olan yatırımcılara kaynak aktarılması ile güçlü bir konut finansman sisteminin temelini oluşturmaktadır. Halka arzı ve gayrimenkule yatırımı zorunlu olarak toplanan fonlar, tasarruflardan gayrimenkul bazlı portföy oluşması amacı ile ortaya çıkan risklerin dağıtılmasına olanak sağlayan kayıtlı sermayeli anonim ortaklık türüdür (Özhan, 2019, s. 3).

GYO'lar Dünya ve Türkiye açısından yeni sayılabilecek, faaliyet alanları gayrimenkul le sınırlandırılmış yatırım ortaklığı sermaye piyasası aracıdır. Getiri düzeyi yüksek olan gayrimenkul ve projelerine kişisel tasarruf sahiplerinin yatırım yapması güç olduğundan; GYO'lar bu yatırımlara olanak sağlamakta, ortaklarına kira getirisi ve alım-satım kazancı sağlamaktadır. Büyük gayrimenkul projeleri açısından ise, özkaynakları yeterli olmayan firmalara bu projeleri gerçekleştirmeleri amacıyla finansman desteği sağlamakta; faiz yükü olarak değerlendirilen kredili finansman sistemine alternatif bir finansman aracı seçeneği oluşturmaktadır (Tekşen Altaş, 2018, s. 8).

Refahı temsil etmesi ile gayrimenkuller, yatırımcılar açısından portföy çeşitliliğinin fazla olması ve riski aza indirmesi nedeniyle tercih edilebilir yatırım araçlarındandır. Gayrimenkul piyasası açısından yatırımların riski düşük düzeylerde olsa da piyasa, şeffaflık ve likidite sorununu yaşamaktadır. Gayrimenkul yatırımlarına küçük ölçekli yatırımcıların yatırım yapma olanağı düşük seviyelerde olduğundan GYO'lar, finansal yatırımların gerçekleşmesi üzerinde ortaya çıkan sorunların çözümlenebilmesi ve finansal likidite sorununun ortadan kaldırılabilmesi için ortaya çıkmıştır (Özhan, 2019, s. 4).

Portföyünde bulunan gayrimenkullerden alım-satım ve kira geliri elde eden GYO, elde ettiği bu kârı ortaklarına temettü şeklinde dağıttığından yüksek gayrimenkul rantını ortaklarına aktaran bir kilit görevi görmektedir. Yüksek tutardaki gayrimenkullere yatırım yapamayacak yatırımcılar bile gayrimenkulün değerinden aşağıya satılma riskini üstlenmek ve tek bir yatırım aracına bağlı kalmak istemediğinden dolayı GYO şirketine ortak olma yolunu tercih etmektedir (Hasanova, 2015, s. 45). Bu açıdan GYO'ların yatırımcılar açısından tercih edilen ekonomik işlevleri aşağıdaki gibi sıralanabilmektedir;

- * Şeffaflık ilkesi gereği halka arzı ve sürekli denetime tabii olduğundan kayıt dışılığının azaltılmasında önemli rol oynamaktadır.
- * GYO'ların halka arzı ile birlikte finansal kaynak sıkıntısı yaşanmaması, projelerin aksamamasını ve süreklilik kaydetmesini sağlamaktadır. Böylece ekonomi açısından da olumlu sonuçlar elde edilmektedir.
- * Geliştirilen yeni projelerin İmar Kanunu'na uygun inşa edilmesiyle çarpık kentleşmenin önüne geçilmektedir (Gögen, 2016, s. 8).

2.2.1. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Amerika Birleşik Devletleri'ndeki Gelişimi

GYO kavramı ilk olarak ABD Massachusetts eyaletinde, anonim şirketlerce gayrimenkul edinimlerine koyulan sınırlamalara tepki olarak ortaya çıkmıştır. 19. yüzyıl boyunca GYO'lar Massachusetts Business Trust (yatırım ortaklıkları) olarak bilinmekte ve tasarruf sahiplerinin gelir getiren gayrimenkullere yatırım yapmalarına olanak sağlamaktadır. Business trustların anonim şirketlerden farklı olarak vergi yasaları tarafından korunması, pay sahiplerine dağıtılan kazançlar üzerinden vergilendirilmemesi üzerine Amerika Yüksek Mahkemesi, anonim şirket ile benzer özellikte olan business trustların kurumlar vergisine tabi olmasına karar vermiştir (Manan, 2017, s. 4).

1960 yılında, ABD'de ulusal bir kongrede alınan karar sonucu business trustlar yatırım amacı ile kurulan GYO'lara dönüşerek bu tarihten sonra diğer ülkelerde de faaliyete başlamışlardır. (Sağlam, 2015, s. 22).

GYO'lara ilişkin ilk yasal düzenleme 1960 yılında Ulusal Gelir Kanunu (Internal Revenue Code-IRC) ile yapılmıştır. Yapılan değişikliklerle GYO olabilmenin şartları belirlenmiş, GYO faaliyetlerinin sınırı çizilmiştir. Bu değişikliğin temel amacı, gayrimenkul yatırımlarının finansman ayağını oluşturan küçük yatırımcılardan sağlanan tasarrufları ortak havuzda toplayarak, GYO'ların lehine vergi koruması getirilmesi gerektiği hususunda olmuştur (Çayır, 2017, s. 59).

1970'li yıllar GYO, borsa ve ekonomi açısından negatif seyir sergileyen yıllar olmuştur. Enflasyonun artması ile inşaat piyasalarında yaşanan durgunluklar, GYO'ların borçlanmalarına; bankalar ve kredi veren kurumların ise olumsuz ekonomik koşullarda gerçekleşen artan faiz oranlarından negatif etkilenmesine sebep olmuştur. Kısa vadeli kredilerle yatırım olanaklarını sağlayan GYO'lar, kredi bulmakta zorluk çekerek; ödeyemedikleri borçlarından dolayı tasfiyeye, devire ve statü iptali yoluna gitmiştir. 1981 yılında gayrimenkul yatırımları ve sahipleri için vergi koruması getiren kanun ile gayrimenkul yatırımları ve alımlarında ciddi artış gözlenmiştir. 1986 yılında yapılan Vergi Reformu Kanunu ile GYO'ların yönetiminde önemli değişiklikler yapılarak; GYO'ların kendi gayrimenkullerini yönetme yetkilerine ek olarak kiracıları için de gayrimenkul yönetimi hizmeti verebilme yetkisi tanınmıştır (Manan, 2017, s. 5).

Tablo 2. 5: ABD’de GYO Yapısı

ABD	
Yapı	GYO (Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı)
Yasal Düzenleme	1960 yılı
İlgili Bölüm	IRC Madde 856-860
Kurumsal Kurallar	* 100 veya daha fazla hissedar * Beş veya daha az hissedar, değerin %50’sinden fazlasına sahip olamaz. * Banka veya finansal kurum kapsamında değildir. Aksi durumda yerel bir kurum olarak vergiye tabi tutulur. * Bir veya daha fazla yediemin ile yönetilir. * Mülkiyeti, devredilebilir hisselerle ifade edilir. * GYO kazanç ve kârlarını bir vergi yılı sonunda dağıtmakla yükümlüdür.
Gelir ve Dağıtım Kuralları	* Yıllık brüt gelirin en az %75’i (yasaklı gelirler hariç) gayrimenkulle ilgili olmalıdır. * GYO’nun vergilendirilebilir gelirinin en az %90’ı yıllık olarak dağıtılmalıdır. * İhtiyacı karşılamak üzere, bazı dağıtımlar önceki yıl içerisinde ödenmiş kabul edilir. * İzin verilen temettü dağıtımları için ödenmiş temettü kesintisi alınır. * Bazı dağıtılmamış meblağlar üzerinden %4 oranında istihlak vergisine tabi tutulur. * Saklanan ve dağıtılmayan meblağlar üzerinde kurumlar vergisine tabiidir.
Yabancı Yükümlülükleri	* Yabancı dağıtımları üzerinden, %30 stopaj vergisi, vergi anlaşmaları boyunca indirimli oranlar uygulanabilir. * Gayrimenkul Yabancı Yatırım Vergileri Yasası (FIRPTA) gereğince, GYO tarafından yapılan gayrimenkul satışından dolayı, yabancı hissedarlara ödenen sermaye kazancı temettülerinin dağıtımından %35 oranında vergi alınır. * Yabancı hissedarın, GYO tarafından halka arz olunan herhangi bir hisse sınıfının %5’inden fazlasına sahip olmaması halinde, adi hisse uygulaması için sermaye kazancı temettüleri uygun olabilir.
Uzun Vadeli Borçlar	* Hiçbir kısıtlama yoktur.
Konusundaki Kısaltmalar	
Finansal Kayıp Kuralları	* GYO statü kaybı, hükümet tarafından haklı nedenle feragat edilmemesi halinde, yeniden seçim için beş yıllık bekleme süresi gerektirir. * GYO statü kaybının önlenmesi sağlamak amacıyla gelir hatası için makul sebep muafiyeti, * 2005 yılından itibaren, varlık ve diğer GYO yetki ihlalleri için ise istikraz hükümleri mevcuttur.
Diğer Vergi Yükümlülükleri	* Kısmen veya tamamen sahip olunan vergilendirilebilir alt kuruluş işlemlerinin, GYO’lara otel veya pansiyon faaliyetleri dışında izin verilmeyen hizmetlerde bulunmasına izin vermek için gerekli kuralların yürürlüğe konması gerekir. * GYO “bayi” faaliyetlerinden elde ettiği gelir üzerinden %100 vergiye tabi tutulur. * GYO ortaklık yolunda mülk sahibi olabilir; gelire ve varlıklara tetkik kuralı uygulanır. * GYO mülk üzerinde yerleşik gelirler vergisine tabi olabilir.

Kaynak: Yetgin, F. (2006). Dünyada Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları: ABD, Avrupa Birliği ve Malezya Uygulamaları Üzerine Bir Değerlendirme, Avrupa Araştırmaları Dergisi, 14(3), s. 262-263.

2.2.2. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Türkiye’deki Gelişimi

Ülkemizde 1992 yılında GYO kavramı ilk kez hukuk sitemimize girerek Sermaye Piyasası Kanunu ve Vergi Kanunlarında gerekli düzenlemeler yapılmıştır. 3794 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile birlikte GYO’ların kurulmasına olanak sağlanmıştır. Bu kanunun ilgili maddesine göre GYO’lar, “sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli maden portföylerini işletmek amacıyla kurulan anonim ortaklardır.” şeklinde tanımlanmıştır (Kalyoncu, 2006, s. 7).

GYO’lara özel ilk kanuni düzenleme Seri: VI No: 11 sayılı “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği” ile yapılmıştır. Tebliğ bu düzenlemenin ardından yapılan değişikliklerle Sayı: VI No: 11 ile bugün geçerli kabul edilen halini almıştır. Tüm

bu değişiklikler sonucu hukuki alt yapısı oluşturulan GYO ilk temellerini 1995 yılında atmış olup, 1997 yılında ise İMKB’de işlem g r erek halka açılmıştır (Ka ıra, 2008, s. 9).

Ortaya çıkan sorunlar neticesinde yapılan düzenlemelerle 1998 yılında değişikliğe gidilmiştir. Bu değişikliklerle GYO’lar tüzel kişilik kavramının getirdiği kurumlar vergisi ve gelir stopajından istisna tutulmuşlardır (Kalyoncu, 2006, s. 7).

2 Ağustos 1999 yılında, mevcut GYO  yeleri tarafından gayrimenkul sektörünün gelişmesine yardımcı olmak, sektörde meydana gelebilecek sorunların çözüme kavuşması için gerekli çalışmalar yaparak mevzuatı düzenlemek adına sivil toplum kuruluşları ve kamu kurumlarıyla paralel hareket eden Gayrimenkul Yatırım Ortakları Derneği (GYODER) kurulmuştur ( zhan, 2019, s. 15).

2000 yılında yapılan düzenleme ile GYO’lara ayn  sermaye koyma hakkı sağlanmıştır. Sermaye Piyasası Kanunu ve GYO tebliğinde yapılan bu değişiklik sonucu, ortaklar ellerinde bulundurdukları değerli gayrimenkulleri sermayeye ilave etmek suretiyle GYO portföyüne dahil edebilmektedirler (Göktepe, 2003, s. 29).

Gayrimenkul sektörü, istidam açısından inşaat sektörünün bir ayağını oluştururken yaşanan olumsuz dalgalanmalar bu sektörlerde sürekli değişikliğe gidilmesine neden olmuştur. Küresel bazda meydana gelen tüm krizlerden etkilenen Türkiye için bu etkilerin sektöre yansımaları, gayrimenkul fiyatlarında dalgalanmalara neden olmuştur. 2008 yılında ABD’de yaşanan konut krizi nedeniyle Türkiye’de konut fiyatları düşüşe geçmiştir. Sektörün yeniden canlanması ile konut kredisi stoğunda artış meydana gelerek, yatırımcıların gayrimenkul sektörüne girmesi ve yatırımların yatırımcılar açısından cazip hale gelmesi sağlanmıştır. GYO’ların uygulamaya geçmesiyle sektörde meydana gelen çarpık kentleşme ve kayıt dışılık gibi sorunların önüne geçilmesi ve piyasanın kurumsallaştırılması hedeflenmiştir ( zhan, 2019, s. 15).

2.2.3. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Amacı

GYO’ların amacı, SPK Seri: VI No: 11 Sayılı Tebliğ’i ile değiştirilerek şu şekilde tanımı yapılmıştır. Bu tebliğ ile belirlenmiş usul ve esaslar dahilinde; GYO’ların amacı aşağıdaki gibi tanımlanmıştır (Uyar, 2009, s. 50).

- * *Gayrimenkullere, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına, gayrimenkul projelerine, gayrimenkule dayalı haklara ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilen,*
- * *Belirli projeleri gerçekleştirmek üzere ad  ortaklık kurabilen,*
- * *Yatırım yaptıkları portföyü riskin dağıtılması ilkesinin gereği portföy çeşitlendirilmesine gitmek suretiyle işleten,*

- * *Portföy değerini arttırmak suretiyle kâr etme amacı güden ve*
- * *Tebliğde izin verilen diğer faaliyetlerde bulunabilen sermaye piyasası kurumlarıdır.*

Tebliğden hareketle GYO'ları amacını;

- * Getiri oranı yüksek gayrimenkullere yatırım yapmak,
- * Gayrimenkule dayalı proje odaklı yatırımları gerçekleştirmek,
- * Portföyünde yer alan gayrimenkullerden kira geliri elde etmek,
- * Gayrimenkul alım-satımlarından kâr payı sağlamak olarak sıralamak mümkündür (Akkaya, 2010, s. 46).

2.2.4. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Avantajları-Dezavantajları

GYO'lar, portföy çeşitliliği sayesinde gayrimenkul ve menkul kıymetlerden oluşan karma yapısıyla yatırımcısına enflasyona karşı sağlam bir koruma işlevi sunduğundan, alternatif yatırım araçları ile sağladığı getiri, yatırım riskini minimum düzeye indirmektedir. Ayrıca GYO'lar küçük yatırımcılara büyük ölçekli projelerde kâr sahibi olma şansını sunmakta ve gayrimenkul yatırımları için mevcut likiditeyi piyasaya çekmektedir. Enflasyona karşı tasarruf sahiplerini koruma konusunda gayrimenkul yatırımları önemli bir işlevi yerine getirmektedir. Türkiye gibi enflasyonla savaşılan ülkelerde, gayrimenkul yatırımları, yatırımcılar için enflasyondan korunma aracı olarak görülmektedir. Alanında uzman kişiler tarafından yönetilen ve portföy çeşitliliği ile riskin dağıtılmasına olanak sağlayan GYO'lar, tasarruflarını tek bir alanda değerlendirmek istemeyen yatırımcılar için farklı birçok alana yatırım yapma şansı tanımaktadır (Özcan, 2013, s. 21-22).

GYO'lar, küçük yatırımcılardan çektikleri tasarruflarla tek başına yatırım yapılamayacak büyüklükteki yatırımlara -iş merkezleri ve alışveriş merkezleri gibi- finansman sağlanması ile büyük ölçekli projelerin gerçekleştirilmesine katkıda bulunmaktadır. Bu tür ölçekteki yatırımları gerçekleştirmek şirketlerin üzerine faiz yükü olarak döndüğünden GYO'lar ile birlikte şirketlerin faiz yükü hafifletilmiş olmakta ve yatırım yapmak isteyen küçük ölçekli yatırımcıların tasarrufları ortak havuzda toplanarak bu büyüklükteki projelere fon aktarımı sağlanmaktadır (Hayta, 2009, s. 35-36).

GYO portföyünün uzman kişilerce yönetilmesi, ortak havuzda toplanan fonun büyüklüğü ve bu fonların piyasayı etkilemesi ile manipülasyonlara karşı piyasadaki tutumu gibi durumlar göz önünde bulundurulduğunda, bu kuruluşların devamlı ve

zorunlu olarak denetime tabii tutulması yatırımcılar açısından önemli bir faktör olmaktadır. Bu açıdan GYO kurul tarafından denetime tabii tutulmakta ve yatırımcılar tarafından psikolojik güven unsurunun tamamlanmasına katkıda bulunmaktadır. Böylece hem yatırımcıların psikolojik olarak kendilerini güvende hissettikleri alana yatırım yapmaları hem de yatırımların GYO yoluyla gayrimenkule yönelmesi sağlanmaktadır (Akgül, 2001, s. 36).

GYO'lar ülke ekonomisi açısından yabancı yatırımları teşvik etmekte böylece ülkeye girişinin sağlanması, yabancı yatırımcılar açısından cazip hal almakta, uzun vadeli yatırım yapmak isteyen yabancı yatırımcıların dikkatini çekerek ülkenin bu fonlardan yararlanmasını sağlamaktadır. Bu tür yabancı para girişinin sağlanması GYO'larla mümkün olabilmektedir. Ülke ekonomisi açısından gayrimenkul sektörüne sağlanan 1 birimlik gayrimenkul yatırımı, genel ekonomide yaklaşık 2,5 birimlik üretim artışına tekabül edebilmektedir. Bu açıdan kurumsal bir yapıya sahip olan GYO'lar ülke ekonomisi açısından; üretimin artmasına, istihdamın olumlu yönde sağlanmasına katkı sağlayarak ekonomin genel anlamda büyümesine yardımcı olmaktadır (Şahin, 2014, s. 41-42).

GYO'larla birlikte gayrimenkuller menkul kıymetleştirilerek likit hale dönüştürülebilmekte ve âtıl durumdaki kaynakların sermaye piyasasına olduğu gibi ülke ekonomisine katkısı olumlu yönde seyretmektedir. Kamu ve diğer kamu tüzel kişiliklerinin bünyesinde bulunan ve siyasi emellerle amacı dışında kullanılan, gecekondulaşmaya müsait olduğu gibi izinsiz tasarruf edilebilecek taşınmazlar, GYO'lar açısından önemli alt yapı oluşturmakta ve gerçek değerini ancak tam rekabet piyasasında bulabilecek hazine arazileri, toplu konut projelerine zemin hazırlamaktadır. Böylece büyük ölçekli makroekonomik planlar hayata geçirilerek çarpık kentleşme sorununun çözümü kavuşması sağlanmaktadır (Pekalp, 2013, s. 62).

Gayrimenkul sahibi olanların karşılaştığı en büyük sorunlardan olan kiralama ve kiralama işlemlerinden elde edilen kira geliri veya kira artırım oranları gibi sorunlar, GYO'lar tarafından edinilen gayrimenkuller için söz konusu değildir. GYO'lara yatırım yaparak gayrimenkul edinen yatırımcılar, bu tarz sorunlarla karşılaşmadan kira gelirine sahip olmaktadır. Gayrimenkul fiyatlarının menkul kıymet fiyatları ile ters ilişki içerisinde olması sonucu GYO'daki hisse senetlerinin değeri arttığında gayrimenkulün değerini düşürücü etki yaratmaktadır. Bu açıdan bakıldığında, gayrimenkulün hisse

senetleri ile işlem görmesi bu gibi olumsuz yansımaları azaltacağından portföyün riskini minimum düzeye indirecektir (Yelgen, 2010, s. 80-81).

Ülkemizde gayrimenkullerin resmi kaynak ve belgelerde gerçek değeri dışında kayıtlı olması ve gerçek değeri yüksek tutarlarda olan gayrimenkullerin düşük tutarlarla kayda geçmesi kamu açısından vergi ve harç kaybına neden olmaktadır. Gayrimenkul alım-satımlarında gerçekleşen bu durum sonucu kamu, emlak vergisi ve tapu harcı kaybına uğramaktadır. Bu sebeple GYO'lar portföyündeki gayrimenkullerin değerlendirme bedellerini bağımsız şirketlere yaptırarak, gayrimenkullerin gerçek rayiç bedellerini her yılsonunda hesaplatmaktadır. Böylece kamunun vergi kaybının önüne geçilmektedir. Ülkemizin deprem bölgesi içerisinde yer alması ve GYO'ların zorunlu denetime tabii tutulması, imarı yapı ve standartlar açısından mevzuatta belirlenen şartlara uygun olarak düzenlenmektedir. Bu açıdan GYO'lar en güvenilir müteahhitlik hizmetlerini alması nedeniyle de yapım aşamasındaki kayıt dışılığın önüne geçmektedir (Turnacıgil, 2012, s. 43).

GYO'ların likit bir sermaye aracı olma özelliği ve bu hisselerin kolayca nakde çevrilebilme imkânı, yatırımcılar arasında sermayenin dengeli dağılımının gerçekleşmesine yardımcı olur. Bu durumun sonucunda GYO'lar gayrimenkul piyasasında aktif olan diğer şirketlere göre daha fazla yatırım alarak üstünlük sağlamaktadır. Bu tür gayrimenkul yatırımları nakit akışı sağladığından; bu getiri tutarı edinilen mala eklendiğinde toplam getiri tutarı belirlenmektedir. Gayrimenkulün elde tutulduğu dönemdeki enflasyon oranından arındırılması ile gayrimenkul yatırımının gerçek toplam rantı belirlenebilmektedir. GYO'lar, finansal kaynaklara ulaşım kolaylığı sağladığından; gayrimenkul piyasaları açısından fiyat istikrarının sağlanmasına yardımcı olmaktadır (Yelgen, 2010, s. 80).

Bu açıklamalar ışığında GYO'ların avantajlarını kısaca şu şekilde sıralamak mümkündür:

- * Kurumsal yapıya sahip olmakla birlikte kayıt altına alınıp denetime tabii tutulurlar.
- * Faaliyet alanları düzenlidir, belirli çerçevede hareket ederler.
- * Faaliyetleri şeffaftır, halka açık işlem görürler, kamu açıktır.
- * Büyük ölçekli projelere kolay finansman sağlarlar.
- * Arazilerden ve binalardan elde edilen ranttan çok sayıda kişi yararlanır.
- * Vergisel boyutta avantajlara sahiptir.

- * Uzman kişiler tarafından yönetilip portföy çeşitlendirilmesi yapıldığından verimlidir.
- * Kayıt dışı oluşan yapıların denetlenmesine olanak sağladığından inşaat sektöründe gerçekleşen kayıt dışı yapı sorununun çözülmesine yardımcı olur.
- * İmar kurallarına uygunluğu açısından çarpık kentleşmenin önüne geçer.
- * Yabancı yatırımcıların tasarruflarını ülkeye çekmek adına güçlü bir araçtır (Şahin, 2010, s. 36).

GYO için dezavantaj olarak ilk sırada olumsuz piyasa koşulları gelmektedir. KDV oranların yüksekliği, damga vergisi ve tapu harcı gibi sorunlar göz önünde bulundurulduğunda kayıt dışı sektörden dolayı GYO'lara sağlanan vergi avantajları olumsuz sonuçlar doğurmaktadır. Kayıt dışı yapılaşma sorunlarının yoğun olduğu ve önlenemediği inşaat piyasasında, gayrimenkullerin gerçek değerleri üzerinden yüksek oranda KDV ödeyen GYO'lar diğer şirketlere göre haksız rekabetle karşı karşıya kalmaktadır. Faaliyetleri tebliğle sınırlandırılmış ve tamamen şeffaf ilerleyen GYO'lar için haksız rekabet sonucu diğer şirketlerin denetimsiz faaliyetlerde bulunması dezavantaj yönünde etki yaratmaktadır. 1988 yılında çıkarılan tebliğle GYO'ların Kurumlar ve Gelir Vergisi'nden muaf olması herhangi bir iştirakte bulanamamalarına ve hazine ihalelerine katılamamalarına neden olmaktadır (Özcan, 1030, s. 22).

GYO'ların toplam kazancı, siyasî ve ekonomik beklentilere göre değişkenlik gösterdiğinden, gayrimenkul piyasalarının performansı oldukça önemlidir. Gayrimenkul alanına yatırım yapacaklar açısından riskler; piyasa, sektör ve proje bazlı risklerdir. Piyasa riskleri açısından duruma müdahale söz konusu değildir. Piyasa faiz oranları ya da enflasyon oranları tüm piyasalarda etkilerinin görüldüğü genel risk unsurlarını taşır. Bu risklerin hepsi piyasa içindeki ekonomik tutumlara, ülkenin para politikasına, finansal-muhasebe-vergi düzenlemelerine ve uluslararası piyasaların etkilerine göre belirlenmektedir. Sektör riski ise gayrimenkul piyasalarında meydana gelebilecek tüm riskleri taşır. GYO'lar, vergi düzenlemelerinden ve kullanılan iletişim araçlarından da yatırımın verimliliği üzerinde doğrudan etkiye sahip olması nedeniyle olumsuz etkilenirler. Sektör açısından proje riski ise yatırım yapılan projeden kaynaklı risk unsurlarını temsil eder (Yelgen, 2010, s. 81).

Bu nedenle GYO'ların dezavantajları ise şu şekilde açıklanabilir:

- * GYO'lar yatırımcıları enflasyondan koruma görevi görse de faiz ve enflasyon gibi piyasada mevcut bulunan risklerden negatif yönde etkilenmektedir.
- * Kayıt dışılığın önüne geçmek amacıyla sıkı ve zorunlu denetime tabii olan GYO'ların denetim yükünün artmasına ve sürecin uzamasına neden olmaktadır.
- * Vergi avantajına sahip olduğu bilinse de diğer şirketlere göre yüksek vergi yükü taşımaktadır. *“GYO'lar kurul tarafından izin verilen faaliyetler kapsamında taşınmaz teslimi ve kiralama faaliyetleri gibi diğer tüm ticari işlemleri KDV'ye tabiidir.”*
- * GYO'ların temettülerini kurulca belirlenen şekilde ve oranda yapması zorunludur. Bu durum yatırımcılar açısından avantaj sağlarken şirket GYO'ya dönüşmeden halledilmesi gereken bir durumdur.
- * GYO'lara yatırım yapmadan önce gayrimenkul piyasaları iyi değerlendirilmelidir.
- * Ülkelerin GYO mevzuatları farklılık gösterdiğinden bu durumun iyi irdelenmesi ve yatırımın ona göre yapılması gerekmektedir (Özcan, 2018, s. 6-7).

2.2.5. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Türleri

GYO'lar tanımı gereği ancak şu üç şekilde kurulabilmektedirler:

- * Belirli bir projeyi (AVM gibi) gerçekleştirmek üzere süreli; bu şekilde kurulan GYO'lar sürenin tamamlanması ile diğer iki türe dönüşebilir veya sonlanırlar. Diğer iki türe dönüşümde esas sözleşmenin değişmesi gerekmektedir.
- * Belirli alanlarda (turizm, sağlık gibi) yatırım yapmak amacıyla süreli veya süresiz; bu türdeki ortaklıklar belirli bir amaca yönelik kurulurlar ve amacı proje için gelir elde edip faydaya dönüştürmektir. Faydalanma sonucu süreleri tamamlandığında ya sonlanırlar ya da süresiz olarak devam ederler.
- * Kuruluş amaçları olmaksızın süreli veya süresiz kurulanlar; diğer türlere göre bu GYO'nun kuruluşunda herhangi bir sınırlama yoktur. Bu açıdan oldukça geniş kapsamlı kurulabilen bir ortaklık türüdür (Sağlam, 2015, s. 37.38).

GYO'ları yatırım alan ve amacına göre ise üç türde incelemek mümkündür.

Bunlar:

- * Özvarlığa Dayalı GYO'lar, hisse senetleri vasıtasıyla tasarruf sahiplerinden elde ettikleri gelirler ile gayrimenkul yatırımlarını gerçekleştiren ve bu gayrimenkullerin mülkiyetine resmen sahip olan kuruluşlardır. Bu gruptaki gayrimenkullere yatırım yapıldıktan sonra genellikle kira geliri elde edilir ve her türlü gayrimenkul alım-satım-yönetim ve yenilenmesi alanlarında faaliyet gösterilir. Bu türdeki GYO yatırımları faaliyet alanları genellikle; AVM, Konut, Otel ile Hastane gibi sağlık hizmetleri, depo-ambar, hapishane, tiyatro ve golf sahalarıdır.
- * İpotekli GYO'lar, Özvarlığa Dayalı GYO'lardan gayrimenkule sahip olma yönüyle ayrılır. Bu türdeki ortaklıkların temel görevi, gayrimenkul edinmek isteyen yatırımcılara borç kapsamında finansman desteği sağlayıp bu borçtan faiz geliri etmektir.
- * Karma GYO'lar, her iki türdeki gayrimenkul yatırım avantajlarını bünyesinde bulunduran özel amaçlara olanak sağlayan bir ortaklık türüdür. Bu sayede hem gayrimenkule dayalı projelere yatırım yapılabilen hem de gayrimenkul sermaye piyasası araçlarına yatırım sağlanabilmektedir (Hasanova, 2015, s. 46).

2.2.6. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Yapabileceği İşlemler

GYO'lar tebliğde belirtilen ve çerçevesi çizilen alanlarda faaliyet gösterebilirler.

Bu açıdan GYO'lar aşağıdaki işlemleri yapabilirler:

- * Sermaye piyasası araçlarının alım-satımını yapabilir, borsa para piyasasında işlem görüp, ters repo işlemlerini gerçekleştirebilir, Türk Lirası ya da yabancı para cinsinden mevduat hesabı açabilirler.
- * Gayrimenkul alım-satımından kaynaklanan kâr ve kira getirisi elde etmek amacıyla; ofis, konut, iş merkezi, AVM, hastane, otel ve ticari depo gibi gayrimenkulleri satın alıp-satabilirler.
- * Alım-satım kârı elde etmek ve kat irtifakı tesisi için arsa ve arazi alabilir, proje geliştirebilirler.
- * Mülkiyetlerini edinmek üzere yurtdışındaki gayrimenkulleri satın alıp-satabilirler.

- * Yap-İşlet-Devret modeliyle oluşturulan projeleri, özel düzenlemelerinin saklı kalması ve ilgili mevzuat hükümlerinin sağlanması koşulu ile kendisi ve başkaları lehine üst hakkı tanıyarak gerçekleştirebilirler.
- * Gayrimenkuller üzerinde intifa hakkına sahip olabilirler, bu hakkı kullanabilir ve devre mülk irtifakı kurabilirler.
- * Sahip oldukları arsalar üzerinde ticari kâr elde etmek amacıyla üst hakkına sahip olabilirler.
- * Faaliyet konusu yalnızca gayrimenkul olmak maksadıyla yurtdışındaki yabancı sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilirler.
- * GYO'lar borçlanabilmekte ve varlığa dayalı menkul kıymeti ihracı yapabilmektedir (Akkaya, 2010, s. 61-62).

Tüm bu durumlar incelendiğinde GYO'ların yapabilecekleri faaliyetleri kısaca beş başlıkta toplamak mümkündür:

- I. Ortaklık portföyünü oluşturarak ihtiyaç duyulduğunda portföyde değişiklikler yapmak ve portföy çeşitlendirmesine giderek yatırım riskini minimize edip dağıtımını gerçekleştirmek ile gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı işlemlere yönelik gelişmeleri takip etmek ve ortaklık portföyü açısından gerekli tedbirleri almak, portföyün değerini koruyarak; değerini arttırmaya dair çalışmalar yapmak,
- II. Ortaklığa konu olup portföye alınacak olan varlığa ilişkin gerekli hukukî şartlara uygunluk denetimi yapmak ve gerekli raporları hazırlanmasını temin etmek,
- III. Portföydeki varlıkların değer tespitlerinin raporlarını temin etmek,
- IV. Dışarıdan danışmanlık hizmeti alınan portföye ilişkin ilgili kurumların çalışmalarını takip etmek,
- V. Yürütülmesine izin verilen diğer faaliyetleri gerçekleştirmek (Akgül, 2001, s. 101-102).

2.2.7. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Yapamayacağı İşlemler

2013 tarihli ve 28860 sayılı Resmî Gazetede yayınlanmış olan Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ'in 22. Maddesinde GYO'lar için getirilen sınırlamalarla birlikte yapamayacakları

faaliyetlerin çerçevesi çizilmiştir. Bu sınırlamalara göre GYO'lar aşağıdaki işlemleri yapamazlar:

- * 5411 sayılı Bankacılık Kanunu'nda açıklandığı üzere mevduat ve katılım fonu toplayamaz; mevduat veya katılım fonu toplama sonucuna ulaşacak iş veya işlemlerde bulunamazlar.
- * Bu Tebliğ'de izin verilen işlemler dışında herhangi bir ticarî, sanayi ve zirai, faaliyetlerde bulunamazlar.
- * Gayrimenkullerin altyapı yatırım ve hizmetlerinin inşaat faaliyetlerini kendileri üstlenemez ve bu amaç doğrultusunda personel ve ekipman ediniminde bulunamazlar. Ancak yürütülen projelerin kontrol ve denetim işleri yapılacaksa bu amaçla edinilen personel bu kısıtlamanın dışında yer almaktadır.
- * Hiçbir amaçla otel, hastane, alışveriş merkezi, iş merkezi, ticarî, park ve depo, konut sitesi, süper market ve bunlara benzer özellikteki gayrimenkulleri ticarî amaçla işletemez ve yine bu amaçla personel ediniminde bulunamazlar.
- * Kendi portföyüne dahil olan veya olacak projeler dışında başka kişi ve kuruluşlara proje geliştirme ve kontrollük hizmeti ile mali fizibilite, yasal izinlerin takibi gibi hizmetlerde bulunamazlar.
- * Kredi verme izinleri yoktur.
- * Ortaklık kapsamında ilişkili oldukları taraflarla herhangi bir neden dolayı borç-alacak ilişkisi içine giremezler.
- * Belgelerce ispatlanmayan veya piyasa rayicinden yüksek tutarlarda harcamalarda bulunamazlar ve komisyon ödemesi yapamazlar (Hasanova, 2015, s. 58-59).

GYO'ların tebliğde belirtilen çerçeveye göre portföydeki kısıtlamaları şu şekilde izah edilebilir:

- * Hisse senetlerini satın aldıkları ortakların sermayesine ve yönetimlerine sahip olma amacıyla; hiçbir ortaklığın sermayesinde ve oy hakkında %5'inden fazla paya sahip olamaz.
- * Yatırım fonları dışında, borsalarda veya borsa dışında teşkilatlanan piyasalarda işlem görmeyen sermaye piyasası araçlarına yatırım yapamazlar. Bu açıdan yatırımı yapılan varlığın alım-satımı borsa kanalıyla yapılmak zorundadır.

- * Altın, kıymetli maden ve bunlara dayalı vadeli işlem sözleşmelerine yatırım yapamazlar.
- * Mala veya mala dayalı vadeli işlem sözleşmelerine yatırım yapamazlar.
- * Sermaye piyasası araçlarını açığa satamaz; kredili menkul kıymet işlemi yapamaz ve sermaye piyasası araçlarını ödünç alamazlar.
- * Devri konusunda bir sınırlamaya tabii olan varlıklara ve haklara yatırım yapamazlar.
- * Sürekliliğe dayanan kısa vadeli gayrimenkul alım-satımı yapamazlar.
- * Türevi araçlarla korunma amacını gütmeyen işlemler yapamazlar.
- * Kanun kapsamında ödemekle mükellef oldukları vergi, harç ve benzeri diğer giderler dışında varlıkların kiralanması, portföye dahili ve portföyden çıkarımı aşamasında kira veya varlık değerinin %3'ünü aşan komisyon ücreti ve benzeri giderler oluşturamazlar (Manan, 2017, s. 18-19).

2.2.8. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının İşleyişi ve Taraflar

GYO'ların işleyiş biçiminden önce piyasadaki aktörlerin belirtilmesi gerekmektedir. Bu aktörleri kısaca aşağıdaki gibi tanımlamak mümkündür:

Müteahhit: Ortaklık ile yapılan sözleşme kapsamında, ortaklık portföyünde yer alan gayrimenkul projelerinin her türlü inşaat işlemlerini gerçekleştirmeyi taahhüt eden gerçek veya tüzel kişidir (SPK, Seri IV, No: 11). Ortaklığın sonucunda yürütülen inşaat projelerinden kaynaklanan her türlü duruma yönelik karşılıklı hak ve sorumluluklarını içeren bir sözleşme ile müteahhit tarafından yapılması zorunludur.

İşletmeci Şirket: GYO'lar ile yapılan bir sözleşme kapsamında ortaklığın mülkünde bulunan ya da kiralanmış olunan otel, hastane, alışveriş ve iş merkezi, ticarî park ve depolar, konut siteleri, süper marketler ve bunlara benzeyen gayrimenkulleri ticari maksatla işleten aracı kurumlardır. Kira geliri elde etme amacıyla gayrimenkullerin ortaklık kapsamında olması halinde, bu gayrimenkullere ve onların bağımsız bölümlerine ilişkin güvenlik, reklamcılık ve promosyon, temizlik vb. temel hizmetler, kiracılara ortaklıklar tarafınca sunulabileceği gibi, ortaklık ile bir işletmeci şirket arasında bu ihtiyaçların giderilmesi konusunda bir sözleşme yapılabilir.

Danışma Şirket: Yapılan sözleşme kapsamında GYO'lar ile proje geliştirme ve kontrol hizmetleri dahil olmak kaydıyla gayrimenkul portföyünün geliştirilmesi ve alternatif yatırım araçlarının araştırılmasına dair hizmet sunan aracı kurumlardır.

Gayrimenkul Değerleme Şirketi: Yapılan sözleşme kapsamında GYO portföyünde yer alan gayrimenkullerin ve gayrimenkule dayalı her türlü hak ve projenin rayiç değerlerini ve kira rayiç değerlerini saptayan aracı kurumlardır (Özcan, 2011, s. 25-26).

GYO'lar aşağıda sıralanmış işlemler için SPK tarafından listeye alınmış bağımsız bir gayrimenkul değerleme şirketine, işleme konu olan varlık ve hakların değerleri ile rayiç bedellerini tespit etmekle sorumludur.

- * Portföy kapsamında gayrimenkullerin, gayrimenkule dayalı hak ve projelerin alımı ve satımı.
- * Portföy kapsamındaki gayrimenkullerin kiraya verilmesi.
- * Kiraya verilmek amacıyla gayrimenkul kiralanması.
- * Portföy kapsamında kiraya verilen gayrimenkullerden kiraya verilene açısından kira sözleşmesinin yenilenmesi veya uzatılması.
- * Gayrimenkule dayalı ipoteğin kabulü.
- * Gayrimenkule dayalı projelerin başlayabilmesi ve yasal prosedürlere uygunluğunun tespiti için gerekli belgelerin varlığının kontrol edilmesi.
- * Sermaye Piyasası Kurulu'na kabul edilen ve değerlemesi yaptırılacak diğer varlıkların portföye dahil edilmesi.
- * Ortaklık portföyünde olduğu halde, ortaklığın son üç ayı içerisinde rayiç değeri hâlâ hesaplanmayan varlıkların yılsonu değerlerinin tespiti.
- * Portföy kapsamındaki gayrimenkullerin, gayrimenkule dayalı hak ve projelerin nitelik ve sinsinin değiştirilmesi.
- * Ortaklığa aynı sermaye eklenmesi (Lafdal, 2016, s. 5).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

İPOTEKLİ KONUT KREDİLERİ İLE GYO KULLANIMININ TÜRKİYE'DEKİ MEVCUT DURUMU

3. 1. KONUT SATIŞ VERİLERİ VE İPOTEKLİ KONUT KREDİSİNİN MEVCUT DURUMU

Konut satış verileri için tablo 3. 1. incelendiğinde konut satışlarının yıllar içerisindeki değişimi görülmekte ve bu değişimin ekonomik değişkenlere bağlı olduğu söylenebilmektedir. 2016 yılında toplam konut satışları içinde ipotekli konut satışlarının payı %33,5 ile 449.508 iken; 2017 yılında bu oran %33,6 olup 23.591 adet artış göstererek 473.099 adet olmuştur. Aynı zamanda ipotekli konut satışlarının, toplam konut satışları içerisinde payının yıllar içerisinde değiştiğini söylemek mümkündür. İpotekli konut satışlarının yıl bazında değişme nedenlerini, faiz oranlarındaki değişim, ekonomik istikrarsızlık ve tasarruf sahiplerinin tercih sebepleri olarak sıralamak mümkündür. 2018 yılına bakıldığında ipotekli konut satışları sert bir düşüş yaşadığı görülmektedir. Yaşanan bu düşüşün nedeni olarak da faiz oranlarındaki artış, ekonomik dengesizlikler gösterilebilmektedir.

Tablo 3. 1: Çeyrek Bazda Konut Satışlarının Gelişimi (2017-Ç3'2020)

	İlk Satış	İkinci El Satış	Toplam Satış	İpotekli Satış	Toplam Konut Satışları İçinde İpotekli Konut Satışlarının Payı (%)
Ç4'16	196.936	208.706	405.642	146.127	36,0
2016 Toplam	631.686	709.767	1.341.453	449.508	33,5
Ç4'17	183.009	195.577	378.586	109.872	29,0
2017 Toplam	659.698	749.616	1.409.314	473.099	33,6
Ç4'18	185.497	187.510	373.007	20.537	5,5
2018 Toplam	651.572	723.826	1.375.398	276.820	20,1
Ç4'19	174.570	308.686	483.256	144.600	29,9
2019 Toplam	511.682	837.047	1.348.729	332.508	24,7
Ç3'20	161.436	375.073	536.509	242.316	45,2

Kaynak: GYODER, 3. ÇEYREK RAPORU, 2020.

Türkiye genelinde konut satışları Kasım ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %18,7 azalış göstererek 112 bin 483 olmuştur. Konut satışlarında en çok paya sahip şehir, 21 bin 158 konut ile İstanbul olmuştur. Gerçekleşen satış sayılarına göre İstanbul'u 10 bin 710 konut satışı ile Ankara izlemektedir. Konut satış sayısının en düşük seyrettiği iller sırasıyla 23 konut ile Hakkâri ve 15 konut ile Ardahan olmuştur.

Türkiye genelinde ipotekli konut satışları, 2020 Kasım ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %44,3 azalış göstererek 24.450 olmuştur. İpotekli konut satışlarının, toplam konut satışları

içerisindeki payı ise %21,7 olarak gerçekleşmiştir. İpotekli konut satışlarında en yüksek paya 5 bin 4 konut satışı ile İstanbul sahip olurken; en az ipotekli konut satış sayısına sahip şehir 1 adet ile Hakkâri olmuştur.

Tablo 3. 2.'den de görüldüğü üzere, ipotekli satışlarda konut kredisi faiz oranlarındaki gerileme ile birlikte ipotekli konut satış sayılarında artış yaşanarak sayı Kasım ayı itibariyle 558.706 adete ulaşmıştır.

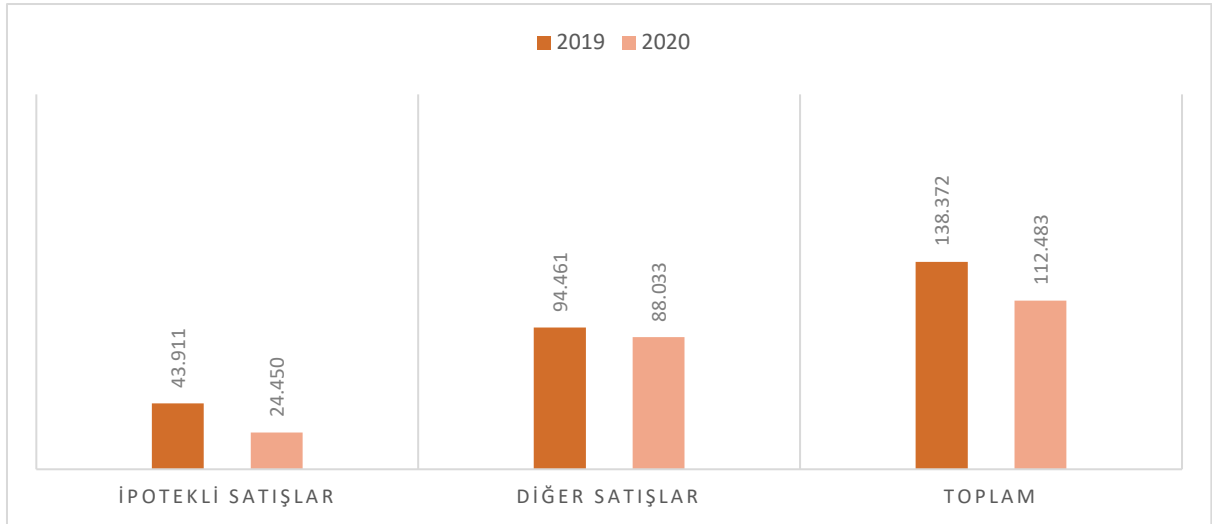
Tablo 3. 2: Konut satış sayısı, 2020

	OCAK			OCAK-KASIM		
	2019	2020	Değişim %	2019	2020	Değişim %
Satış şekline göre toplam satış	138.372	112.483	-18,7	1.146.655	1.393.335	21,5
İpotekli satış	43.911	24.450	-44,3	282.230	558.706	98,0
İlk el satış	13.705	8.822	-35,6	96.956	179.065	84,7
İkinci el satış	30.206	15.628	-48,3	185.274	379.641	104,9
Diğer satış	94.461	88.033	-6,8	864.425	834.629	-3,4
İlk el satış	35.204	27.836	-20,9	339.246	253.777	-25,2
İkinci el satış	59.257	60.197	1,6	525.179	580.852	10,6
Satış durumuna göre toplam satış	138.372	112.483	-18,7	1.146.655	1.393.335	21,5
İlk el satış	48.909	36.658	-25,0	436.202	432.842	-0,8
İpotekli satış	13.705	8.822	-35,6	96.956	179.065	84,7
Diğer satış	35.204	27.836	-20,9	339.246	253.777	-25,2
İkinci el satış	89.463	75.825	-15,2	710.453	960.493	35,2
İpotekli satış	30.206	15.628	-48,3	185.274	379.641	104,9
Diğer satış	59.257	60.197	1,6	525.179	580.852	10,6

Kaynak: TÜİK

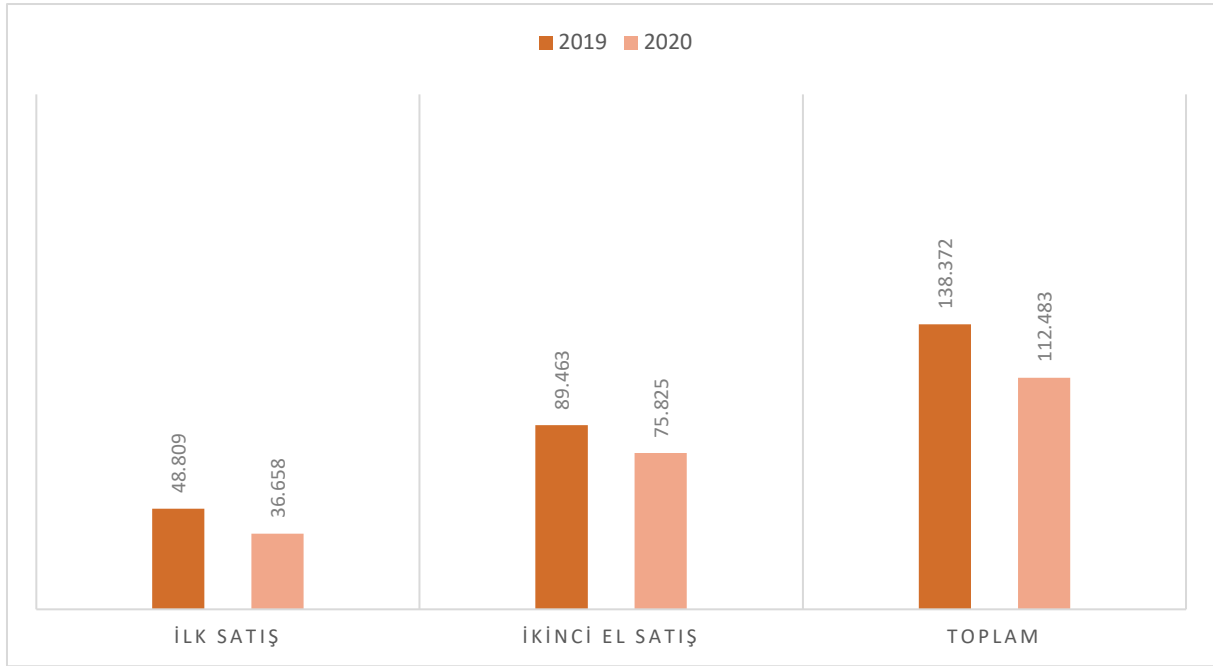
Konut satışları, Ocak-Kasım döneminde 1 milyon 393 bin 335 adedinde gerçekleşerek, bir önceki yılın aynı dönemine göre %21,5 artış göstermiştir. Ocak-Kasım döneminde ipotekli konut satışı sayısı, %98,0 artarak 558 bin 706 olurken; diğer satış türlerinde %3,4 azalma ile birlikte konut satış sayısı 834 bin 629 olmuştur (TÜİK).

Şekil 3. 1. incelendiğinde diğer konut satışları yani ipotekli konut finansman sistemine dahil olmadan bireylerin tasarrufları ile gerçekleşen konut satışları, Türkiye genelinde 2020 yılının Kasım ayı itibariyle, bir önceki yılın aynı ayına göre %6,8 azalarak 88 bin 33 olmuştur.



Şekil 3. 1: Satış Şekline Göre Konut Satış Adetleri, Kasım 2019-2020

Şekil 3. 2. incelendiğinde satış durumuna göre toplam satış verileri içerisinde ilk el satış, 48.909 adet ile 89.463 adet olan ikinci el satışa göre 40.554 adet düşük gerçekleşmiştir. Bu durumun nedeni olarak ilk el satış maliyetleri ve fiyatlarda yaşanan dalgalanmalar örnek gösterilebilir. Diğer konut satışlarında İstanbul, 16 bin 154 konut satışı ile birinci sırada yer alırken; diğer konut satışı sıralamasında Ardahan 9 konut satışı ile son sırada yer almaktadır (TUIK).



Şekil 3. 2: Satış Durumuna Göre Konut Satışı, Kasım 2019-2020

Şekil 3. 2. için 2019-2020 yılları konut satış durumları karşılaştırıldığında, 2019 yılı toplam satış oranının içerisinde en çok satış oranı ikinci ele aitken; 2020 yılında da bu oran azalarak devam etmektedir. İlk satış oranları 2019 yılına göre azalarak devam etmiştir ancak toplam satış oranının içindeki payı ikinci el satış oranına göre düşük seyretmektedir. Toplam satış içerisinde en yüksek payın ikinci el satışlarında yoğunlaşma sebebi olarak bireylerin tasarruf oranları, faiz oranlarındaki artış, fiyat vb. ekonomik değişkenler örnek gösterilebilir.

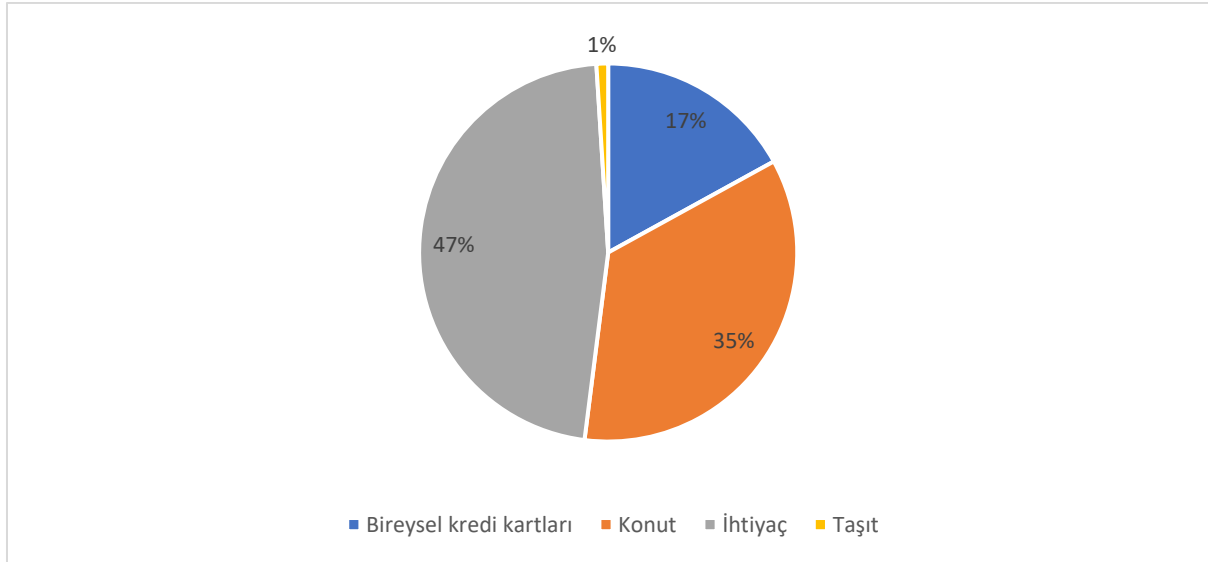
2020 yılı Eylül ayı verilerine göre kullanılan toplam kredi tutarları içerisinde konut kredilerinin payı bir önceki dönemin aynı ayına göre 36,785 milyon TL artış göstermiştir. Bu artışla birlikte toplam kullanılan kredi miktarı da 2020 Eylül ayı verileri baz alındığında, bir önceki yılın aynı ayına göre 57,733 milyon TL artış göstererek 137,522 milyon TL'ye ulaşmıştır. Kullanılan kredi tutarları içerisinde konut kredilerinin sürekli bir artış içinde olduğu tablo 3. 3.'de görülmektedir.

Tablo 3. 3: Kullanılan Konut Kredileri ve Kişi Sayıları

Kullanılan Miktar, Milyon TL			Kişi Sayısı		
DÖNEM	KONUT	TOPLAM	DÖNEM	KONUT	TOPLAM
2019 Eylül	18,216	79,787	2019 Eylül	113,120	3,588,058
2019 Aralık	25,075	122,399	2019 Aralık	147,731	4,491,575
2020 Mart	24,089	122,475	2020 Mart	127,574	4,180,379
2020 Haziran	33,230	119,178	2020 Haziran	151,445	5,640,299
2020 Eylül	55,001	137,522	2020 Eylül	230,193	3,613,615

Kaynak: TBB.ORG.TR

2020 Eylül ayında açıklanan verilere göre toplam tüketici kredileri içerisinde ipotekli konut kredilerinin payı %35 olarak gerçekleştiği Şekil 3. 3.'de görülmektedir. En çok tercih edilen tüketici kredilerinde ilk sırayı bireysel kredi kartları alırken; ipotekli konut kredileri ikinci sırada yer almaktadır (BDDK, 2020 Eylül, s. 13).



Şekil 3. 3: Tüketici Kredilerinin Alanlara Dağılımı

Konut kredilerinin uzun vadeli seyretmesi nedeniyle faiz oranları konut talebi üzerinde doğrudan etkilidir. Tarihsel olarak ele alındığında, konut kredisi faiz oranlarının değişimi ile ipotekli konut satışları arasında oldukça yüksek negatif bağ söz konusu olmuştur. Bu durumun sonucunda, yüksek oranlarda seyreden konut kredisi faiz oranları ipotekli konut satışları üzerinde olumsuz etkilere yol açmıştır. Özellikle yatırım amaçlı alınan konut sayılarının, konut kredisi faiz oranlarının yükseldiği dönemlerde azaldığı ve konut talebinin durağanlaştığı gözlemlenirken ötelenen konut talebinin faiz oranlarının düştüğü zaman dilimlerinde artışa geçtiği, bu durumda konut satışlarının hızlandığı değerlendirilmiştir. Konut kredisi faiz oranlarının, %1'in altına düşmesi konut müşterisi için psikolojik alt sınır olarak kabul edilmekte ve satışlar üzerinde olumlu sonuçlar doğurmaktadır (TCMB Finansal İstikrar Raporu, Kasım 2020, s. 49).

3.1.1. İpotekli Konut Finansman Sistemi İçerisinde İpotekli Konut Kredisi ve Ekonomiye Katkısı

Tarih boyunca kırsal alandan kente göç süreçleri yaşandığından, insanlığın temel problemlerinden biri haline gelen barınma ihtiyacı özellikle büyük kentlerde sorun teşkil etmiştir. Konut ihtiyacına yönelik çözümler, yerel yönetimlerin de etkisiyle genellikle geleneksel olarak yapılmıştır (Cebe, 2007, s. 110).

Ülkemizde yaşanan hızlı nüfus artışı ve kentlere göçler ile birlikte özellikle büyük kentlerde yaşanan konut problemi konut açığına neden olmaktadır. Düzensiz yapılaşma ve alt yapı yetersizliğine ek olarak, konuta ihtiyaç duyan bireyin alım gücünün yetersizliği de eklenince ortaya gecekondulaşma sorunu çıkmaktadır. Bütün bu problemler temelinde konut sorununu ortaya çıkarmakta ve bu sorunları çözmek için konut finansman yöntemlerine ihtiyaç duyulmaktadır. Gelişmiş ülkeler, bu konudaki açığı gidermek amacıyla konut finansman sistemine önem gösterirken; gelişmekte olan ülkelerde konut finansman sistemine gereken önemin verilmediği ileri sürülmektedir. Söz konusu gelişmekte olan ülkelerde bu önem konut sektöründen ziyade erken geri dönüş alınabilen farklı sektörlerle verilmektedir (Baysal, 2010, s. 56).

Gelişmiş ülkelerde, konut finansmanı için gerekli olan her türlü kaynak para ve sermaye piyasaları tarafından sağlanmaktadır. Konut finansman sistemleri, sermaye piyasası kurumlarınca belirlenen finansman teknikleri ve bu kurumlara bağlı olarak sermaye piyasası araçlarından oluşmaktadır. Konut finansman sistemine yönelik olarak sık kullanılan sermaye piyasası araçlarının başını ipotekle dayalı menkul kıymetler oluşturmaktadır. Konut satın almayı talep edenler için verilen ipotekli konut kredileri ortak bir havuzda toplanır ve menkul kıymetleştirilir, bu sayede sermaye piyasası aracı olarak işlev gören ipotekle dayalı menkul kıymetler, sahip oldukları içsel ve dışsal güvence faktörleri ile devlet iç borçlanma senetlerinden daha yüksek getiriye sahip olmaları nedeniyle, birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde yaygın olarak kullanılmaktadır (Aydın, 2006, s. 104).

Konut finansman piyasası mali piyasaların alt sistemini, mali piyasalar da ekonomik sistemin alt zeminini oluşturduğundan konut finansman sisteminin düzenli işlemesi için gerekli tüm koşulların sağlanması gerekmektedir. Konut finansman sisteminin sağlıklı işleyebilmesi için genel ekonomik şartların yani ülkedeki mevcut ekonomik sistemin iyileştirilmesi gerekmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin başında gelen Türkiye açısından ipotekli konut kredileri ipotekli finansman sisteminin temel yapı taşı oluşturmaktadır. İpotekli finansman sisteminin işleyişiyle doğrudan ilgili olan enflasyon, faiz oranları, milli gelir ve demografik özellikler gibi faktörler sermaye piyasasına olduğu gibi konut piyasasına da etki etmekte, bu

etkenlere bağı olarak konut piyasasının arz-talep dengesi değişmektedir (Mamashov, 2011, s. 59).

İpotekli konut finansman sistemi içerisinde en önemli koşullardan biri ekonomik istikrarın sağlanmasıdır. Ekonomik istikrar için enflasyon ve faiz oranları ile ekonomik büyüme gibi göstergelerin dengeli seyretmesi gerekmektedir. Konut piyasasında konut üreten kuruluşların, talep edilen ihtiyaca yönelik konut üretmeleri ve bu üretim sonucunda konut artışının kontrol altına alınması, konut fiyatlarının düşmesini sağlamaktadır. Konut sektörünün, tüketiciler için önemli bir ihtiyaç olması konut sektörüne yapılan yatırımları cazip kılmakta böylece ekonominin diğer sektörleri de bu yatırımlardan yararlanarak canlılık kazanmaktadır (Durmaz, 2007, s. 52-53).

İpotekli konut finansman sistemini, mevcut konut kredileri sisteminden ayıran en önemli yanı oluşturulan ikincil piyasalar ile yatırımcılara sağlanan ipotekli sermaye piyasası araçları sayesinde banka ve diğer ipotekli finansman kuruluşlarının kredilerine uygun fon bulabilmeleri sonucu tüketicilere daha nitelikli ve düşük faizli krediler kullandırabilmeleridir. Kredi kullanmayı talep edenlere kredi imkânı sunan kuruluşlar, bu sistemle birlikte oluşan ikincil piyasalarda kredi alacaklarını menkul kıymetleştirme yoluna giderek, kredilerin fon ihtiyacını karşılayarak vade uyumsuzluğu sorunu çözüme kavuşturacaktır. İpotekli konut kredileri, uzun vadeli-düşük faizli krediler olarak işlem gördüğünden, konut almaya yeterli birikimi olmayan tüketiciler ile özellikle genç ve orta gelirli tüketiciler için, konut sahibi olmanın kolay bir yolu olarak sık tercih edilmektedir. Konut alım gücünü dolayısıyla konuta olan talebi arttırması yönüyle ipotekli konut kredileri, konut sektörünün ve konut kredilerinin hacmini yükselterek ekonomik büyümeye etki etmektedir (Şahin, 2008, s. 92).

Türkiye açısından etkin bir konut finansman sistemine ihtiyaç duyulmasının başlıca nedenleri vardır. Bu nedenler:

- * Sabit gelire sahip tüketicilerin ev sahibi olabilmelerine olanak sağlamak,
- * Planlı kentleşmeyi sağlayarak, konut üretiminde yenilikçi adımlar atmak,
- * Uygun vade dilimlerinde ve uygun maliyetlerle tüketicilere konut kredisi sağlayabilmek,
- * Konut finansmanında modern uygulamaları hâkim kılmak,
- * Ekonominin canlanmasını ve büyümesini sağlamak,
- * Kayıt dışı ekonomiyi kayıt altına almak,
- * Sermaye piyasasının gelişimine katkı sağlamak şeklindedir (Yiğit, 2009, s. 99).

Ülkemizde sermaye piyasası, işlem hacmi ve derinliği bakımından gelişmekte olan ülkeler arasında önemli bir paya sahiptir. Ayrıntılı düzenlemeleri ile sektör çalışanlarının yüksek kalite standartlarına sahip olduğu Türkiye’de sermaye piyasası, altyapı ve uzmanlık açısından ipoteğe dayalı sistemin işlem görmesine olanak sağlamaktadır. Gayrimenkullere yapılan yatırımların olumlu tavrı ve gayrimenkule olan talep eğilimi dikkate alındığında ipoteğe dayalı finansal sistemin uygun zemine oturtulması gelişmekte olan ülkeler açısından önem teşkil etmektedir. (Aydın, 2006, s. 106).

Türkiye konut finansman modeli, konut piyasası talebini arttırmak amacıyla söz konusu tüketicilerin kullanmaya ihtiyaç duyduğu miktardaki fonu uygun ortamda sunmayı hedeflemektedir. İpotekli konut finansman sistemin etkin işlemesi için gerekli önkoşullar: yasal düzenlemeler, birincil pazara işlerlik kazandırarak ikincil piyasanın oluşmasını sağlamak; istikrarlı piyasa koşulları, düşük faiz oranları, sağlıklı ve düzenli işleyen sermaye yapısının oluşmasıdır. Piyasadaki konut açığı da söz konusu ekonomik, finansal ve teknik olanaklara bağlı olarak değişmektedir. Bu açıdan konut piyasasını dolaylı-dolaysız etkileyen tüm sektörlerin maliyetleri düşürülmeli ve kontrol altına alınmalıdır. Özellikle dar ve orta gelir grubunun sisteme dahil edilebilmesi için faiz oranları ve kredi maliyetleri düşürülmeli, konut ihtiyaç sahiplerinin alım güçlerine yönelik uygun kredi politikaları geliştirilmelidir (Şahin, 2008, s. 107).

İpotekli konut finansman sistemi etkin bir şekilde yürütüldüğünde;

- * Konut sahibi olmak isteyenler için sosyal bir amaca hizmet edilip gecekondulaşma sorununun ortadan kalkması sağlanacaktır.
- * İşletme bilançolarında ölü yatırım olarak adlandırılan gayrimenkuller, likiditeye çevrilerek, gayrimenkulün teminat dışında bir finansman aracı olması sağlanacaktır.
- * Bankalar, uzun vadeli fon elde edecek ve konut finansmanında aktif rol üstlenecektir.
- * Kamu sektörünün konut finansmanında üstleneceği maliyet azalarak özel sektör ağırlıklı bir yapı oluşacaktır.
- * Konut finansman sistemi için gerekli her türlü fon temininde, ülke sınırları içerisine bağlı kalınmaksızın ülke dışı kaynaklarla da borçlanma imkanı elde edilecektir.
- * Konut finansman piyasasında canlılık sağlanmış olacağından; diğer piyasalarda da aktiflik ortaya çıkacak ve işsizlik problemi çözüme kavuşacaktır.
- * Hayata geçirilen etkin konut finansman sistemi ile birlikte tasarruf oranları, bütçe açıkları, enflasyon, faiz oranları, emek piyasası ve verimliği, diğer sektördeki

yatırımlar gibi tüm ekonominin performansları olumlu etkilenecektir (Çalışkan, 2006, s. 54).

Konut finansman sisteminde sağlanacak etkinlik ile birlikte makroekonomik değişkenlerdeki iyileşme, ekonomideki dalgalanmayı azaltarak; enflasyonun düşmesine, nominal ve reel faiz oranlarının gerilemesine yardımcı olacaktır (Kocameşe, 2009, s. 171).

Konut finansman piyasasında oluşacak uygun şartlar, uzun vadeli fon talep edenler ile uzun vadeli fon arz edenler için sistemde etkinliğin sağlanmasına olanak sağlayacaktır. Bu açıdan ipotek finansman kuruluşları köprü görevi görerek sistemin sağlıklı ve etkin işleyebilmesi açısından ikincil piyasadaki işlem maliyetlerini minimize seviyede tutmaya çalışacaktır (Ersan, 2008, s. 139).

3. 1. 2. İpotekli Konut Finansman Sisteminde İpotekli Konut Kredilerinin Taşıdığı Riskler

İpotekli finansman sisteminin olumlu birçok yanı olmasına rağmen hem kredi veren kuruluşlar hem de krediyi talep eden tüketiciler için karşılaşılan riskler de bulunmaktadır. Söz konusu bu riskler, ipotekli konut finansman sistemi ve ülke ekonomisi için olumsuz sonuçlar doğurabilecek niteliktedir. Tüketicilere kullandırılan kredilerin, bankaların hesaplarından çıkması sonucunda artan bir yapıya dönüşmesi durumunu anlamına gelen originate-to-distribute modelinin etkin bir biçimde işleyebilmesi için; piyasada bulunan tüm aktörlerin risk yönetim politikaları ile kamuyu bilgilendirme konusunda yüksek standartlara sahip olması ayrıca söz konusu risklerin belirlenmesi için güvenilir ve anlaşılır derecelendirmelerin var olması gerekmektedir (Kocameşe, 2009, s. 84).

İpotekli konut finansman sistemi içerisinde ipotekli konut kredilerinin taşıdığı riskler; kredi riski, faiz riski, geri ödememe riski ve likidite riski olarak sıralanabilir:

I. Kredi riski: Söz konusu krediyi kullanan tüketicinin ödeme güçlüğü yaşaması ve kredi borcunu tamamen ya da kısmen ödeyememesi riskidir. Günümüzde pek çok ülkede bu riski ortadan kaldırmak amacıyla kredi sigortası devreye konulmakta ve uygulanmaktadır. Kredilerin geri ödenmelerinde yaşanan aksaklıklar sonucunda ipotek ile teminat altına alınan krediler, üzerine ipotek konulan konutun satılarak mevcut kredi bakiyesinin tahsili yoluyla çalışmaktadır (Şahin, 2008, s. 102).

II. Erken ödeme riski: Etkin ve istikrarlı ekonomilerde faizlerin düşmesi ile birlikte kullanılan mevcut kredilerin kapatılıp düşük faizle kredi kullanımı, kredi desteği sağlayan kuruluşlar açısından erken ödeme riskini oluşturur ve bu kuruluşlar açısından yüksek maliyetler yaratır. Kredi veren kuruluşlar kreditorlerden sağladıkları fonları, konut almayı talep eden tüketicilere ihtiyaçları kapsamında

gerekli anlaşmaları yaparak, vade ve geri ödeme koşullarına göre kredi imkânı tanırırlar. Ancak borcun erken ödenmesi sonucunda, kreditorlerden sağlanan fona yönelik yapılan tüm ödeme planı ortadan kalkarak, kar eriyecek hatta zarara bile yol açılacaktır (Gülşen, 2008, s. 12).

III. Likidite riski: Likidite yani pazarlanabilme riski, satın alınmış olan ipotek kredilerinin acilen satılması gerektiğinde ortaya çıkan zarar riskidir. Yani likidite riski, ihtiyaç duyulan fonun istenilen zamanda, uygun maliyetlerde elde edilememesi sonucu elde tutulan finansal varlığın da istenilen zaman ve fiyatta elden çıkarılamamasından kaynaklı oluşturduğu zarar olarak ifade edilmektedir. Likidite riskine örnek olarak bankaların aktif ve pasif kalemlerindeki vade uyumsuzluğu verilebilir. Bankaların yükümlülükleri kısa vadeli olsa da topladığı fonları uzun vadeli kredilere dönüştürdüğü zaman likidite riskiyle karşı karşıya kalarak, vadesi geldiğinde yükümlülüklerini yerine getirecek yeterli fonu bulamamaktadır. Likidite riski, daha çok ipotekli kredilere dayalı çıkarılan menkul kıymetlerin vadesinden önce nakde çevrilememesinden kaynaklanmaktadır. İkincil piyasaların gelişmediği durumlarda likidite riski artmaktadır ancak ikincil piyasaların geliştiği piyasalarda menkul kıymetler ihtiyaç anında elden çıkarılabildiğinden likidite riski azalmaktadır (Durmaz, 2007, s. 9).

IV. Faiz oranı riski: Söz konusu piyasada oluşan faiz oranları ile ipotek kredilerinin düzenlenmesinde baz alınan faiz oranlarının farklılaşması durumunda ortaya çıkmaktadır. Sabit faizli kullanılan ipotek kredilerinde piyasa faiz oranlarının artması, kredi talep edenlere kredi desteği sağlayan kuruluşları olumsuz etkilemektedir. Söz konusu bu durumu gidermek amacıyla bu risklere karşı yapılan sigortalama işlemleridir (Şahin, 2008, s. 102).

V. Temerrüt riski: İpotekli konut kredileri sisteminin en önemli risklerinden biri de kredinin geri ödenmemesi veya ödenememesidir. Bu riskin en temel nedeni ise ödeme/gelir oranı tutarsızlığı veya borç bakiyesi/konut değeri oranındaki artışlardır. Bu durumda konut kredilerinde takibe dönüşüm oranı kullanılır ve oranın %0.1 bandında olması temerrüt riskinin düşük olduğuna işaret eder, vade yaklaştıkça da kalan ödemeye bağlı temerrüt riski azalır (Gülşen, 2008, s. 12).

VI. Operasyonel riskler: İpotekli konut finansman sisteminde kredi kuruluşları, başvuru, konut değerlemesi gibi ön aşamalar ile tapu kütüğünde ipotek tesisi ve kullandırmaya kadar geçen sürede bazı risklerle karşı karşıyadır. Bu süreç içerisinde yer alan aktörlerin hata, ihmal gibi nedenlerle yaptıkları işlemlerden doğan

suistimaller söz konusu risklerden dolandırıcılık işlemlerine neden olmaktadır (Kocameşe, 2009, s. 88).

3.2. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ ÜLKE EKONOMİSİNE KATKISI VE BUGÜNKÜ DURUMU

GYO'ların kurumsallaşıp gelişimi, ülke ekonomisi ve finansman kaynağı sıkıntısı çekilen dev projelerin gerçekleştirilmesi açısından büyük önem taşımaktadır. GYO'lar ile büyük ölçekli projeler ihtiyacı doğrultusunda finansman kaynağı sağlarken; gayrimenkullerin gerçek tutarları ile değerlendirilmesi sonucunda sermaye piyasası açısından da sermayenin tabana yayılarak piyasasının iyileştirilmesine olanak sağlamaktadır. GYO'lar aynı zamanda gayrimenkulleri likit hale getirip menkul kıymetleştirdiğinden, âtıl durumda yer alan kaynakların sermaye piyasasına doğal olarak ülke ekonomisine aktarılmasını sağlamaktadır. Gayrimenkul sektörü baz alındığında, yüksek maliyetlere neden olan kentsel gayrimenkul projeleri üzerindeki yükün hafiflemesine yardımcı olan GYO'lar aynı zamanda toplu konut, ticaret ve iş merkezleri, turizm gibi alanlarda da faaliyet gösterdiğinden diğer sektörleri de olumlu yönde etkileyerek ülke ekonomisine katkı sağlamaktadır. İnşaat sektöründe yaşanan canlanma ile istihdam ve gelir yaratan olumlu sonuçlar ortaya çıkmaktadır (Pekalp, 2013, s. 62).

GYO'lar, sermaye piyasası ve tasarruf sahipleri aracılığıyla topladığı fonlardan gayrimenkul portföyü oluşturmaktadır. Para piyasalarına yönelmektense; uzun vadeli ve daha ucuz olması nedeniyle sermaye piyasasına yönelen GYO'lar, gayrimenkul sektörüne yatırım yapmak isteyen tasarruf sahiplerinden topladığı fonların büyük çaplı projelerde kullanılmasına olanak sağlamaktadır. Gayrimenkul yatırımlarının likit hale getirilmesini sağlayan GYO'lar, reel ve finans sektörlerine birbirine bağlar konumdan dolayı ülke ekonomisi açısından önemli sonuçlar doğurmaktadır. İnşaat piyasası ve alt segmentleri ekonomik koşullardan etkilenen bir konumdadır ve sektörün ekonomiye olan duyarlılığı istihdamı ve üretim sürecini etkilemektedir (Lafdal, 2016, s. 13-14).

Ülkelerin gayri safi milli hasıllarının (GSMH) büyüklüğü, eğitim ve sağlık gibi sektörlerdeki seviyeleri gelişmişlik düzeyi göstergesi olarak kabul edilse de planlı ve modern yapılaşma, metropol kentleşme gibi imar uygulamaları da gelişmişlik düzeyi açısından önem arz etmektedir. Markalaşmış yapılarla birlikte üst düzeylere çıkarılabilecek kentler açısından GYO'lar sağladığı finansman kaynakları ile ülkeye olumlu sonuçlar yaratmaktadır. GYO'ların gelişimi ile birlikte diğer sektörlerin canlanması sağlanmakta, çarpan etkisi ile birlikte istihdam

olumlu etkilenmektedir. Yabancı yatırımcıların ülkeye çekilmesi ve ekonomik iyileştirilmenin sağlanması bakımından GYO hisse senetlerinin borsada aktif rol alması, sermaye piyasalarının ve doğal olarak ekonominin canlanmasına katkı sağlamaktadır (Turnacıgil, 2012, s. 44).

GYO'lar yabancı yatırımcıların sermaye piyasası araçları yoluyla yatırım yaptıkları en güvenilir yatırım aracı özelliği taşımaktadır. Döviz kurlarında yaşanan dalgalanmalar, yatırımların azalmasına ve GYO'ların yabancı para birimi cinsinden toplam büyüklüğünün gerilemesine neden olsa da sektör açısından hisse senetlerindeki sıkıntıların giderilmesi ve GYO'ların iskontolu işlem görmeleri yatırımcılar açısından orta ve uzun vadede fırsatlar oluşturmaktadır.

Risk, gelecekte ortaya çıkabilecek beklenmeyen durumlardan zarara uğrama hali olarak kabul edilmektedir. Finansal açıdan risk ise beklenen getiri oranının gerçekleşen getiri oranı üzerinde olması durumudur. Getiri, yapılan yatırımdan kaynaklı oluşan kazanç veya kayıplardır. GYO sektöründe risk ve getiriyi irdeleyen analistlerin sayısında oluşan artışlarla birlikte GYO'ların performanslarını etkileyen faktörler; nakit akışı, gayrimenkullerin türü ve büyüklüğü ve mülklerin yeri olarak sıralanmaktadır. GYO hisse senetleri ile diğer hisse senetleri karşılaştırıldığında; portföy çeşitliliği ile bu çeşitlilik sonucunda oluşacak riskin diğer hisse senetlerine göre daha az olduğu ortaya çıkmaktadır.

Temettü ve Kazançlar: GYO'lar, halka açık şirketler olması ve mevcuttaki hissedarların hisse senetlerini yatırım amacıyla kullanması sonucu temettü dağıtmaktadırlar. Bu durumun sonucunda kâr payı dağıtımlarının hisse senedi değerleri üzerindeki etkisi kaçınılmaz olmaktadır.

Sermaye Yapısı: GYO'ların birçoğu varlık finansmanında yabancı kaynaktan ziyade özkaynak kullanımına yönelmektedir. Bu durumun sonucunda firmaların riski düştüğünden yatırımcılara yönelik güven etkisi oluşturmaktadır.

Etkinlik ve Likitide: GYO aktifindeki likitide oranlarının artmasının nedeni, kurumların kendi kendini yöneten ve gerekli tedbirleri alabilme özelliğine sahip olmasıdır. Son yıllarda düşen konut kredisi faizleri, GYO şirketlerinde oluşan bina stokları ve bu gayrimenkullerin menkulleştirilmesi sonucu sağlanan kaynaklar, piyasada etkinliğin ve likitidenin artmasını sağlamıştır.

Ölçek Ekonomileri: GYO'lar için ölçek ekonomisi geçerlidir. Bu duruma, GYO piyasalarının büyümesiyle birlikte hissedarlar açısından etkisinin olumsuz olması örnek gösterilebilir. Çünkü küçük ölçekli GYO'ların yatırımcılarına hisse başına sağladığı getiri, büyük ölçekli GYO'ların yatırımcılarına hisse başına sağladığı getiriye göre daha verimli

olduğundan yatırımcı açısından kazanç sağlaması daha kolay ve güvenilir olmaktadır (Şahin, 2014, s. 49-51).

GYO'ların piyasa değeri, 2020 yılının 3. çeyrek yılında bir önceki döneme artarak 42.987 milyon TL'lik bir büyüklüğe ulaşmıştır ve aktif GYO sayısı 33 olarak belirtilmiştir.

Tablo 3. 4: GYO Piyasa Değeri (Milyon TL)

2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
10.864	15.800	18.119	21.731	21.465	25.447	26.924	18.384	27.777	42.987

Kaynak: GYODER. (2020/3). Türkiye Gayrimenkul Sektörü, s. 67.

Döviz kurlarında yaşanan dalgalanmalar sonucu USD bazında artış gösteren GYO'ların toplam büyüklüğü 5.505 milyon USD'ye ulaşmıştır. (GYODER, 2020, 3. Çeyrek Raporu).

Tablo 3. 5: GYO Piyasa Değeri (Milyon USD)

2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020/3
5.751	8.888	8.505	9.339	7.356	7.231	7.138	3.481	4.676	5.505

Kaynak: GYODER. (2020/3). Türkiye Gayrimenkul Sektörü, s. 67.

GYO'lara gerçekleşen yabancı yatırım dağılımı (bireysel, tüzel ve fonlar dahil olmak üzere), bir önceki döneme artış gösterirken; bireysel yatırımcıların %48,3'lük oranı %48,1'e düşmüştür. Yabancı yatırımcıların ülke dağılımlarında ilk sırayı Hollanda ve ABD alırken; ilk 10'daki yatırımların batılı ülkelerce yapılması batılı yatırımcıların sektöre olan ilgisini ortaya koymaktadır.

Tablo 3. 6: GYO'ların Halka Açık Kısımın Piyasa Değerlerine Göre Kurumsal- Bireysel, Yerli-Yabancı Yatırım Dağılımı (Milyon TL)

	2018	2019	2020/3
Yabancı Bireysel	17	58	43
Yabancı Fon	1.526	1.342	1.263
Yabancı Tüzel	1.502	1.785	2.496
Yerli Bireysel	4.041	7.038	11.228
Yerli Fon	262	522	455
Yerli Tüzel	1.766	3.097	6.929
Yerli Yatırım Ortaklığı	522	778	952
Yerli Diğer	57	76	74
Toplam	9.693	14.696	23.441

Kaynak: GYODER. (2020/3). Türkiye Gayrimenkul Sektörü, s. 68.

GYO'ların halka açılan kısmı için tablo 3. 7. İncelendiğinde, piyasa değerlerine göre yerli bireysel yatırımın payı yabancı bireysel yatırım payından oldukça yüksek seyretmekte ve

artarak devam etmektedir. Yabancı tüzel yatırımların oranı azalırken; yerli tüzel yatırımların payı artış göstermektedir. GYO'lar açısından yabancı sermayenin yatırıma dönüşmesi için gerekli ekonomik şartların yerine getirilmesi ve istikrarsızlıkların giderilmesi gerekmektedir.

Tablo 3. 7: GYO'ların Halka Açık Kısımın Piyasa Değerlerine Göre Kurumsal- Bireysel, Yerli-Yabancı Yatırım Dağılımı Oranları (Milyon TL)

	2018	2019	2020/3
Yabancı Bireysel	0,2%	0,4%	0,2%
Yabancı Fon	15,7%	9,1%	5,4%
Yabancı Tüzel	15,5%	12,1%	10,6%
Yerli Bireysel	41,7%	47,9%	47,9%
Yerli Fon	2,7%	3,6%	1,9%
Yerli Tüzel	18,2%	21,1%	29,6%
Yerli Yatırım Ortaklığı	5,4%	5,3%	4,1%
Yerli Diğer	0,6%	0,5%	0,3%
Toplam	100,0%	100,0%	100,0%

Kaynak: GYODER. (2020/3). Türkiye Gayrimenkul Sektörü, s. 68.

GYO'ların halka açılan kısmı için tablo 3. 8. incelendiğinde 2018'den 2020'ye kadar geçen süredeki yatırım dağılımı için kurumsal yatırımların payı bireysel yatırımların paylarından yüksek seyretmiştir.

Tablo 3. 8: GYO'ların Halka Açık Kısımın Piyasa Değerlerine Göre Kurumsal- Bireysel Yatırım Dağılımı Oranları (Milyon TL)

	2018	2019	2020/3
Bireysel	41,9%	48,3%	48,1%
Kurumsal	58,1%	51,7%	51,9%
Toplam	100,0%	100,0%	100,0%

Kaynak: GYODER. (2020/3). Türkiye Gayrimenkul Sektörü, s. 69.

GYO'lar için, sektördeki en büyük tehlikelerden biri olan COVID-19 'un etkisinin son çeyrek itibarıyla dünya ve ülkemiz genelinde artışa geçmesi, dalgalı döviz kurları ile artan faiz oranları risk teşkil etmektedir. Yabancı yatırım ülke sıralamasında ABD'nin ilk sıradaki yerini Hollanda'ya bıraktığı tablo 3. 9.'de görülmektedir.

Tablo 3. 9: GYO Yatırımcılarının Adreslerine Göre İlk 10 Ülke (31.09.2019/31.09.2020)

Yatırımcı Adres Ülkesi	Piyasa Değeri (TL) (31.09.2019)	Yatırımcı Adres Ülkesi	Piyasa Değeri (TL) (31.09.2020)
Amerika Birleşik Devletleri	905.592.172	Hollanda	1.474.582.621
Birleşik Krallık	452.531.810	Amerika Birleşik Devletleri	944.991.624
Hollanda	239.326.296	Birleşik Krallık	508.680.549
Bahreyn	121.064.613	Bahreyn	150.510.000
Lüksemburg	113.477.122	Kuveyt	98.708.695
İtalya	112.440.766	Afganistan	72.241.766
Kuveyt	111.971.555	İrlanda	66.676.437
Afganistan	96.524.837	Lüksemburg	59.381.422

Türkiye	92.915.444	Kanada	57.016.006
Suudi Arabistan	78.395.548	Virjin Adaları (İngiliz)	53.726.431

Kaynak: GYODER. (2019/3). Türkiye Gayrimenkul Sektörü, s. 64. GYODER. (2020/3). Türkiye Gayrimenkul Sektörü, s. 70.

Sektörü etkileyen COVID-19'un etkisinin son çeyrek itibariyle dünya ve ülkemiz genelinde artması ile dalgalı döviz kurları ve potansiyel faiz artışlarının oluşturacağı riskler yatırımcılar açısından tehlike arz etmektedir.

Tablo 3. 10.'da 2020 yılı 3. Çeyrek dönemi için GYO'ların fiyat ve değer payları görülmektedir. Ülkemizdeki toplam sayısı 33 olan GYO'ların temettü dağıtamaması, uzun vadeli yatırımcıların GYO hisse senetlerinde kalmama riskini doğurmaktadır. Hisselerden kısa vadeli değer artışları ile birlikte getiri elde eden yatırımcıların, uzun vadede yatırım yapabilmelerini sağlamak ancak GYO'ların uygulayacağı uzun vadeli, kalıcı ve sürdürülebilir temettü politikaları ile mümkün olacaktır.

Tablo 3. 10: GYO'ların Fiyat ve Değerleri (30.09.2020).

GYO'ların Fiyat ve Değerleri (30.09.2020)	30.09.2020 Kapanış Fiyatı	Fiili Dolaşım Oranı % 30.09.2020	Piyasa Değeri (Eylül 2020)	Fiili Dolaşımdaki Piyasa Değeri	Hissenin İskonto Oranı*
Torunlar GYO	3,67	21,11%	3.670.000	774.737	57%
İş GYO	1,75	40,93%	1.677.813	686.729	57%
Akiş GYO	3,46	39,38%	1.919.261	755.805	52%
Emlak konut GYO	1,73	50,66%	6.574.000	3.330.388	52%
Panora GYO	6,10	33,32%	530.700	176.829	45%
Özak GYO	4,11	23,15%	1.496.040	346.333	39%
Reysaş GYO	4,77	37,96%	1.173.420	445.430	31%
Alarko GYO	17,36	48,76%	1.117.984	545.129	26%
Martı GYO	2,14	48,58%	235.400	114.357	25%
Akfen GYO	4,09	24,26%	752.560	182.571	%22
Avrasya GYO	2,27	99,99%	163.440	163.424	21%
Halk GYO	2,39	17,57%	2.318.300	407.325	10%
Yeni Gimat GYO	12,84	82,06%	2.070.835	1.699.327	9%
Atakule GYO	2,37	17,72%	547.470	97.012	-11%
Kiler GYO	7,08	46,57%	877.920	409.847	-20%
Özderici GYO	2,11	49,05%	527.500	258.739	-31%
Vakıf GYO	3,89	31,37%	1.789.400	561.335	-68%
Pera GYO	1,68	96,47%	149.688	144.404	-83%
Mistral GYO	3,63	17,56%	491.243	86.262	-98%
Deniz GYO	3,49	23,27%	523.500	121.818	-98%
Peker GYO	2,53	32,23%	640.090	206.301	-99%
Yapı Kredi Koray GYO	4,41	44,53%	176.400	78.551	-115%
Servet GYO	24,48	10,02%	1.272.960	127.551	-127%
Ata GYO	3,75	64,42%	89.063	57.374	-146%
Körfez GYO	5,17	19,84%	341.220	67.698	-200%
Sinpaş GYO	2,02	30,84%	1.763.851	543.972	-214%
Trend GYO	5,77	26,29%	173.100	45.508	-230%
Doğuş GYO	9,82	5,46%	3.260.316	178.013	-233%
TSKB GYO	2,47	7,72%	1.235.000	95.342	-298%
Nurol GYO	6,86	20,25%	2.023.700	409.799	-467%
İdealist GYO	6,53	57,36%	65.300	37.456	-791%
Yeşil GYO	0,89	84,55%	209.253	176.923	-792%
Akmerkez GYO	84,00	3,07%	3.130.176	96.096	-1155%
Toplam TL		31,24%	42.986.903	13.427.388	14%
Toplam USD			5.545.123	1.732.074	14%

Kaynak: GYODER. (2020/3). Türkiye Gayrimenkul Sektörü, s. 71-72.

SONUÇ

İnsanlar için temel ihtiyaçlardan biri olan barınma, geçmişten günümüze süregelen şekilde sağlanamamakta; konuta olan gereksinim kişilerin kendi konut inşası ile gerçekleşmemektedir. Toplumun tarım alanlarından sanayileşmeye yönelmesi, kültürel değişimler ve nüfus vs. gibi etkenler konuta olan gereksinimin yapısını hatta boyutunu değiştirmiştir. Kırsal alanlardan kentlere göç ile sanayileşme beraberinde aile yapısında değişikliği getirmiş; geniş aile tipinden çekirdek aile yapısına geçilmiştir. Böylece konut gereksinimi boyutu değişime uğrayarak farklı aile tiplerine uyum sağlayan yapıların inşası hız kazanmıştır.

Konut gereksiniminin değişmesinin en önemli yanı ise bireylerin veya ailelerin ihtiyaç duydukları konutun finansman yöntemidir. Gelişmekte olan ülkelerde, piyasa koşulları (enflasyon, faiz, alım gücü vs.) bireylerin veya ailelerin konut sahibi olmaları önündeki en büyük etken olarak görülmektedir. Orta ve alt kesim grupları için konut sahibi olabilmenin önünü açan konut finansman sistemi, bireylere alım gücü konusunda büyük kolaylıklar sağlamaktadır. Sosyal devlet anlayışı ile hareket eden konut finansman sisteminin temel amacı gelir grubu ne olursa olsun bireyleri konut sahibi edebilmektir.

Konut finansman sistemi içerisinde, ipotekli finansman sistemi ülkeden ülkeye farklılıklar göstererek; her ülkenin kendi politik, sosyal, ekonomik ve yasal düzenlemeleri ile finansal altyapısına göre şekil almıştır. Kurumsal olarak işleyen, zaman içerisinde gelişim gösteren ipotekli konut finansman yöntemi ile milyonlarca insan kendi koşullarına göre konut sahibi olabilmıştır.

İpotekli konut finansman sisteminde aktif rol oynayan kuruluşlar, konut finansmanı için finansal kuruluşlardan fon talep eden konut alıcılarına uygun şartlarda borçlanma olanağı sunduğu gibi konut kredilerinden doğan alacak haklarını da ikincil piyasalarda menkul kıymetleştirerek kendilerine kaynak oluşturmakta ve sistemin devamını sağlamaktadırlar. İpotekli konut finansman sistemi ile konut piyasası canlandırılmak istenirken, konut piyasasına aktarılan kaynakların atırılması ve sermaye piyasalarının geliştirilmesi hedeflenmektedir.

İyi bir konut finansman sistemi, konut arzının artması ile birlikte, konut finansmanı açısından oldukça önemli olan dört ana ayak arasında yani “devlet, finansal kuruluşlar, konut üreticileri ve hane halkı” dengeli bir ilişkinin kurulması ile mümkündür. Bu ilişki dengeli kurulmaz veya ayaktan biri sistem içerisinde ihmal edilirse finansal

sistemde çökmeler meydana gelecektir. İpoteğe dayalı finansal sistem, uzun vadede konut edinmeyi bireyler için ödeme güçlerine göre uygun şartları oluşturarak gerçekleştirmekte aynı zamanda ekonomi için de düşük maliyetli fon kaynakları yaratmaktadır.

Konut finansman sistemi, sosyal yapı, ekonomik kalkınma ve planlı kentleşme gibi olgularla birbirine bağlı olduğundan bu sistem ile birlikte konut ihtiyacının karşılanmasının yanı sıra; inşaat, gayrimenkul, ulaşım, sigorta ve finans gibi ekonominin diğer lokomotif sektörlerinde meydana gelen etkileşim ülke ekonomisine oldukça büyük katkı sağlamaktadır. İpotekli konut finansman sistemi ile ülkenin gelişimi için ipotek finansman kuruluşları tarafından getirilen standartlar çerçevesinde; kaçak yapılaşma, niteliksiz konut üretimi ve çarpık kentleşmenin önüne geçilmektedir.

İpotekli konut finansman sistemi ile ihraç edilen sermaye piyasası araçları yatırımcılar için alternatif bir araç olacak, böylece piyasanın gelişmesi ve derinleşmesi gibi olumlu sonuçlar doğacaktır. Konut finansman sistemi ile ikincil piyasalarda gerçekleşen menkul kıymetleştirme sonucu verilen ipotekli kredilerde karşılaşılan riskler dağıtılarak, sistem için etkin rol oynayan risklerin etkisi hafifletilmiş olmaktadır. Konut finansman sistemi ile konut piyasasının etkin işleyebilmesi açısından ihtiyaç duyulan fon kaynaklarının, ülke sınırlarına bağlı kalmaksızın ülke dışına kayması da kolaylaşacaktır.

İpotekli konut finansman sistemi, ikincil piyasalarda gerçekleşen menkul kıymetleştirme yöntemi sonucunda piyasaya yeni kaynaklar yarattığından, konut piyasası için sağladığı fonlarla nakit döngüsü yaratmakta ve piyasaya uzun vadeli yeni yatırım araçları sunmaktadır. Böylece konut finansman piyasası gelişmekte ve ekonominin kırılganlığı azaltılmaktadır.

İpotekli konut finansman sistemi için gerekli en önemli noktalardan biri istikrarlı ekonomi koşullarıdır. İstikrarlı bir ekonomi hem tüketiciler için hem de yatırımcılar için güven ortamı oluştururken gelecek hakkında tahminler yapılmasının önünü açmaktadır. Sürdürülebilir konut finansman sistemi için, istikrarlı ekonomin verdiği güven ortamında talebe yönelik uzun vadeli krediler sunan bir piyasaya ihtiyaç duyulmaktadır.

Finansal sektörlerin gelişip uzmanlaştığı ekonomilerde, konut finansman sisteminin uygulanabilirliğinin kolay olmasının nedeni olarak; fon arz edenlerle fon talep edenlerin piyasada karşı karşıya getirilmesi ile fon akımının sağlanmasına yönelik uygun kuralların oluşturulması gösterilebilir. Aksi halde sermaye yeterliliğinin sağlanmadığı ekonomilerde konut finansman sistemleri gereken başarı seviyesine ulaşamamaktadır.

Konut sektörü, ülke ekonomileri açısından önemli bir paya sahiptir. Bu doğrultuda konut sektörü finansman sistemine yardımcı diğer kuruluşların da sistemle bağlantısı bulunurken; kamunun konut finansman sistemindeki rolü ise tüketiciyi koruyacak her türlü önlemi almaktır. Kamunun sisteme müdahalesi yerinde ve zamanında olmalı, hem fon arz edenlere hem de fon talep edenlere yönelik dezavantajların ortadan kaldırılmasına yönelik önlemler alınmalıdır.

İpotekli konut finansman sistemi ile ipoteklerin likiditesi artış gösterirken, likiditesi artan kaynakların piyasaya uzun vadeli olarak sunulması, sistemin sürdürülebilirliği açısından önem taşımaktadır. Konut finansman sistemi ile birlikte hem finans sektöründe hem de konut sektöründe uzmanlaşma artarken, konut sektöründe kaliteli kentleşmeye olanak sağlandığından maliyetler azalacaktır.

İkincil piyasalarda menkul kıymetleştirme yöntemi ile finanse edilen kredilerde riskler dağıtılırken, risklerin kredi piyasasında etkisi hafifletilmektedir. Bu etkiye ilave olarak uzun vadeli fon kullanımının önem arz ettiği bireysel emeklilik ve sigortacılık fonları, ipotekli konut finansman fonlarına eş yönlü fayda sağlamaktadır.

İpotekli konut finansman sistemi için en önemli mevzuu yabancı sermayeyi sistem içerisinde aktifleştirmektir. Uluslararası piyasalara açık olan ikincil piyasalarda, ipotekli menkul kıymetlere her kesimden talep olacağı için yabancı sermayeyi teşvik edici politikaların uygulanması gerekmektedir. Konut finansman sisteminde yapılacak olan vergisel düzenlemeler ile birlikte istikrarlı ekonomi koşulları, yabancı sermayelerin Türk piyasalarını tercih etmesine öncülük edecektir.

Konut finansman sistemin sağlıklı işleyebilmesi için, makroekonomik koşulların belirli bir istikrara kavuşması gerekmekte; tapu kayıtlarının düzenli, sistematik işlenmesi ve kolay erişilebilir olması ile ipoteklerin hızlı bir şekilde temin edilmesi, gayrimenkul değerlemesinin doğru yapılması, kredi borcu geri ödemelerinin aksaksız tahsil edilmesi, edilmediğinde uygulanacak prosedürlerin hazır olması-uygulanabilmesi, krediyi talep eden tüketiciye sağlanacak kaynakların sağlanması ve menkul kıymetleştirilmesine kadar olan süreçteki işlem maliyetlerinin minimize edilmesi oldukça önemlidir. Tüketiciler için özellikle kredi faizlerinin %1'in altına düşmesi konut finansman sisteminin uygulanması ve başarısı açısından oldukça büyük önem taşımaktadır.

İpotekli konut kredileri türleri içerisinde değişken faizli ipotek kredilerinin alt türü olan çift endeksli ipotekli konut kredisi, ekonominin istikrarsız olduğu dönemlerde tüketiciye avantaj sağlayan bir ipotek kredisi türü olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu

durumun nedeni olarak; kredi geri ödeme tutarlarının, tüketicinin geliri içindeki oranının sürekli aynı tutarda ödenmesi örnek gösterilebilir. Böylece krediyi talep eden tüketici, vade tarihi bitimine kadar gelirin hep aynı tutarını kredi ödemesine aktaracaktır. Ayrıca bakiye miktarı enflasyon oranına göre düzenlendiğinden, kredi veren kuruluş açısından bakıldığında çift endeksli ipotekli kredileri en az risk teşkil edebilecek kredi türü olarak karşımıza çıkmaktadır.

Etkin bir ipotekli konut finansman sisteminin varlığı, ülke ekonomileri ve gelişmişliği açısından büyük önem arz etmektedir. Konut kredilerinin hacminin genişlemesinde en temel nokta ise faiz oranlarının etkisidir. Bu kapsamda Türkiye’de konut finansman sisteminin etkin işleyebilmesi ve başarısı için bazı temel noktalara değinmek gerekmektedir. Makroekonomik istikrarın sağlanması ve ekonomik şartların güçlendirilmesi, uzun vadeli ve düşük faizli konut kredisi arzının artırılması gibi etkenler konut kredisi hacminde olumlu etkiler yaratacaktır.

Konut kredilerinin teşvik edilmesi amacıyla, KKDF ve BSMV muafiyetlerinin sürekliliğinin sağlanması ve konut alım-satımında karşılaşılan dosya masraflarının azaltılması gibi adımlar sisteme katkı sağlayacaktır. Aynı zamanda konut finansman kuruluşları tarafından tüketiciden alınan dosya masraf yükünün azaltılması, krediyi talep eden tüketici üzerindeki kredi maliyetini hafifletecektir. İpotekli konut finansman sistemi içerisinde ikincil piyasaların varlığı ve gelişimi yeterli düzeyde olmalı ve yapısal sorunlar çözüme kavuşturulmalıdır. Bu duruma bağlı olarak Kamunun, ikincil piyasalarda menkul kıymetleştirme yapacak finansal kurumlara gerekli desteği vermesi ve uygun piyasa koşullarının oluşturması konut finansman sisteminin gelişimine katkı sağlayacaktır.

İnşaat sektörü başta olmak üzere piyasadaki birçok sektörü etkileyen ve ekonomi için önem arz eden ipotekli konut finansman piyasalarında etkinliği ve başarıyı sağlamak amacıyla;

- * Gayrimenkul değerlendirme işlemlerinin lisanslı ekspertiz firmaları tarafından ve gerçeğe uygun şekilde yapılması,
- * Emlakçılar ve aracı bankalarca ödenen komisyon ve primlerin sınırlandırılıp, takip edilmesi,
- * Kredi başvurularına ilişkin değerlendirmelerin yetkili düzenleyici ve denetleyici otoriteler aracılığıyla yapılması ve denetlenmesi,
- * Bankalar ve diğer konut finansman kuruluşlarının kredi dolandırıcılıklarına karşı tüm önlemleri almaları gerekmektedir.

Sanayileşme ile sermaye piyasalarında gelişmeler yaşanıp, yeni birçok yatırım aracı ortaya çıkmasına rağmen gayrimenkullere yatırım, risklerin az olduğu ve uzun vadede getirisinin fazla olduğu gerekçesiyle yatırımcılar tarafından öncelikli olarak tercih edilmişlerdir. Ancak gayrimenkul yatırımlarında kullanılan kaynaklar ekonomiye kazandırılmadıkları sürece atıl fon olarak kabul edilirken, günümüzde atıl fonların ekonomiye kazandırılmasının en temel yollarından biri olarak gayrimenkul piyasalarının en önemli kurumsal yatırımcıları GYO'lar kabul edilmektedir.

GYO'lar dünyada ilk defa 1960 yılında ABD'de faaliyete başlarken ülkemizde 1992 yılında SPK tarafından düzenlenen mevduatlar çerçevesinde kurulmuştur. GYO'lar tüm ülkelerde, konut ihtiyacının ortak finansman yöntemiyle karşılanmasına yönelik olarak faaliyet göstermektedir. Değişen koşul ve şartlara bağlı olarak sanayileşme ile birlikte köylerden kentlere göç, gayrimenkul sıkıntısını ortaya çıkarmaktadır. Günümüz itibariyle GYO'lar karşılaşılan bu konut sorununu çözmekle birlikte; otel, alışveriş merkezi gibi büyük çaplı projelerin gerçekleşmesi açısından da büyük önem taşımaktadır.

GYO'lar, gayrimenkule, gayrimenkul projelerine, gayrimenkule dayalı haklara ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapılmasından kaynaklı gelir elde edilen yatırım ortaklıkları olarak ifade edilebilir. İşletmeci şirket, müteahhit, danışman şirket, gayrimenkul değerlendirme şirketi, hissedarlar ve kiracılar gibi taraflara sahip olan GYO'ların temel amacı, sermaye piyasası araçlarını kullanarak hissedarlardan topladığı sermayeyi, gayrimenkule dayalı yatırımlarda işleterek gelir elde etmek ve elde ettiği bu geliri belirli bir oran karşılığında hissedarlar ile paylaşarak bir döngü yaratmaktır.

GYO'lar küçük tasarrufların bir araya getirilmesi ile oluşturulan ancak küçük tasarruflarla yatırım yapmanın zor olduğu gayrimenkullere yatırım yapılmasına olanak sağlamaktadır. Böylece hem büyük projeler geliştirilebilmekte hem de elde edilen gelirden hissedarlara pay aktarılabilir. Bunu söylemek mümkündür.

Gayrimenkul yatırımlarının gerçekleştirilmesi ve bu amaçla finansman sağlanması GYO'larla da mümkün olmaktadır. Bu sayede yatırımcılar büyük hacimli projelere yatırım yapıp, ortak olarak getirilerinden yararlanma yolunu tercih etmektedirler. GYO'lar sayesinde, gayrimenkul yatırımları ile enflasyon karşısında korunma ve diğer varlık getirileri ile riskin azaltılması yatırımcıların ilgisini çekmektedir.

Faaliyetleri açısından özellikle konut sektöründe yoğunlaşan GYO'lar, ülke ekonomilerinin dinamiği haline gelerek önemli katkılarda bulunmaktadır. GYO'lar, hem ülkenin konut sorununa çözüm olabilmekte hem de sanayii (tekstil, cam, elektronik,

mekanik, mobilya), inşaat gibi sektörlerin beslenmesine yardımcı olmaktadır. Bununla birlikte işsizlik oranları yüksek ülkeler için istihdam yaratmakta, niteliksiz işgücüne iş fırsatları yaratmaktadır.

Türkiye’de 1992 yılından itibaren artarak devam eden GYO sayısı günümüzde 33’e ulaşmıştır. SPK ve diğer mevzuatlarda düzenlenen GYO’lara ait faaliyet alanları, özellikleri, kısıtlılıkları ve ortaklık şekli gibi tüm özellikleri yasal olarak tanımlanmıştır.

GYO’lar ile birlikte ülkede planlı ve sağlıklı yapılaşma sağlanabilirken; büyük yapıların (alışveriş merkezi, hastane, otel vs.) inşası ile ülke ekonomilerine katkı sağlanıp, bireylere sosyal faaliyet alanları yaratılabilmektedir.

GYO’ların ülkemizdeki gelişimi gelişmiş ülkelerdeki gibi hızlı değildir. Bu durumun nedeni, GYO’ların küresel bazda birçok değişkenden etkilenerek, piyasadaki değerlerinin etkilenmesidir. GYO’ların bağlantılı olduğu değişkenler, ekonomik (faiz, enflasyon, işsizlik oranı vb.), politik (imar planı, politik istikrar, yerel yatırımlar vb.), sosyal ve demografik (şehirlleşme oranı, nüfus değişimi vb.), coğrafik (ülkenin bulunduğu konum, konutun bulunduğu konum vb.), küresel (dünya ekonomisi, ulusal güvenlik, petrol vb.) ve yapısal (yönetimde şeffaflık, getiri oranı, nakit değişimi vb.) şeklinde sıralanabilmektedir.

Yukarıda ifade edilen değişkenler ulusal boyuttaki değişkenlerdir ve GYO’ların faaliyetlerini, gelişmesini engellemekte bununla birlikte ülke ekonomisini olumsuz etkilemektedir. Türkiye’de yaşanan politik ve ekonomik istikrarsızlıktan dolayı, GYO’ların istikrarlı bir yolda yürüyebilmeleri için, stratejilerini ve politikalarını profesyonel şekilde yürütmeleri gerekmektedir. Bu duruma ek olarak gelişmiş ülkelerdeki örnekleri gibi ihtisaslaşmış GYO’ların kurulması, gayrimenkul değerlendirme işlemlerinin uzman kişi veya kurumlarca yapılması, oluşturulan projelerin profesyonel planlamacılar tarafından yürütülmesi sistemin işleyebilmesi açısından son derece önem arz etmektedir.

GYO’ların plan ve stratejilerini belirlerken söz konusu değişkenleri göz önünde bulundurması ve bu değişkenler için profesyonel kişi veya kuruluşlardan destek alarak, gerekli bilgi kaynaklarına ulaşılması sonucu GYO’ların piyasadaki değerleri yükselişe geçeceği gibi ülke ekonomisine de fayda sağlayacağı göz önünden bulundurulmalıdır.

Gayrimenkul yatırımları nitelikleri itibarıyla nakde dönüşümü sınırlı olan yatırımlardır. GYO’lar sayesinde bu yatırımlar, büyük pazarlarda işlem görebilmektedir. Bu şekilde sermaye piyasaları ve borsaların gelişimine katkı sağlanırken; ülkemizde piyasaların derinlik kazanması ve etkin bir piyasa sistemin oluşmasına olanak

sağlanmaktadır. GYO'ların sermaye piyasası kanununa uygun işlem görmesi sonucu şeffaflığı ve hesap verilebilirliği artmakta böylece kayıt dışılık da kontrol altına alınmaktadır.

Sonuç olarak, GYO'lar nakit getiri, likidite, profesyonel yönetim, kayıt altında kurumsal bir yapı, portföy çeşitlendirmesi ve gayrimenkul yatırımlarının ülkemiz için geleneksel yatırım aracı olması gibi nedenlerle hem cazip hem de gelişme potansiyeli yüksek bir yatırım alternatifidir. Bu nedenle risklerin ortadan kaldırılması ve sektöre daha fazla katılımın sağlanması sonucu piyasanın daha da gelişmesi olanaklı görünmektedir.

Bu çalışma ile sermaye piyasaları katılımcıları ve finans yazınına katkı sağlanmaya çalışılmış; çalışmada sermaye piyasalarındaki diğer birçok yatırım aracına göre çok daha az tanınan GYO'lar ile sistemin kilit noktası olan İpotekli Konut Kredileri ayrıntılı şekilde incelenerek tanıtılmıştır.

KAYNAKÇA

- Akgül, B. (2001). *Türk Hukukunda Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları*, (Yüksek Lisans Tezi), Ankara: Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Akkaya, K. Ö. (2010). *Kamu Özel İş Birlikleri ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarıyla İlişkisi*, (Yüksek Lisans Tezi), İstanbul: İstanbul Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü.
- Albayrak Cömert, İ. (2019). *Türkiye’de Kurulan Gayrimenkul Yatırım Fonlarının Gayrimenkul Değerleme Sektörüne Etkisi*, (Yüksek Lisans Tezi), İstanbul: İstanbul Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü.
- Albulak, R. O. (2016). *Türkiye’de Gayrimenkul Piyasasındaki Fiyat Oluşumunun Analizi*, (Yüksek Lisans Tezi), İstanbul: Bahçeşehir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Andreas. (2017). *Analysis of Operating Cash Flow to Detect Real Activity Manipulation and Its Effect on Market Performance*, International Journal of Economics and Financial Issues, 7(1), 525.
- Arazi Yönetimi Terimleri Sözlüğü, 2010, TMMOB Harita ve Kadastro Mühendisleri Odası, Ankara, ss. 10.
- Aydın, A. N. (2006). *İpotekli Konut Kredisine (Mortgage) Dayalı Sermaye Piyasası Araçları ve Bu Araçların Risk-Getiri Tercihleri Açısından İncelenmesi*, (Yüksek Lisans Tezi), İstanbul: İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Barari, M. Sarkar, N. Kundu, S. Chowdhury, K. B. (2014). *Forecasting House Prices in the United States with Multiple Structural Breaks*, International Econometric Review (IER), 4.
- Baysal, B. (2010). *Ekonomik İstikrarsızlık Dönemlerinde Kullanılabilecek İpotekli Konut Kredileri*, (Yüksek Lisans Tezi), Ankara: TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Çalışkan, E. (2006). *İpotekli Konut Finansmanı (Mortgage) Uygulaması ve Vergilendirilmesi*, (Yüksek Lisans Tezi), İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Can, B. (2013). *İpotekli Konut Finansmanı Sistemi ve Tüketicinin Korunması*, (Yüksek Lisans Tezi), İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

- Çayır, H. (2017). *UFRS Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller Standardının Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarındaki Kullanımı ve Mali Performansa Etkilerinin Ölçülmesi: Bist Örneği*, Yüksek Lisans Tezi), Manisa: Manisa Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Cebe, Y. (2007). *İpotekli Konut Kredi Sistemi ve Türkiye Uygulaması*, (Yüksek Lisans Tezi), Ankara: Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Cengiz, M. (2016). *Türkiye’de İpotekli Finansman Sisteminin Analizi*, (Yüksek Lisans Tezi), Ankara: Atılım Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Çıkılı, G. (2010). *Türkiye’de Gayrimenkul Sektörü ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları*, (Yüksek Lisans Tezi), İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Dalkılıç, B. Aşkın, M. (2018). *Gayrimenkul ve Konut Sektörüne Bakış*, Emlak Konut Yatırımcı İlişkileri Sektör Raporu, 83-84.
- Doğrul, A. R. (2011). *Gayrimenkul Alım Satımlarında Vergi Kayıp Kaçağı ve Bunun Önlenmesinde Bilgi Teknolojilerinin Rolü “Konya Örneği”*, (Yüksek Lisans Tezi), Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Durmaz, A. (2007). *İpotekli Konut Finansman Sistemi (Mortgage) ve Bu Sistemi Uygulayan Ülkelerde Mortgage Kullanım Miktarlarına Etki Eden Faktörlerin Analizi*, (Yüksek Lisans Tezi), Muğla: Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Dutçu, Fahri. (2009). *İpotekli Konut Finansman Sisteminde Menkul Kıymetleştirme*, (Yüksek Lisans Tezi), Antalya: Akdeniz Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Ekiz Kavak, İ. (2015). *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında Bağımsız Denetim ve Örnek Vaka İncelemesi*, (Yüksek Lisans Tezi), İstanbul: Okan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Ellibeş, E. Görmüş, Ş. (2018). *Kocaeli İlinde Konut Fiyatlarına Etki Eden Faktörlerin Yatay Kesit Analizi ile İncelenmesi*, Uluslararası Ekonomik Araştırmalar Dergisi, 4(1), 50.
- Erarslan, C. Bayraktar, Y. (2012). *Konut Balonlarının Oluşumunda Fed’in Rolü ve Küresel Krizden Çıkartılacak Bazı Dersler*, 62(2), 5-41.

- Erdoğan, B. (2018). *Türkiye’de Gayrimenkul Sektörü Alternatif Finansman Araçları ve Uygulamaları: Gayrimenkul Sertifikaları ve Gayrimenkul Yatırım Fonları*, (Yüksek Lisans Tezi), İstanbul: Bahçeşehir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Ergene, D. (2010). *Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı*, (Yüksek Lisans Tezi), İstanbul: Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Ergüneş, M. K. (2008). *Gayrimenkul Sermaye İratlarının Vergilendirilmesi*, (Yüksek Lisans Tezi), İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Eroğlu Kağı, M. F. (2019). *Türkiye’de İpotekli Konut Kredilerini Etkileyen Faktörlerin Zaman Serisi Analizi*, (Yüksek Lisans Tezi), Aydın: Aydın Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Ersan, Ö. (2008). *İpotekli Konut Finansmanı ve Türkiye Değerlemesi*, (Yüksek Lisans Tezi), İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Gögen, G. (2016). *İnşaat İşletmelerinde Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Vergisel Avantajları ve Muhasebeleştirilmesi*, (Yüksek Lisans Tezi), İstanbul: İstanbul Aydın Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Göktepe, H. (2003). *ABD ve Türk Hukuklarında Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları*, (Doktora Tezi), Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Güler, İ. (2019). *Önemli Katsayılar Yaklaşımı Temelinde Türkiye’de Gayrimenkul Sektörünün Konumu*, (Doktora Tezi), Ankara: Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Gülşen, E. (2008). *İpotekli Konut Finansman Sistemi Mortgage*, (Yüksek Lisans Tezi), İstanbul: Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Gümrükçüoğlu, Z. Z. (2018). *Türkiye’de Gayrimenkul Piyasası ve Bir Yatırım Aracı Olarak Gayrimenkul*, (Yüksek Lisans Tezi), İstanbul: Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü.
- Hasanova, S. N. (2015). *Gayrimenkul Değerleme Yöntemleri ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında Performans Analizi*, (Yüksek Lisans Tezi), Sakarya: Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Hastjarjo, K. Yahya, D. K. Afiff, F. Rufaidah, P. (2016). *Core Competence on Real Estate Industry in Globalization Phenomenon: A Contemporary Approach*, International Journal of Economics and Financial Issues, 6(5), 16.

- Hayrullohoğlu, H. E. (2019). *Gayrimenkul Yatırım Projelerinde Konut Pazarlama Tasarımı ve Kullanıcı Algısı*, (Yüksek Lisans Tezi), İstanbul. İstanbul Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü.
- Hayta, Ö. (2009), *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Performans Değerlendirmesi: İMKB’de Bir Uygulama*, (Yüksek Lisans Tezi), Adana: Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Hurma, H. Kubaş, A. İnan, İ. H. (2012). *Emlak Yönetiminde Gayrimenkul Değerlerine Etki Eden Faktörlerin Analizi*, Sosyal Bilimler Metinleri, S.1, 5.
- Intes/Türkiye İnşaat Sanayicileri İşveren Sendikası İnşaat Raporu, Ocak 2019, s.47.
- Kaçıran, F. B. (2008). *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları*, (Yüksek Lisans Tezi), İstanbul: İstanbul Aydın Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Kalyoncu, S. S. (2006). *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ve Konut Sorununun Çözümüne Katkıları Emlak Konut GYO Uygulaması*, (Yüksek Lisans Tezi), İstanbul: Beykent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Kantar, L. (2010). *Mortgage (İpotekli Konut Kredisi) ve 2008 Küresel Krize Olan Etkileri*, (Yüksek Lisans Tezi), İstanbul: İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Karagöz, Y. Eş, A. Yavuz, S. (2015). *Nominal İlişki Ölçüleriyle Konut Satın Almaya Etki Eden Faktörlerin İncelenmesi: Bolu İli Örneği*, Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 16(1), 249.
- Karakaş, F. R. (2010). *Bireysel Krediler Kapsamında İpotekli Konut Kredileri (Mortgage)*, (Yüksek Lisans Tezi), İstanbul: İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Karakurt Tosun, E. (2016). *Türkiyede Gayrimenkul Sektörünün Daha Kurumsal Bir Yapıya Kavuşma Sürecinde Gayrimenkul Danışmanlarının Rolü*, Balkan Sosyal Bilimler Dergisi, 335.
- Küçük Kaplan, İ. Amca Aldı, F. (2017). *Denizli ilinde Konut Fiyatlarına Etki Eden Faktörlerin Panel Verilerle Analizi*, Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 20(37), 221.
- Kocameşe, K. (2009). *İpotekli Konut Finansman Sistemi ve Risk Açısından Değerlendirilmesi: Türkiye Uygulaması İçin Öneriler*, (Doktora Tezi), İstanbul: İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

- Köse, Ö. (2018). *Türkiye'de Gayrimenkul Yatırımları ile Getirileri Arasındaki İlişkinin Analizi*, (Yüksek Lisans Tezi), İstanbul: Bahçeşehir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Lafdal, S. (2016). *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Web Sitelerindeki Yatırımcı İlişkileri İçeriklerinin Analiz Edilmesi*, (Yüksek Lisans Tezi), Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Omağ, A. (2015). *Finansal Kaldıraç Derecesi ve Seçilmiş Sektörlere Yönelik Bir Uygulama*, Maliye Finans Yazıları, S.103, 207.
- Ögen, G. (2016). *İnşaat İşletmelerinde Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Vergisel Avantajları ve Muhasebeleştirilmesi*, (Yüksek Lisans Tezi), İstanbul: İstanbul Aydın Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Özcan, İ. (2013). *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ve Borsa İstanbul'da (BIST) İşlem Gören Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Balanced Scorecard Performans Ölçüm Modeline Göre İncelenmesi*, (Yüksek Lisans Tezi), Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Özcan, N. (2018). *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Performanslarının İncelenmesi: Türkiye'deki Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Üzerine Bir Değerlendirme*, (Yüksek Lisans Tezi), Ankara: Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Özcan, Ö. (2011). *Kentsel Mekânın Oluşum Sürecinde Bir Uygulama ve Finans Aracı Olarak Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları*, (Yüksek Lisans Tezi), İstanbul: Yıldız Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü.
- Özdemir, S. (2018). *Gayrimenkul Sektöründeki Yasal Düzenlemelerin Yabancı Yatırımcılar Üzerine Etkisi*, (Yüksek Lisans Tezi), İstanbul: İstanbul Gelişim Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Özgün, B. (2010). *Konut Piyasası, İpotekli Konut Kredileri ve Türkiye Uygulaması*, (Yüksek Lisans Tezi), Ankara: Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Özhan, E. (2019). *Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Pay Getirilerini Etkileyen Faktörlerin Araştırılması*, (Yüksek Lisans Tezi), Adana: Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Mamashov, B. (2011). *İpotekli Konut Finansmanı Sisteminin Türkiye ve Kazakistan Açısından Değerlendirilmesi*, (Yüksek Lisans Tezi), İstanbul: İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

- Manan, M. T. (2017). *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Risk Göstergelerinin Performans ile İlişkisi*, (Yüksek Lisans Tezi), İzmir: Yaşar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Pekalp, C. (2013). *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında Vergilendirme Sürecinin Bağımsız Denetim ile Yönetim Kurulu Beyanı Açısından Önemi*, (Yüksek Lisans Tezi), İstanbul: Aydın Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Sağlam, S. (2015). *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Faaliyetlerini Etkileyen Dışsal Değişkenlerin Araştırılması*, (Yüksek Lisans Tezi), İstanbul: Okan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Saris, R. (2009). *Türkiye’de Konut ve Gayrimenkul Sektöründeki Gayrimenkul Yatırımları ve İktisadi Etkileri*, (Yüksek Lisans Tezi), İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Sur, A. D. (2019). *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Enerji Verimliliği ve Yenilenebilir Enerji Tesisleri Yatırımları Araştırması*, (Yüksek Lisans Tezi), İstanbul: Bahçeşehir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Suvar Aslan, A. (2018). *Türkiye’de Finansallaşmanın İpotekli Konut Kredileri Üzerinden Değerlendirilmesi: İstanbul Örneği*, (Doktora Tezi), İstanbul: Yıldız Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü.
- Şahin, C. (2014). *Makroekonomik ve Firmaya Özgü Değişkenlerin Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Getirileri Üzerindeki Etkisi: Borsa İstanbul Üzerine Bir Uygulama*, (Doktora Tezi), Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Şahin, E. T. (2010). *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Kentsel Gelişmeye ve Planlamaya Etkilerinin İstanbul Örneğinde İncelenmesi*, (Yüksek Lisans Tezi), Ankara: Gazi Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü.
- Şahin, Y. (2005). *Kira denetim Politikası Üzerine Bir Değerlendirme*, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Fakültesi Dergisi, 60 (4), 214-215.
- Şahin, Z. (2008). *İpotekli Konut Finansman Sistemi (Mortgage Sistemi) ve Türkiye Açısından Değerlendirilmesi*, (Yüksek Lisans Tezi), Ankara: Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Şarkaya İçellioğlu, C. (2012). *Ekonomik ve Finansal Perspektifte Gayrimenkul Yatırımları: İstanbul Konut Piyasasının Ekonometrik Analizi (2008-2011)*, (Doktora Tezi), İstanbul: İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

- Şenyüz, D. Yüce, M. Gerçek, A. (2013). *Türk Vergi Sistemi*, Bursa: 10. Baskı, Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Tekşen Altaş, Z. Y. (2019). *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının İslam İktisadı Açısından İncelenmesi*, (Yüksek Lisans Tezi), İstanbul: İstanbul Sabahattin Zaim Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Tunalı, H. Karadağ, H. (2018). *Türkiye’de Gayrimenkul Piyasasının Regülasyonu: Gayrimenkul Piyasası Kurumu Önerisi*, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 1(27), 12.
- Turnacıgil, S. (2012), *Genel Olarak Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ve İMKB’de Bir Araştırma*, (Yüksek Lisans Tezi), Adana: Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Türkay, O. (1986). *Mikro İktisat Teorisi*, Ankara: Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Yayınları, Cilt 1, 143-152.
- Udoekanem, N. B. Ighalo, J. I. Nuhu, M. B. (2014). *Determinants Of Commercial Property Rental Growth In Minna, Nigeria*, EUL Journal of Social Sciences, 5(1), 64.
- Uyar, M. (2009). *Türk Hukuku’nda Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları*, (Doktora Tezi), İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Ünalı, M. O. (2018). *BİST’de İşlem Gören Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Hisse Performanslarını Etkileyen Firmaya Özgü Faktörlerin Panel Regresyon Yöntemi ile Analizi*, (Doktora Tezi), İstanbul: İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Yavuz, U. Sertyeşilişik, B. (2019). *Mekansal Alanlarda Plan Değişikliklerinin Gayrimenkul Üretim/Arz Eğilimlerine Etkisi*, Uluslararası Siyaset Bilimi ve Kentsel Araştırmalar Dergisi, 7(2), 549.
- Yelgen, E. (2010). *Konaklama İşletmelerinde Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Uygulamaları: Alanya’da Bir Araştırma*, (Yüksek Lisans Tezi), Antalya: Akdeniz Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Yetgin, F. (2006). *Dünyada Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları: ABD, Avrupa Birliği ve Malezya Uygulamaları Üzerine Bir Değerlendirme*, Avrupa Araştırmaları Dergisi, 14(3), 262-263.
- Yıldırım, F. (2013). *Türkiye’de İkamet Amaçlı Konut Pazarının Makroekonomik Değişkenler ile İlişkisi*, Sosyal Bilimler Araştırma Dergisi, 2(1), 14-15.

- Yıldırım, K. Şıklar, İ. Bakırtaş, İ. Doğan, B. (2011). *Mikro İktisada Giriş*, Nisan Kitapevi, 9. Baskı, s. 130.
- Yılmaz, M. (2018). *Gayrimenkul Sektöründe İnşaat Firmalarının Markalaşma Süreci ve Bölgesel Ekonomiye Etkileri: Kırklareli Örneği*, (Yüksek Lisans Tezi), İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Yiğit, M. (2009). *İpotekli Konut Kredisi Kullanma Eğilimi ve Banka Seçimini Etkileyen Faktörlerin Araştırılması Analizi: Ankara Bölgesinde Bir Uygulama*, (Yüksek Lisans Tezi), Ankara: Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- BDDK, Erişim Tarihi: 16.12.2020, <https://www.tbb.org.tr/Content/Upload/istatistikraporlar/ekler/1461/Tuketici_krediler%20Raporu-Eylul_2020.pdf>
- BDDK, Erişim Tarihi: 08.11.2020, <https://www.bddk.org.tr/ContentBddk/dokuman/veri_0014_46.pdf>
- SPK, Erişim Tarihi: 05.01.2020, <<https://www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/409>>
- Türkiye İş Bankası İnşaat Sektörü Raporu, Erişim Tarihi: 02.20.2020, <https://ekonomi.isbank.com.tr/ContentManagement/Documents/sr201802_insaatsektoru.pdf>
- 213 Sayılı Vergi Usul Kanunu, 1961: m. 269, Erişim Tarihi 06.01.2020 <<https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2018/07/20180706-23.htm>>
- 4721 sayılı Türk medeni kanunu, 2011: m. 704, Erişim Tarihi 15.02.2020, <<https://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.4721.pdf>>
- TCMB Finansal İstikrar Raporu, Erişim Tarihi, 15.08.2020, <<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+menu/yayinlar/raporlar/finansal+istikrar+raporu/2020/sayi+31>>
- T.C. Kültür ve Turizm Bakanlığı, Erişim Tarihi: 1.12.2020, <<https://yigm.ktb.gov.tr/TR-201136/turizm-yatirim-ve-isletme-bakanlik-belgeli-tesis-istati-.html>>
- 6502 sayılı TKHK madde 3/r, Erişim Tarihi: 12.11.2020, <<https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/11/20131128-1.htm>>
- 5582 sayılı SPK m.39/a, Erişim Tarihi: 15.12.2020, <<https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2007/03/200703061.htm#:~:text=MA DDE%2039%2FA%20%E2%80%93%20%C4%B0potek%20finansman%C4%B1,piyadas%C4%B1%20kurumu%20niteli%C4%9Fini%20haiz%20anonim>>
- TÜİK, Erişim Tarihi: 18.12.2020, <<https://data.tuik.gov.tr/Bulten/Index?p=Konut-Satis-Istatistikleri-Aralik-2020-37464>>

GYODER,EriřimTarihi:25.10.2019,<<https://www.gyoder.org.tr/uploads/Gosterge-Ceyrek2-web.pdf>>

GYODER,EriřimTarihi:13.11.2019,<https://www.gyoder.org.tr/uploads/gyoder_gosterge/gosterge-3.pdf>

GYODER,EriřimTarihi:03.08.2020<<https://www.gyoder.org.tr/yayinlar/gyodergosterge>>



