

T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
BANKACILIK VE SİGORTACILIK ENSTİTÜSÜ
SERMAYE PİYASASI VE BORSA ANABİLİM DALI

**TÜRKİYE’DE GAYRİMENKUL PİYASASI VE BİR YATIRIM ARACI
OLARAK GAYRİMENKUL**

Yüksek Lisans Tezi

ZEHRA ZEYNEP GÜMRÜKÇÜOĞLU

İSTANBUL, 2018

T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
BANKACILIK VE SİGORTACILIK ENSTİTÜSÜ
SERMAYE PİYASASI VE BORSA ANABİLİM DALI

**TÜRKİYE’DE GAYRİMENKUL PİYASASI VE BİR YATIRIM ARACI
OLARAK GAYRİMENKUL**

Yüksek Lisans Tezi

ZEHRA ZEYNEP GÜMRÜKÇÜOĞLU

Danışman: DOÇ. DR. MEHMET ERSOY

İSTANBUL, 2018



T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü

Aşağıda belirtilen lisansüstü tez, Lisansüstü Öğretim Yönetmeliği hükümlerinde belirtilen esaslar çerçevesinde jüri önünde savunulmuş ve jüri tarafından başarılı bulunmuştur.

TEZ BAŞLIĞI: : Türkiye’de Gayrimenkul Piyasası ve Bir Yatırım Aracı
Olarak Gayrimenkul

TÜRÜ :Yüksek Lisans

TEZİ HAZIRLAYAN : Zehra Zeynep GÜMRÜKÇÜOĞLU

ANABİLİM DALI : Sermaye Piyasası ve Borsa

SAVUNMA TARİHİ : 25.01.2018

JÜRİ ÜYELERİ :

GÖREVİ

ADI SOYADI

İmza

Danışman

Doç.Dr. Mehmet ERSOY

Üye

Prof.Dr. Serhat YANIK

Üye

Doç.Dr. Mustafa OKUR

ÖZET

TÜRKİYE’DE GAYRİMENKUL PİYASASI VE BİR YATIRIM ARACI OLARAK GAYRİMENKUL

Önemli ve etkin bir yatırım aracı olarak gayrimenkul, son yıllarda büyük bir gelişim kaydetmiştir. Gayrimenkul sektörü, yeni faktörler ve ürünler ile birlikte büyümüştür. Her ne kadar 2008 yılındaki küresel finansal kriz gayrimenkul sektörünü tehdit etmiş olsa da 2010 yılı sonrasında bir toparlanma gözlemlenmiştir. Bu toparlanma sürecinde, bireysel ve kurumsal yatırımcıların gayrimenkul üzerinde artan ilgisinin de büyük bir etkisi olmuştur. Özellikle bireysel yatırımcılar için güvenilir bir yatırım aracı olan gayrimenkul, diğer gayrimenkul araçları ile de sürekli olarak karşılaştırılmıştır. Bu noktada temel kriter bireysel bütçeler için en uygun olanı tespit edebilmek olmuştur. Türkiye’de de son yıllarda gayrimenkul sektörü büyük bir önem kazanmıştır. Bireysel yatırımcılar temelinde, gayrimenkulün yatırım aracı olarak Türkiye’de yükseliş trendinde olduğu görülmüştür. Bu tez çalışmasında temel amaç, gayrimenkulün bir yatırım aracı olduğuna dair tespitlerde bulunmak ve gayrimenkule dayalı bir sermaye piyasası aracı olarak ihraç edilen gayrimenkul sertifikası uygulaması incelenerek sertifikaların bugünkü durumuna ilişkin bir değerlendirme yapmaktır. Bu vesile ile çalışmanın birinci bölümünde gayrimenkul kavramının genel çerçevesine yer verilmiştir. İkinci bölümde, küresel ve yurtiçi ekonomik gelişmelere paralel olarak gayrimenkul sektörünün durumu incelenmiştir. Üçüncü bölümde ise gayrimenkulün bir yatırım aracı olarak kabul edilmesi konusundaki etmenlere Türkiye temelinde yer verilmiştir. Dördüncü ve son bölümde ise gayrimenkulün menkul kıymetleştirilmesini sağlayan gayrimenkul sertifikalarının mevzuatımızdaki yeri ve uygulaması açıklanmış ve yeni düzenlemelerle gerçekleştirilen ilk sertifika ihracının dayandığı Park Mavera III projesi kapsamında SWOT analizi yapılarak ihracın şu andaki durumu değerlendirilmiştir.

Anahtar Kelimeler:

İnşaat, yatırım aracı, mortgage krizi, kentleşme, nüfus artışı, altyapı yatırımları, ekonomik gelişmeler, gayrimenkul, yatırım, yatırımcı, gayrimenkul değerlemesi, gayrimenkul sertifikası, Park Mavera III Projesi, PMVR3.

SUMMARY

REAL ESTATE MARKET IN TURKEY AND REAL ESTATE AS AN INVESTMENT TOOL

As an important and effective investment tool, real estate has recorded a great development in the last years. Real estate sector has grown with new factors and new products. Although the global financial crisis in 2008 threatened the real estate sector, after the year of 2010 there was observed a recovery. In this recovery process, increasing attention of individual and institutional investors on real estate has also a great effect. In particular, real estate, which is a reliable investment tool for personal investors, is compared with the other investment tools continuously. Right in this point, the basic purpose is about to decide the most suitable one for individual budgets. In Turkey, real estate sector has also gained importance in the last years. It is seen that, real estate sector as an investment area was in a rising trend in the basis of individual investors. In this study of thesis, the basic purposes are to identify that the real estate is an investment tool and to make an assessment regarding the current status of the real estate certificates by examining the implementation of certificates issued as a real estate based capital market instrument. Hereby, the general frame of real estate concept has been located in the first chapter of study. In the second chapter, the situation of real estate has been investigated as parallel to global and domestic economic developments. In the third chapter, there are the factors which are related the investment tool role of real estate on the basis of Turkey. In the fourth and last chapter, the position in our legislation and application of the real estate certificate providing the securitization of the real estate has been explained, and the current situation of the certificates has been evaluated by carrying out a SWOT analysis within the scope of Park Mavera III project that constitutes the first issuance of the certificates with the new legislation.

Keywords:

Construction, investment vehicle, mortgage crisis, urbanization, population growth, infrastructure investments, economic developments, real estate, investment, investor, real estate valuation, real estate certificate, Park Mavera III Project, PMVR3.

ÖNSÖZ

Bu tezin planlanmasında, yürütülmesinde ve oluşumunda tavsiye ve yönlendirmeleri ile bana yol gösteren ve kıymetli vaktini ayıran tez danışmanım Sayın Doç. Dr. Mehmet ERSOY' a, ayrıca tezimin tamamlanmasında fikirleri ve katkılarıyla bana destek olan ve motive ederek yardımını esirgemeyen Sayın Doç. Dr. Mustafa OKUR' a teşekkürlerimi sunarım.

İstanbul, 2018

Zehra Zeynep GÜMRÜKÇÜOĞLU

İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa No</u>
ÖZET.....	i
SUMMARY.....	ii
ÖNSÖZ.....	iii
İÇİNDEKİLER.....	iv
TABLOLAR LİSTESİ.....	xii
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xiii
GRAFİKLER LİSTESİ.....	xvi
KISALTMALAR.....	xvii
GİRİŞ.....	1

I. BÖLÜM

GAYRİMENKULE DAİR TANIMLAMALAR VE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜNE GENEL BAKIŞ

1.1. Hukuk Sisteminde Düzenlenen Haklar.....	6
1.1.1. Mülk ve Mülkiyet Kavramı.....	6
1.2. Gayrimenkul Kavramının Tanımı.....	8
1.3. Gayrimenkul Türleri.....	11
1.4. Türk Hukuku’nda Gayrimenkulün Yeri.....	14
1.4.1. Mevcut Anayasadaki Yeri.....	14
1.4.2. Türk Medeni Kanunu’nda Gayrimenkul.....	15
1.4.3. Türk Ticaret Kanunu’nda Gayrimenkul.....	17
1.4.4. Vergi Hukuku’nda Gayrimenkul.....	18
1.4.5. Sermaye Piyasası Kanunu Açısından Gayrimenkul.....	19

1.4.5.1. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarıyla İlintili Hukuki Yapı.....	19
1.4.5.2. Gayrimenkul Değerleme ve Bu Hizmeti Verecek Şirketlerin Durumu.....	22
1.5. Gayrimenkul Sektörüne Genel Bakış.....	24
1.5.1. Gayrimenkul Sektörünün Kapsamı.....	24
1.5.2. Gayrimenkul Sektörünün Temel Özellikleri.....	28
1.5.2.1. İkame Edilebilme.....	29
1.5.2.2. Duyarlılık.....	29
1.5.2.3. Alıcı-Satıcı Düzeyi.....	30
1.5.2.4. Fiyat Düzeyi.....	30
1.5.2.5. Yasal Kısıtlılıklar.....	31
1.5.2.6. Arzın Pazara Giriş Düzeyi.....	31
1.5.2.7. Alıcı ve Satıcıların Beklentileri.....	32
1.5.2.8. Tüketim Hızı.....	32
1.5.3. Gayrimenkul Sektörünün Gelişimine Destek Sağlayan Unsurlar.....	33
1.5.3.1. Ekonomik Unsurlar.....	33
1.5.3.2. Siyasal Unsurlar.....	34
1.5.3.3. Teknolojik Unsurlar.....	35
1.5.3.4. Sosyolojik Unsurlar.....	36
1.5.4. Gayrimenkul Piyasasını Etkileyen Faktörler.....	37
1.5.4.1. Değişen Demografik Profil.....	38
1.5.4.1.1. Nüfus Artışı.....	38
1.5.4.1.2. Genç Nüfus Yoğunluğu.....	38
1.5.4.2. Kentleşme Yapısı.....	39
1.5.4.2.1. Kentleşme Oranları.....	39

1.5.4.2.2. Kırsal Yerleşimlerden Kentlere Göç.....	39
1.5.4.3. Ekonomik Faktörler.....	40
1.5.4.3.1. Gelir Dağılımı Gelişmeleri.....	40
1.5.4.3.2. Gayrimenkulün Yatırım İşlevi.....	41
1.5.4.4. Mütakabiliyet Yasası.....	41
1.5.4.5. Diğer Önemli Faktörler.....	42
1.5.4.5.1. Deprem Riski.....	42
1.5.4.5.2. Büyük Ölçekli Gayrimenkul Yatırımları.....	43
1.5.5. Değer ve Değerleme Kavramı.....	43
1.5.5.1. Gayrimenkulün Değerlendirilmesi.....	44
1.5.5.1.1. Piyasa Değeri.....	44
1.5.5.1.2. Düzenli Likiditasyon Değeri.....	45
1.5.5.1.3. Tasfiye Değeri.....	45
1.5.5.1.4. Faal İşletme Değeri.....	46
1.5.5.2. Gayrimenkul Değerlemesinde Kullanılan Yaklaşımlar.	46
1.5.5.2.1. Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı.....	46
1.5.5.2.2. Gelirin İndirgenmesi Yaklaşımı.....	47
1.5.5.2.3. Maliyet Yaklaşımı.....	48
1.5.5.2.4. Geliştirme Modeli İle Değerleme Çalışmaları..	48

II. BÖLÜM

KÜRESEL EKONOMİK GELİŞMELER VE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜNE İLİŞKİN TEMEL GÖSTERGELERİN İNCELENMESİ

2.1. Gelişmiş Ülkelerdeki Makro Ekonomik Göstergeler.....	50
---	----

2.1.1. Büyüme ve Büyüme Tahminleri.....	52
2.1.2. İstihdam.....	55
2.1.3. Faiz Oranları Değişimi ve Enflasyon.....	58
2.1.4. Emtia Fiyatlarında Yaşanan Gelişmeler.....	62
2.2. Gelişmekte Olan Ülke Ekonomilerine Bakış.....	65
2.2.1. Büyüme ve Büyüme Tahminleri.....	69
2.2.2. İstihdam.....	71
2.2.3. Faiz Oranları Değişimi.....	73
2.2.4. Emtia Fiyatları ve Fiyatlar Genel Seviyesi Gelişmeleri.....	75
2.3. Türk Ekonomisi İle İlgili Gelişmeler.....	78
2.3.1. Türkiye Büyümesi.....	79
2.3.1.1. Türkiye Büyüme Tahminleri.....	80
2.3.1.2. Kişi Başına Düşen GSYH.....	82
2.3.2. Fiyatlar Genel Düzeyindeki Değişimler.....	83
2.3.2.1. Enflasyon ve Enflasyon Beklentileri.....	83
2.3.2.2. TÜFE ve Yurt İçi ÜFE Değişimleri.....	86
2.3.3. İstihdam Piyasasındaki Gelişmeler.....	87
2.3.3.1. İşsizlik Oranları.....	87
2.3.3.2. Genç Nüfusta İşsizlik Oranları.....	89
2.3.4. Cari İşlemler Dengesi.....	91
2.3.5. Faiz Oranları.....	93
2.3.6. Tüketici Güven Endeksi.....	95
2.4. Küresel Gayrimenkul Pazarı.....	96
2.4.1. Dünyada Gayrimenkul Algısı.....	96
2.4.1.1. 2008 Küresel Finansal Krizi ve Konut Balonu.....	97

2.4.1.2. ABD Konut Piyasası.....	99
2.4.1.3. Avrupa Ülkeleri Konut Piyasası.....	102
2.5. Türkiye Gayrimenkul Pazarı.....	105
2.5.1. Türk İnşaat Sektörü.....	105
2.5.1.1. Yurtdışı Müteahhitlik Hizmetleri.....	106
2.5.1.2. Ödemeler Dengesinde İnşaatın Yeri.....	108
2.5.1.3. İnşaat Sektöründe TOKİ Payı.....	109
2.5.1.4. İnşaat Sektöründe Büyüme.....	110
2.5.1.5. İnşaat Sektöründe Konut Piyasası.....	113

III. BÖLÜM

BİR YATIRIM ARACI OLARAK GAYRİMENKUL

3.1. Geleneksel Yatırım Aracı Olarak Gayrimenkul.....	117
3.2. Gayrimenkul Yatırımının Özellikleri.....	119
3.2.1. Alıcı-Satıcı Sayısı.....	119
3.2.2. Arz Hızı.....	120
3.2.3. Finansal Duyarlılık.....	121
3.2.4. Organize Pazar Varlığı.....	122
3.2.5. Tüketim Hızı.....	123
3.2.6. Alıcı-Satıcı Bilgisi.....	124
3.3. Gayrimenkulün Diğer Yatırım Araçlarıyla Karşılaştırılması.....	125
3.3.1. Konut Yatırımlarının Diğer Araçlarla Karşılaştırılması.....	125
3.3.1.1. BIST-100 ve Konut.....	126
3.3.1.2. Emtia Ve Konut.....	135

3.3.1.3. Döviz ve Konut.....	138
3.3.1.4. Yatırım Araçlarının Getirileri Üzerine Bir Yıllık Değerlendirme.....	141
3.3.2. Ticari Ünite Yatırımlarının Diğer Yatırım Araçlarıyla Karşılaştırılması.....	143
3.3.2.1. BIST-100 ve Ticari Ünite Yatırımı.....	143
3.3.2.2. Emtia ve Ticari Ünite Yatırımı.....	144
3.3.2.3. Döviz ve Ticari Ünite Yatırımı.....	145
3.4. Gayrimenkulün Yatırım Aracı Olmasını Sağlayan Etkenler.....	146
3.4.1. Coğrafi ve Demografik Unsurlar.....	147
3.4.1.1. Nüfus Artış Hızı.....	149
3.4.1.2. Büyük Şehirlere Göç ve Kentleşme.....	151
3.4.1.3. Jeopolitik Sebeplerden Kaynaklı Dış Göç.....	154
3.4.1.4. Gelişme Potansiyeli ve Dinamiklerin Varlığı.....	157
3.4.1.5. Değişen Aile Yapısı.....	160
3.4.1.6. Kentsel Dönüşüm Süreci.....	161
3.4.1.7. Altyapı Projeleri.....	163
3.4.1.7.1. Üçüncü Köprü.....	164
3.4.1.7.2. Üçüncü Havalimanı.....	165
3.4.1.7.3. İstanbul Finans Merkezi.....	167
3.4.1.7.4. Avrasya Tüneli.....	169
3.4.1.7.5. Kanal İstanbul.....	170
3.4.2. Ekonomik Unsurlar.....	171
3.4.2.1. İnşaat Sektörü Güven Endeksi.....	172
3.4.3. Turizm Unsurları.....	174

3.4.4. Yabancıya Satış.....	175
3.4.5. Diğer Unsurlar.....	179

IV. BÖLÜM

BİR SERMAYE PİYASASI ARACI OLARAK GAYRİMENKUL SERTİFİKALARI

4.1. Gayrimenkul Sertifikalarının Oluşum Süreci ve Tanımı.....	181
4.2. Gayrimenkul Sertifikası Modelinin Amacı.....	183
4.3. Gayrimenkul Sertifikası Uygulamaları.....	184
4.3.1. Gayrimenkul Sertifikası Geçmiş Uygulamaları.....	185
4.3.2. Son Düzenlemelerle VII-128.2 Sayılı Gayrimenkul Sertifikası Tebliği.....	186
4.4. Gayrimenkul Sertifikası Modelinin Kullanım Alanları.....	190
4.4.1. Gayrimenkulün Menkul Kıymetleştirilmesinin Sağlanması.....	191
4.4.2. Maliyeti Yüksek Gayrimenkul Projeleri Finansmanı.....	191
4.4.3. Kentsel Dönüşüm Finansmanı.....	192
4.5. Gayrimenkul Sertifikalarının Sağlayacağı Katkılar.....	192
4.5.1. İnşaat Sektörüne Sağlayacağı Katkılar.....	193
4.5.2. Ekonomi Açısından Katkılar.....	193
4.5.3. Yatırımcılara Sağlayacağı Katkılar.....	194
4.6. Gayrimenkul Sertifikası Riskleri.....	195
4.6.1. İlk İhraççı Olarak TOKİ'nin Taşıdığı Riskler.....	195
4.6.2. Proje Yüklenicisinin Taşıdığı Riskler.....	196
4.6.3. Yatırımcı Açısından Riskler.....	196

4.7. İlk Sertifika İhracına Konu Park Maveria III Projesi İncelenmesi.....	196
4.7.1. Park Maveria III Projesinin Piyasada İşlem Görme Süreci.....	201
4.7.2. Gayrimenkul Sertifikalarının İtfası.....	204
4.8. Park Maveria III Projesi SWOT Analizi.....	207
4.8.1. Park Maveria III İçin Fırsat ve Tehdit Oluşturacak Unsurların Tespiti.....	207
4.8.2. Park Maveria III Sertifikasının Güçlü ve Zayıf Yönlerinin Tespiti.....	213
SONUÇ VE ÖNERİLER.....	219
KAYNAKÇA.....	225

TABLÖLAR LİSTESİ

	<u>Sayfa No</u>
Tablo 1: Harcamalar Yöntemiyle Cari Fiyatlarla Gayri Safi Yurtiçi Hasıla	83
Tablo 2: Yurtiçi Üretici Fiyat Endeksi Değişim Oranları, Aralık 2017	87
Tablo 3: Yıllar İçerisinde Değişen, Ülkelere Ait Dünya Üzerindeki Müteahhit Firma Sayısı	107
Tablo 4: Ödemeler Dengesi Hizmet Kalemi, İnşaat Rakamları- Milyon USD	109
Tablo 5: Finansal Yatırım Araçlarının Reel ve Nominal Getiri Oranları, Aralık 2016	142
Tablo 6: Yİ-ÜFE ve TÜFE Değişim Oranları, Aralık 2016	142
Tablo 7: 1900'den Bu Yana Yaşanan En Büyük Depremler	162
Tablo 8: İstanbul'da Yapılan Bazı Projelerin Büyüklükleri	164
Tablo 9: Gayrimenkul Sertifikası Tahsisat Durumu	201
Tablo 10: GMS'ye Konu Edilen Bağımsız Bölümlerin Tamamlanma Düzeyi	203
Tablo 11: Projede Talep Edilen ve Gerçekleşen Asli Edimler	203
Tablo 12: Pay Adetleri Tablosu	205
Tablo 13: Bağımsız Bölüm Satış Durumu	206
Tablo 14: Açık Arttırmada Oluşan Tahmini Daire Satış Fiyatları	206
Tablo 15: Park Maveria III Projesinin SWOT Matrisi	218

ŞEKİLLER LİSTESİ

	<u>Sayfa No</u>
Şekil 1: OECD ve IMF'nin Gelişmiş Ülkeler İçin Büyüme Tahminleri	53
Şekil 2: İşsizlik Oranları-Yüzde	57
Şekil 3: Dünya Ülkelerinde Politika Faiz Oranı	59
Şekil 4: Küresel Enflasyon	61
Şekil 5: Emtia Fiyatları, Endeks-USD	62
Şekil 6: Emtia Fiyat Endeksleri – Enerji ve Enerji Dışı, (2010=100)	64
Şekil 7: Risk İştahı Göstergeleri	65
Şekil 8: Döviz Kuru Endeksleri	66
Şekil 9: Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Haftalık Fon Akımları- Milyar USD- 52 Hafta Birikimli	67
Şekil 10: 2017 Yılı En Büyük Politik Riskler	69
Şekil 11: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Büyüme Oranları –Yüzde Yıllık	71
Şekil 12: Küresel Politika Faiz Oranı	73
Şekil 13: S&P Goldman Sachs Emtia Fiyatları Endeksleri (Ocak 2014=100)	76
Şekil 14: Yıllık GSYH Büyümesine Katkıları- Yüzde Puan	79
Şekil 15: Türkiye Büyümesinde Yavaşlama ve 2019 Yılında İyileşme	81
Şekil 16: GSYH Yıllık Büyümesi – Yüzde	82
Şekil 17: Türkiye Aralık Enflasyonu	84
Şekil 18: TCMB Enflasyon Tahmini	85
Şekil 19: İşsizlik Oranı –Yüzde	88
Şekil 20: İşsizlik Oranları –Yüzde	90
Şekil 21: İşgücü- Mevsimsellikten Arındırılmış Yüzde	91
Şekil 22: Türkiye’de Cari Açığın Yıllar İçerisindeki Gelişimi	92

Şekil 23: Cari Açık – 12 Aylık Birikimli Milyar USD	93
Şekil 24: Tüketici Güven Endeksi	96
Şekil 25: ABD Konut Fiyatları – 12 Aylık Birikimli Milyar USD	99
Şekil 26: ABD Konut Fiyatları Endeksi –2008/2017 Karşılaştırmalı	101
Şekil 27: Avrupa En İyi Gayrimenkul Pazarları	102
Şekil 28: Seçilmiş Ülkelerde Nüfus Artışı	104
Şekil 29: Türkiye’de İnşaat Sektöründe Büyüme ve GSYH Büyüme Karşılaştırması	111
Şekil 30: Türk İnşaat Sektörü ve İnşaat Yatırımları Gelişme Hızları (%)	112
Şekil 31: KFE ve Birim Fiyat	128
Şekil 32: KFE Yıllık Yüzde Değişim	129
Şekil 33: YKFE	130
Şekil 34: YKFE Yıllık Yüzde Değişim	130
Şekil 35: BIST GYO Endeks Performansı	131
Şekil 36: Üç Büyük İl Konut Fiyat Endeksi	132
Şekil 37: Üç Büyük İl Yeni Konutlar Fiyat Endeksi	133
Şekil 38: KFE ve Bölgesel Gelişmeler	134
Şekil 39: Altın/Ons Fiyat Grafiği	136
Şekil 40: Brent Petrol Fiyat Grafiği	137
Şekil 41: Bakır Fiyat Grafiği	138
Şekil 42: Döviz Kuru	140
Şekil 43: Nüfus Piramidi, 2016	150
Şekil 44: Türkiye Nüfusu, 2013-2075	151
Şekil 45: Kentleşme Oranı	153
Şekil 46: 2016 Yılında İkamet İzni Alan Yabancılar İlk On Ülke	155
Şekil 47: Gelecek Yatırım ve Gelişme Beklentileri (Investment and Development Prospects)	158

Şekil 48: Şehirlerin Yeni Dünya Düzeninde İstanbul	159
Şekil 49: Hanehalkı Tiplerine Göre Hanehalkı Oranı, 2014-2016	161
Şekil 50: En Önemli 10 Risk Alanı- Şehirlere Göre, 2015	162
Şekil 51: 3. Havalimanı	165
Şekil 52: Dünyanın En Hızlı Büyüyen Havayolu Aktarma Merkezi, Hava Taşımacılığı Yolcu Sayısı Büyümesi, 2008-2014, İlk 10 Şehir	167
Şekil 53: İstanbul Finans Merkezi	168
Şekil 54: Kanal İstanbul Projesi	170
Şekil 55: Mevsim Etkilerinden Arındırılmış Sektörel Güven Endeksleri, Ekim 2017	173
Şekil 56: Sertifikaya Konu Bağımsız Bölümler	197
Şekil 57: Sertifika İhraç Süreci	199

GRAFİKLER LİSTESİ

	<u>Sayfa No</u>
Grafik 1. Küresel Büyüme Beklentileri (%)	55
Grafik 2. Tüketici Fiyat Endeksi- Yıllık Değişim Oranı (%)	86
Grafik 3. Türkiye ve İstanbul Konut Satış Sayıları- Bin Adet	114
Grafik 4. Türkiye Konut Satış Sayıları- Bin Adet	115
Grafik 5. Türkiye ve Üç Büyük İl Konut Fiyat Endeksi Yıllık Değişim %- (Nominal Fiyat Değişimi)	126
Grafik 6. Yıllara Göre Düzensiz Göçmen Sayısı	154
Grafik 7. Yıllara Göre İkamet İzni Alan Yabancı Sayısı	156
Grafik 8. PMVR3 Sertifika İşlem Fiyatı	204

KISALTMALAR LİSTESİ

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
a.g.e.	: Adı Geçen Eser
a.g.m.	: Adı Geçen Makale
A.Ş.	: Anonim Şirket
BOJ	: Japonya Merkez Bankası (Bank of Japan)
BIST	: Borsa İstanbul
İİBS	: Devlet İç Borçlanma Senedi
ECB	: Avrupa Merkez Bankası (European Central Bank)
FED	: Amerika Merkez Bankası (Federal Reserve)
FHFA	: Federal Konut Finansman Ajansı (Federal Housing Finance Agency)
FIG	: Uluslararası Haritacılar Federasyonu (International Federation of Surveyors)
GMS	: Gayrimenkul Sertifikası
GSYH	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
GYO	: Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları
GYODER	: Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Derneği
ILO	: Uluslararası Çalışma Örgütü (International Labour Organization)
IMF	: Uluslararası Para Fonu (International Money Fund)
IMO	: Türk Mühendis ve Mimar Odaları Birliği İnşaat Mühendisleri Odası
IVSC	: Uluslararası Değerleme Standartları Komitesi (International Valuation Standards Council)
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
JLL	: Jones Lang Lasalle Gayrimenkul Hizmetleri Ticaret A.Ş. (Jones Lang Lasalle)
KAP	: Kamuyu Aydınlatma Platformu
MKK	: Merkezi Kayıt Kuruluşu
MOVE	: MOVE Endeksi (Merrill Option Volatility Expectations Index)
OECD	: Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü (Organisation for Economic Cooperation and Development)
OPEC	: Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü (Organisation of Petroleum Exporting Countries)
PPK	: Para Politikası Kurulu

PMVR3	: Park Maveria 3
PWC	: Price Waterhouse Coopers
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
SPKn	: Sermaye Piyasası Kanunu
T.C.	: Türkiye Cumhuriyeti
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TL	: Türk Lirası
TMB	: Türkiye Mütcaahhitler Birliği
TMK	: Türk Medeni Kanunu
TOKİ	: Toplu Konut İdaresi
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
TÜFE	: Tüketici Fiyatları Endeksi
TÜİK	: Türkiye İstatistik Kurumu
USD	: ABD Doları
ÜFE	: Üretici Fiyat Endeksi
VUK	: Vergi Usul Kanunu
VIX	: Volatilite Endeksi (Chicago Board Options Exchange Volatility)
WB	: Dünya Bankası (World Bank)
Yİ-ÜFE	: Yurt İçi Üretici Fiyat Endeksi

GİRİŞ

2008 yılında Amerika Birleşik Devletleri'nden (ABD) başlayarak tüm dünyaya yayılan ve bir anda tüm dünyanın finansal anlamda işleyen sisteminin sekteye uğramasına sebebiyet veren küresel finansal krizin temelinde, konut sektörünün yaşamış olduğu sorunlar bulunmaktadır. "Mortgage krizi" olarak da bilinen küresel finansal kriz, ABD başta olmak üzere birçok ülkede konut sektörünün temelinde diğer birçok üretim ve hizmet sektörünün iflas noktasına gelmesine sebebiyet vermiştir. Ödeme garantisinin belli olmadığı ve sadece konut sektörünün büyümesine odaklı hareket eden kredi sisteminin finansal geri dönüşünün söz konusu olmaması gayrimenkul sektörü temelinde yaşanan bir krizin, bir anda, bir küresel finansal krize dönüşmesine sebep olmuştur.

Şüphesiz, gayrimenkul sektörü dünya genelinde belki de en büyük ölçekli ve en uzun soluklu yatırımların yapıldığı alandır. Buna istinaden de sektörün dünya genelinde büyümesi adına şartlar zaman içerisinde olgunlaşmıştır. Küresel finansal krizin izlerinin yeni olduğu dönemde dahi özellikle Doğu Avrupa ve Asya bölgelerindeki devamlılığı olan yatırımlar sektörün ne şekilde hayatta kalmayı başarabildiğini de göstermektedir. Bunun da ötesinde, fiyatlar seviyesinde değişiklikler söz konusu olsa da sürekli olarak, farklı noktalardan alıcıların bu gayrimenkul ürünlerine olan ilgisinin varlığı sektörü canlı tutmaktadır.

Bu vesile ile son yıllarda artan küresel ivmesi göz önünde bulundurulduğu süre zarfında gayrimenkulün yatırım aracı olma fonksiyonunun geliştiği görülmektedir. Diğer birçok yatırım aracının, mevcut küresel finansal koşullar altında dalgalanmalar yaşaması ve ciddi iflas riskleri taşıması ile birlikte yatırımcılar, kapasitelerine bakılmaksızın kendilerini güvenebilecekleri bir yatırım aracına yönlendirmektedirler. Bu noktada da gayrimenkul, halen yatırım ve yatırımların geri dönüşü konusunda sorunları olmasına karşın yatırımcılar için öncelikli bir noktadadır. Bu durumda, gayrimenkulün yatırım aracı olarak sağlamlığının ve ne denli uzun süre zarfında yatırımcısına kar getirirse getirsin bir güven ortamı oluşturmalarının büyük bir etkisi olduğu görülmektedir.

Küresel finansal krizlerin dönemsel aralıklarının kısalması ve ülkeler arasındaki siyasi çekişmeler, özellikle emtia fiyatları ve döviz piyasaları üzerinde olumsuz etkiler

yaratmakta ve ülke ekonomilerine ciddi zararlar vermektedir. Bu açıdan gayrimenkul de yaşanan bu sorunlardan etkileniyor olsa da etkisinin üretim açısından çok olmaması, genellikle satış süre zarfında sorunların yaşanması yine de gayrimenkulün daha mantıklı ve daha garantisi olan bir yatırım aracına dönüşmesine yardımcı olmuştur.

Gayrimenkulün sahip olduğu bu garanti, sürekli artan dünya nüfusu ve özellikle de konut ihtiyacının varlığı ile kendisini belli etmektedir. Diğer yatırım araçlarındaki hassasiyetin süreklilik arz etmesi, ancak gayrimenkul satın alma konusunda yatırımcıların daha fazla isteğinin olması sektörün diğerlerine göre daha aktif olarak işlemesine yol açmıştır. 2008 yılında yaşanan küresel ölçekli krize karşı sektör 2010 yılı itibari ile dünya genelinde toparlanmış ve faaliyetlerine devam etmiştir. Bunda, yatırım amaçlı olmasa da barınma ve iş hayatını sürdürme konusunda yatırımcıların var olan sürekli isteklerinin göz ardı edilmeyecek bir etkisi bulunmaktadır. Özetle, gayrimenkul diğer yatırım araçlarından başka bir amaca daha hizmet edebilme fonksiyonuyla farklılaşmaktadır.

Türkiye bu açıdan dünya genelinde lider ülkelerden biri olarak gözükmektedir. Son yıllarda sadece ülke içerisinde değil, ülke dışındaki farklı noktalarda da gayrimenkul sektörünün farklı alanlarında hizmet veren Türk yatırımcılar hem ülke ekonomisine katkı sağlamak hem de sektörde güçlü bir yer edinmeye çalışmaktadırlar.

İç pazar özelinde bakıldığında süre zarfında Türk gayrimenkul sektörü son 10 yıllık zaman dilimini son derece hareketli geçirmiştir. İnşaat sektörünün makroekonomi açısından büyük bir öneme haiz olması da ekonomi için yarattığı çarpan etkisinden kaynaklanmaktadır. İnşaat sektörü kendisi de dahil olmak üzere 250’ den fazla alt sektörü harekete geçirerek ülke büyümesinde çarpan etkisi oluşturmakta ve istihdam açısından büyük destek sağlamaktadır. Bu çarpan etkisinin ne denli önemli olduğu yukarıda bahsi geçen başta ABD’ de başlayıp diğer ülkelere sıçrayan finansal krizde tecrübe edilmiştir. İnşaat sektör bileşenleri makro ve mikro gelişmelerden önemli ölçüde etkilenmektedir. Buradan hareketle makro ve mikro gelişmelerin inşaat sektörüne yansımalarının kısa vadede görüleceği söylenebilir. Özellikle makro ve mikro gelişmelerde eğilimlerin ne

yöne kaydığı tespit edildiğinde bu tespitlerin inşaat sektörü içinde bir gösterge olduğu kabul edilebilir. Özetle, makro ve mikro göstergelerin doğru analizi aynı zamanda inşaat sektörü için de önceden bir uyarı mekanizması olabilmektedir. Bu noktada örnek olarak; konut talebinde yaşanan bir azalmanın tüketici güven endeksinde azalma veya konut faiz oranlarında yaşanan bir artışın sonucunda ortaya çıkan bir durumdan kaynaklanmış olabileceği ifade edilebilir. Özetle inşaat sektörü ile ülke makroekonomik dinamikleri arasında yüksek korelasyonlu bir sebep-sonuç ilişkisi bulunmaktadır.

İstanbul başta olmak üzere Türkiye’de büyük şehirler ve kırsaldaki yerleşim yerlerinde ivmesi artan toplu konut girişimleri, sektörün büyümesinde büyük bir öneme sahiptir. Bunun da ötesinde, Türkiye’nin hızlı bir şekilde artan nüfusuna paralel olarak hem barınma hem de yatırım işlevine sahip olan gayrimenkul sektöründeki büyüme Türkiye’nin 2008 sonrasında, bu sektörde etkin faaliyet yürüten ülkelerden biri olmasını sağlamıştır. Bu noktada Türk yatırımcısının, gayrimenkule olan bakış açısındaki olumlu noktaların varlığı da sektöre büyük bir katkı sağlamaktadır.

Bu şekilde Türkiye’de gayrimenkul etkin ve değerli bir yatırım aracı olarak görülmekle birlikte sektörün yaklaşık üç yıllık süre zarfı içerisinde yaşamış olduğu daralma, geleceğe dair bazı endişeleri de beraberinde getirmiştir. Halen kiralık ve satılık arsa, konut ve ticari ünite konusunda üretim fazlasına sahip olan Türkiye’nin bu noktadaki genel beklentisi, yine 10 yıllık süre zarfında, Körfez ülkeleri başta olmak üzere, dünyanın farklı yerlerinden ülkeye yatırım amaçlı gelen yabancı varlığının sürdürülebilmesidir. Bu açıdan bakıldığında ise Türkiye’de gayrimenkul, halen yerli ve yabancı yatırımcılar için önemli bir yatırım aracı olmaktadır.

Bu tez, gayrimenkulün bir yatırım aracı olarak konumunun sorgulanması ile birlikte bu yatırım fonksiyonunun etkililiğini Türkiye örneği temelinde sorgulamaktadır. Buna istinaden de tezin birinci bölümünde gayrimenkul kavramının genel çerçevesine, gayrimenkul sektörünün genel yapısına ve Türkiye’de hukuki olarak gayrimenkul sektörünün sistemsel işleyişine değinilmektedir.

Gayrimenkul sektörü çarpan etkisiyle ekonomide lokomotif sektör görevini halen muhafaza etmektedir. Bu nedenle sektörün doğru analizini yapabilmek için makroekonomik eğilimleri ve duyarlılıkları incelemek daha doğru bir sektör analizi yapılmasına imkan verecektir. Bu kapsamda tezin ikinci bölümünde, konu küresel bazda ele alınarak gelişmiş ülke ve gelişmekte olan ülkeler ekonomik verileri incelenmektedir. Yakın geçmişte ve mevcut süreçte gayrimenkul sektörünün büyüklüğü, küresel ekonomiler içerisindeki yeri, bu ekonomilere olan etkisi, gayrimenkul pazarının geleceğine dair öngörüler ve yine Türkiye özelinde gayrimenkul pazarının kısa zaman zarfı öncesinden bugüne dek geçen süreçte, finansal anlamda hangi noktaya geldiğine dair değerlendirmeler yer almaktadır.

Üçüncü bölümde ise konu büyük ölçüde Türkiye özeline indirgenmekte, gayrimenkul piyasasının belirleyici unsurları ele alınmakta ve Türkiye’de gayrimenkulün bir yatırım aracı olarak görülmesine yardımcı olan unsurlara yer verilmektedir. Özellikle, inşaat sektörünü tetikleyen dinamiklerin varlığı ile önümüzdeki dönemlerde sektörün geleceğinin nasıl şekilleneceği açıklanmıştır. Ayrıca Türkiye’deki diğer birçok yatırım aracı karşısında gayrimenkulün durumu bu bölümde incelenmekte ve gayrimenkulün neden bir yatırım aracı kabul edilebileceği somut verilerle analiz edilmektedir.

Gayrimenkulün bu denli etkin bir yatırım aracına dönüşmesi ile birlikte sektörün sermaye piyasası alanında da yatırımcıya sunulması hususu zaman içinde ön plana çıkmıştır. Özellikle Türk sermaye piyasalarının bu anlamda yetersiz kaldığı ve gayrimenkule yatırımın yalnızca belli bir bütçeye sahip olan kesimler tarafından yatırım yapılabilir bir sektör haline dönüştüğü görülmektedir. Sektörde faaliyet gösteren firmalara bakıldığında ise yeterli finansman kaynağına ulaşma sıkıntısı firmaların yeni bir kaynak arayışı içerisinde girmelerine sebep olmuştur. Özellikle Kentsel Dönüşüm projelerini üstlenen yüklenicilerin proje başlangıcında bir ön finansman sağlaması, projelerin tamamlanması ve hak sahiplerine zamanında teslim edilmesi bakımından önem teşkil etmeye başlamıştır. Bu bağlamda gayrimenkul sertifikalarının bu arayışlar sonucunda ortaya çıktığını görmekteyiz. Piyasa mekanizmasına dayalı bu konut finansmanı, gayrimenkul sektörü varlıklarını menkul kıymetleştirerek her gelir grubunun

yatırım yapabileceği bir alan haline dönüşmesini sağlamıştır. Sermaye piyasalarında tekrar aktifleştirilen ve organize bir piyasa olan Borsa’da işlem göreceğ olan gayrimenkul sertifikaları dördüncü ve son bölümde incelenmektedir. Bu bölümde yeniden uygulamaya konulan gayrimenkul sertifikalarının oluşumu ve yeni tebliğlerle oluşturulan yasal zemin açıklanarak gerek ekonomiye gerek gayrimenkul sektörüne sağlayacağı faydalar ve taşıdığı riskler tartışılmıştır. Bununla birlikte ilk sertifika ihracı olan Park Mavera III projesinin SWOT analiziyle şu anki durumu incelenerek, proje özelinde güçlü yönler ve fırsatlar değerlendirilmekte ve tehditler ve zayıf yönler bakımından bilgiler sunulmaktadır. Bu bilgiler ışığında; sertifikaların sermaye piyasalarında uygulamasının devamının sağlanması amacıyla ne gibi geliştirmeler yapılabileceği, yatırımcıların korunması kapsamında ne tür önlemlerin alınabileceği ve yatırımcıların ilgisinin canlı tutulması kapsamında ne tür iyileştirmeler yapılabileceğine dair bulgulara yer verilmiştir.

I. BÖLÜM

GAYRİMENKULE DAİR TANIMLAMALAR VE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜNE GENEL BAKIŞ

1.1. Hukuk Sisteminde Düzenlenen Haklar

Toplum hayatının düzeni çeşitli kanunlarla sağlanmaktadır ve sistemli bir işleyişe dayandırılmıştır. Bu düzen içerisinde kişilere kanunlarla, yasal düzenlemelerle koruma altına alınan çeşitli haklar tanınmaktadır. Sahip olunan bu haklar kişilere belirli sınırlar çerçevesinde yetkiler sunmaktadır. Bu doğrultuda hak, kişilere hukuk sisteminin sağladığı ve kanunlarla koruma altına alınmış yetkiler olarak tanımlanabilir.¹ Hukuk sisteminin düzenlemelerle koruma altına aldığı çeşitli haklar bulunmaktadır. Bu haklara örnek olarak; alacak hakkı, kişilik hakları, fikir ve sanat eserleri üzerindeki haklar ve mülkiyet hakkı verilebilir.²

1.1.1. Mülk ve Mülkiyet Kavramı

“Mülk” kavramı hukuki bir kavramdır. Mülkün sahibi olan kişi ise, sahip olduğu mülkün sağladığı bütün faydalara da sahip olmaktadır. Aksine düzenlemeler olmadığı takdirde mülk sahibi mülkün sağladığı menfaatlerin ve kazançların her birinde hak iddia edebilmektedir. Özel mülkiyet hakları mülk sahibinin tasarrufunda bulunmaktadır. Böylece kişi özel mülkiyet hakkı ile mülk sahipliğinin getirdiği belirli bir menfaate veya menfaatleri edinmeye sahip olmaktadır.³ Uluslararası Değerleme Standartları Komitesi (IVSC) tarafından yapılan değerlendirmeye göre mülk türleri dörde ayrılmaktadır. Bunlar; taşınmaz mülk, kişisel mülkiyet, şirketler ve finansal haklardır.⁴

¹ Galip ESMER, **Mevzuatımızda Gayrimenkul Hükümleri ve Tapu Sicili**, No:2, Ankara: Tapu Kadastro Vakfı Yayınları, 1998, s.55.

² Şükrü KIZILOĞLU ve Diğerleri, **Gayrimenkul Rehberi**, Güncellenmiş 10. Baskı, Ankara: Yaklaşım Yayıncılık, 2013, s.37.

³ Z. Ergun TÜREOĞLU, **Konut Finansmanı Sisteminde Taşınmaz (Gayrimenkul) Değerlemesi**, Yayın No: 211, Ankara: Girişim Matbaacılık, 2009, s.13.

⁴ International Valuation Standards Council, **Uluslararası Değerleme Standartları**, 1 Mayıs 2006, <http://www.dud.org.tr/images/pdf/degerleme-standartlari-tebliği.pdf>, (19/03/2016), s.5.

Mülkiyet kavramı Arapça kökenli “mulk” kelimesinden türemiştir. Mulk, bir şeyin tasarrufunun veya zaptının hüküm ile sağlanması manasındadır. Mülk kelimesi Arapça ’da m-l-k kökünden gelmektedir ve m-l-k kökünden gelen kelimelerin Arapça’ da güç, kuvvet, iktidar anlamlarına sahip olduğu bilinmektedir. Bu tanıma dayanarak, mülkiyet kelimesinin de egemenlik, hakimiyet kavramlarıyla ilişkilendirdiğini söylemek mümkündür.⁵

Mülkiyet, bir malı kullanma, faydalanma ve tüketme de dahil olmak üzere o malın her anlamda istenildiği gibi kullanılma yetkisini sağlayan, sınırsız bir ayni hak olarak kabul edilmektedir. Eğer bir malın bir yerden bir yere taşınması, nakli imkansızsa ve olduğu yerde sabit durumda bulunuyorsa bu husus ise gayrimenkul mülkiyeti kapsamında değerlendirilmektedir.⁶

Türk hukuk sisteminde, menkul ve gayrimenkul varlıklara ilişkin haklar, farklı yasal hükümlerle düzenlenmiştir. Bu husustaki temel gayrimenkulün ve menkulün sosyal alanda farklı fonksiyonlara sahip olmasıdır. Bu fonksiyonlar varlığın niteliğine ve ekonomik anlamdaki değerine göre çeşitlilik göstermektedir. Gayrimenkul fiziksel bir varlık olmasına rağmen, gayrimenkul mülkiyeti hukuki bir kavramdır. Bu farklılığın net bir şekilde ayrıştırılabilmesi amacıyla gayrimenkul mülkiyeti aynı zamanda taşınmaz mülkiyeti olarak tanımlanmaktadır. Gayrimenkul hariç tutulmak üzere herhangi bir mülk üzerinde bulunan bir hakkın mülkiyeti ise kişisel bir mülkiyet olarak ayrı bir sınıflandırmaya tabi tutulmaktadır.⁷

Yukarıda da ifade edildiği üzere, taşınmaz mülkiyeti bir gayrimenkul üzerindeki hak olarak tanımlanmaktadır. Bu haklar kira sözleşmesi veya tapu senetleri gibi kıymetli evraklar üzerine kaydedilmektedir. Mülkiyet, gayrimenkulden ayrı bir hukuki maddi bir

⁵ Adnan GÜRİZ, **Teorik Açıdan Mülkiyet Sorunu**, No:253, Ankara: Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Yayınları, 1969, s.11.

⁶ Necip BİLGE, **Hukuk Başlangıcı**, 6. Baskı, Ankara, 1987, s.207-208 Aktaran: Saim TUĞRUL, **Kamu Hukuku Açısından Mülkiyet Hakkı ve Sınırlandırılması**, İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Basılmamış Yüksek Lisans Tezi, 2003, s. 2.

⁷ TÜREOĞLU, **a.g.e**, s.13.

varlığı ifade etmektedir ve gayrimenkulün sahibine sağladığı tüm menfaat ve yararlanma unsurlarını kapsamaktadır.⁸

Taşınmaz mülkiyeti dünya refahının önemli bir kısmını temsil etmektedir. Bu bağlamda diğer mülkiyet çeşitleri içerisinde sayılabilecek olan kişisel mülkiyet, şirketler ve finansal haklardan farklı olarak ayrıca bir öneme haizdir. Buradan hareketle küresel refah ve finans piyasalarının varlığı için de ayrıca bir önem teşkil ettiği kabul edilmektedir.⁹ Bu çalışmada, konu kapsamı gereği eşya adı altında sınıflandırılmış olan gayrimenkuller ve menkuller içerisinde yalnızca gayrimenkuller kavramı ele alınacaktır.

1.2. Gayrimenkul Kavramının Tanımı

İnsanoğlunun yerleşik düzene geçişi ile kabul etmek durumunda kalmış olduğu bir yaşam alanı inşa etme ve kendisi ile birlikte yaşayan herkesi bir arada tutmasını sağlayacak olan alanı yaratma arzusu giderek modernleşen hayat ile birlikte sistematik bir hal almıştır. Bu sistematik durumun içerisinde ortaya çıkan gayrimenkul kavramı aslında elde var olan yaşam alanının dışında, yatırım ya da gelir amaçlı olarak sahiplenilen alana da vurgu yapmaktadır.

Dünya üzerinde bulunan, ekonomik bir değere sahip olan ve sahibine ekonomik anlamda bir fayda sağlayan malların tümüne gayrimenkul/menkul denmektedir. Bu bağlamda bir varlığın taşınabilir veya taşınmaz olmasının bir varlığın gayrimenkul veya menkul kapsamına dahil edilmesindeki en büyük unsur olduğu kabul edilmektedir.

Buradan hareketle, menkul kavramının en temel unsurunun taşınır olması olduğu söylenebilir. Buna göre menkul bir yerden bir yere transferi mümkün olan, yer değiştirebilen, sabit bir şekilde bulunduğu ortamda durmak zorunda olmayan varlıkların tümüne verilen addır. Menkul mallara örnek olarak, otomobil, eşya, araç- gereç gibi çeşitli amaçlar için kullanılan ve yeryüzünde fiziki bir varlığa sahip olan mallar örnek

⁸ International Valuation Standards Council, Uluslararası Değerleme Standartları, 1 Mayıs 2006, <http://www.dud.org.tr/images/pdf/degerleme-standartlari-tebliği.pdf>, (19/03/2016), s.24.

⁹ International Valuation Standards Council, Uluslararası Değerleme Standartları, 1 Mayıs 2006, <http://www.dud.org.tr/images/pdf/degerleme-standartlari-tebliği.pdf>, (19/03/2016), s.24.

verilebilir. Bununla birlikte bir varlığın menkul kabul edilebilmesi için yeryüzünde fiziki bir alanda var olması zorunluğu bulunmamaktadır. Özellikle kaydi olarak elektronik ortamda bulunan tüm varlıklar ve bu varlıklara ait haklar da bu kapsama dahil olmaktadır. Menkul mala ait tüm haklar, fikri mülkiyet hakları, kullanma ve faydalanma hakları, ekonomik anlamda bir tasarruf sağlayan tüm haklar, özetle devrolunabilen ve nakdi olarak değerlendirilebilen her türlü fayda da menkul mal kapsamında incelenmektedir.

Gayrimenkul ise bir yerden bir yere transferi mümkün olmayan varlıkların tümüne verilen addır. Gayrimenkul kapsamı içine tanımdan da anlaşılacağı üzere taşınması mümkün olmayan, doğal kaynaklar üretim faktörü içine dahil edilen arsa, arazi, toprak gibi unsurlarla birlikte insan eliyle yer üstünde inşa edilmiş fiziki değerler kapsamına alınabilecek bağımsız ünite veya bağımsız bölüm olarak da değerlendirebilen konut veya ticari ünitelerin (ofis, otel, alışveriş merkezi vb.) de dahil edilebilmesi mümkün olmaktadır.

Türkiye’de gayrimenkul kelimesine eş olarak taşınmaz, emlak, bağımsız ünite veya bağımsız bölüm kavramlarının da yaygın olarak kullanıldığı gözlenmektedir. Ayrıca Eşya Hukuku’nda “gayrimenkul” kavramı “taşınmaz” kavramı olarak yerini bulmaktadır.

Gayrimenkul, bireylerin ya da kurumların sahip oldukları gerek yaşam alanı oluşturmak amacıyla gerekse de yatırım sebebiyle sahip oldukları taşınmaz mal olarak nitelendirilmektedir. Gayrimenkul bu sebeplerle hukuki anlamda bir sermaye niteliğine haiz olmaktadır.¹⁰

Sahip olduğu genel nitelikleri ve tanımlama dâhilinde gayrimenkul içerisine birçok farklı unsur da dâhil edilebilmektedir. Buna göre gayrimenkul, ağaçlar gibi doğal unsurları ve madenler gibi finansal yönü bulunan, arazinin altında ya da üstünde bulunan tüm öğeleri içerisine almaktadır.¹¹ Bu şekilde gayrimenkulün içerisine, toprak parçası

¹⁰ M. İlker PARASIZ, **İktisadın ABC’si**, 1. Baskı, Bursa: Ezgi Kitapevi Yayını, 2015, s.11.

¹¹ Fatih KAYA, **Gayrimenkul Değerlemeleri ve Değerlemelerin Vergi Üzerindeki Etkileri**, İstanbul: İstanbul Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, 2011, s.5.

üzerinde bulunan fiziki bir varlığa sahip belirli sınırlar kapsamında olan her şey dahil edilebilmektedir.

Zaman içerisinde gayrimenkul, insan eli ile kavramsal olarak geliştirilebilmekte ve kapsamına birbirinden farklı unsurlar kanunlar dâhilinde eklenebilmektedir. Böylelikle de gayrimenkule dair algıda değişiklik söz konusu olmaktadır. Bu durumun ortaya çıkışında, konuya dair hukuki yapılanmalardaki değişimlerin büyük etkisi bulunmaktadır.

Gayrimenkul içerisinde arazi ile birlikte üzerinde yer alan binalar fiziksel olarak bir arada değerlendirilmektedir ve birbirlerinin ayrılmaz birer parçası olarak tanımlanmaktadır. Gayrimenkul sabit ve somut olarak ele alınan bir kavramdır ve bununla birlikte, insanların araziye eklemiş oldukları tüm yapay öğeler de gayrimenkulün kapsamı içerisine girmektedir.¹²

Sadece kanunlar bazında değil, içerisinde önemli bir yer teşkil ettiği ekonomi açısından bakıldığında da gayrimenkul “dayanıklı mal” şeklinde değerlendirilmektedir. Böylelikle sermaye açısından hem ekonomik faydası olan hem de hukuki nitelik kazanan gayrimenkul geniş ölçekli olarak koruma altına alınmaktadır.¹³

Söz konusu dayanıklılık, gayrimenkulün güvenilen bir yatırım aracı olma konusunda da yatırımcılara bir fikir vermekte ve finansal yapıları ölçüsünde gayrimenkul yatırımlarına yönelmelerine sebebiyet vermektedir. Bu yaklaşım, dünya genelinde, gelişmiş ve gelişmekte olan ülke vatandaşları açısından, gelecek odaklı stratejilerin geliştirilmesi süre zarfında ön planda tutulmakta, diğer yatırım araçlarına göre gayrimenkulü bir nebze olsun ön plana çıkarmaktadır. Gayrimenkul geniş kapsamlı olarak düşünüldüğünde kalkınmanın da önemli bir kısmını temsil etmektedir.

¹² Appraisal Institute, **Gayrimenkul Değerlemesi**, Erbil TÖRE (çev.), İstanbul: İstanbul Üniversitesi Yayını, 2004, s.7.

¹³ Serdar AYTEKİN, “Gayrimenkul Kavramı ve Gayrimenkullerin Kiralanmasında KDV Uygulaması”, **Mali Çözüm Dergisi**, Sayı: 80, 2007, s. 208.

1.3. Gayrimenkul Türleri

Her ne kadar gayrimenkul genel olarak kabul edilen ve kullanılan bir kavram olsa da içeriğinde birbirinden farklı gayrimenkul türleri yer almaktadır. Hem insanların hem işletmelerin hem de kanunların gelişimleri ile birlikte gayrimenkul tanımlaması değişirken, öte yandan da gayrimenkul içerisinde yer alan türlerin değişikliğe uğradıkları görülmüştür. Bu kanuni düzenlemelerde bir alanın ne şekilde gayrimenkul sayılıp sayılamayacağı hususunda detaylara yer verilirken alım-satım ve devir gibi konulara dair de sektörün işlemlerinin kolaylaştırılması adına birçok farklı detaya yer verilmiştir.

Kullanım şekilleri, sahip olunma durumlarına veya herhangi bir uygulama görüp görmeme durumları göz önünde bulundurulduğu süre zarfında gayrimenkulleri arsa, arazi ve bina olmak üzere üç temel başlık altında incelemek mümkündür:

- **Arsa:** Arsa temel olarak gerçek ve tüzel kişiler tarafından sahip olunan, sınırları içinde bir tasarrufta bulunma amaçlı elde tutulan veya yatırım amaçlı kullanılmak üzere edinilen, üzerinde belediyelerce veya yetkili kamu kurum veya kuruluşları tarafından uygulama gerçekleştirilmiş, altyapısı tamamlanmış veya parsel parsel bölünerek tapu defterlerinde kaydı bulunan parseller olarak tanımlanmaktadır. Arsaların en önemli özelliklerinden biri de zaman içerisinde değerlendirilerek üzerinde bir tasarrufta bulunmadan da bir gelir aracı haline gelmesinin mümkün olmasıdır.

- **Arazi:** Arazi en temel tanımı ile herhangi bir uygulama görmemiş, imar planı bulunmayan, yeryüzünde bulunan tüm toprak parçaları ve doğal kaynak olarak tanımlanmaktadır. Üzerinde kendine has doğal kaynakları da bulundurmaktadır. Genellikle bireyler veya kurumlar tarafından sahip olunmayan devlet hazinesi içerisinde yer alan arazilerin üzerinde herhangi bir altyapı yapılmamış veya imar planı gibi herhangi bir uygulama gerçekleştirilmemiştir. Bununla birlikte arazilerin bireylerin veya kurumların elinde bulunma durumu da mümkün olmaktadır. Bu duruma tarım amaçlı kullanılmakta olan araziler örnek verilebilir. Araziler zaman içerisinde yetkili kurumlar tarafından yapılan uygulamalar sonucu bir getiri aracına dönüşme potansiyeline sahiptir.

Böylece araziler üzerinden kar elde edilebilecek bir varlığa dönüşebilirler ve bir gelir kaynağı oluşturabilirler.

Uluslararası Haritacılar Federasyonu (FIG) tarafından yapılan tanıma göre arazi; su, toprak, kayalar, mineraller ve hidrokarbonlar altında veya üzerinde ve üstünde hava ile birlikte yerküre yüzeyinin bir alanıdır. Su ile kaplı alanlar ve denizler de dahil olmak üzere, yeryüzünün sabit bir alanı veya noktası ile ilgili bütün şeyleri kapsar.¹⁴ Tapu Sicili Tüzüğü 9. Maddesi'ne göre arazi, sınırları hukuki ve geometrik yöntemlerle belirlenmiş kara parçasıdır.¹⁵

- **Bina:** Bina bir arsa üzerinde inşası gerçekleştirilmiş olan üzerinde konut, ticari amaçlı dükkanların veya iş amaçlı konuşlandırılmış ofislerin olduğu yapı bütününe denmektedir. Binalar bulundukları bölgenin çeşitli şartları, yasal kısıtlamaları ve kanuni zorunluluklarına uyarak inşa edilmektedirler. Binalar diğer gayrimenkul türlerine göre daha fonksiyonel bir yatırım aracı olarak kabul edilmekte gerek kira getiri potansiyelleri gerek değer artış kazancıyla sağladıkları kar ile birlikte kurumların ve bireylerin yatırımlarının odağında olmaya devam etmektedir.

Yukarıda sıralanan unsurların her biri gayrimenkul kavramının temelini oluşturmaktadır. Bunun ötesinde ise zaman içerisinde kanuni yapılanmaların oluşturduğu çeşitlilik ile birlikte kullanım alanlarının farklılaşması gayrimenkul unsurlarını değiştirmiş ve çeşitli gayrimenkul türlerinin ortaya çıkmasına sebep olmuştur. Temel gayrimenkul çeşitlerini ise şu şekilde sıralamak mümkündür:¹⁶

¹⁴ International Federation of Surveys, A Vision For A Future Cadatral System, Temmuz 1998, www.fig.net/commission7/.../cad2014_eng.rtf, (05/02/2016), s.14.

¹⁵ Tapu ve Kadastro Genel Müdürlüğü, Tapu Sicili Tüzüğü, 17 Ağustos 2013, <http://tkgm.gov.tr/tr/icerik/tapu-sicili-tuzugu>, (25/11/2014), s.3.

¹⁶ Aykan ÜRETEN, **Gayrimenkul Değerleme Yöntemleri ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında Değer Tespiti**, Ankara: Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, 2007, s.25-26.

- **Konut:** İnsanların barınmak ve korunmak amacıyla kullandıkları daire, rezidans, villa, müstakil ev gibi kırsal kesimlerde veya kentsel bölgelerde konumlandırılmış her türlü ev konut olarak ifade edilmektedir.¹⁷

- **Ticari Gayrimenkul:** İnsanların yaşam alanlarının dışında, yatırım yapmak ya da ticari bir işlem üzerinden kar etmek amacı ile aldıkları gayrimenkullerdir. Zaman içerisinde, tekil olsa bile içerisinde oturulan ev dahi ticari gayrimenkule dönüştürülebilir.¹⁸

- **Endüstriyel Gayrimenkul:** Belirli bir alanı ticari anlamda alım-satım ya da gelecek odaklı düşünce ile satın alma işlemini ifade etmektedir; söz konusu alanın üzerinde çeşitli sanayi yatırımlarının konuşlandırılmasını ifade eden gayrimenkul türüdür.¹⁹

- **Tarımsal Gayrimenkul:** Yoğun olarak istihdam yaratabilen ve gelir amacıyla kullanılan araziler tarımsal gayrimenkul olarak adlandırılmaktadır. Tarımsal gayrimenkullerin zaman içerisinde çeşitli ihtiyaçlar sebebiyle ticari, konut, özel amaçlı veya endüstriyel amaçlı olarak kullanılma durumları ortaya çıkabilir.²⁰

- **Özel Amaçlı Gayrimenkul:** Bu tip gayrimenkullerin özel bir kullanıma tahsis edilmeleri söz konusu olmakla birlikte piyasa içerisinde satın alınıp satılma durumları çok nadir olmaktadır. Bu tip gayrimenkullerin daha çok ibadet alanları, eğitim alanları, golf alanları olarak tahsis edildiği görülmektedir.²¹ Bu kapsamda özel amaçlı gayrimenkullerin herhangi bir getiri veya ticari beklenti amacıyla elde tutulan gayrimenkullerin dışında kalan gayrimenkuller olduğu ve bu tip gayrimenkullerin daha

¹⁷ Erol DEĞİRMENCİLER, **Kentsel Gelişim Sürecinde Türkiye’de Gayrimenkul Değerleme Sorunları ve Çözüm Önerileri**, Kocaeli: Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Basılmamış Yüksek Lisans Tezi, 2008, s.7.

¹⁸ A. Nur GÜNGÖR, **Yatırım Amaçlı Gayrimenkullerin Muhasebeleştirilmesi**, İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, 2011, s.9

¹⁹ ÜRETEN, **a.g.e.**, s.25.

²⁰ Serkan ERDOĞDU, **Gayrimenkul Değerlemesi**, İzmir: Ege Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, 2012, s.4.

²¹ Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu, **Gayrimenkul Değerleme Esasları**, 17 Şubat 2017, https://www.spl.com.tr/spl/cep/Specific/OEP/Upload/1014_Gayrimenkul%20Değerleme%20Esasları_2017-1.pdf, (21/02/2017), s.17.

çok sosyal hizmet kapsamında kullanılabilecek veya kamu yararına sunulabilecek yapı ve imalat işlerinin sürdürülebilmesi amacıyla kullanılmakta olduğu ifade edilebilir.

1.4. Türk Hukuku’nda Gayrimenkulün Yeri

1.4.1. Mevcut Anayasadaki Yeri

1982 tarihli Türkiye Cumhuriyeti (T.C.) Anayasası’nda kişinin temel hak ve ödevleri düzenlenmiştir ve Anayasa’ da kişinin temel hakları; sosyal, ekonomik ve siyasi olmak üzere üç ayrı bölüm halinde yer bulmuştur. Kişinin dokunulmazlığı, eğitim ve öğrenim hakkı, konut hakkı, düşünce ve kanaat hürriyeti, haberleşme hürriyeti yine T.C. Anayasası’nda yer bulan en önemli haklar arasındadır.

Türkiye’nin mevcut kullanımda olan anayasası ve 1982 yılında hazırlanmış olan bu metin, gayrimenkul kavramının yerine konut kavramını ön plana çıkarmış ve bu kavramı iki farklı açıdan ele almaktadır. Bunlardan ilki konut dokunulmazlığını düzenleyen Madde 21’dir. Genel toplumsal ahlakın sürekliliği olarak bireyin yaşam alanı olarak görülen konut, gerekli ve geçerli hukuki kararlar olmadıkça bireyin elinden alınamamaktadır.²²

Öte yandan 1982 Anayasası içerisinde Madde 57’de bireylerin konut hakları düzenlenmiştir. Buna göre devlet, bireylerin yaşamlarını sağlıklı bir şekilde devam ettirebilmelerini sağlamak adına konut inşasını gerçekleştirmek ya da teşvik etmek durumundadır.²³

1982 Anayasası’nda konut hususunda devletin görevi ile konutun genel fonksiyonunu değerlendirecek türden bir açıklamaya yer verilmiştir. Böylelikle de Türkiye’nin mevcut anayasasında konut, bireylerin sahip olması ya da bireylerin sahip olmasına çalışılması gereken bir kavram olarak ortaya çıkmaktadır. Bir başka açıdan

²² Yavuz SABUNCU, *Anayasaya Giriş Ek 1982 Anayasası*, Ankara: İmaj Yayıncılık, 2012, s.67.

²³ SABUNCU, a.g.e, s.67-68.

bakıldığı süre zarfında 1982 Anayasası konut ve vatandaşların konut edinimi hususunda devletin fonksiyonunu ön plana çıkarmıştır.

Özetle mevcut anayasada; gayrimenkul algısından ziyade, sosyal devlet ilkesine daha uygun bir şekilde, bireylerin öncelikle bir konut sahibi olması ya da yaşamlarını düzgün bir şekilde sürdürebilecekleri bir fırsatın sunulmasına vurgu yapılmaktadır. Konut edinimi konusunda bireylerin kendi çabaları ya da devlet desteği ile olacağı yönünde bir yaklaşım ortaya konmuş ve bunun üzerinden de gayrimenkul ediniminden ziyade temel barınma ihtiyacını karşılayacak olan bir alana sahip olunmasına vurgu yapılmıştır.

1.4.2. Türk Medeni Kanunu’nda Gayrimenkul

Gayrimenkul kavramıyla ilgili genel çerçevenin “taşınmaz” kavramıyla ilişkilendirilip Türk Medeni Kanunu’nda (TMK) detaylı bir şekilde incelenme alanına sahip olduğu görülmektedir. TMK’nın Eşya Hukuku kısmında taşınmaz ve taşınır kavramları ve bunların üzerinde kurulabilecek mülkiyetler, mülkiyetlerin kapsamı, içeriği, yine söz konusu malvarlıkları üzerinde kurulabilecek ayni haklar, zilyetlik kavramları genişçe yer bulmaktadır.

Ekonomik değeri olan malların sahip olduğu mutlak hakları Eşya Hukuku düzenlemektedir ve bu haklara istinaden şahıslar arasındaki ilişkileri düzenleyen kurallar bütünü Eşya Hukuku’nun alanına girmektedir.²⁴

TMK’nın Eşya Hukuku ile ilgili bölümleri gayrimenkul mevzuatı konusunda incelenecek esas kaynaklardan birini oluşturmaktadır ve TMK’nın Madde 683- 1030 arası hükümleri Eşya Hukuku’nu kapsamaktadır. Bu hükümler taşınır ve taşınmaz malları incelemektedir.

Hatemi, “Eşya Hukuku”nu bir hukuk dalı olarak şu şekilde tanımlamaktadır:

Eşya Hukuku, “mal”lar üzerindeki ayni hakları, ayni hakların doğuşunu ve sona erişini, özelliklerini, kapsamını ve türlerini, ayni hak sahiplerinin

²⁴ Safa REİSOĞLU, **Türk Eşya Hukuku**, 6. Baskı, Ankara: Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Yayınları, 1980, s.3.

*hakları aynı mal üzerinde ve komşu taşınmazlar üzerinde ise birbirleri ile ve aynı zamanda haklarını kullanırlarken çevreleri ile ilişkilerini düzenleyen, bu alanda aynı hakların sahipliği konusunda çıkan çekişmelerin çözülebilmesi için aynı hakların sahipliğinin tespiti amacı ile de kurallar koyan ve düzenlemeler yapan hukuk dalıdır.*²⁵

Eşya Hukuku bir Medeni Hukuk dalıdır ve sahip olunan varlıklar üzerindeki hakimiyetleri, bu hakimiyetliğin getirdiği hakları ve bu egemenlikler neticesinde kişiler arasındaki ilişkileri inceleyen hukuk dalıdır. Eşya Hukuku'nun temel konusu mülkiyet kavramından, sınırlı ayni haklardan, zilyetlikten ve tapu sicilinden oluşmaktadır. Ayni hak eşya üzerinde doğrudan doğruya hakimiyet sağlayan bir hak olarak ortaya çıkmaktadır. Ayni haklar mülkiyet hakkı ve sınırlı ayni haklar olarak iki ana dal altında incelenmektedir. Mülkiyet hakkı tam ayni haklar olarak da adlandırılmaktadır. Tapu sicilinin ise taşınmazlarda taşıdığı anlamı, taşınır mallarda zilyetlik taşımaktadır.

Bireylerin mülkiyet haklarına dair önemli vurguların yapılmış olduğu TMK, bireylerin bir gayrimenkul edindikleri süre zarfında, beraberinde elde etmiş oldukları hakları da kapsamaktadır. TMK'nın 704'üncü maddesinde gayrimenkul mülkiyetine dair kapsam alanı şu şekilde belirlenmiştir:

- Arazi,
- Tapu kütüğünde ayrı sayfaya kaydedilen bağımsız ve sürekli haklar,
- Kat mülkiyeti kayıtlarında yer alan bağımsız bölümler.²⁶

Bu şekilde TMK, bireysel anlamda edinilebilecek olan gayrimenkulün nasıl bir niteliğe sahip olacağını da göstermektedir. Detaylandırma, hangi varlığın gayrimenkul olarak görüleceğine ve bu vesile ile hangi sınırlara göre sahip olunabileceğine dairdir.

TMK içerisinde 718. maddede var olan ifade konuya dair detaylandırmayı açıklığa kavuşturmaktadır: “Arazi üzerindeki mülkiyet, kullanılmasında yarar olduğu

²⁵ Aybay HATEMİ, **Eşya Hukuku Dersleri**, No:2, İstanbul: Fakülteler Matbaası, 1981, s.3.

²⁶ Mevzuatı Geliştirme ve Yayın Genel Müdürlüğü, Türk Medeni Kanunu, 8 Aralık 2001, <http://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.4721.pdf>, (17/12/2014), s.8159.

ölçüde, üstündeki hava ve altındaki arz katmanlarını kapsar. Bu mülkiyet kapsamına, yasal sınırlamalar saklı kalmak üzere yapılar, bitkiler ve kaynaklar da girer.”²⁷

Bu detaylı açıklamaya bakıldığında, gayrimenkul sahipliği ile birlikte bireylerin aslında sahip oldukları alanın altında ve üstünde yer alan birçok unsurun da sahibi, buna istinaden de kanuni uygulamaların muhatabı olduğu görülmektedir. Böylelikle TMK’ da vatandaşların sahip oldukları gayrimenkul ile birlikte sorumluluk alanlarının genişlediğini, buna istinaden de haklarında da belirli oranda bir genişleme olduğunu görmek mümkündür. Elde var olan gayrimenkulün işgal etmiş olduğu alan tapu, vergi gibi birçok konuda yükümlülükler getirmekle birlikte aynı zamanda bireylere sahip oldukları alan üzerinde söz sahibi olmaları, çıkarlarına uygun olmayan kararlara karşı çıkmaları ve kendilerini zarara uğratacak bir uygulamayı reddetme imkânı sunmaktadır.

1.4.3. Türk Ticaret Kanunu’nda Gayrimenkul

Büyük ölçüde tüzel kişilerin sahip oldukları taşınmazların detaylandırılmış olduğu Türk Ticaret Kanunu (TTK), konuyu hukuki anlamda çeşitli kademelerde bulunan şirket kimliği temelinde ele almaktadır. Bu şekilde bireyler ile kurumlar arasında bir ayırım gerçekleştirilerek tarafların arasında gayrimenkul konusunda ne gibi bir ayırım yaşandığına dikkat çekilmektedir.

TTK’da gayrimenkul, kurumların sahip oldukları alanlar, binalar, daireler vb. gibi taşınmazlar üzerinden ele alınmaktadır. Fakat bu noktada belki de en önemli olan konu; kurumların sahip oldukları gayrimenkullerin değerlendirilmesi noktasında hukuki anlamda çok daha fazla zorlayıcı hükümlerin yer almasıdır. Buna göre kurumlar sahip oldukları gayrimenkulleri mutlak olarak beyan etmek, değer ölçümünü yaptırmak ve özellikle de halka açık birer işletme olmaları noktasında söz konusu gayrimenkullerin durumuna dair bilgi vermek durumundadırlar.²⁸

²⁷ KAYA, a.g.e, s.8.

²⁸ A.Bumin DOĞRUSÖZ, Öznur ONAT ve Funda TUNÇEL TÖRALP, **Gerekçe, Karşılaştırmalı Maddeler, Komisyon Raporları, Önergeler ve Karşılaştırmalı Tabloları ile Türk Ticaret Kanunu (Ticari İşletme, Ticaret Şirketleri Kıymetli Evrak Hükümleri)** Cilt: I, Ankara: TOBB Yayını, Temmuz 2011, s.49

TTK'nın 67. Maddesi, bu açıdan işletmelerin gayrimenkullerine dair zorunluluklarını ve bu noktada ne tür yaptırımlar ile karşılaşabileceklerini düzenleyerek onlara tebliğ etmektedir. Beyan, vergilendirme ve cezai yaptırıma tabi olmaları konusunda gerçek kişilere göre daha detaylı olarak incelenen kurumsal gayrimenkuller sürecin daha detaylı bir şekilde değerlendirilmesini zorunlu kılmaktadır.²⁹

Genele bakıldığında TTK son derece kapsayıcı hükümler içermekle birlikte bu hükümlerin her biri farklı konuları ele almakta, gayrimenkul konusuna ayrı bir başlık açmamakta, ancak işletmelerin bu konudaki sorumluluklarını maddeler içerisinde sıralamaktadır.

İşletmelerin taşınmazları konusundaki sorumlulukları tıpkı ticari işlemlerinde olduğu gibi yüksek ölçekli olmaktadır ve TTK içerisinde gayrimenkullerin sahipliği kadar kullanımı, işletilmesi, devredilmesi ve rehin edilmesi gibi belli başlı konular işletmelerin ticari sicilleri açısından denetlenmekte ve değerlendirilmektedir.

1.4.4. Vergi Hukuku'nda Gayrimenkul

Gayrimenkulün sahipliği sonucunda ortaya çıkan vergilendirme süreci de Türk kanuni sistemi içerisinde ayrı bir yerde ele alınmaktadır. Çeşitli vergi uygulamalarından daha geniş kapsamlı birçok noktası bulunan bu vergilendirme süreci, gayrimenkulün ülkedeki içeriği genişledikçe farklılıklar yaşamıştır. Çoğunlukla tüzel kişiler üzerinden değerlendirmeye tabii tutulan, bunun yanı sıra gerçek kişilerin de sahip oldukları gayrimenkullerin vergilendirilmesi söz konusudur ve bu noktada “Vergi Usul Kanunu” (VUK) ön plana çıkmaktadır.

Özellikle VUK' un 269. Maddesinde, gayrimenkullerin işletmeler açısından ne şekilde ele alınacağı ve asıl olarak hangi varlıkların gayrimenkul olarak değerlendirileceği ele alınmıştır. Buna göre :

- Gayrimenkullerin, şekli, içeriği, kullanımı vb. gibi detaylara,

²⁹ DOĞRUSÖZ, ONAT ve TUNÇEL TÖRALP, a.g.e, s.189.

- İşletmelerin ticari faaliyetlerinde kullanmış oldukları tesisat, araç ve gereçlere,
- İşletmelerin ticari faaliyetlerinde kullanmış oldukları, karada, havada ve denizdeki tüm taşıtlara,
- İşletmelerin sahip oldukları tüm gayri maddi haklara söz konusu kanun maddesi içerisinde yer verilmiştir.³⁰

Sıralanan söz konusu unsurlar, özellikle işletmeler için birer gayrimenkul niteliği taşımakta ve vergiye tabi olarak değerlendirilmektedirler. Bunun yanı sıra tüm bu unsurlar vergi usulüne dayanarak denetlenmektedir. Bu şekilde de işletmelerin tüzel kişi olarak gayrimenkul işlemleri daha dikkatli, daha baskın ve daha geniş çaplı olarak kontrol altında tutulmaktadır.

VUK içerisinde taşınmaz olarak sadece gayrimenkul statüsünde evler, binalar vb. değerlendirilmemektedir; bunun yanı sıra bir işletmenin sahip olduğu ve rant değeri bulunan, ilerleyen süre zarfında işletmeye çeşitli açılardan gelir getirmesi muhtemel olan tüm unsurlar gayrimenkul olarak nitelendirilmektedir. Taşıtlar bunların en başında gelenlerdir ve tıpkı barınma ya da işletme faaliyetlerinin yürütülmesine yardımcı olan gayrimenkul unsurları gibi işlem görmekte, değerlendirilmekte ve kontrol altında tutulmaktadır.³¹

1.4.5. Sermaye Piyasası Kanunu Açısından Gayrimenkul

1.4.5.1. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarıyla İlintili Hukuki Yapı

Türk mevzuatında gayrimenkul kavramını açıklayan ve düzenleyen birçok farklı hukuki yapı söz konusu olmakla birlikte, bunların dışında, özele inen ve farklı alanları

³⁰ AYTEKİN, **a.g.m.**, ss.209.

³¹ KAYA, **a.g.e.**, s.9.

değerlendiren hukuki yapılanmalar da söz konusudur. Bunlardan biri de sermaye piyasası mevzuatıdır.

Sermaye piyasası mevzuatı içerisinde de ön plana çıkan konu gayrimenkul yatırım ortaklıklarına (GYO) dair düzenlemelerdir. Türkiye’de son yıllarda hızla sayıları artan konut projeleri ile birlikte daha fazla ön plana çıkan GYO’lar, gayrimenkuller, gayrimenkul ile alakalı sermaye piyasası araçları, gayrimenkul projeleri, gayrimenkul ile alakalı haklar ve sermaye piyasası araçları üzerinde yatırım gerçekleştirebilen; belirli projeleri gerçekleştirmek adına ortaklıklar oluşturabilen ve kendilerine hukuki çerçevede hak tanınan şekillerde, farklı faaliyetler gerçekleştirebilen kurumlardır.³²

GYO’lar başka bir deyişle, yatırımcı birey ya da kurumlara gayrimenkul satışı ya da finansman konusunda destek sağlanması ile birlikte kaynakların belirli bir noktada konuşlandırılmasına imkân sunan finansal araçlar olarak değerlendirilebilir.

Söz konusu kuruluşların hukuki durumuna bakıldığında ise 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun (SPKn) 32. Maddesi uyarınca yatırım ortaklıkları “sermaye piyasasında faaliyetlerde bulunan kurumlar” olarak ele alınmışlardır. Bunun yanı sıra ilgili kanunun 35. Maddesinde yatırım ortaklıkları “sermaye piyasası unsurlarını, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenlere dair portföyü işletme amacını taşıyan anonim ortaklıklar” şeklinde nitelendirilmişlerdir.³³ Böylelikle hukuki anlamda da gayrimenkul ortaklıklarının tanımı yapılmış ve bu anlamdaki sınırlandırmalara da genel olarak yer verilmiştir.

Gayrimenkul yatırım ortaklığına dair ilk düzenleme 22.07.1995 tarih ve 22351 sayılı Resmi Gazete’de yer alan "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği" ile söz konusu olmuştur. Söz konusu tebliğ dönemin mevcut yapısına uygun

³² Sibel YILMAZ TÜRKMEN, “İMKB’de İşlem Gören Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Finansal Etkinliklerinin Veri Zarflama Analizi İle Değerlendirilmesi”, **Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt 31, Sayı 2, 2011, s. 274.

³³ Cansu ŞARKAYA, “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Üzerine Bir İnceleme ve Türkiye’ye İlişkin Sektör Analizi”, **Sosyal Bilimler Dergisi**, Sayı: 1, 2007, s. 180.

olarak oluşturulmuş, zaman içerisinde de dönemin değişen şartlarına uygun olarak revize edilmiştir.³⁴

Bu süre zarfında Türk gayrimenkul sektörünün giderek büyümeye başladığı gözlemlenmiştir ve bu büyümenin içerisinde, ülkede yavaş yavaş kurulmaya başlayan GYO'ların önemli bir yeri bulunmaktadır. Her ne kadar 1990'lar boyunca yeterince etkili olamasalar da bu tür ortaklıkların kuruluşu yabancı yatırımcıların Türkiye'yi değerlendirme altına almalarına yardımcı olmuştur.

İlerleyen yıllarda, GYO'lar 30 Aralık 2012 tarihli ve 28513 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren 6362 No'lu SPKn' unda, "kolektif yatırım kuruluşları" ile ilgili bölüm içerisinde değerlendirilen yatırım ortaklığı şekillerinden biri olmuştur. Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK) yayınladığı "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-48.1)" içerisinde gayrimenkul yatırım ortaklığı, gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri, gayrimenkul ile ilgili hukuki haklar, sermaye piyasası araçları ve SPK tarafından kararlaştırılacak olan diğer varlık ve hakların oluşturduğu portföyü yönetmek amacıyla paylarını ihraç etmek adına oluşturulan bir sermaye piyasası kurumudur. Bunun yanı sıra GYO'lar, SPKn'nın 48. Maddesinde çerçevesi belirlenen faaliyetler dâhilinde olmak sureti ile kendilerine izin verilen diğer tüm faaliyetleri gerçekleştirme hakkına sahiptir.³⁵

SPKn ve genel olarak SPK'nın GYO'lara bakış açısı hukuki anlamda değerlendirildiğinde, tamamı ile sermaye piyasasının düzenlemelerine bağlı ve bağımlı bir yapının oluşturulduğu görülmektedir. Her ne kadar GYO'ların kendi içlerinde bir denetim mekanizmaları ve kanunlar bütünü bulunsalar da tüm bunlar, üst seviyede SPKn' ya tabi olmaktadır.

³⁴ A. Ender ÇOLAK ve Aşkın ALICI, *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları A'dan Z'ye*, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayını, Yayın No:136, 2001, s.35.

³⁵ Sinan AYTEKİN ve Eda KAHRAMAN, "BIST Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Endeksindeki (XGMYO) Şirketlerin Finansal Etkinliklerinin Veri Zarflama Analizi Yöntemi ile Değerlendirilmesi", *Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt: 8, Sayı: 1, 2015, s. 290.

SPK, GYO'ların kuruluş ve işlemleri konusunda öncül kurum olması vesilesi ile sürekli olarak bir denetim halindedir ve bu denetimi de SPKn' ya göre gerçekleştirmektedir. Türkiye'de sürekli olarak kuruluşları gerçekleştirilen GYO'ların varlığı nedeni veya GYO statüsü elde eden yeni kuruluşlar ile birlikte de bu kanun yapısının içerisine, dönemin şartlarına göre yeni eklemeler yapılmakta ve düzenlemeler gerçekleştirilmektedir.

1.4.5.2. Gayrimenkul Değerleme ve Bu Hizmeti Verecek Şirketlerin Durumu

Bireylerin ve kurumların ellerinde bulunan gayrimenkuller her ne kadar belirli bir fiyat dâhilinde değerlendirilseler de bunların gerçek anlamda bir denetleme ve değerlendirmeden geçirilerek değerlerinin belirlenmesi gerekmektedir. Buradaki temel amaç, adil bir fiyatlandırma ile birlikte piyasa şartlarına uygun ve herhangi bir haksızlığa sebebiyet verecek nitelikte fiyatlandırmanın önüne geçmektedir.

Gayrimenkul değerleme, bu noktada hukuki alanın önemli bir fonksiyonu olmaktadır. Genel olarak bakıldığında gayrimenkul değerleme; herhangi bir gayrimenkulün, gayrimenkul satın alma ya da satış operasyonunun, gayrimenkul projesinin ya da bir gayrimenkule bağlı hakların, belirli bir zaman dilimi içerisindeki tarafsız olarak değerlendirilmesini ifade etmektedir.³⁶

Değerleme sürecinde zaman dilimi en az gayrimenkulün diğer özellikleri kadar önem arz etmektedir. Mali anlamda dönemin şartlarına uygun, bağımsız ve hakkaniyetli bir değerlendirmenin yapılabilmesi adına konunun uzman kişiler tarafından ele alınması ve böylelikle de söz konusu gayrimenkul üzerinde sahipliği olan ya da alıcı olan taraflar için adil bir sonucun ortaya çıkmasına çalışılmaktadır.

Gayrimenkul piyasası, diğer birçok finansal unsurun bulunduğu piyasalar gibi sürekli ve günlük olarak değerlendirilen bir yapıya sahip değildir. Bu nedenle dönemlik

³⁶ Fatma KARABAŞ, **Kentsel Dönüşüm Uygulamalarında Gayrimenkul Değerleme Yaklaşımının Bayrampaşa Kentsel Dönüşüm Projesi Kapsamında İrdelenmesi**, İstanbul: Bahçeşehir Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, 2010, s.56.

ve yıllık olarak değeriendirilen gayrimenkuller, fiyatlandırma konusunda çeşitli sorunlara, anlaşmazlıklara ve maddi zararlara neden olabilmektedir. Bu nedenle de gayrimenkul değeriendirme, daha sık aralıklarla ve diğeri finansal unsurlarla olan ilişkisine bakılarak değeriendirilmekte ve ölçümlenmektedir.³⁷

Dünya genelinde olduğı gibi Türkiye genelinde de gayrimenkul piyasası konusunda atılan adımların sıklaşması ve artan yatırım oranı ile birlikte gayrimenkullerin değeriendirilmesi ve onlara uygun derecelendirilmesi daha sık ve daha kritik bir hal almıştır. Bunun yanı sıra gayrimenkul değeriendirme ölkelere göre farklılık göstermek ile birlikte Türkiye’de farklı kurum ve kuruluşların değeriendirmede görev aldıkları, söz konusu kurum ve kuruluşların da konuya dair kademeli olarak yetkilerinin bulunduğı görölmektedir.

Türkiye’de gayrimenkul değeriendirme konusunda ön planda olan kurum ve kuruluşlara bakıldığında sıralama aşağıdaki gibi olmaktadır:

- Belediyeler,
- Tapu müdürlükleri,
- Uzman (eksper) kuruluşları,
- Uzman (eksper) görevliler.³⁸

Söz konusu kurumların denetiminde görevlendirilmiş olan uzman kişiler aracılığı ile gayrimenkul değeriendirme işlemleri gerçekleştirilmektedir. Bu noktada ön plana çıkan, görevlilerin gereken yetkinlikleri belgeleyecek şekilde kurumlarında yer almaları ve bu şekilde de gayrimenkul değeriendirme hakkını elde edebilmeleridir. Aynı zamanda gayrimenkul satışı konusunda finansal destek sağlayan kuruluşlar da bu kuruluşların ve yetkililerin vermiş oldukları raporlara istinaden konuya dair karar almaktadırlar. Aynı

³⁷ Figan AMCA, **Gayrimenkul Değeriendirme ve Denizli Merkez’de Bir Uygulama**, Denizli: Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, 2016, s.13.

³⁸ Haydar KARACA, **Taşınmaz Mal Değeriendirme Yöntemleri Ve Karşılaştırılması**, İstanbul: İstanbul Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, 2008, s.18

zamanda uzman görevlilerin yardımı ile, genel olarak gayrimenkul piyasasına dair veriler belirlenmekte ve diğer sektör verileri ile birlikte kamuoyuna sunulmaktadır.

1.5. Gayrimenkul Sektörüne Genel Bakış

1.5.1. Gayrimenkul Sektörünün Kapsamı

Dünya genelinde son derece aktif bir sektör olmasına karşın gayrimenkul sektöründeki farklı uygulamalar konusunda sürekli olarak yenilikler ortaya çıkmaktadır. Buna göre dünyanın farklı yerlerinde, yerleşimi, inşası, pazarlanması ve gayrimenkulün finansmanı açısından gayrimenkul kapsamının içerisine dâhil olan unsurlar değişik açılardan ele alınmaktadır. Her ülkede farklı uygulamalar söz konusu olabileceği gibi birbirine benzer uygulamalar da küresel sermayenin dolaşımı ile kabul edilmeye başlanmıştır.

Gayrimenkul gerek kanuni uygulamalar gerek yatırım amaçlı ele alındığında, gayrimenkul sektörünün içeriği açısından ülkelerin toplumsal yapıları ve özellikle de yatırım yapma konusundaki algılamaları, gayrimenkul sektörünün temelini oluşturmaktadır. Özellikle ülkelerin farklı sosyo-ekonomik yapıları gayrimenkulün çeşitlenmesine sebep olmuş, gayrimenkule bağlı farklı enstrümanların geliştirilmesine imkan tanımıştır.

Temele inildiğinde, gayrimenkul sektörünün kapsamı içerisinde en fazla yeri tutan ve taşınmazlar arasında da en değerli yere sahip olan konuttur. Her ne kadar bireyler, ofis ve depo açısından çok büyük zorunluluklar ya da süreklilik arz edecek şekilde ihtiyaç gözetmeseler de barınma ile birlikte konut ediniminin ve konut yatırımının büyük bir önemi olmaktadır. Konut son derece dayanıklı tüketim mallarından biri olarak hem yaşam hem de yatırım açısından çok ciddi bir potansiyele sahiptir.³⁹

Genellikle insanların gayrimenkul konusundaki algıları, gayrimenkulü bir barınma aracı olan evi satın almak ile ortaya çıkmaktadır. Fakat zaman içerisinde,

³⁹ Rüveyda KÖMÜRLÜ ve Hakkı ÖNEL, “Türkiye’de Konut Üretimine Yönelik Kaynak Oluşturma Model Yaklaşımları”, [Elektronik Versiyon] *YTÜ Mimarlık Fakültesi E-Dergisi*, Cilt: 2, Sayı: 2, 2007, s. 90.

bireylerin kazanç düzeyleri arttıkça konut, gayrimenkul olarak bir yatırım aracına dönüşmekte ve konutun fonksiyonları da artmaktadır. İster alım-satım ister kiralama yöntemi olsun, zaman içerisinde, bireyin finansal yapısına göre konutun gayrimenkul sektörü içerisindeki konumu değişmektedir. Burada belirleyici olan bireyin finansal yapısı kadar aldığı dış finansal desteğin de varlığıdır. Bankalar ve çeşitli finansal kuruluşlar bu konuda etkindir.

Tüm bunların yanı sıra gayrimenkul kavramının içerisine dâhil olan diğer unsurları ise arazi kavramı üzerinden değerlendirmek mümkündür. Çoğunlukla gayrimenkul kavramı değerlendirmeye tabi tutulurken içerisine konut, iş yeri, depo vb. alanlar girerken aslında gayrimenkulün bir taşınmaz olması sebebi ile içeriğine çeşitli büyüklüklerdeki araziler de girmektedir. Bu alanların da birer taşınmaz olması ve bu vesile ile de özellikle yatırım bazında ele alınması sebebi ile araziler de gayrimenkullerin kapsamı içerisine girmektedir.⁴⁰

İnsanların akıllarında gayrimenkul olarak ilk başta konutun gelmesi kültürel bir alışkanlık olmakla birlikte arazi ve türevi olan alanların da gayrimenkul kapsamı içerisine girdiği ve bu vesile ile de kabul gördüğü anlaşılmaktadır. Yatırım araçları arasında önemli bir noktada bulunan araziler hem yalın halleri ile hem de üzerlerinde bina ya da binalar inşa edilebilen halleri ile birlikte gayrimenkul açısından bireylerin yatırımlarının değerlendirilmesine katkıda bulunmaktadır. Fakat bir araziden de bahsediliyor olsa, hem kanuni hem de sosyal algı açısından, söz konusu arazinin bir konut yapılanması ile değerlendirilmesi öngörülebilmektedir.

Gayrimenkulün kapsamı değerlendirmeye tabi tutulduğunda, sadece kendi içerisindeki unsurların ön plana çıkarılmaması gerekmektedir. Bunun yanı sıra gayrimenkul kavramsal ve piyasa bazlı olarak diğer piyasaların da içerisine dâhil olabilmektedir ki finans sektörü bunların başında gelmektedir. Özellikle konut piyasaları açısından bakıldığında, aradaki iletişimin seviyesi ve ortaya çıkan dışsallıklar, konut

⁴⁰ Gökhan ÇIKILI, *Türkiye’de Gayrimenkul Sektörü Ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları*, İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, 2010, s.4.

finansmanının ilerleyişine göre aynı oranda ilerleme kaydetmektedir. Böylelikle de ekonomik yapı içerisindeki doğrudan ve dolaylı olarak bulunan gayrimenkul ve dolayısı ile de konut sektörü, büyüme, istihdam ve gelir dağılımına yönelik piyasa unsurlarının ve kamusal stratejilerin şekillendirilmesi açısından önem arz etmektedir.⁴¹

Bir başka deyişle ele alındığında gayrimenkul sektörü, tek başında kendi içerisinde değerlendirilen bir sektör olmaktan çıkmış, artık diğer sektörler ile iç içe hareket edebilecek noktaya gelmiştir. Gayrimenkuller üzerindeki fiyat dengesindeki değişimler, finans sektörünün geri kalanı üzerinde doğrudan ya da dolaylı olarak etkide bulunabilmektedir. Bunun yanı sıra gayrimenkullerin değerinin yükselişi ya da gerilemesi, diğer finansal aktörlerin ve unsurların bir sonraki aşamada kendileri için bir yol haritası belirlemelerine yardımcı olmaktadır.

Gayrimenkul piyasasının bu anlamdaki çerçevesi genişletilmek istenirse sürecin içerisine başka ve kritik öğelerin de dâhil olması mümkündür. Buna göre finans dünyası ile etkin bir iletişimi bulunan gayrimenkul sektörü, bankacılık, sermaye piyasaları ve sigortacılık sektöründeki sürecin şekillendirilmesi ve rakamsal dengelerin oluşturulabilmesi adına etkin bir rol üstlenmektedir. Özellikle bankacılık ve sigorta sektörleri özelinde düşünüldüğünde gayrimenkul belirleyici noktalardan biridir.⁴²

Bireysel olmaktan çok toplu olarak gayrimenkul satın alınması ya da satımı gayrimenkul ile doğrudan ya da dolaylı olarak etkileşim içerisinde olan tüm sektörleri etkilemektedir. Son yıllarda dünya üzerinde gayrimenkul piyasasının son derece aktif hale gelmesi ve gelişen ekonomiler için de gelişmekte olan ekonomiler için de bir gösterge haline gelmesi, bu sektörün yakından takip edilmesini zorunlu kılmıştır. Aynı zamanda bu sektörün kontrolü ve üzerinde belirli oranda bir sosyal baskının bulunması da kendisi ile ilintili olan sektörlerin de çıkarlarını korumak adına.

⁴¹ Yener COŞKUN, “Türkiye’de Konut Finansmanı Sorunlar ve Çözüm Önerileri Türkiye’de Konut Finansmanı Sorunlar ve Çözüm Önerileri”, **Türkiye Bankalar Birliği Yayını**, No 310, 2015, s.7.

⁴² COŞKUN, **a.g.m.**, ss.7.

Dünya genelinde gayrimenkul sektörünün kapsama alanı içerisinde aslında sınırlı sayıda alıcı, satıcı ve diğer aktörler dahil olmaktadır. Fakat buna karşın işlem hacminin genişliği ile birlikte aktör sayısı artmakta ve buna istinaden de üretim ve fiyat konusunun kontrol edilebilmesi kolay olmamaktadır. İsim olarak gayrimenkul bir üst başlık olsa da alt tarafta halihazırda organize edilmiş bir sistem yapısından bahsetmek mümkün değildir. Mutlak olarak dünya genelinde devlet yönetimlerinin hukuki anlamdaki yönetim ve düzenleme desteklerine ihtiyaç duyulmaktadır.⁴³

Her ne kadar sektör çok geniş ölçekli işlemleri içermese de aslında sürecin içerisinde yer alan aktörlerin sayısının giderek artması ve gayrimenkul sektörünün parçası olan nitelikli ya da niteliksiz tarafların giderek çoğalması ile birlikte denetim ve düzenleme, özellikle usulsüzlüklerin önüne geçmek adına şart olmaktadır. Bu şekilde sektörün kapsama alanının genişlemesi ile birlikte kontrol mekanizmasının gücü de artacaktır. Zamanla gayrimenkulün, toplu konut projeleri ile çerçevesinin genişlemesi ona dair kanuni anlamdaki yapılanmanın da çerçevesinin genişlemesini zorunlu kılmaktadır.

Gayrimenkul sektörü başka alanların içerisine dâhil edildiği gibi kendisi de başka alanların içerisine girmekte ve onlardan etkilenmektedir. Bir başka ifadeyle sektör, son derece hassas ve çevresel unsurlardan yüksek ölçekli olarak etkilenmeye müsaittir. Buna göre gayrimenkul sektörü şekillendirilirken psikolojik, teknolojik ve doğal birçok unsur aynı anda ele alınmaktadır. Gelecekte itibari ile bölgesel bir gelişimin yaşanabilecek olması, inşaatların hızlı bir şekilde yapılmasına imkân sağlayan teknolojiler ve doğal afet riskleri gayrimenkul sektörünün üzerinde düşünmek ve kendisini nasıl etkileyebileceğini anlamak zorunda olduğu alanlardır.⁴⁴

Teknolojinin sunmuş olduğu imkânlar göz önünde bulundurulduğunda, özellikle doğal afetlere odaklı olarak gayrimenkul inşası daha kolay ve daha güvenilir olmaktadır. Hem hızlı hem de sağlam yapılar sunabilmek adına teknoloji gereken fırsatları sektörün

⁴³ Cansu ŞARKAYA İÇELLİOĞLU, “ABD’de Konut Finansman Sistemi”, *Sosyal Bilimler Dergisi*, Sayı: 1, 2011, s.144.

⁴⁴ Elif KARABULUT, “Kriz Belirtilerini Algılama ve Algılanan Krize Karşı Hazırlıklı Olma”, *Ulusal Yönetim ve Organizasyon Kongresi*, Antalya: Akdeniz Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, 2002, s.2.

aktörlerine sunarken aynı zamanda gayrimenkul piyasası psikolojik öğelerden de beslenmektedir. Buna göre gelecek odaklı planlamalar, belki de gayrimenkul algısının fiyat ve erişilebilirlik açısından en önemli unsurudur. Lokasyon, göç ve diğer yatırımlar göz önünde bulundurulduğu süre zarfında gayrimenkulü edinmek ya da edinmemek, diğer bir açıdan ise eldeki gayrimenkulü en iyi şekilde değerlendirebilmek adına çevresel faktörler ön plana çıkmaktadır.

Bunun yanı sıra gayrimenkul sektörü birçok fırsatı da içerisinde barındırmaktadır. Buna göre finansal bir kriz, bir doğal afet ya da yoğun bir göç dalgası gayrimenkul piyasasının canlanması adına son derece yeterli olmaktadır. Yaşanan sorunların ardından gelen süreçte, barınma ihtiyacı başta olmak üzere tekrardan bir yatırım gerçekleştirme isteği doğrultusunda gayrimenkul sektörü kendisine uygun bir zemin bulmakta ve mutlak olarak da büyüme ivmesine girebilmektedir.⁴⁵

Dönemsel şartlar her ne getirirse getirsin, gayrimenkul sektörü daralan kapsamını tekrardan genişletebilmekte ve konut alım-satım işlemleri başta olmak üzere yine yatırım açısından önemli bir faaliyet olma özelliğini korumaktadır. Bu şekilde de toplum, özellikle de yatırımcılar, gelir düzeylerine göre barınma ihtiyacından ziyade gayrimenkulü, kriz sonrası dönemler daha ön planda olmak üzere etkin bir yatırım aracı olarak değerlendirmektedirler.

1.5.2. Gayrimenkul Sektörünün Temel Özellikleri

Dünyanın en hızlı büyüyen sektörlerinden bir olan gayrimenkul sektörü, aynı zamanda krizler ve finansal sorunlar açısından da diğer sektörlerle göre daha hassas bir yapıya sahiptir. Finansal istikrarın söz konusu olduğu dönemlerde gayrimenkul sektöründe yaşanan hareketlenmeler, kriz dönemlerinde ciddi ölçekli fiyat düşüşleri yaşayabilir. Buna istinaden de gayrimenkul sektörü dünya genelinde hızlı değişim gösteren ve genel finansal şartların etkisini etkin bir biçimde hisseden bir yapıya sahiptir.

⁴⁵ Burhan AYKAÇ, “Kamu Yönetiminde Kriz ve Kriz Yönetimi”, *Gazi Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi*, Sayı: 2, 2011, s. 125.

Böylelikle de zaman içerisinde gayrimenkul sektörü kendi yapısını ve özelliklerini kendi başına belirlemeye başlamıştır. Bu şekilde gayrimenkul sektörünün temel özelliklerini oluşturan noktaları ikame edilebilme, duyarlılık, alıcı-satıcı düzeyi, fiyat düzeyi, yasal kısıtlılıklar, arzın pazara giriş düzeyi, alıcı ve satıcıların beklentileri, tüketim hızı şeklinde incelemek mümkündür.

1.5.2.1. İkame Edilebilme

Tüketim ürünleri ya da hizmetlerin genel olarak, çeşitli alternatifler ile ikame edilebilmesi mümkündür. Piyasada birbirleri ile rekabet halinde olan ürün ve hizmetler göz önünde bulundurulduğu süre zarfında ikame edilebilme durumunun daha da kolaylaştığını anlamak mümkündür. Fakat söz konusu olan gayrimenkul piyasaları ise bu durum son derece zor hale gelmektedir. İsmi üzerinde “taşınmaz” olması dolayısıyla gayrimenkuller sabit ve yerleri herhangi bir şey ile değiştirilemeyen konumdadırlar. Bir başka deyişle, elde var olan bir gayrimenkulü bir diğeri ile ikame etmek hem değer hem de lokasyon farklılıkları nedeni ile mümkün olmamaktadır.⁴⁶

Bu nedenle gayrimenkuller herhangi bir şekilde ikame edilememekte ve kendi piyasası içerisinde olmayan herhangi bir ürün ile karşılaştırılamamaktadır. Her ne kadar ev satın almak yerine kirada oturmak bir ikame durum gibi görülebilecekse de bu durumun da yeterli düzeyde bir ikame sağlamadığı görülmektedir.

1.5.2.2. Duyarlılık

Gayrimenkul sektörü, diğer tüm sektörlerde olduğu gibi ulusal ve dolaylı olarak uluslararası gelişmelere oldukça bağımlı olarak hareket etmektedir. Sektörün olumlu ve olumsuz gelişmelere diğer sektörlerle oranla daha hızlı ve daha sert tepki verdiği gözlemlenmektedir. Özellikle yurtiçinde satın alma gücünde yaşanan değişimler sektörün canlılığını etkileyen en büyük nedenlerden biri olarak kabul edilmektedir. Bununla birlikte uluslararası gelişmelere de sektörün duyarlılığının yüksek olduğu görülmektedir. İthal üretim mallarının fiyatlarının artması, ülke yerel parasının değer kaybetmesi

⁴⁶ ÇIKILI, a.g.e., s.10.

neticesinde artan üretim maliyetlerinin gayrimenkul ürünlerinin fiyatlarının artmasına sebebiyet vermesi ile sektörde durağanlık oluşması beklenecektir. Özetle, gayrimenkul sektörünün ekonomik gelişmelere hassasiyetinin yüksek olduğunu söylemek mümkün olmakla birlikte söz konusu finansal sıkıntıların yaşandığı dönemlerde yatırımcılar daha küçük bütçelerle farklı yatırım araçlarıyla yatırımlarını gerçekleştireceklerdir.

1.5.2.3. Alıcı-Satıcı Düzeyi

Gayrimenkul piyasasında satıcı sayısı ve alıcı sayısı gayrimenkulün fiyatını belirleyen esas unsurlar olarak ortaya çıkmaktadır. Her ne kadar satıcının esas olarak belirli bir gayrimenkul için fiyat belirleyici olduğu düşünülse de alıcı düzeyinin az olması veya fazla olması satıcının belirlediği fiyat üzerinde değişiklik yapmasına sebep olacaktır. Bir başka ifadeyle alıcı düzeyinin fazla olduğu ya da arz sayısının sınırlı olduğu bir ortamda fiyatlar yükselecektir, tam aksi durumda ise fiyatların düştüğü gözlemlenecektir. Ayrıca, her lokasyon için her bir gayrimenkul projesi için farklı alıcı ve satıcı düzeyi mevcut olmakla birlikte gerek bölgesel gelişmeler gerek gelecek yatırımlar belirli lokasyonlarda özellikle alıcı düzeyinin sürekli olarak değişmesine sebebiyet verecektir.

Bu noktada satıcıların daha fazla belirleyici olduklarını düşünmek mümkündür. Çünkü onların piyasaya arz ettikleri ya da edecekleri gayrimenkullerin niteliği, onu talep edecek tarafların düzeyini belirlemektedir.

1.5.2.4. Fiyat Düzeyi

Gayrimenkul piyasasında fiyat düzeyinin genel olarak satıcılar tarafından veya arz eden kesimler tarafından belirlendiği ifade edilebilir. Bununla birlikte alıcıların göstermiş olduğu talep isteğine göre satıcılar fiyat düzeylerini değiştirebilirler. Gayrimenkulün doğası gereği fiyat düzeyinde uzun vadede sürekli bir artış yaşandığı gerçektir. Buna rağmen gayrimenkul pazarında fiyatlar bölgesel olarak ayrı ayrı değerlendirmelere tabi tutulmalıdır. Her bölgenin gelişme potansiyelinin ve her bölgenin fiyat artışı veya düşüşünün arkasındaki etmenlerin, gayrimenkulün niteliklerinin veya

sağladığı faydanın farklı olması fiyat düzeyinin en belirleyici etmenleri olarak ortaya çıkmaktadır.

1.5.2.5. Yasal Kısıtlılıklar

Gayrimenkul piyasasında genel olarak yasal kısıtlamalar yerel yönetimler tarafından konulmaktadır. Bununla birlikte her sektörde olduğu gibi en üst yasal düzenleyici devlet olmaktadır. Özellikle rayiç değerlerin belirlenmesi, bölge emsal oranlarının belirlenmesinde veya imar planlarının oluşturulması anlamında belediyeler etkin rol oynamaktadır. Tüm bu unsurlar fiyat mekanizmasını etkileyen değerler olmakla birlikte gayrimenkullerin satın alınmasında, tapu harçlarının belirlenmesinde vb. işlemlerde yasal çerçeveye tabi olarak hareket edilme yükümlülüğü bulunmaktadır.

Çeşitli yasal kısıtlamalarla birlikte gayrimenkul sektörü sahip olduğu ivme sağlayan sektör olma niteliği ile devlet tarafından çok sayıda teşvikin sağlandığı bir sektör olarak ortaya çıkmaktadır. Bunun en bariz örneği olarak GYO'ların "Kurumlar Vergisi" muafiyetine sahip olması verilebilir.

1.5.2.6. Arzın Pazara Giriş Düzeyi

Gayrimenkul piyasasında diğer sektörlerin aksine arzın pazara giriş düzeyi oldukça yavaş olmaktadır. Üretilen ürünlerin yaklaşık iki veya üç sene içerisinde tamamlanacak olması zaman içerisinde ortaya çıkan talebin karşılanmasını zorlaştırmaktadır. Arz eden kesimlerin yüksek bütçeli projeler geliştirmesinde yaşayacakları likidite sıkıntıları da üretim süreçlerini etkilemekte ve projelerin tamamlanmasını daha uzun vadeye yaymaktadır. Bununla birlikte çok miktarda arzın aynı zamanlama içerisinde pazara girmesi piyasada arz fazlası yaratacağından fiyatların üzerinde de baskı yaratacaktır. Bu bağlamda üreticilerin veya satıcıların iyi bir projeksiyon ile arzın pazara giriş zamanını belirlemesi olası problemlerin yaşanmamasını sağlayacaktır.

Bu nedenle artan gayrimenkul piyasası potansiyelinde genel amaç olası talepleri karşılamak adına şimdiden yatırım yapmaktır. Piyasa şartlarının uygun düzeyde devam ettiği süre zarfında arz edilen taşınmazların satılabileceği düşünülmektedir.

1.5.2.7. Alıcı ve Satıcıların Beklentileri

Gayrimenkul piyasasında hem alıcılar hem de satıcılar, kendi beklentilerine uygun yatırımlar ve satın almalar gerçekleştirmeye çalışmaktadırlar. Alıcılar için öncelikle kendilerini garanti altına alacak ve yaşamlarını devam ettirecek bir konut satın almak, daha sonrasında ise gelecek adına bir yatırım gerçekleştirmek adına tasarladıkları süreçler onların satın alma şekillerini belirlemektedir. Öte yandan satıcılar için ise gerçekleştirecekleri gayrimenkul inşa işlemlerinin ne oranda karlı getirisinin olacağı konusunda öngörüler, tahminleri ve elde ettikleri bilgiler gayrimenkul piyasasının gidişatına yön vermektedir.⁴⁷

1.5.2.8. Tüketim Hızı

Gayrimenkul piyasasında arzın pazara giriş düzeyi gibi tüketim hızı da oldukça düşük olmaktadır. Tüketim hızının beklenenden az olması üretilen stokların artmasına sebebiyet vermekle birlikte fiyatları da belirli bir seviyenin altına çekmektedir.

Özellikle gayrimenkul piyasasında yüksek bütçeli satın alımların yapılması alıcıların karar vermelerini etkilemekte ve süreci uzatmaktadır. Gerek bireylerin karar almada yaşadıkları belirsizlik gerek satın alım için gereken finansman kaynağına sahip olma gerekliliği tüketim hızını yavaşlatmaktadır. Bununla birlikte bir defa alım gerçekleştirildikten sonra sahip olunan varlığın kısa sürede likiditeye dönüşmeyecek olması bireylerin veya şirketlerin yatırımlarını da bu sektöre yöneltmesinde karar mekanizmalarının daha da yavaş işlemesine sebep olacaktır.

⁴⁷ ÇIKILI, a.g.e., s.12-13.

1.5.3. Gayrimenkul Sektörünün Gelişimine Destek Sağlayan Unsurlar

1.5.3.1. Ekonomik Unsurlar

Zaman içerisinde toplumların alım gücünün artışı sonucunda gayrimenkul sektörünün gelişimi, bu vesile ile de sektörün içerisine daha fazla yatırım yapılması söz konusu olmuştur. Bütçelerine göre bireyler, aileler ve işletmeler, hem barınma hem çalışma hem de yatırım anlamında gayrimenkul sektörünün arzından yararlanmaktadırlar. Bu yararlanma çeşitli finansal düzeylerde de olsa mutlaka bir satın alım söz konusu olmakta ve sektör, toplumun finansal kapasitesine göre artış göstermektedir. Bunun yanı sıra toplumsal olarak artan gelir düzeyi ile birlikte sadece barınma ya da iş faaliyetleri için değil artan bir düzeyde yatırım düşüncesi de söz konusu olmaktadır.

Özellikle kentleşme ile birlikte ortaya çıkan tabloda kent yaşamındaki iş ortamının bireylere sağladığı finansal itici gücün de etkisi ile birlikte yaşam, barınma ve yatırım gibi konularda alıcılar kredi çekmek, birikim yapmak ve başka çeşitli şekillerde borçlanmak sureti ile finansal anlamda örgütlenmektedirler. Böylelikle de kent yaşamındaki herkes, mutlak olarak gayrimenkul konusunda bir adım atma davranışı içerisinde olmaktadır. Ekonomik gücün etkisi ile toplumsal anlamda amaçlar birbirinden farklılaşsa dahi gayrimenkul edinimi zorunlu olmakta, böylelikle de sektörün devamlılığı olmaktadır.⁴⁸

Gayrimenkul sektörünün, ekonomik anlamda yatırımlara karşılık çeşitli getiri fırsatları sunması da sektörün varlığı ve büyümesi açısından besleyici birer unsur olmaktadır. Kazanç düzeyi ne olursa olsun, bireyler çeşitli şekillerde yatırımlar yapmaktadırlar. Bunlar mikro ya da makro ölçekli olmaktadır. Gayrimenkul piyasası, çoğunlukla makro ölçekli unsurları içerisinde barındırmaktadır.

Fakat ekonomik düzeyleri ne noktada olursa olsun, bireyler mutlak olarak büyük ölçekli yatırımlar gerçekleştirmek istemektedirler. Bu nedenle de gayrimenkul sektörü en zorlu dönemlerde dahi diğer sektörler gibi toparlanma konusunda adımlar atabilmektedir.

⁴⁸ Nazlı HAN, “Gayrimenkul Piyasası: Kuramsal Çerçeve”, **Sigma Yayınları**, Özel Sayı, 2012, s.132.

Hatta ilerleyen süre zarfında, ekonominin pozitif eğilimler gösterdiği dönemlerde, bireyler borçlanmak sureti ile gayrimenkul satın almakta, zaman içerisinde de bu faaliyetlerini yatırıma dönüştürmektedirler.

1.5.3.2. Siyasal Unsurlar

Bir ülkede genel olarak tüm piyasaların şekillendirilmesi adına devletin uygulamaları ciddi ölçekli bir yönlendirme gerçekleştirmektedir. Gayrimenkul sektörü de bunlardan biridir. Bürokratik uygulamaların son derece yoğun olduğu gayrimenkul sektörü siyasal ortamdan fazla etkilenmekle birlikte, aynı zamanda siyasal dalgalanmalar, istikrar ve istikrarsızlıklar gayrimenkul sektörünün ilerlemesi ya da gerilemesi hususunda etkili olmaktadır.

Hem hammadde alımı hem alıcıların yatırım durumu hem de geleceğe dair beklentiler ve endişeler, siyasal ortamdaki gelişmelerden sıklıkla etkilenmektedir. Bunun da ötesinde, dünya siyasetinin küreselleşmesi ile birlikte ortaya çıkan tabloda farklı noktalardaki siyasal ortamların birbirlerinin faaliyetlerinden kolaylıkla etkilenmeleri ile birlikte gayrimenkul sektörü de diğer sektörler gibi siyasal koşullara bağımlılığını sürdürmektedir. Yine de yapımının tamamlanma zorunluluğu ve teslim süreci gibi faktörler, özellikle konut sektörü açısından tetikleyici unsurlar olmaktadır.

Siyasetin özellikle lokal alandaki uygulamaları göz önünde bulundurulduğu süre zarfında bürokratik sistem, iç siyasi yapı ve dönemsel olarak değişen politika uygulamaları gayrimenkul alım, satım ve üretiminde yönlendirici olmaktadır. Özellikle yasal uygulamaların farklılıkları, bunların farklı gayrimenkul alanları için farklı şekillerde uygulanmaları ve bu vesile ile de sektörün siyasal iradeye fazlası ile bağlı hale gelmesi gayrimenkul sektörünün şekillendirilmesi, büyümesi, küçülmesi, gelişimi ve içeriğinin genişlemesi açısından yönlendirici olmaktadır. Kimi zaman da siyasal anlamda piyasaya yapılan müdahaleler nedeni ile gayrimenkul sektörünün atılım yapma konusunda

çekincede kaldığı, böylelikle de siyasi aktörlerin verdiği kararların, sektörün kendi içerisindeki karar mekanizmasını da olumsuz etkilemesi söz konusudur.⁴⁹

Bu açıdan siyasal alanın gayrimenkul sektörü üzerinde ciddi anlamda bir korku unsuru olduğu ve özellikle de gelecek projeler konusunda engelleyici bir yönünün bulunduğu düşünülebilir. Siyasal alanda alınan kararların çoğunlukla sadece siyasal erki ilgilendiriyor olması, bu vesile ile de iş sektörlerinin çıkarlarının ikinci planda tutulduğu düşünüldüğünde, gayrimenkul sektörünün de çıkarları siyasal çıkarların gerisinde kalabilmektedir. Fakat küreselleşen uluslararası ilişkiler sistematığının de etkisi ile siyasal karar alma süreçlerinde, yerel ya da küresel olmasına bakılmaksızın, tüm iş sektörlerinin geleceği göz önünde bulundurulmaya başlanmıştır.

1.5.3.3. Teknolojik Unsurlar

Gayrimenkul sektörü, içerik yapısı itibari ile kalıplaşmış bir sisteme ve aktörlere sahiptir. Bu nedenle de sektörün içerisindeki roller çok sık değişmemekle birlikte sektöre giriş serbest olsa dahi sadece yatırımcılar farklılık arz etmektedir. Fakat son yıllarda teknolojiye gelişmelerin hız kazanması, bu gelişmelerin zaman içerisinde gayrimenkul sektörünün de içerisine dâhil olması ve sektörün içerisindeki aktörlerin daha fazla bu teknolojik unsurlardan yararlanmaya çalışması, teknoloji ile gayrimenkul sektörünü bir araya getirmiştir.

Sadece fabrikalardaki malzeme üretimi ya da dijital anlamda kayıtların tutulması değil teknoloji birçok farklı alanda gayrimenkul sektörüne yardımda bulunmaktadır. Söz konusu yardımın da etkisi ile sektörün özellikle talep karşılama konusundaki potansiyeli büyük ölçüde artmaktadır. Çünkü teknolojinin sınırsızlığı kendisi ile birlikte çalışan tüm alanlara sirayet ederken, gayrimenkul pazarının da üretimi, gelişimi, tanıtımı ve farklı alanlarda kar elde etmesi adına destek sunmaktadır.

⁴⁹ Hasan YÜKSEL, “Konut Maliyet Faktörleri Ve Konut Politikaları Kapsamında Türkiye’de Konut Sektörünün Eko-Analizi”, *Kastamonu University Journal of Economics & Administrative Sciences Faculty*, Vol. 4, Issue 2, 2014, s.23.

Teknolojinin gayrimenkul sektörüne belki de en önemli etkisi ve desteği inşaatların hızlı bir şekilde tamamlanmasına imkân sağlayan sistemlerin ortaya çıkmasıdır. Bu sayede, talebin yüksek ve yoğun olduğu dönem ve bölgelerde sektör, teknolojinin sunmuş olduğu avantajlardan faydalanabilmekte, zamanında tepkiler vererek yeterli oranda kar elde edebilmektedir. Bunun yanı sıra teknoloji yardımı ile birlikte gayrimenkul ürünlerinin tanıtımının kolaylaşması, önündeki sınır engellerinin ortadan kalkması ve sektördeki en küçük ölçekli yatırımcı ya da alıcının istediği bilgi ve ürüne hızlı bir şekilde erişebilmesi sektörün çerçevesini genişletmiş, potansiyelini arttırmıştır.⁵⁰

Teknolojinin gayrimenkul sektörü açısından ciddi ölçekli bir avantaj ve bir potansiyel arttırıcı, tetikleyici unsur olduğunu görmek mümkündür. Her ne kadar halen kalıplaşmış yöntemler ile sektörün işlemleri ve sistematigi çalışmaya devam etse de şartlar tarafları zorlamaktadır. Geçmiş yıllarda bilindik yöntemler ve beşeri ilişkilere dayalı olan alım-satım ve bürokratik işlemler artık teknolojinin desteği ile daha hızlı bir şekilde yürütülebilmektedir. Zamandan ve bütçeden elde edilen tasarruflar özellikle sektörün gelişimine katkıda bulunmaktadır.

1.5.3.4. Sosyolojik Unsurlar

Gayrimenkul edinimi konusunda etkin olan birçok unsur bulunmakla birlikte ekonomik nedenler her ne kadar elverirse de, alıcıların mutlak gayrimenkul edinme istekleri onların tutumlarını etkileyebilmektedir. Yatırım ya da barınma amaçlı olarak satın alınan gayrimenkullerin yanı sıra toplumun belirli kesimlerinin ilgi gösterdiği gayrimenkul türlerini satın almak ya da kiralamak da sosyolojik anlamda gayrimenkul sektörünün potansiyelinin tetiklenmesine olanak tanımaktadır.

Toplumun zaman zaman içerisinde bulunduğu popüler dönemlerde de sosyolojik bazı nedenler ön plana çıkmakta ve bu nedenler toplumun satın alma davranışlarına dolaylı olarak yön vermektedir. Bunun yanı sıra kimi toplumlarda gayrimenkul

⁵⁰ A. Rıza DOĞRUL, *Gayrimenkul Alım Satımlarında Vergi Kayıp Kaçağı Ve Bunun Önlenmesinde Bilgi Teknolojilerinin Rolü “Konya Örneği”*, Karaman: Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, 2011, s.1.

edinmenin son derece güvenli bir yatırım olacağına dair düşünce de insanların toplu halde, uzun yıllar boyu gayrimenkul edinmelerine yardımcı olmaktadır.

Bunların dışında, toplumsal olarak beğenilerin, isteklerin, beklentilerin ve genel olarak kültürel değerlerin değişimi ile birlikte gayrimenkul sektöründe de büyük ölçekli bir algı değişimi yaşanmaktadır. Buna göre konut sektörü başta olmak üzere, gayrimenkul edinimi hususunda fikirleri değişen insanların varlığı ile ortaya çıkan yeni beklentiler, konut vb. ürünlerin şekillerinde de değişime sebep olmaktadır. Bir başka deyişle insanlar, sosyolojik olarak hayata dair fikirlerinde bazı değişimler yaşadıkça çevrelerinde değişen dünya da aynı şekilde değişim yaşamakta ve onların beklentilerine cevap vermeye çalışmaktadır. Alışık olunan apartman modellerinden rezidansa geçişlerin başlaması böyle bir durumu ifade etmektedir; insanların popüler olarak gördükleri unsurlar ile birlikte gayrimenkul sektörü gibi alanlar da popülerleşmenin peşinde olmaktadır.⁵¹

Sosyolojik anlamda toplumun kendisini konuşlandırmış olduğu zemin hayattaki tüm tüketim alışkanlıklarına belirli oranda etki edebilmektedir. Gayrimenkul sektöründeki tüketim algısı ve alışkanlıkları da buna paralel görüntüdedir. Dönemsel olarak gayrimenkul piyasasındaki satın alma davranışları ve buna karşı arz eden tarafların vermiş olduğu tepkiler, hem tüketicilerin hem de sektörün geleceğini belirlemektedir. Bu vesile ile de sosyolojik yapıların gayrimenkul sektörünün potansiyeline dolaylı olarak yön verdiği söylenebilir.

1.5.4. Gayrimenkul Piyasasını Etkileyen Faktörler

Gayrimenkul piyasasını etkileyen birçok sebep olmakla birlikte sektörün canlılığı üzerinde direkt olarak etkisi görülen bazı olgular bulunmaktadır ve bu hususların incelenmesi sektörün geleceğinin tahmini ve içinde bulunulan dönemin analizi açısından büyük bir öneme haiz olmaktadır. Bu olgular kimi zaman bölgesel olarak etkisini göstermekte olsa da kimi zaman bir ülke sınırları içerisinde tüm bölgeleri etkileyen

⁵¹ Uygur YÜKSEL ve M. Tolga AKBULUT, “Tüketim Odaklı Mimarlığın Son Yıllardaki Yeni Ürünleri: Rezidanslar”, *Megaron Yayınları*, Cilt: 4, Sayı: 2, 2009, s. 110-111.

hususlar olarak karşımıza çıkmaktadır. Bunların arasında en belirgin olanlar demografik profil, kentleşme ve ekonomik faktörler olmaktadır.

1.5.4.1. Değişen Demografik Profil

1.5.4.1.1. Nüfus Artışı

Gayrimenkul satın alınması açısından belki de en tetikleyici öğelerin başında nüfus artışı gelmektedir. Barınma ihtiyacının ortaya çıkışı, özellikle gayrimenkul arzı gerçekleştiren taraflar için, üretim anlamında önemli bir cesaretlendirici unsurdur. Fakat nüfus artışı, ekonomik dengelerin olumsuz yönde değişmesine de yol açabilmesi vesilesi ile birlikte bir sorun olarak görülebilen, gayrimenkul sektörü için büyümek adına bir fırsattır.⁵²

Nüfus artışları ile birlikte, aynı zamanda toplumsal olarak gayrimenkul satın alınması konusunda bir zorunluluk durumu da ortaya çıkmaktadır. Buna istinaden de gayrimenkul sektörü, konut inşası konusunda faaliyetlerini hızlandırmakta, böylelikle de pazar giderek çeşitlenmekte ve büyümektedir. Nüfus artışı ile çeşitlenen isteklerin son yıllarda gayrimenkul piyasasında farklı uygulamaları, ürünleri ve aktörleri de meydana getirdiği görülmektedir. Artan nüfus artan rekabet anlamını da taşımaktadır.

1.5.4.1.2. Genç Nüfus Yoğunluğu

Günümüzde gelişmiş ülkelerin gündeminde bulunan ve en çok tartışılan konularından biri olan yaşlanma sorunu veya genç nüfusta azalma bütün sektörlerle birlikte gayrimenkul sektörünün de geleceğini yakından ilgilendirmektedir. Genç nüfus varlığında ortaya çıkan değişim isteği veya yeni olanı elde etme isteği sektörlerin tümünde sunulan hizmetlerin veya üretilen malların çeşitlendirilmesine veya farklılaştırılmasına sebep olmuş böylelikle sektörlerin kendi içinde rekabet gücünü arttırarak sürekli bir gelişim çabası içinde olmasına teşvik etmiştir. Değişen kültürel yapının beraberinde, geleneksel yaşam şekillerinin terkedilmesi ve çağın koşullarına

⁵² Özgür KURÇ, *Türkiye’de Konut Finansmanına Yeni Bir Yaklaşım: Mortgage Sistemi*, İstanbul: İstanbul Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, 2005, s.10.

uygun bir yaşam şekli edinilmesi, beklentilerin ve isteklerin artması veya farklılaşması gayrimenkul sektörünü de doğrudan etkilemektedir. Özellikle genç nüfusta evlilik yaşının ötelenmiş olması ve geleneksel aile yapısından farklı olarak kendine ait bir mekan edinme ve bu mekanda yaşama arzusu olan genç nüfus, sektör için yeni bir talep oluşumuna sebep olmaktadır.

1.5.4.2. Kentleşme Yapısı

1.5.4.2.1. Kentleşme Oranları

Birçok dünya ülkesindeki şehirlerin yaşadığı gibi her hali ile bir kent olabilme çabası, kimi noktalarda yüzyıllar almıştır. Bu tip yerlerde yaşam alanları, altyapı projeleri, iş alanları vb. gibi birçok şehir unsuru zaman içerisinde doğru şekilde konuşlandırılmaya çalışılmıştır. Bu kentleşme çabaları, aynı zamanda gayrimenkul piyasasının şekillenmesine de dolaylı olarak yardımcı olmuştur. Kentleşme sürecinde insanlar için yaratılan yaşam alanları başta olmak üzere yatırım ya da farklı amaçlar ile değerlendirilmek istenen gayrimenkul unsurlarının da gözetildiği görülmektedir.⁵³

Kentleşmenin ön plana çıkardığı en önemli unsur gayrimenkul alanlarının değerlendirilmesi konusudur. Bu konuda, hem kanuni hem de sektörel anlamda atılan adımlar gayrimenkul satın alma ve gayrimenkul üzerine inşa gerçekleştirme açısından düzenlemeler söz konusu olmakta ve kent düzeyi korunmaya çalışılmaktadır.

1.5.4.2.2. Kırsal Yerleşimlerden Kentlere Göç

Kuşkusuz insanlar, kırsal kesimdeki hayatlarını bırakarak şehirlere göç ederken temel beklentileri, iş konusunda yeni fırsatlar elde etmektir. Bu nedenle de dünya genelinde kırsal kesimden şehirlere yüksek ölçekli bir göç dalgası söz konusu olmakta ve bu durum zamanla artmaktadır. Söz konusu göçün üst düzeye erişmesi ile birlikte şehirlerde ciddi ölçekli barınma sorunları ortaya çıkmasının yanı sıra bunun

⁵³ Emre TEPE, **İstanbul'da Yeni Gelişen Büyük Ölçekli Konut Yerleşimlerinin Değerlendirilmesi: Büyükçekmece Ve Tuzla Örnekleri**, İstanbul: İstanbul Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, 2010, s.8.

giderilebilmesi adına gayrimenkul sektörü ve içerisindeki yatırım unsurları harekete geçmektedir. Böylelikle de gayrimenkul, göçü önleyemese bile göçün yaratması muhtemel barınma krizlerinin önüne geçmektedir.⁵⁴

Göçlerin yarattığı ya da yaratabileceği sayısız sorun bulunmaktadır. Bunların en başında gelen barınma ve beslenme sorunlarının giderilmesi adına belki de ilk ciddi adım konut edinimi olmaktadır. Hem bireysel anlamda hem de devlet desteği ile çözüme kavuşturulmaya çalışılan bu durum kentleşmenin bir sorun olmasının önüne geçmek adına ortaya çıkmaktadır. Göç ile birlikte herkesin kendisine yeni taşınmış olduğu şehirde bir yaşam kurma arzusu öncelikle gayrimenkul edinimi ile eşleştirilmektedir.

1.5.4.3. Ekonomik Faktörler

1.5.4.3.1. Gelir Dağılımı Gelişmeleri

Bir ülkenin gelir dağılımı üzerinde birbirinden farklı unsurlar yer almaktadır. Bunların içerisinde işgücü faktörünün elde ettiği ücret, tasarruf/mevduat sahiplerinin faiz, toprak/gayrimenkul sahiplerinin rant ve müteşebbislerin kâr gelirleri yer almaktadır.⁵⁵

Son yıllarda her ne kadar dünya genelinde bir finansal kriz tehdidi söz konusu olsa da gayrimenkul satın alımlarında bireylerin daha istekli oldukları görülmektedir. Bunun temel nedeni, yerleşik bir algı olarak nitelendirilebilecek şekilde toplumların, ellerindeki nakdi gayrimenkul gibi sağlam olarak nitelendirilebilecek yatırım aracına bağlamak istemeleri, gayrimenkul üzerinden gelir elde etmek istemeleri ya da çoğunlukla bir ev sahibi olmak istemeleridir.

Özellikle gelir dağılımındaki eksi ve artı değerler ülke vatandaşlarının gayrimenkul edinimi konusunda nasıl hareket ettiklerine dair de fikir vermektedir. Gelir dağılımında yaşanan artış, kısa sürede gayrimenkul sektörü üzerinde özellikle konut

⁵⁴ Muharrem ES ve Hamza ATEŞ, “Kent Yönetimi, Kentleşme ve Göç: Sorunlar ve Çözüm Önerileri”, **Sosyal Siyaset Konferansları Dergisi**, Sayı: 48, 2004, s. 210-212.

⁵⁵ Adem ÜZÜMCÜ ve Mustafa KORKAT, “Türkiye’de Gelir Dağılımı Adaletsizliği Ve Yoksullukla Mücadelede Sosyal Yardımların Gelişimi (2003-2012)”, **Kafkas Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt: 5, Sayı: 8, 2014, s. 137.

edinimi hususunda kendini göstermektedir. Bireylerin gelir artışıyla birlikte daha iyi koşullara sahip olan mekanlarda barınma isteği veya tasarrufların bu kanalda değerlendirilme isteği sektörün önünde en büyük potansiyellerden biri olarak görünmektedir. Özellikle gayrimenkulde orta vadede fiyat artış hızı düşse de realize edilecek bir kar varlığı veya anaparanın bir varlığa dönüşüp somut bir şekilde elde bulunması ve herhangi bir kayba uğramaması gayrimenkulün diğer yatırım araçlarından pozitif ayrışmasına sebep olmaktadır.

1.5.4.3.2. Gayrimenkulün Yatırım İşlevi

Gayrimenkul satın alma işlevi ile birlikte yatırımcılar aslında gelecekleri için bir nakit girişi satın almış olmaktadır. Söz konusu nakit, kira geliri, gayrimenkul faiz getirileri ve gayrimenkulün satışı üzerinden elde edilecek olan karıdır. Her ne kadar gayrimenkulün yatırım aracı olarak getirileri yer, zaman ve diğer finansal şartlara bağlı olarak değişse de sektörün getiri düzeyinin gerilemesi beklenmemektedir. Buna istinaden de sade bir satın alma işlemi gerçekleştirenler ile yatırımcılar gayrimenkul yatırımını bir iş fırsatı olarak da görmektedirler.⁵⁶

Bu hali ile gayrimenkul, yatırımcı taraflara mutlak bir finansal güç sağlamakta ve uzun ya da kısa vadede olmasına bakılmaksızın gayrimenkul araçları elde etmeye çalışmaktadırlar. Her ne kadar konut satın alımı konusunda ilk hedef barınma olsa da zaman içerisinde, bireylerin gelir düzeyleri yükseldikçe gayrimenkul önemli ve değerli bir yatırım şekli olmaktadır. Gelecek odaklı hareket edilebilmesi ve beklenen karlılığı sağlama ihtimalinin yüksek olması da yükselen gelir düzeyi ile birlikte gayrimenkulü daha çekici kılmaktadır.

1.5.4.4. Mütakabiliyet Yasası

Dünya genelinde ülkeler, sadece kendi vatandaşlarının satın aldıkları bir çerçevede gayrimenkul piyasasını düzenlememektedirler. Bunun ötesinde devlet

⁵⁶ Selin ÖZKUL, **Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ve Türkiye Değerlendirmesi**, İstanbul: İstanbul Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, 2001, s.9.

yönetimleri, ülkelerine dışarıdan gelen ya da gelecek olan ve gayrimenkul edinme isteği bulunan tüm taraflara bunu bir hak olarak tanımıştır. Fakat hiçbir ülke bu durumu sınırsız bırakmamıştır. Aksine sıkı denetimler ve yasal uygulamalar söz konusudur.⁵⁷

Yine de mütekabiliyet yasaları ile birlikte ülkeler birbirlerinin topraklarında, birbirlerinin vatandaşlarının, belirli kurallar çerçevesinde gayrimenkul edinmesine izin vererek aslında sektöründe devamlılığına ve hatta yer yer büyümesine de yardımcı olmaktadır. Dünya genelinde gözde olan yerleşim yerleri göz önünde bulundurulduğunda; yabancıların ellerindeki yatırımları buralarda konuşlandırdıkları, ancak bu noktada da mütekabiliyet yasasının olup olmadığı dikkate alınmaktadır.

1.5.4.5. Diğer Önemli Faktörler

1.5.4.5.1. Deprem Riski

Gayrimenkul sektörü için önemli tehditlerden biri ve göz önünde bulundurulması gereken temel faktörlerden biri olan deprem riski gayrimenkul piyasasının değerlendirme aşamasında kritik bir öneme sahiptir. Buna göre depreme karşı dayanıklılık konusu, satın alımı gerçekleştirecek olan yatırımcıların ilk gözettikleri noktalardandır. Sektör büyüdükçe ve hem üreten hem de satın alan sayısı piyasa içerisinde arttıkça deprem riski konusu daha fazla gündeme gelmektedir.⁵⁸

Geçmiş yıllarda dünya genelinde gözlemlenen ve ağır hasarlar bırakan deprem olayları halen varlıklarını büyük bir hayat tehdidi olarak sürdürmektedirler. Buna istinaden de özellikle devlet yönetimleri, bilhassa da aktif deprem kuşağı üzerinden yer alanların yönetimleri, deprem riski göz önünde bulundurularak bina inşaatlarına izin vermekte ve süreci yakından takip etmektedirler.

⁵⁷ Duygu ÇİMEN, “Yabancıların Taşınmaz Mülk Edinimi”, **Hukuk Gündemi**, Sayı: 3, 2009, s. 9-10.

⁵⁸ Filiz DAŞKIRAN ve C. Mehmet BAYDUR, “Deprem Riski, Değerleme ve Kentsel Dönüşüm: Mekansal Bir Çözümleme”, **Akademik Sosyal Araştırmalar Dergisi**, Yıl: 3, Sayı: 18, Aralık 2015, s. 495.

1.5.4.5.2. Büyük Ölçekli Gayrimenkul Yatırımları

Gayrimenkul sektörünün canlanması ve güçlenmesi konusunda büyük etkisi bulunan büyük ölçekli gayrimenkul yatırım projeleri, uyguladıkları ödeme kolaylığı politikaları ile birlikte toplumun özellikle konut edinimi konusunda olumlu etkiler yaratmaktadır. Bunun yanı sıra, büyük ölçekli projeler, satın alınan gayrimenkul inşaat alanları ile birlikte ekonominin diğer bir tarafına yatırım yapılmasını sağlamakta, bu sayede de konuta ya da herhangi bir binaya dönüşmemiş olan gayrimenkullerin nakde dönüşmesine yardımcı olmaktadır.⁵⁹

Son yıllarda da büyük ölçekli gayrimenkul yatırımlarının düzeyinin artması ile birlikte hem yatırımcı hem de satın alan tarafların sayısında gözle görülür bir artış meydana gelmiştir. Bu vesile ile de gayrimenkul sahipleri ve gayrimenkul şirketleri, süreci kendileri için daha karlı hale getirmeye çalışmanın yanı sıra ülke ekonomisi açısından da farklı bir alan yaratıp sektörün büyümesini sağlamışlardır.

1.5.5. Değer ve Değerleme Kavramı

Bir varlığın toplam faydası veya kullanım değeri o varlığın değerini belirleyen unsurlardır.⁶⁰ Aynı zamanda değer, kişiler tarafından mal ve hizmetlere verilen önemi ya da karşılığı ifade etmektedir. Bu mal veya hizmete ulaşılma durumu, sağladığı fayda, sahip olduğu nitelikleri o mal veya hizmetini belirlemektedir.⁶¹ Değerleme ise bir varlığın belirli bir tarihte sağladığı bütün hak ve faydalarla birlikte değerlendirilip parasal bir karşılıkla ifade edilebilmesi amacıyla çeşitli yöntemler kullanılarak üretilen bir çalışma sistemidir.⁶²

⁵⁹ Tahir ERSAN, *Gayrimenkul Sektörünün Yatırım Potansiyeli ve Geleceği*, İzmir: Mekik Yayınları, 2009, s.47.

⁶⁰ Adalet HAZAR, *Varlık Değerleme Yaklaşımları Çerçevesinde Gayrimenkul Değerleme*, 1. Baskı, Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2013, s.112.

⁶¹ Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu, Genel Ekonomi, 17 Şubat 2017, https://www.spl.com.tr/spl/eep/Specific/OEP/Upload/1008-Genel%20Ekonomi_2017-1.pdf, (21/02/2017), s.5.

⁶² HAZAR, a.g.e., s.112.

1.5.5.1. Gayrimenkulün Değerlendirilmesi

Gayrimenkul değerlemesi de aynı şekilde gayrimenkul kapsamı içine dahil edilebilecek tüm varlıkların belirli bir tarihte tüm faydaları, hakları, koşulları ve imkanları değerlendirme dahilinde bulundurulurken parasal bir ifadeyle ifade edilme şekli olarak kabul edilebilir. Her varlığın değerlendirilmesinde olduğu gibi gayrimenkul değerlendirmesinde de kullanılan farklı yöntemler sebebiyle farklı değer kavramları ortaya çıkmaktadır.

Bu değerlerden temel olarak incelenebilecek kavramları piyasa değeri, düzenli likiditasyon değeri, tasfiye değeri ve faal işletme değeri olarak sıralamak mümkündür.⁶³

1.5.5.1.1. Piyasa Değeri

Diğer pek çok varlık değerlemesi gibi gayrimenkulde de oldukça sık olarak kullanılan kavram piyasa değeri olmaktadır. Piyasa değeri özellikle tamamlanmış projeler için ve halihazırda bulunan stoklar düzeyinde en doğru tanımlamayı ifade etmektedir. İçinde bulunan pazar koşulları ve bölgesel değerlendirmelerinde dikkate alınmasıyla belirli bir piyasa değeri oluşmaktadır. Piyasa değeri esas olarak sahip olunan bir gayrimenkulün en yüksek satış bedeli ile birlikte satılacak olması durumunda ortaya çıkan fiyat olarak değerlendirilmektedir.

Piyasa değeri yaklaşımında üç yöntem kullanılmaktadır. Bunlardan ilki zaman düzeltmesidir ve bu yöntemde, gayrimenkullerin farklı satış dönemlerindeki rakamlar arasında enflasyonist bir dengeleme yapılmaya çalışılmaktadır. İkinci yöntem olan arsa büyüklüğünde ise arsaların ölçüm açısından farklılıkları arasında bir dengenin kurulmasına çalışılmaktadır. Diğer bir yaklaşım olan kullanım alanında gayrimenkullerin net kullanım alanları arasındaki farklılıklar üzerinden bir dengeleme ve değerlendirme yapılmaktadır. Son olarak çevre düzenlemesinde ise gayrimenkullerin içinde bulunduğu

⁶³ H. Emin TATOĞLU, *Gayrimenkul Değerlemesi ve Eryaman/Ankara Bölgesinde Bir Uygulama*, Ankara: Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, 2008, s.25-30.

çevrenin durumu, düzenlenmesi ve gelişimine dair unsurlar üzerinden dengeleme ve değerlendirme yapılmaktadır.⁶⁴

1.5.5.1.2. Düzenli Likiditasyon Değeri

İşlemin tarafları arasında gerçekleşen görüşme ve pazarlıkların ardından, gayrimenkul için belirlenen, kabul edilebilir ve yakın zaman dilimi içerisinde en muhtemel nakit üzerinden satış değerini ifade etmektedir. Düzenli likiditasyon, gayrimenkullerin her biri için en makul olmanın yanı sıra, en doğru ve en karlı değer elde edilmesini amaçlamaktadır. Belirtilen zaman zarfı dahilinde, tarafların arasındaki görüşme ve pazarlıkların ardından fiyat konusunda bir anlaşma söz konusu olmazsa, gayrimenkullerin açık arttırma yöntemi ile satılması fikri ön plana çıkmaktadır.⁶⁵

1.5.5.1.3. Tasfiye Değeri

Düzenli likiditasyon değerine erişmemiş gayrimenkullerin satışı için açık arttırma yönteminin benimsenmesi sonucunda, halka açık olarak bir açık arttırmanın düzenlenmesi söz konusu olmaktadır. Bu tür bir açık arttırmada, ekonomik anlamda, mevcut süreçteki gelişmeler ve zorunlu satış sürecinde ortaya çıkan şartlar dikkate alınarak, söz konusu gayrimenkul hakkında kararlaştırılan en muhtemel nakit satış fiyatı ortaya çıkmaktadır. Bu satış rakamının düzeyi, gayrimenkulün satışı için süre zarfını kısaltabileceği gibi aynı zamanda uzatabilmektedir. Fakat genel olarak bakıldığında, tasfiye değeri üzerinden açık arttırmaya çıkarılmış olan gayrimenkuller hızlı bir şekilde satılmaktadırlar.⁶⁶

Açık arttırma sürecinde, gayrimenkuller için belirlenen rakamların, genel olarak piyasa şartlarının belirli bir oranda aşağında kalma durumlarının büyük bir etkisi

⁶⁴ ÖZKUL, a.g.e., s.27.

⁶⁵ ERSAN, a.g.e., s.20.

⁶⁶ Ş. Arıkan GEMİCİ, *Gayrimenkul Değerlemesi, Maliyet Yaklaşımına Dayalı Bina Değer Tahmin Yöntemi Ve İstanbul İli İçin Bir Uygulama*, İstanbul: İstanbul Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, 2008, s.20.

bulunmaktadır. Böylelikle açık arttırmada bütçesi için uygunluğu olduğunu düşünen bireyler, söz konusu gayrimenkulleri hızlı bir şekilde satın alabilmektedirler.

1.5.5.1.4. Faal İşletme Değeri

Kavramsal olarak faal işletme değeri, bir işletmenin, toplam olarak sahip olduğu değeri ifade etmektedir. Söz konusu kavram, faaliyetlerine devam eden bir kuruluşun, tek başlarına değerlendirildiklerinde pazar değerine etkisi olduğu düşünülmeyen, ancak toplam işletme değerinin tek başlarına parçalarını teşkil eden faktörlerin değerlemesi sonucu oluşmaktadır. Bu sebepten ötürü faal işletme değeri, yalnızca bir işin ya da işletmenin parçasını temsil eden gayrimenkuller üzerinde uygulanabilmektedir.⁶⁷

Faal işletme değerinde temel olarak önemsenen değer işletmenin bütünüdür. Bu şekilde bu noktada genel değeri oluşturan tek tek parçaların bir araya gelmesi ile net bir değere ulaşılmaktadır. Bu noktada işletmelerin içerisindeki parçaların her biri, değeri ne düzeyde olursa olsun sürece etkisi, hem değer hem de işlevsellik açısından önem arz etmektedir.

1.5.5.2. Gayrimenkul Değerlemesinde Kullanılan Yaklaşımlar

Uluslararası olarak kabul görmüş değerlendirme yaklaşımları dört farklı sınıfta kategori edilmiştir. Bunlar; emsal karşılaştırma yaklaşımı, gelirin indirgenmesi yaklaşımı, maliyet yaklaşımı ve geliştirme modeli ile değerlendirme çalışmasıdır.⁶⁸

1.5.5.2.1. Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı

Bu yöntemde gayrimenkulün kendisine benzer diğer gayrimenkullerle karşılaştırılması ve ona göre bir değer takdir edilmesi esas olmaktadır. Burada dikkat edilen husus; değerlendirme yapılacak olan konuta veya arsaya gerek teknik gerek sosyal anlamda muadil olabilecek konut veya arsaların saptanması ve buna uygun bir

⁶⁷ Emlak Konut GYO A.Ş., Kocaeli Körfez Yarımca (Şuyulandırma) Mahallesi 5 Adet Parcele İlişkin Değerleme Raporu, Ekim 2016, http://www.emlakgyo.com.tr/_Assets/Upload/Status/korfez-dr-pdf09122016111911.pdf, (28/11/2016), s.17.

⁶⁸ Kamuyu Aydınlatma Platformu, Büyükyalı İstanbul Projesi Değerleme Raporu, 30 Aralık 2016, <https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/574996>, (01/01/2017), s.28.

değerlendirme yapılmasıdır. Bu yaklaşımda konum, büyüklük, çevre koşulları, arsa için sahip olunan emsal katsayıları veya planları, bina stokları için fiziki özellikler değerlemenin temelini oluşturmaktadır.

Bunun yanı sıra cari fiyat talebi ve gayrimenkule dair çeşitli fiyat teklifleri de bu karşılaştırmada önemli bir role sahiptir. Böylelikle, mevzu bahis olan gayrimenkule karşı piyasalarda karşılaşılan tepkiler de toplanmış ve buna göre bir yol haritası belirlenebilmektedir. Karşılaştırma noktasında, yanılma payının mümkün olduğunca alt bir seviyede olması adına muadil olarak seçilen, emsal niteliğindeki gayrimenkullerin sayısının fazla olması gerekmektedir. Emsal karşılaştırma yönteminden; çoğunlukla konut, üzerinde yapı bulunmayan taşınmazlar ve boş arsa ile araziler için yararlanılmaktadır. Fakat veri yetersizliğinin bulunduğu süreçlerde ve fiyatların hızlı bir şekilde değişkenlik gösterdiği zaman dilimleri içerisinde emsal karşılaştırma yöntemi sağlıklı sonuçlar vermemektedir.⁶⁹

1.5.5.2.2. Gelirin İndirgenmesi Yaklaşımı

Bu yaklaşımda, bir gayrimenkulün değeri, ilerleyen süre zarfı içerisinde söz konusu gayrimenkulün tahmini olarak sağlayabileceği getiri düzeyi ile ilintili olmaktadır. Fakat son aşamada, hesaplamaların tahmini değerlere dayandırılması, söz konusu değerlerin kararlaştırılması açısından son derece kritik de bir önem taşımaktadır. Gelir yaklaşımlarında ön plana çıkan ve sürecin temelini oluşturan değişken, gayrimenkulün geleceği ile ilgili tahminlerdir. Bunun da ötesinde, gelirlerin indirgenmesi sürecinde faydalanılan iskonto oranı ve bu oranın makul bir şekilde kararlaştırılması da değerlendirme sonuçlarına dolaylı olarak etki edebilmektedir.⁷⁰

Bu sayede gelir indirgenmesi yöntemi, gayrimenkul piyasasının belki de en uzun vadeli, ancak aynı zamanda de en zorlu işlemlerinden biri haline dönüşmektedir. Bununla birlikte gelecek odaklı değerlendirmeler büyük bir hassasiyet de istemektedir. Aksi

⁶⁹ GEMİCİ, a.g.e., s.43.

⁷⁰ Ebubekir AYAN, “Gayrimenkul Değerlemesinde Gelir İndirgeme Yaklaşımı Ve Yaklaşımın Türkiye Koşullarında Uygulanabilirliği (Kocaeli Uygulaması)”, *Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Cilt 19, Sayı 1, 2010, s. 385.

takdirde değerlendirmede bugün ve gelecek arasında yaşanan hesaplama kopuklukları, gayrimenkulün mevcut ve muhtemel gelecek değeri arasında kabul edilmesi zor farklılıklar yaratabilecektir.

1.5.5.2.3. Maliyet Yaklaşımı

Bu yaklaşımda, bir gayrimenkulün arsa değeri için yürütülen tahminine ek olarak cari gider hususunda ortaya çıkan ve iyileştirme çabalarının ne şekilde ve ne miktarda amortisman tabi olduğunun bir tahmini söz konusu olmaktadır. Yeniden üretim giderinden amortisman bedelinin düşülmesi ile birlikte söz konusu gayrimenkulün piyasa değerinin eklenmesinin ardından ortaya çıkan değer, maliyet yaklaşımı sayesinde elde edilen gayrimenkulün değerine işaret etmektedir. Yeni maliyet düzeyi, değer ulaşabileceği en üst sınırı belirleme konusunda etkin olmaktadır.⁷¹

Özetle, bu yaklaşımda gayrimenkulün yeniden inşasıyla oluşacak maliyetten yıpranma payı düşülmekte ve bu değer üzerine de gayrimenkulün arsa değeri eklenerek ulaşılan yeni değer maliyet yaklaşımının oluşturduğu değer olmaktadır.

1.5.5.2.4. Geliştirme Modeli İle Değerleme Çalışmaları

Bu modelde, bir gayrimenkule teklif olarak gelen bir ya da daha fazla geliştirme projesinin uygulanabilme ihtimali varsayımı söz konusudur. Böylelikle bazı projelerin varsayımlar üzerinden oluşturulması sağlanmaktadır. Fakat bu noktada, modellemesi gerçekleştirilen projeler için yasallık, maliyet yönünden uygulanabilirlik ve yüksek verimliliğin varlığı gerekmektedir. Bunun yanı sıra gayrimenkul olarak projesi yapılan ürünün gelecek odaklı olarak da değerlendirilmesi ve gelecek süreçte piyasada tutunup tutunamayacağı konusunda bir değerlendirme yapılması gerekmektedir. Projenin hayata geçirilmesine karar verildiği süre zarfında ise proje için söz konusu olan harcamalar önceden tespit edilmeye çalışılarak belirli oranda bir gelir-gider tahmini yapılmaktadır. Bu tahminin içerisine sektörün mevcut şartlarının da katılması gerekmektedir ki bu durum

⁷¹ GEMİCİ, a.g.e., s.45.

hem mevcut süreç hem de gelecek açısından projenin olabilirliği konusunda fikir verebilmelidir.⁷²

Bununla birlikte bu yaklaşımda bütün varsayımların üzerinde çalışıldığı gibi oluşması ve beklentilerin tahmin edildiği gibi gelişmesi ayrıca önem teşkil etmektedir. Özellikle yöntemin başarılı olabilmesi için gelir-gider tahminlerinin, gelecek ekonomik koşulların ve demografik şekillenmenin analizinin sağlıklı yapılması kritik bir husus olmakla birlikte projenin gelecek performansı doğru ve eksiksiz bir şekilde ortaya çıkarılacak ve gelir indirgenmesi yaklaşımıyla varlığın bugünkü net değeri hesaplanacaktır.



⁷² Emlak Konut GYO A.Ş., Gayrimenkul Değerleme Raporu, 10 Aralık 2015, [http://www.emlakkonut.com.tr/ Assets/Upload/Report/istanbul tuzla orhanli 120 ada 1 parsel eksiz-pdf15122015024508.pdf](http://www.emlakkonut.com.tr/Assets/Upload/Report/istanbul_tuzla_orhanli_120_ada_1_parsel_eksiz-pdf15122015024508.pdf), (09/03/2016), s. 12.

II. BÖLÜM

KÜRESEL EKONOMİK GELİŞMELER VE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜNE İLİŞKİN TEMEL GÖSTERGELERİN İNCELENMESİ

2.1. Gelişmiş Ülkelerdeki Makro Ekonomik Göstergeler

Ülkeler arasında ticaret hacimlerinin artması sermaye dolaşımının hızlanmasına sebebiyet vermiş ve dünya ticaretinin sürekli bir etkileşim içerisinde olmasını beraberinde getirmiştir. Özellikle sermaye dolaşımının kolaylaşması ülkeler arasında sınırları kaldırmış ve portföy yatırımlarının daha hızlı bir kanal aracılığı ile yönlendirilmesine olanak sağlamıştır.⁷³ Bu bağlamda küresel anlayışın son derecede hakim olduğu bir dünyada ülkelerin birbirinden bağımsız olarak değerlendirilmesi sonucunda elde edilen çıkarımların rasyonel bir anlam taşımayacağı gerçektir. Bu nedenle özellikle gelişmekte olan bir ülke için değerlendirme yapılırken gelişmiş ülke göstergelerini, politik ve ekonomik gelişmelerini incelemek bir zaruret haline gelmiştir.

Bu bölümde gelişmiş ülkelerde yaşanan son dönem makroekonomik gelişmeler incelenmektedir. İktisadi büyüme ve büyüme tahminleri ile birlikte istihdam, faiz oranları ve enflasyon, emtia fiyatlarındaki gelişmeler bir ekonominin makroekonomik görünümünün belirlenmesindeki incelenmesi gereken en önemli faktörler arasındadır. Bununla birlikte özellikle gelişmekte olan ülkelerde cari açık seviyesi ve cari açığın finanse edilmesinde kullanılan kaynak, döviz kuru ve yapısal reformların durumu o ülkenin iktisadi hayatıyla ilgili önemli referanslar olmaktadır.

Gelişmiş ülkelerde son dönemde yaşanan Brexit referandumu etkisi (İngiltere'nin referandum sonucu Avrupa Birliği'nden çıkış kararı alması) ve Britanya kapsamında bulunan ülkelerin İngiltere' den ayrılma istekleri İngiltere'nin içinde bulunduğu ekonomik ve siyasi durumu yeniden şekillendirmekle birlikte ayrıca Avrupa

⁷³ Mehmet ERSOY ve Mustafa CANBAZ, *Türkiye' de Sektörel Finansal Tabloların Modellenmesi*, Yayın No:58, İstanbul: Derin Yayınları, 2011, s. ix.

Birliği (AB) lkelerini de önemli derecede etkileyen yeni bir yapının oluşmasını da beraberinde getirecektir. Bu bağlamda Euro Bölgesi lkelerinde Brexit etkisinin zaman içinde kendini göstermesi beklenmektedir.

Halihazırda Euro Bölgesi'nde devam etmekte olan resesyon durumu AB lkelerinde zayıf bir ekonomik duruşun sergilendiğini göstermektedir. Avrupa Merkez Bankası (ECB) negatif faiz politikasıyla parasal genişlemeyi hedeflemekte ve bu yolla büyüme üzerinde bir ivme yaratmaya çalışırken ABD' de ise yaşanan son gelişmeler gelişmiş ülkeler dinamiklerini etkisi altına almaktadır. Japon ekonomisi ise uzun süredir resesyonla mücadele halinde bulunmaktadır ve önümüzdeki dönemlerde de Japon Merkez Bankası'nın (BOJ) parasal genişlemeyi sürdürecek politikalar uygulaması beklenmektedir.

ABD ve İngiltere' de yaşanan göreceli iyileşmenin istenilen düzeyde olmamasından dolayı bu ülkelerde büyümenin sürdürülebilmesi hususunda ciddi endişeler bulunmaktadır. Son dönemde gelişen siyasi risklerde artış yaşanması da bu endişeleri tetikleyen diğer bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. ABD Başkanlık seçimi sonrası yaşanan belirsizlik ve uygulanacak olan politika değişiklikleri, bu durumun Amerika Merkez Bankası (FED) politikalarıyla etkileşimi, dış ticaret politikalarında yaşanabilecek gelişmeler gelişmiş piyasaları ve bu bağlamda gelişmekte olan piyasaları da etkilemektedir. Özetle gerek ABD' de gerek İngiltere' de yaşanan siyasi değişim uluslararası piyasaların şekillenmesinde önemli rol oynayacaktır.

Euro Bölgesi lkeleri ve Japonya genişletici para politikalarına devam etmektedir. Bu durum küresel likiditeyi arttırıcı etkisine devam edecektir. Fakat gelecek ABD politikaları ve FED' in faiz politikalarında gerçekleşebilecek muhtemel değişiklikler için oluşan belirsizlik algısı küresel piyasaları olumsuz bir görünüme itmektedir. Bu beklentiler ve kararlar doğrultusunda uluslararası sıcak para akışı, yerel para birimlerindeki eğilim ve küresel varlık fiyatları büyük lde etkilenecektir. Özellikle FED' in parasal genişlemeyi sonlandırıcı politikaları küresel likiditeyi kısıcıcı

etkiler yaratacağından gelişmekte olan ülkelerin büyümeleri ve diğerk makroekonomik göstergeler üzerinde belirleyici sebepler olarak karşımıza çıkacaktır.

2.1.1. Büyüme ve Büyüme Tahminleri

2008 yılında ABD merkezli olarak ortaya çıkan küresel ekonomik kriz, ABD başta olmak üzere dünyanın birçok ülkesinin bu süreçten son derece olumsuz şekilde etkilenmesine sebebiyet vermiştir. AB bölgesinin küresel kriz etkilerini derinden yaşamasının ötesinde dünyanın büyük ölçekli ekonomilerinin sürecin henüz ilk yılında, uzun vadeli olarak finansal krizin etkilerini yaşayabileceğine dair tahminler, küresel ekonominin birbirine olan muhtemel desteğini de olumsuz etkilemiştir. Rusya ve Çin gibi kapasite olarak büyüyen ekonomilerin dahi 2008 sonrasında beklentilerin gerisinde kalmaya başlaması geleceğe dair endişelerin artmasına sebep olmuştur. Çünkü bu ülkeler, gelişmekte olan ülkeler arasında olmalarına karşın küresel ekonomide belirleyici bir etkiye sahip olmaktadırlar.

Bununla birlikte, özellikle gelişmiş ülkelerde daha çok hissedilen ve ekonomik büyümede yaşanan daralma yüksek boyutlara ulaşarak 1929 Büyük Buhranı'ndan sonra küresel olarak yaşanan kritik bir kriz olarak karşımıza çıkmaktadır. 2008 yılında yaşanan küresel krizin ilk etkilerinden sonra gelişmiş ülkelerin uzun vadeli bir durgunluk içinde bulunduğu görülmektedir. Negatif büyüme ve piyasa fiyatlarında belirli bir zaman aralığı içerisinde sürekli bir düşüş yaşanması gelişmiş ekonomilerin üzerindeki en büyük baskı yaratıcı unsur olarak nitelendirilmektedir.

2008 yılında yaşanan küresel krizde yaşanan sorunların kökten çözümü için gerekli önlemlerin alınmaması ve sorunların kısa vadede geçici önlemlerle zlmeye çalışılması, günümüzde bu problemlerin daha yıkıcı bir şekilde ve artan risk algısıyla beraber küresel piyasaların tekrar karşısına çıktığını göstermektedir.

2012 yılı itibari ile küresel ekonomide bir toparlanma olduğu görüşü ortaya çıkmış olsa da zayıf ve kırılgan bir ekonomik yapının olduğuna dair görüntü de söz konusudur. Özellikle 2015 ve 2016 yılları için küresel ekonominin kademeli olarak 2008

öncesi hesaplarına ve stratejilerine dönmesi yönünde tahminler söz konusudur. Öncelikli olarak ABD ekonomi faaliyetlerinin yavaş yavaş toparlanması ve petrol fiyatlarının düşük bir düzeyde devam etmesi büyüme konusunda dünya ekonomisine, genel olarak bir destek sağlarken, başta Çin'in bulunduğu birçok gelişmekte olan ekonominin halen yavaşlama eğilimi içerisinde olduğu gözlemlenmektedir.⁷⁴ Bununla birlikte artan küresel jeopolitik risklerle mücadele etmekte olan ülkeler, ekonomik göstergelerin iyi seyretmemesi ile birlikte arzulanan büyümeyi yakalamamaktadırlar. Çin büyümesinin daralmasından kaynaklanan mal ve hizmet talebinde görülen durgunluk tüm dünya ülkelerini etkisi altına alarak büyümenin iyi bir kompozisyon sergilememesine sebebiyet vermektedir.

Bunlara ilaveten, ABD Başkanlık seçimi sonucunda, finansal piyasalarda belirsizlik ve oynaklık arttığı gözlemlenmiştir. Yeni yönetimin vergilerde indirim yapması ve kamu harcamalarında artışa giderek genişletici maliye politikası uygulayacağı tahmin edilmektedir. Bu durumun büyüme katkısı olacağı düşünülmektedir.⁷⁵

	OECD Eylül 2016 Tahminleri (%)		Haziran 2016 Ara Dönem Tahminlerinden Fark (%) Puan		IMF Temmuz 2016 Ara Dönem Tahminleri (%)		Nisan 2016 Tahminlerinden Fark (%) Puan	
	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017
Dünya Büyümesi	2,9	3,2	-0,1	-0,1	3,1	3,4	-0,1	-0,1
ABD	1,4	2,1	-0,4	-0,1	2,2	2,5	-0,2	0,0
Avro Bölgesi	1,5	1,4	-0,1	-0,3	1,6	1,4	0,1	-0,2
Japonya	0,6	0,7	-0,1	0,3	0,3	0,1	-0,2	-0,2
Almanya	1,8	1,5	0,2	-0,2	1,6	1,2	0,1	-0,4
Fransa	1,3	1,3	-0,1	-0,2	1,5	1,2	0,4	-0,1
İtalya	0,8	0,8	-0,2	-0,6	0,9	1,0	-0,1	-0,1
Birleşik Krallık	1,8	1,0	0,1	-0,1	1,7	1,3	-0,2	-0,9
Kanada	1,2	2,1	-0,5	-0,1	1,4	2,1	-0,1	0,2

Şekil 1. OECD ve IMF'nin Gelişmiş Ülkeler İçin Büyüme Tahminleri
Kaynak: T.C. Kalkınma Bakanlığı Ekonomik Modeller Ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, <http://www.kalkinma.gov.tr/Pages/index.aspx>, (10/11/2016)

⁷⁴ T.C. Kalkınma Bakanlığı Ekonomik Modeller ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, Dünya Ekonomisindeki Son Gelişmeler Bülteni, Temmuz- Eylül 2015, Sayı: 3, <http://www.kalkinma.gov.tr/Lists/DNYA%20EKONOMSNDEK%20SON%20GELMELER/Attachments/39/DEG%20Temmuz-Eylül%202015.pdf>, (16/04/2016), s.1

⁷⁵ TCMB, Finansal İstikrar Raporu, Kasım 2016, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/e6b95d5b-a810-464b-b9d9-55c71b95d57b/bolumI-23.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACEe6b95d5b-a810-464b-b9d9-55c71b95d57b>, (05/12/2016), s.2.

Şekil 1’de görüldüğü üzere bütün bu verilere ve beklentilere dayanarak, Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü (OECD) ve Uluslararası Para Fonu (IMF), 2016 ve 2017 dünya büyümesi ve gelişmiş ülkeler büyüme tahminlerini ara dönem tahminlerine göre -0,1 oranında aşağı yönlü revize etmiştir. Dünya genelinde büyümenin önündeki belki de en büyük engel, bölgesel anlamda belirli ülkelerin toparlanma ivmesi içerisinde olmasına karşın bazı ülkelerin halen büyüme konusunda zayıf ve kırılgan bir görünüm sergilemekle birlikte düşük verimlilik ve yüksek finansal risk içinde bulunmalarıdır. Buna istinaden de aralarında ticari faaliyet olan ülkeler, dolaylı olarak bu tedirginlikten etkilenerek kendi büyüme planlamalarını tam anlamıyla gerçekleştirememektedirler.

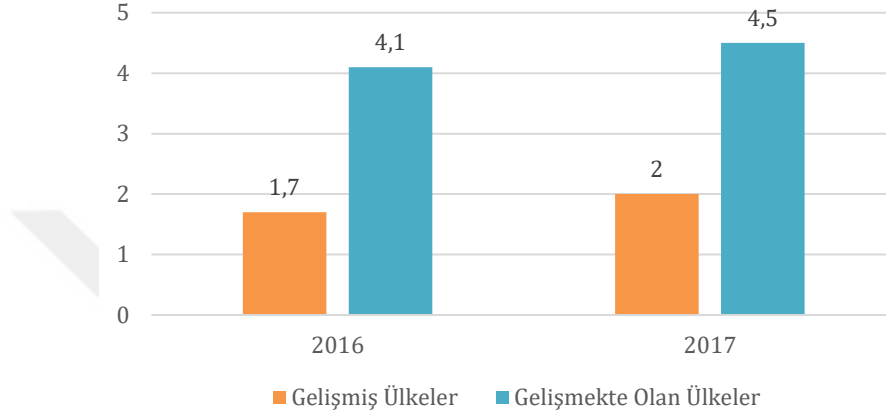
Küresel anlamda önde gelen çeşitli kredi ve derecelendirme kuruluşları ile önemli finans kuruluşlarının, ara dönem tahminlerinden farklı olarak 2016 yıl sonu için büyüme tahminleri konusundaki beklentileri şu şekildedir:

- Fitch, 2,6,
- IMF, 3,
- Dünya Bankası (WB), 3,3,
- OECD, 3,3,
- The Economist, 3,5.⁷⁶

Bununla birlikte IMF’nin 2017 yılı Nisan ayında yayınlamış olduğu Küresel Ekonomik Görünüm raporuna göre 2017 yılı için büyüme rakamlarının 2016 yılına göre daha iyi seyredeceği tahmin edilmektedir. Bu beklentilerin oluşmasında en önemli etken olarak petrol ve emtia fiyatlarının daha iyi seyretmesi ile birlikte bu malların ihracatını yapan ülkelerin olumlu bir büyüme kompozisyonu sergilemesi, bu bağlamda küresel

⁷⁶ KPMG, 2016’ ya Giren Türkiye ve Dünya Ekonomisinde Makro Gelişmeler , KPMG International Cooperative, KPMG Bakış Yayını, Ocak 2016, <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/pdf/2016/04/tr-bakis.pdf>, (01/12/2016), s.5.

talepte yaşanan artışın da büyümeye pozitif yansıyacağı düşüncesinin hakim olduğu görülmektedir. Her ne kadar büyümede bir miktar artışın yaşanılacağı düşünülse de özellikle küresel piyasalarda büyük oynaklığa sebep olabilecek risklerin ve belirsizliklerin varlığı büyümenin yüksek rakamlara ulaşmasında engel teşkil edebilecek unsurlar olarak görülmektedir.



Grafik 1. Küresel Büyüme Beklentileri (%)

Kaynak: KPMG, <https://home.kpmg.com/tr/tr/home/hakkimizda.html>, (22/05/2017)

Tüm bu gelişmelerle birlikte, 2017 yılı için yapılmış IMF varsayımlarına göre; gelişmiş ülkelerde 2017 yıl sonu büyümesinin % 2 seviyelerinde olması beklenirken, gelişmekte olan ülkelerde ise bu oranın % 4,5 seviyelerinde gerçekleşmesi tahmin edilmektedir.

2.1.2.İstihdam

Küresel ekonomideki olumsuz gelişmelere paralel olarak istihdam konusunda da ciddi sorunların ortaya çıktığı görülmektedir. Gelişmemiş ülkeler için küresel finansal kriz ile birlikte bu durum son derece makul olarak nitelendirilebilecekse de gelişmekte olan ve gelişmiş ülkeler için artan istihdam sorunu büyük bir tehlike yaratmaktadır.

Üretimin devamlılığına ve sanayi kollarının genel olarak faaliyetlerini sürdürmelerine rağmen, halen yeterli düzeyde istihdam düzeyine erişilememiş olması, dünya ekonomisi açısından büyümenin önündeki engellerden biri olarak da

değerlendirilebilmektedir. Alım gücünün düşmesi ile gerileyen talep sürecinde daha az istihdama ihtiyaç duyulması, ülkelerin yeni istihdam politikalarına yönelmelerini zorunlu kılmaktadır.

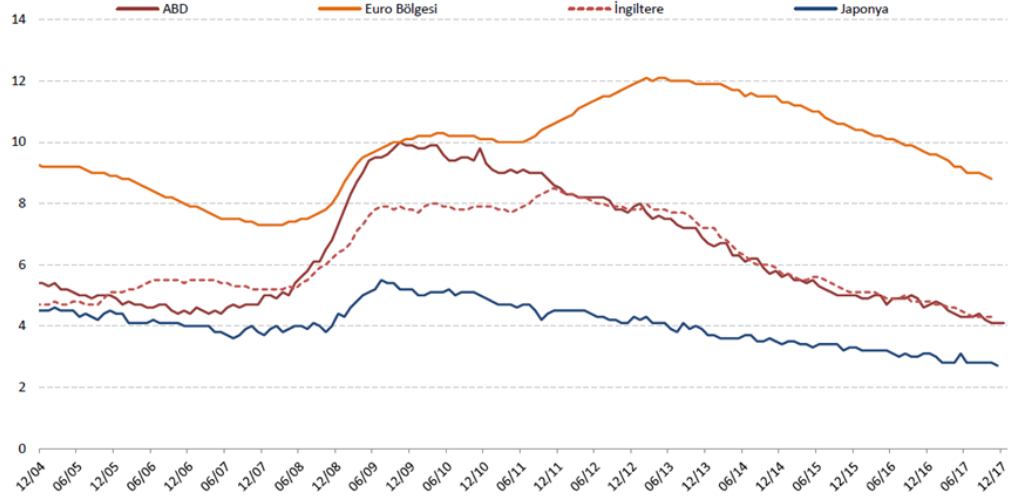
İşsizlikte görülen yüksek oranların nedenleri, küresel krizin beraberinde getirdiği bireylerin gelecek kaygıları nedeniyle oluşan talep eksikliği ve bu talep eksikliğiyle birlikte yatırımların yapılmaması veya ertelenmesi, bu nedenle de üretim seviyelerinde yaşanan düşüşlerdir. Bu gelişmelerle birlikte mal ve hizmet üretimi eksikliğinde büyüme oranları gerilemiş ve daralan büyüme ile birlikte iş sahiplerinin istihdam azaltmaya yöneldiği gözlenmiştir.⁷⁷

Buna göre küresel kriz sonrasında döngü şöyle bir görünüm almıştır:

- Küresel ekonomilerin zayıflaması küresel çapta işsizlik oranlarının hızlı bir şekilde yükselmesine neden olmuştur. 2015 yılında, dünya genelinde kayıtlı işsiz sayısı 197,1 milyona ulaşmıştır,
- 2015 yılında erişilmiş olan bu rakamlar bir önceki yıla göre bir milyon, kriz öncesi döneme göre 27 milyon kişilik bir artış göstermiştir,
- İstihdam konusundaki işsizlik sorunun en çok gözlemlendiği ülkeler gelişmekte olan ülkelerdir,
- Petrol ihracatçısı olarak görülen ülkelerin çok büyük bir bölümü tarihlerinde en yüksek işsizlik sorunu ile karşılaşmışlardır,
- 2016 yılı için işsizlik artış beklentisi 2,1 milyon; 2017 yılı için işsizlik artış beklentisi 1,1 milyon kişi düzeyindedir,

⁷⁷ Mahfi EĞİLMEZ, Kendime Yazılar, İşsizlikten Yola Çıkarsak, 1 Mayıs 2017, <http://www.mahfiegilmez.com/2017/05/issizlikten-yola-ckarsak.html>, (23/05/2017).

- Önümüzdeki yıllar içerisinde, güvencesizlik, istikrarsızlık ve geçici nitelikler nedeni ile istihdamın toplam istihdam içerisindeki payının % 46 seviyesine erişmesi beklenmektedir.⁷⁸



Şekil 2. İşsizlik Oranları- Yüzde

Kaynak: TCMB, <http://www.tcmb.gov.tr>, (31/01/2018)

Şekil 2’de gelişmiş ülkeler grafiğinde de görüldüğü gibi, Euro Bölgesi’nde işsizliğin 2008 yılında yaşanan küresel kriz etkisiyle arttığı görülmektedir. 2014 yılından itibaren bir iyileşme yaşanmaya başlanmasına rağmen 2008 küresel krizinden itibaren işsizlikte sürekli bir artış yaşandığı, 2013 yılında son 10 yılın en yüksek işsizlik oranına ulaşıldığı ve bununla birlikte son üç senedir azalma eğilimine girdiği görülmektedir. Fakat, Euro Bölgesi’nde 2008 yılı küresel kriz öncesi döneme henüz dönülemediği.

ABD ve İngiltere’de ise son 4 senedir bir iyileşme yaşanmakta olduğu ve istihdam piyasalarının güçlendiği görülmektedir. Özellikle FED’ in ve İngiltere Merkez Bankası’nın (BOE) işsizlikle mücadele kapsamında aldığı tedbirlerin sonuç verdiği ve uygulanan genişletici para politikalarının bu bağlamda fayda sağladığı gerçektir. FED’in

⁷⁸ ILO, Dünyada İstihdam Ve Sosyal Durum Eğilimler Raporu, 2016, http://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/---europe/---ro-geneva/---ilo-ankara/documents/publication/wcms_447449.pdf, (11/11/2016), s.2-3.

genişletici para politikasından çıkılması ve faiz oranlarını yükseltmek için işsizliğin belli bir seviyeye yakınsamasını gözetmesi bu kapsamda örnek verilebilir.

Japonya'ya bakıldığında ise işsizlik oranında son 5 senedir sürdürülebilir fakat düşük bir oranda bir azalma görülmektedir. Fakat Japonya'da iç tüketimin az olması, tasarruf alışkanlıklarının diğer gelişmiş ülkelerden farklı olması sebebiyle ekonomide canlanma sağlanamamaktır.

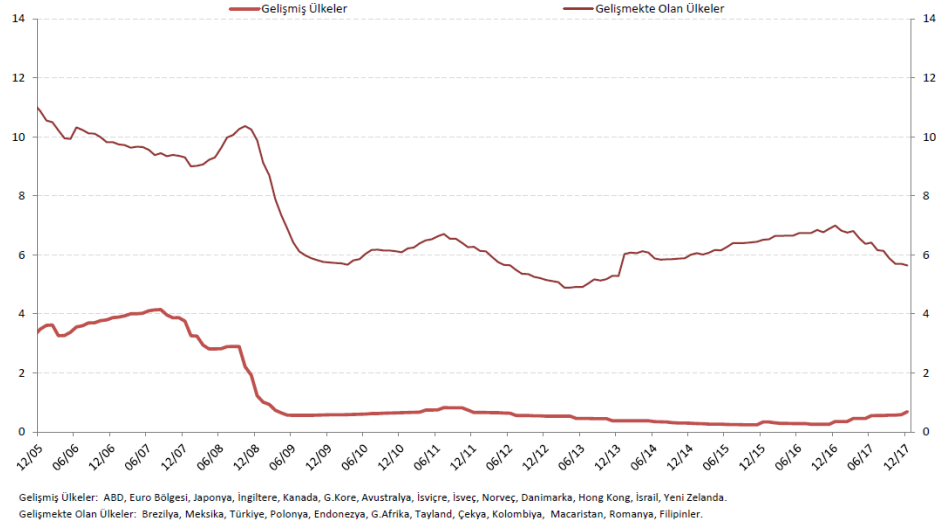
Küresel ekonomik kriz etkisinin halen sürdüğü küresel finansal ortamda, istihdamın gelişimi konusunda ciddi ölçekli endişeler söz konusudur. Bu endişelerin temelinde de dünyanın büyük ölçekli ekonomilerinin dahi istihdam sorununa tam olarak bir çözüm bulamamış olmalarının büyük etkisi bulunmaktadır. Bu ülkelerdeki belirsizlikler, dolaylı olarak diğer ülkelerin ekonomilerine yansırken, aynı zamanda istihdam sorununu da tetiklemektedir.

Negatif ekonomik göstergelerle birlikte dünya genelinde artan nüfusun da istihdam piyasası üzerinde olumsuz etkilerinin olduğu ve yaratılan iş alanlarının özellikle artan genç nüfusla birlikte aynı oranda artış göstermemesi, girişimcilik isteğinin artan finansal oynaklık ve jeopolitik risklerle birlikte durma noktasına gelmesi, böylelikle yeni üretim alanlarının oluşamaması yeni pazarların eksikliği ile işsizlik sorunu yapısal bir ekonomik problem olarak tüm ülkelerin en büyük endişe kaynaklarından biri olmaya devam etmektedir bunu takiben işsizlik problemi ekonominin tüm alt birimlerini etkilemekte ve ekonomik göstergelerin bütününde bozulmaya sebep olmaktadır.

2.1.3. Faiz Oranları Değişimi ve Enflasyon

Dünya ekonomilerinin genel anlamda en önemli tartışma noktalarının başında gelen faiz oranlarındaki eğilim, özellikle ABD'den yayılan bir etki ile küresel ekonomilerin olumsuz yönde etkilenmesine sebebiyet vermektedir. ABD'nin ve AB bölgesinin faiz oranları konusundaki yaklaşımları, dünya genelinde belirleyici olmakta, ancak bu belirleyicilik çoğunlukla negatif yönlü olmaktadır. Özellikle ABD'nin küresel krizden sonra başlamış olduğu parasal genişleme politikasını durdurması ve bunu takiben

tahvil alımlarını gerçekleştirmeyeceğini açıklamasıyla tüm dünya ülkelerinde faizlerin arttığı gözlemlenmiştir.



Şekil 3. Dünya Ülkelerinde Politika Faiz Oranı

Kaynak: TCMB, <http://www.tcmb.gov.tr>, (31/01/2018)

Gelişmiş ekonomilerde ziyadesi ile düşük olan, bunun da ötesinde negatif seviyelerde bulunan faiz oranları, finansal piyasaların uygulayacakları stratejiler konusunda ciddi bir tehdit ve bozma etkisine sahip olmaktadır. Kısa ve uzun vadeli faiz oranları, 2016 yılının ilk çeyreğinde son derece düşük seviyelere gerilemiştir. Uzun bir süredir varlığını hissettiren düşük büyüme oranları, para politikası araçları ile bir müdahaleyi zorunlu kılmıştır.⁷⁹

FED'in faiz oranları hususunda tutumu tüm dünya ülkeleri tarafından sıkı bir şekilde takip edilmektedir. Alınan faiz kararlarının en hızlı etkisi döviz kurları üzerinde görülmekle birlikte kısa vadede sıcak paranın dolaşımının başka bir ifadeyle sermaye çıkışlarının da bu kararlara istinaden şekillendiğini söylemek mümkündür. Dolayısı ile FED faiz kararları gerek gelişmiş ülkelerde gerek gelişmekte olan ülkeler açısından bir

⁷⁹ T.C. Kalkınma Bakanlığı Ekonomik Modeller Ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, Dünya Ekonomisindeki Son Gelişmeler Bülteni, Temmuz- Eylül 2016, Sayı:3, <http://www.kalkinma.gov.tr/Lists/DNYA%20EKONOMSNEK%20SON%20GELMELER/Attachments/43/DEG%20Tem-Eylül-12102016.pdf>, (10/11/2016), s.4.

kırılganlık ve belirsizlik yaratmakta bu sebeple ekonominin farklı birimlerini de olumsuz etkilemektedir.

FED'in 15 Mart 2017 tarihli toplantısında, politika faiz oranını 25 baz puan artırarak %0,75-1,00 aralığına yükseltmiştir. Bu kararın gerekçesi olarak da ekonomik büyümenin istikrar içinde olduğu, istihdamda belirgin bir artış olduğu, enflasyon rakamlarının da hedef düzeyinde olması nedeniyle faiz artışı için gereken ortamın olduğu vurgulanmaktadır ve önümüzdeki dönemlerde de FED' in faiz artırımını kurumsal yatırımcıların portföy tercihlerini etkilemeye devam edecektir.⁸⁰

Bu gelişmelerle birlikte FED'in bu sene içerisinde kademeli olarak iki faiz artırımını kararı daha alacağı beklenmektedir ve yeni faiz artırımlarıyla birlikte küresel sermayenin takip ettiği yol şekillenmeye devam edecektir. Sermaye akışının yüksek faiz ortamlarına doğru bir eğilim seyretmesinin beraberinde ülkedeki döviz kurlarının da bu yönelmenin netleşmesinde büyük önemi bulunmaktadır. Özellikle yerel para birimlerinde yaşanan büyük değer kayıpları ve siyasi risklerin tehdidi ile gelişmekte olan ülkeler yatırım yapılabilirlik cazibelerini kaybetmekte ve bu durum finansal piyasaları olumsuz etkilemektedir.

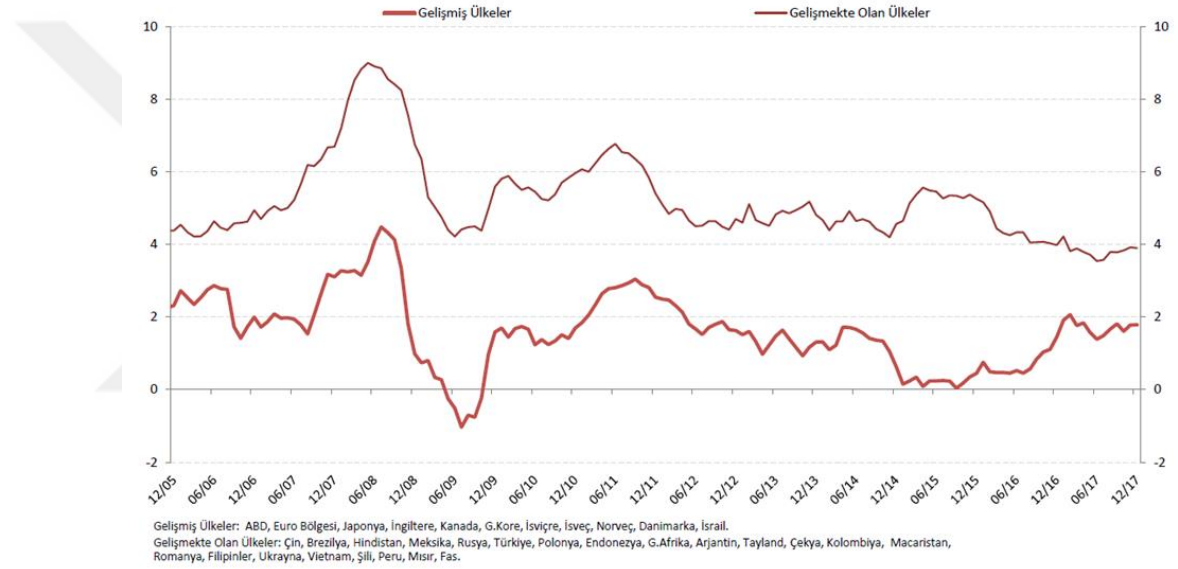
IMF'nin Küresel Finansal İstikrar Raporu'na göre küresel finansal krizden bu yana gelişmiş ülkelerde düşük faiz oranlarına rağmen yıllar boyunca düşük büyüme oranlarının görüldüğü vurgulanmakta ve düşük faiz politikasının başarılı bir sonuca ulaştırmadığı ifade edilmektedir.⁸¹ Bu bağlamda gelişmiş ülkelerin uyguladıkları para politikalarında değişikliğe gitmeleri düşük veya negatif faiz politikasından çıkıp faiz oranlarını arttırmaları beklenebilir. Bununla birlikte son dönemde parasal genişleme

⁸⁰ T.C. Kalkınma Bakanlığı Ekonomik Modeller Ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, Dünya Ekonomisindeki Son Gelişmeler Bülteni, Ocak- Mart 2017, Sayı:1, <http://www.kalkinma.gov.tr/Lists/DNYA%20EKONOMSNDK%20SON%20GELMELER/Attachments/45/DEG%20Ocak-Mart%2004052017.pdf>, (22/05/2017), s.1-4.

⁸¹ International Monetary Fund, Global Financial Stability Report, Nisan 2017, <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2017/03/30/global-financial-stability-report-april-2017>, (22/05/2017), s.49-50.

amacıyla BOJ'un halen negatif faiz oranlarını koruduğu görülmekte, ECB'nin de aynı şekilde genişlemeci mali duruşunu korumaya karar verildiği görülmektedir.

Konuya enflasyonun durumu açısından bakıldığında ise küresel düzeyde enflasyon, gelişmiş ülkelerde benimsenmiş olan genişlemeci para politikalarına karşın talep düzeyinin halen düşük olması nedeni ile buna paralel olarak düşük bir seviyede seyretmektedir. Küresel ekonominin bu zayıf görünümü, enerji başta olmak üzere birçok farklı sektörde rakamsal gerilemeleri beraberinde getirmiştir. Bununla birlikte gıda enflasyonunda ise dalgalanma yaşandığı görülmektedir.⁸²



Şekil 4. Küresel Enflasyon

Kaynak: TCMB, <http://www.tcmb.gov.tr>, (31/01/2018)

Küresel gelişmelere bakıldığında yüksek enflasyonun gelişmiş ülkelerden ziyade gelişmekte olan ülkelerde büyük bir sorun teşkil ettiği anlaşılmaktadır. Gelişmiş ülkelerde enflasyon oranları % 0- % 2 bandı arasında değişmekte iken gelişmekte olan ülkelerde bu oranın % 4' ün altına gerilemediği gözlemlenmektedir. FED faiz artırımı kararlarında enflasyonun istenilen düzeyde olmasının desteği bulunmakla birlikte, aynı şekilde yüksek enflasyon Euro Bölgesi ülkeleri açısından da şu aşamada risk teşkil

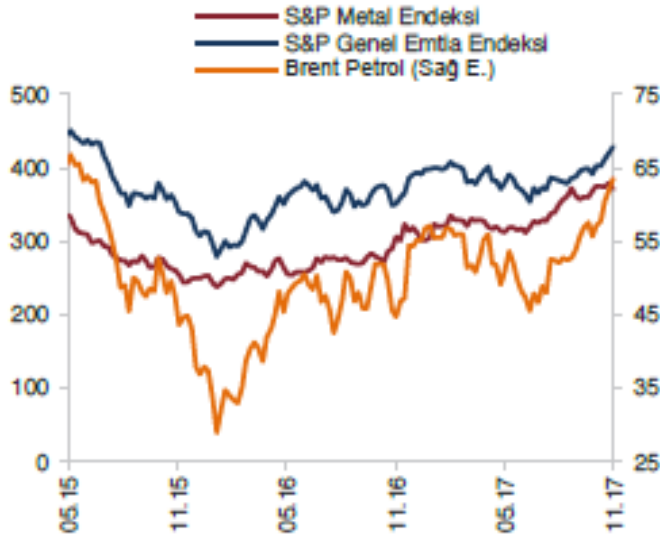
⁸² T.C. Kalkınma Bakanlığı, Uluslararası Ekonomik Göstergeler, 2014, <http://www.kalkinma.gov.tr/Lists/Uluslar%20Aras%20Ekonomik%20Gstergeler/Attachments/10/Uluslararası%20Ekonomik%20Gstergeler%202014.pdf>, (17/04/2016), s.3.

etmemektedir. BOJ yönetimi ise deflasyonla mücadelesine devam etmekte ve bu bağlamda negatif faiz uygulamasıyla ve parasal genişleme politikalarıyla pozitif enflasyon oranlarını hedeflemektedir.

2.1.4. Emtia Fiyatlarında Yaşanan Gelişmeler

Dünya genelinde emtia fiyatlarının oluşumu açısından önemli ülkeler olarak görülebilecek olan ABD, Çin ve Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü (OPEC) ülkelerinin doğrudan ve dolaylı etkileri neticesinde, dünya ülkelerinin de bu süreçten olumsuz etkilenme riskleri bulunmaktadır. Emtialar dünya üzerinde, özellikle siyasi gelişmelerden en çok etkilenen yatırım araçlarıdır ve bu şekilde sürekli olarak takip edilmeleri gerekmektedir. Uzun ya da kısa vadede olmalarına bakılmaksızın emtialar, içlerinde ciddi riskleri barındırmaktadır.

Emtia fiyatları açısından 2017 yılı içerisinde bir dalgalanma söz konusu olmakla birlikte söz konusu fiyatların sürekli olarak dönemsel tüketim şartlarına ve dünyanın büyük ekonomilerinin kendi ulusal ekonomi politikalarına bağlı olması, sürecin belirsizlikler ile karşılaşmasına sebebiyet vermektedir.



Şekil 5. Emtia Fiyatları, Endeks-USD

Kaynak: TCMB, <http://www.tcmb.gov.tr>, (04/01/2018)

2016 yılının ikinci yarısından itibaren dalgalı seyreden emtia fiyatlarında bir artış eğilimi içine girildiği görülmektedir. Bu gelişmede en büyük faktör Çin' in daha istikrarlı bir ekonomik görünüm içerisine girmiş olmasıdır. Bunun haricinde, OPEC harici petrol ihracatçısı ülkelerin ve OPEC üyesi ülkelerin petrol arzını belirli seviyelerde tutmaya yönelik çabaları ve ABD ile birlikte bazı ülkelerde genişleyici maliye politikaları uygulanma olasılığının varlığı petrol fiyatlarının yukarı yönlü hareket etmesine sebep olacaktır. Bu duruma istinaden emtia fiyatlarında özellikle petrol fiyatlarındaki gelişmeler, emtia ihracatçısı ülkelerin büyüme performansına ve cari dengelerine olumlu katkı sağlayabilecekken petrol ithalatçısı ülkelerin cari dengelerine olumsuz etkide bulunması kaçınılmaz olacaktır.⁸³

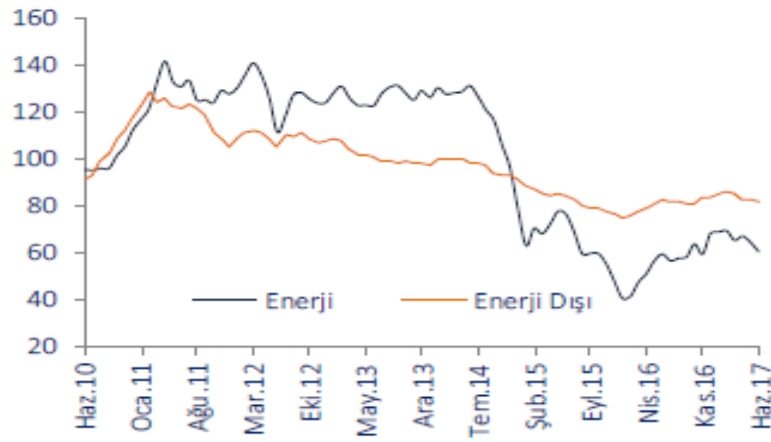
Emtia fiyatlarında en belirleyici ülkelerden biri de Çin olmaktadır. Çin ile birlikte gelişmekte olan ülkelerde büyümede görülen yavaşlama emtia fiyatlarını etkileyen en büyük faktördür. Yavaşlayan büyüme ile emtia fiyatlarında da düşüş yaşanmaktadır. Bu nedenle gelişmekte olan ülkelerin emtia taleplerinin seyri fiyat seviyelerinin belirleyicisi olacaktır.

Emtia fiyatlarında ve fiyatlar genel seviyesindeki gelişmelere bakılacak olursa şu noktaların, küresel ekonomi açısından ön plana çıktığı görülmektedir:

- 2017 yılının Haziran ayında emtia fiyatları genel endeksi % 3,4 oranında düşmüştür,
- Stok seviyeleri yüksek seyretmesine rağmen Çin başta olmak üzere gelişmekte olan ülkelere gelen talep artışı metal fiyatlarını 2016 yılında arttırmış olsa da yüksek stoklar fiyatlar üzerinde baskı yaratmaktadır,

⁸³ TCMB, Finansal İstikrar Raporu, Kasım 2016, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/e6b95d5b-a810-464b-b9d9-55c71b95d57b/bolumI-23.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACEe6b95d5b-a810-464b-b9d9-55c71b95d57b>, (05/12/2016), s.5.

- OPEC ülkelerinin arz kesintisine gitme kararı son aylarda petrol fiyatlarını yukarıya taşımıştır, fakat ABD’de yeni petrol kuyularının açılmasıyla fiyatlardaki artış sınırlı olmuştur,
- Doğalgaz fiyatları hava koşulları nedeniyle düşük seyretmiştir,
- Enerji endeksi Haziran ayında % 6,1 oranında gerilerken, metal ve tarım endekslerinde düşüş sırasıyla % 0,7 ve % 1,6 düzeyinde kaydedilmiştir.⁸⁴



Şekil 6. Emtia Fiyat Endeksleri- Enerji ve Enerji Dışı, (2010=100)

Kaynak: Türkiye İş Bankası, <https://ekonomi.isbank.com.tr>, (07/01/2018)

2015 yılı başından itibaren gelişmiş ülkelerde enerji ve enerji dışı emtia fiyatlarına bakıldığında gelişmekte olan ülkelerde yaşanan büyüme daralmasıyla birlikte emtia fiyatlarının üzerinde bir baskı olduğu görülmektedir. İvmesini kaybeden büyüme ile harcama ve yatırım taleplerinde görülen azalmaların emtia fiyatları üzerinde yarattığı etki kısa sürede hissedilmeye başlanmıştır.

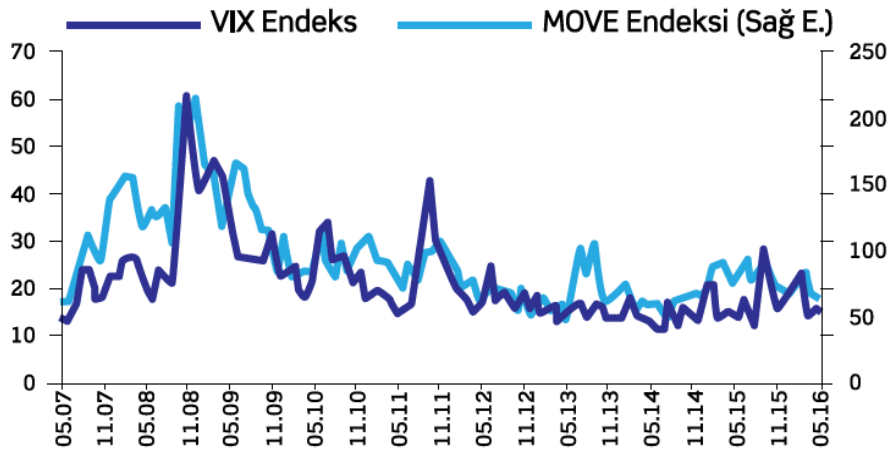
Buna ilaveten emtia fiyatlarının seyrinin belirlenmesinde en etkili ülkelerden biri de ABD olmaktadır. FED’in faiz arttırmak adına alacağı sorumluluğun ne zaman olacağına dair belirsizliklerin ortaya çıkışı, yatırımcılar için emtia piyasalarında daha temkinli davranmalarına yol açmaktadır.

⁸⁴ Türkiye İş Bankası, Aylık Emtia Bülteni, Temmuz 2017, https://ekonomi.isbank.com.tr/Userfiles/pdf/eb_201707.pdf, (07/01/2018), s.1-3.

Emtia fiyatları açısından en fazla belirleyici olan petroldür ve petrol üreten ülkelerin büyük bir bölümünün, satış gerçekleştirdikleri ülkelerin alım güçlerine bağlı olarak hareket etme zorunlulukları bulunması sebebi ile satış konusunda sıkıntılar yaşanmakta ve nihai noktada da emtia alanında, sürekli olarak, birbirlerine fazlası ile etki eden unsur ve ulusal ekonomi kararlarının etkili olduğu görülmektedir. 2017 yılı içerisinde ise Çin’de iktisadi faaliyetlerin toparlanma beklentisi ve OPEC ülkelerinin petrol arzını kısıcı kararlarıyla birlikte emtia fiyatlarında artış yaşanacağı beklentisi hakimdir.

2.2. Gelişmekte Olan Ülke Ekonomilerine Bakış

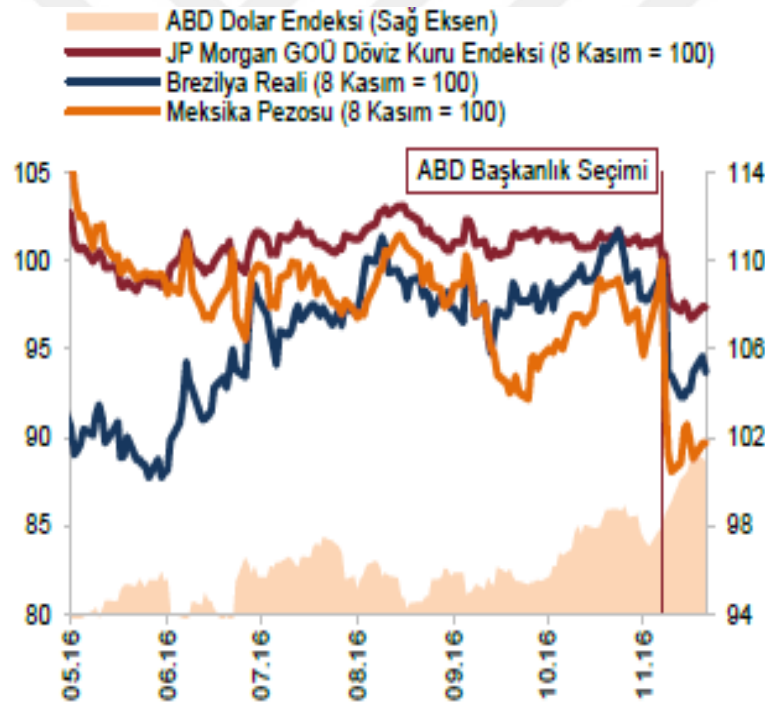
Gelişmekte olan ekonomiler kendilerine has dinamikleri ile 2008 küresel krizinden hızlıca çıkarak uluslararası piyasalardan ayrışmayı başaramışlardır. Özellikle Çin, Hindistan, Brezilya ve Türkiye’nin gelişmiş ülkelere nispeten daha olumlu makroekonomik göstergelere sahip olduğu görülmüştür. Fakat bu ülkelerde yapısal sorunların varlığı (cari açık, enerjide dışa bağımlılık, katma değerli ürün üretimindeki sıkıntılar, tasarrufun düşük seviyelerde olması) sebebiyle gelişmekte olan ülkelerin dış politik risklere ve dış ekonomik gelişmelere karşın kırılgan olduğu gerçeği kendini hissettirmekte ve olumsuz bu durumların makroekonomik göstergelere de yansması kaçınılmaz olmaktadır.



Şekil 7. Risk İştahı Göstergeleri

Kaynak: Bloomberg, (19/06/2016)

2008 yılını takiben yaşanan iyileşme Şekil 7’de görüldüğü üzere piyasalarda korku endeksi olarak kabul edilen Chicago Board Options Exchange Volatility Index (VIX) endeksi göstergesi ve tahvil piyasalarının ‘VIX’ endeksi kabul edilmekte olan Merrill Option Volatility Expectations Index (MOVE) endeksine de yansımıştır. 2008 yılında küresel finansal kriz ile her iki endeksinde 10 yıl içerisindeki en yüksek seviyelere çıktığı gözlemlenmekte ve 2011 yılında Euro Bölgesi’nde görülen bütçe açıkları, işsizlik oranlarının yüksek seviyelere ulaşması ve ortak para birimi Euro’nun kullanımı konusunda ortaya çıkan fikir ayrılıklarıyla birlikte endekslerin tekrar artış eğilimi içine girdiği ve risk iştahının düştüğü görülmektedir. İçinde bulunduğumuz dönemde ise her iki korku endeksinin de 2008 yılı öncesi duruma geri dönüş yaptığı fakat bu endekslerin gerek siyasi gerekse ekonomik gelişmelere oldukça duyarlı olduğu görülmektedir.

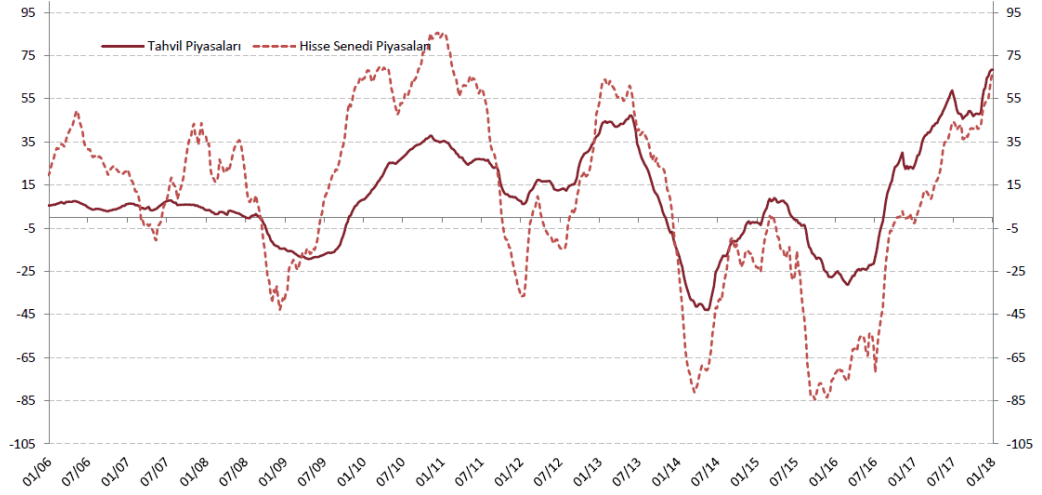


Şekil 8. Döviz Kuru Endeksleri

Kaynak: TCMB, <http://www.tcmb.gov.tr>, (05/12/2016)

Bunu takiben yeni gelişmelerle birlikte uluslararası piyasalarda yaşanan hareketli gündemden dolayı gelişmekte olan ülkeler yavaşlayan büyüme ile birlikte yeni bir makroekonomik sorunla başa çıkmak zorunda kalmaktadır. Şekil 8’de görüldüğü

üzere özellikle ABD’ de yaşanan seçim sonrası döviz kuru endekslerinde yüksek derecede değişiklik görülmüştür. Özellikle ABD’ de seçim öncesi ortaya çıkan bazı politik anlaşmazlıklardan dolayı Brezilya Reali ve Meksika Pesosunda yaşanan sert düşüşler dikkat çekmektedir. Bununla birlikte Gelişmekte Olan Ülkeler Döviz Kuru Endeksi’nin de USD Endeksi karşısında değer kaybettiği görülmektedir.



Şekil 9. Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Haftalık Fon Akımları- Milyar USD - 52 Hafta Birikimli

Kaynak: TCMB, <http://www.tcmb.gov.tr>, (31/01/2018)

Finansal piyasalarda seçim sonrasında ortaya çıkan olumsuzluklar gelişmekte olan ülkelere yoğun sermaye çıkışları şeklinde yansımıştır. ABD tahvil faizlerinde artışın ve küresel belirsizliğin yoğunlaşması sonucu gelişmekte olan ülke varlıklarına olan talepte düşüş yaşanmıştır.⁸⁵ 2016 yılı özelinde bakıldığında Mart ayı itibari ile gelişmekte olan ülkelere artan fon akımları Kasım ayı itibari ile yerini fon çıkışlarına bırakmıştır. Özellikle ABD seçimi sonrası gelişmekte olan ülkeler döviz kuru endeksinde yaşanan düşüşün bu durumun oluşmasına sebebiyet verdiği söylenebilir. Bu durumu takiben yüksek fon çıkışları ile iç piyasalarda likidite sıkışıklığı oluşmaktadır. Bununla birlikte 2017 yılından itibaren küresel risk iştahı artışı ve yüksek getiri arayışının gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy akımlarını arttırdığı görülmektedir.

⁸⁵ TCMB, Finansal İstikrar Raporu, Kasım 2016, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/e6b95d5b-a810-464b-b9d9-55c71b95d57b/bolumI-23.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACEe6b95d5b-a810-464b-b9d9-55c71b95d57b>, (05/12/2016), s.i.

Gelişmekte olan ülkelerin dış ülke kaynaklı kırılganlıklara ve belirsizliklerin ortaya koyduğu ekonomik çevreye karşı olan hassasiyetlerinin fazla olduğu ve bağışıklıklarının zayıf olduğu görülmektedir. Fakat bu hassasiyetlerinin sebebinde yapısal sorunlar önemli rol oynamaktadır. Brexit'in getirdiği algı kısa süreli tepkiler sonunda yerini toparlamaya bıraksa da, ABD seçimlerinin ortaya koyduğu belirsizliğin yarattığı problemler ve gelişmekte olan ülkelere verdiği, başta döviz kurunun sebep olduğu hasarların kısa vadede toparlanma eğilimine girmesi zor görünmektedir. Bu bağlamda sistemik risklerin varlığının gelişmekte olan ülkeleri gelişmiş ülkelere nispeten daha çok etkilediği gözlemlenmektedir.

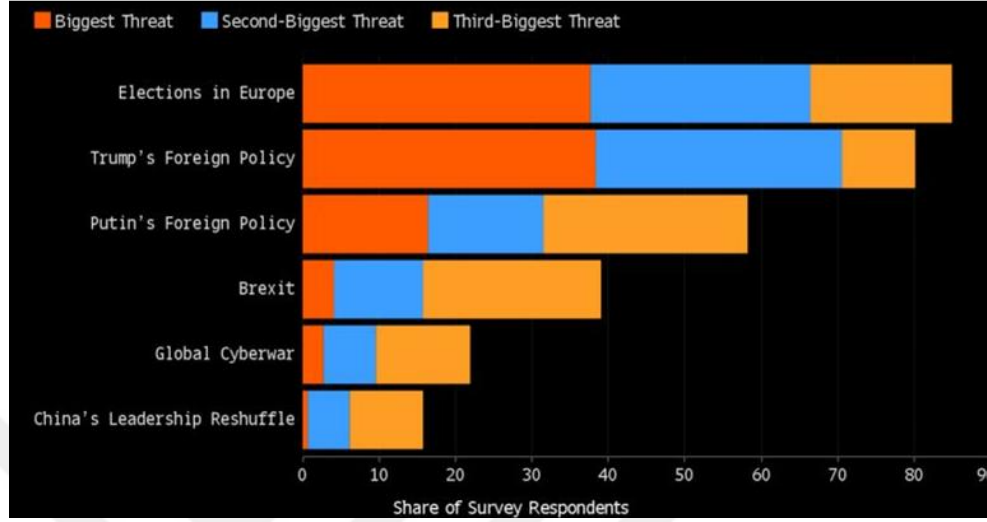
Bütün bu gelişmeler neticesinde, gelişmekte olan ülkelerin tahvil piyasalarında likidite düşerken faiz oranları sert bir şekilde yükselmiştir. Bu durum gelişmekte olan ülkelere ihraç piyasasına bağımlılığı yüksek ekonomik birimler için fonlama koşulları açısından önemli bir bozulma anlamına gelmektedir.⁸⁶

Bununla birlikte yapısal sorunlardan tasarruf açığı, teknolojik eksiklikler sebebiyle katma değerli ürünlerin üretilmemesi, yüksek enflasyon ortamı, tasarrufların yeterli olmamasından kaynaklanan dış borçlanma gereksinimleri jeopolitik ve siyasi risklerle birleştiği sürece gelişmekte olan ülkelerin ekonomisinde artan ve daha şiddetli bir şekilde negatif bir etki yaratabilmektedir. Tüm bunlarla birlikte ekonomik göstergelerin olumsuz seyretmesi ve küresel piyasalardaki belirsizlik ile birlikte yatırım kararlarının ertelenmesi de istihdam sorununu daha da derinleştirmekte ve böylece düşük büyüme oranları tecrübe edilmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerin yapısal sorunlarına ve tüm kırılganlıklarına rağmen Tüsiad “2017 Yılına Girerken Türkiye ve Dünya Ekonomisi Raporu”nda belirtildiği üzere yabancı pazarların gelişmekte olan ülke pazarlarından vazgeçmesinin çok zor olduğu,

⁸⁶ TCMB, Finansal İstikrar Raporu, Kasım 2016, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/e6b95d5b-a810-464b-b9d9-55c71b95d57b/bolumI-23.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACEe6b95d5b-a810-464b-b9d9-55c71b95d57b>, (05/12/2016), s.i.

nüfus artışı ve kaydettikleri ekonomik büyümeler ile gelişen ülkelerin giderek artan bir öneme sahip oldukları vurgulanmaktadır.⁸⁷



Şekil 10. 2017 Yılı En Büyük Politik Riskler

Kaynak: Garanti Yatırım Araştırma, <https://www.garantiyatirim.com.tr/>, (16/07/2016)

Garanti Yatırım tarafından yapılan bir ankete istinaden 2017 yılının en büyük riskleri ve etki dereceleri belirlenmiştir. Kategoride değerlendirilen en büyük tehditler sonuçlara göre şu şekilde sıralanmıştır. Anket katılımcıları tarafından Trump yönetiminin dış politikada alacağı kararların etkileri 2017 yılının en büyük tehdidi olarak algılanmakta, daha sonra sırasıyla Avrupa’ da yapılacak seçimler, Putin’ in dış politika kararları, Brexit etkisi, küresel sanal savaşlar, Çin’in liderliğinin el değiştirmesinin ise en küçük tehdit olarak algılandığı sonucu elde edilmiştir. Buradan hareketle küresel ekonominin en büyük belirleyicisinin ve risk algısını en çok tetikleyen unsurların siyasi unsurlar olduğunu ifade etmek yanlış olmayacaktır.

2.2.1. Büyüme ve Büyüme Tahminleri

Gelişmekte olan ülkeler açısından belki de en önemli ekonomik sorun, finansal yapılarının büyük ölçüde dış yapıya olan bağımlılığı ve bu nedenle de mümkün olduğunca

⁸⁷ TÜSİAD Ekonomik Araştırmalar Bölümü, 2017 Yılına Girerken Türkiye ve Dünya Ekonomisi Raporu, Ocak 2017, <http://tusiad.org.tr/yayinlar/raporlar/item/9592-tusiad-2017-yilina-girerken-turkiye-ve-dunya-ekonomisi-raporu>, (18/04/2017), s.3.

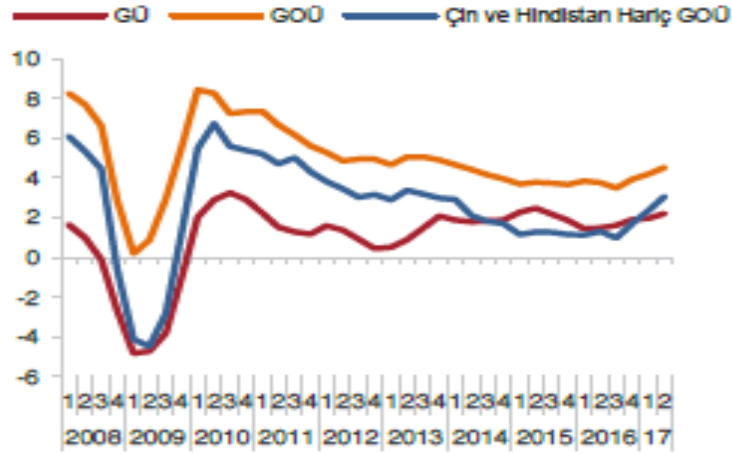
ortaklık içerisinde oldukları gelişmiş ülkelerin ekonomik olarak gelişim ve değişimlerine bağlı ve bağımlı olmalarıdır. Bu durum ekonomik büyüme açısından da aynı oranda şekillenmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin büyüme gelişimi konusundaki faaliyetleri kendileri dışında gelişen ekonomik faaliyetlerden büyük ölçüde etkilenmektedir.

Gelişmekte olan ülkeler yalnızca gelişmiş ülkelerin ekonomik faaliyetlerinden değil, hassasiyetlere olan yüksek duyarlılıklarından dolayı siyasi risk teşkil eden diğer olgulardan da yüksek derecede etkilenmektedirler. Morgan Stanley tarafından yayınlanan bir rapora göre Türkiye'nin de aralarında bulunduğu gelişmekte olan Hindistan, Brezilya, Endonezya ve Güney Afrika ülkeleri bahsi geçen bu sebeplerden dolayı "Kırılgan Beşli" olarak adlandırılmaya başlanmıştır. FED'in tahvil alımlarını azaltacağına dair açıklamalarını takiben başlayan sürecin halen etkisini devam ettirdiği görülmektedir.

Gelişmekte olan ülke ekonomilerine bakıldığında ise büyüme ve büyüme tahminleri konusunda aşağıdaki noktalar ön plana çıkmaktadır:

- Gelişmekte olan ülkeler arasında belki de en önemlileri olan Brezilya ve Rusya ekonomilerinin 2015 yılında daralma eğilimi içerisinde olmaları nedeni ile beklenen verimlilik elde edilememiştir. Bu durum, diğer gelişmekte olan ülkeler açısından olumsuz bir tablonun ortaya çıkmasına sebebiyet vermiştir,
- IMF'nin başını çektiği küresel finansal ve kredi derecelendirme kuruluşları, gelişmekte olan ülkelerin finansal yapılarında bir daralmanın var olduğuna dikkat çekmiştir. Özellikle emtia fiyatları, küresel imalat ve enflasyon gibi konularda birçok gelişmekte olan ülkenin finansal ivmesi aşağı yönlüdür,
- 2017 yılı için, gelişmekte olan ülkelerdeki büyüme açısından ivmenin yükselmesi ve ortalama olarak % 4,8 ile % 5,3 arasında bir büyüme oranının ortaya çıkmasına dair tahminler söz konusudur.⁸⁸

⁸⁸ T.C. Kalkınma Bakanlığı Ekonomik Modeller Ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, Dünya Ekonomisindeki Son Gelişmeler Bülteni, Nisan-Haziran 2016, Sayı:2, <http://www.kalkinma.gov.tr/Lists/DNYA%20EKONOMSNDEK%20SON%20GELMELER/Attachments/42/DEG%20Nisan-Haziran.pdf>, (19/10/2016), s.1-4.



Not: Gelişmiş Ülkeler: ABD, Euro Bölgesi, Japonya, İngiltere, Kanada, G.Kore, İsveç, Norveç, Danimarka, İsrail. G0U'ler: Çin, Brezilya, Hindistan, Meksika, Rusya, Türkiye, Polonya, Endonezya, G.Afrika, Arjantin, Tayland, Malezya, Çekya, Kolombiya, Macaristan, Romanya, Filipinler, Ukrayna, Şili, Peru, Fas.

Şekil 11. Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Büyüme Oranları* –Yüzde Yıllık
Kaynak: TCMB, <http://www.tcmb.gov.tr>, (04/01/2018)

* Toplulaştırma yapılırken ülkelerin küresel GSYH içindeki payları kullanılmıştır.

Yukarıda şekilde de görüldüğü üzere 2008 krizinden hızlı bir geri dönüşle sıyrılan gelişmekte olan ülkeler 2011 yılından itibaren büyümede düşme eğilimi içinde hareket etmeye başlamışlardır. Çin ve Hindistan hariç gelişmekte olan ülkelere bakıldığında ise düşüş hızının 2015 yılı itibariyle arttığı görülmektedir. 2016 yılı 2. çeyrek itibariyle ise dünya ekonomilerinde toparlanma kaydedildiği gözlemlenmektedir.

2.2.2. İstihdam

Her ne kadar gelişmekte oldukları düşünülse de bu grupta değerlendirilen ülkelerin halen ciddi ölçekli gelişim sorunları bulunmakta ve ekonomilerinin genel olarak beklentileri karşılamaması neticesinde büyüme oranları da beklenenin gerisinde kalmakta, ve küresel ekonomiye bağlı olarak gelişim süreçlerinde ciddi aksaklıklar yaşanmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerin en temel sorunları, büyük ölçüde, yapısal kaynaklı olmakta, bu konularla ilintili olarak da orta vadede gereken hamlelerin gerektiği dirayetle yapılmaması sonucunda bir iyileşmenin olması beklenmemektedir. Ülkelerin arasında farklılıklar gösteren yapısal problemlerin başında tasarruf konusunda yaşanan

başarısızlıklar gelmektedir. Bunun yanı sıra fiyatlar genel seviyesi ile ilintili olarak ele alınabilecek sıkıntılar, ihracat ve ithalat unsurlarının katma değerleri arasındaki fark, döviz konusunda bir denge kurulması ve “orta gelir tuzağı” gibi konu başlıklarıdır.⁸⁹

Yapılan birçok çalışmada, gelişmekte olan ülkelerde gerçekleştirilen yatırımların, istihdam düzeyindeki yükselişin ve teknolojik ilerlemenin, ekonomik büyüme ve kalkınma hususlarındaki temel tetikleyici unsurlar olduğu ortaya çıkmıştır.⁹⁰

Son 10 yıllık süre zarfında bakıldığında da genel olarak karşılaşılan durum, istihdam konusunda yaşanan sorunlar ile birlikte ülke içerisinde ciddi boyutta üretim ve tüketim dışında kalan bir kesimin bulunmasıdır. Bu kesimin varlığı ile birlikte ulusal ekonomilerin geçmişten gelen kronik sorunu derinleşmiştir. Özellikle 2008 küresel finansal krizi sonrasında ortaya çıkan tabloda istihdam sorunu, sadece ekonominin içerisinde yer alan bir konu başlığı olmaktan çıkmış, bu vesile ile de istihdam bir anda sosyal bir sorun halini de almıştır.⁹¹

Sadece ulusal ekonomilerin iyileştirilmesi ile sonuçlanması mümkün olmayan bu sorun için mutlak olarak ulusal ekonomilerde istikrarın sağlanması ve bu istikrarın bir sosyoekonomik politika olarak benimsenmesini gerekmektedir. Aksi takdirde sürecin sürekli olarak, her finansal kriz tehdidinde başa sarması söz konusu olabilecektir.

Bunun da ötesinde, istihdamın teşviki açısından ülke ekonomisinin kötü durumda olması ya da beklenen büyüme rakamlarına erişememiş olması, özel sektörün de teşvik edilerek istihdama olan katkısının arttırılmasını engellemektedir. Buna göre de gelişmekte olan ülkeler istihdam konusunda ciddi ölçekli bir istikrar ve kamu-özel sektör iletişim sorunu yaşayabilmektedirler.

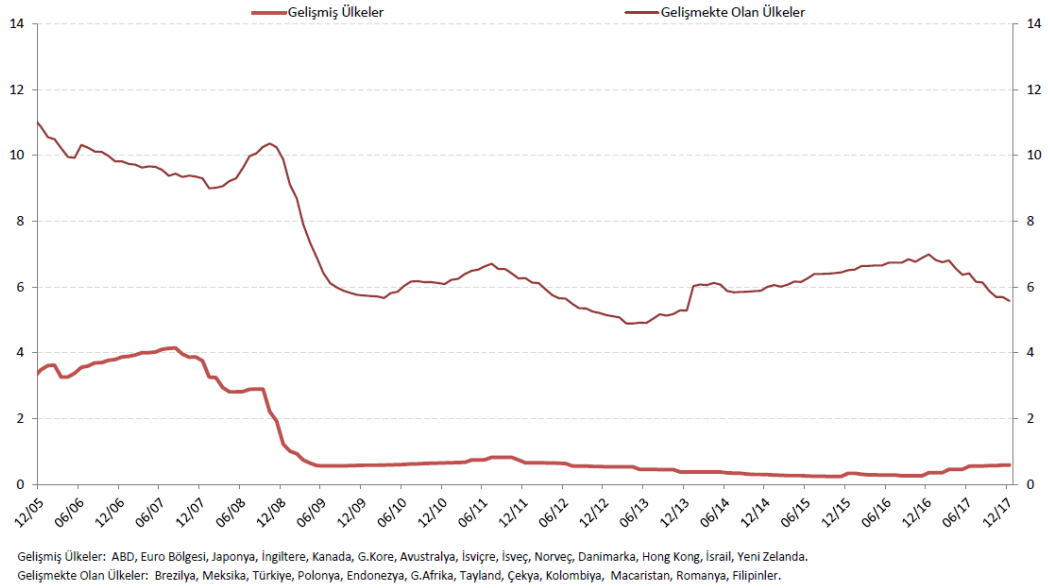
⁸⁹ EMLAK KONUT GYO A.Ş., Gayrimenkul ve Konut Sektörüne Bakış, Haziran 2016, <http://www.emlakkonut.com.tr/tr-TR/kapsamli-gayrimenkul-sektor-raporu-haziran-2016>, (10/09/2016), s.25.

⁹⁰ Ekrem GÜL ve Havanur ERGÜN, “Gelişmiş ve Azgelişmiş Ülkelerde Ekonomik Büyüme Dinamikleri: Bir Panel Veri Analizi”, *Uluslararası Alanya İşletme Fakültesi Dergisi International Journal of Alanya Faculty of Business*, Cilt: 4, Sayı: 1, 2012, s.128.

⁹¹ EMLAK KONUT GYO A.Ş., Gayrimenkul ve Konut Sektörüne Bakış, Haziran 2016, <http://www.emlakkonut.com.tr/tr-TR/kapsamli-gayrimenkul-sektor-raporu-haziran-2016>, (10/09/2016), s.26.

2.2.3. Faiz Oranları Değişimi

Daha önce de belirtildiği üzere gelişmekte olan ülkelerin ekonomik değerlendirmelerinin büyük ölçüde gelişmiş ülkelerin değerlendirmelerine güçlü bir şekilde bağlı ve bağımlı olması, faiz oranları konusunda da ciddi bir bağıllık ve bağımlılık yaratmaktadır. ABD başta olmak üzere, hem politik hem de ekonomik anlamda alınan kararlar, dünya üzerinde çok hassas sonuçlar doğuran yapılanmalar, bu ülkelerle doğrudan ve dolaylı ekonomik ilişkiler içerisinde olan tüm gelişmekte olan ülkeler adına belirli oranda bir tehdit yaramaktadır. Bu noktada da ABD, FED aracılığı ile sürekli olarak bu hassasiyeti tetikleyici nitelikte adımlar atmaktadır.



Şekil 12. Küresel Politika Faiz Oranı

Kaynak: TCMB, <http://www.tcmb.gov.tr>, (31/01/2018)

Gelişmiş ülkelerin faiz oranlarının gelişmekte olan ülkelere nispeten çok düşük seviyelerde olduğu görülmektedir. 2013 yılında son 10 yılın en düşük seviyelerini gören gelişmekte olan ülkelere faiz oranları 2014 yılından itibaren yükselen enflasyon ortamı ve yurtdışı gelişmelere istinaden merkez bankalarının müdahalesi sonucunda içinde bulunduğumuz dönemde daha yüksek seviyelerde seyretmektedir.

Gelişmekte olan ülkeler, 2013 yılından sonraki süreçte, ivmesi giderek artan uluslararası ilişkilerdeki olay ve olgulardan fazlası ile etkilenmişlerdir. Buna karşılık

olarak da hızlı büyümenin yaratmış olduğu sorunları ortadan kaldırmak hedefi ile kendi merkez bankalarının geliştirdiği çeşitli stratejiler ile bu olay ve olgulara karşılık vermeye çalışmışlardır. Bu şekilde de aralarında Türkiye'nin de bulunduğu Brezilya ve Rusya gibi birçok ülkenin merkez bankaları fon oynaklığı ile ortaya çıkabilecek öncül sorunları şimdiden engellemek adına faiz politikalarında sıklıkla değişiklik gerçekleştirmişlerdir.⁹²

Her ne kadar gelişmekte olan ülkeler kendi kapasiteleri dahilinde bir cevap vermeye çabalarsalar da aslında ortaya çıkan tabloda, verilen tepkilerin tam anlamıyla etkin bir sonuç doğurması mümkün gözükmemektedir. Çünkü ulusal ekonominin korunması adına verilen mücadelenin kapasitesi ne denli yüksek olursa olsun dış baskıların yaratacağı daralma durumu faizler konusunda alınacak kararların etkisiz kalmasına sebebiyet vermektedir.

Gelişmekte olan ülkelerde de arzulanan FED merkezli olarak değil, genelin çıkarlarına hizmet edecek bir faiz politikasının üzerinde odaklanmak ve mutabık kalmaktır. Fakat gelişmekte olan ülkeler açısından bu tür bir birlikte hareket etme olanağı mevcut süreçte bulunmamaktadır. Yüksek enflasyon seviyeleri, kıtasal farklılıklar, demografik yapının uyumsuzluğu ve büyüme stratejileri arasındaki değişkenlikler göz önünde bulundurulduğu süre zarfında faiz politikasını bu temelde belirleme çabası mümkün olmamaktadır.

Bu noktada yine gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş ülkelerin karar mekanizmasına olan bağılıkları ortaya çıkmaktadır. Çünkü ABD merkezli olarak yönetilen bir faiz belirleme sistemi, her ne kadar ülkeler için bir dayatma ortaya koymasa da potansiyel sonuçlar değerlendirildiğinde konu gelişmekte olan ülkelerin kontrolü dışında ilerlemek durumunda kalmaktadır.

⁹² EMLAK KONUT GYO A.Ş., Gayrimenkul ve Konut Sektörüne Bakış, Haziran 2016, <http://www.emlakkonut.com.tr/tr-TR/kapsamli-gayrimenkul-sektor-raporu-haziran-2016>, (10/09/2016), s.23.

2.2.4. Emtia Fiyatları ve Fiyatlar Genel Seviyesi Gelişmeleri

Finansal piyasaların, karar alma mekanizmalarını en çok zorladığı ülkeler gelişmekte olan ülkelerdir. Buna göre gelişmekte olan ülkeler, sürekli olarak veri anlamında değişiklik arz eden göstergeleri tam olarak algılayabilmek, buna uygun bir reaksiyon vermek ve bu reaksiyonun ülkenin finansal çıkarları açısından uzun vadeli, olumlu sonuçlar ortaya koyması kolay olmamaktadır. Genel olarak ortaya çıkmış olan küresel piyasa bağımlılığı, oynak olan göstergelere uyumlu olarak, sürekli bir biçimde ekonomi programlarının ve kararlarının gözden geçirilmesini zorunlu kılmaktadır.

Finansal piyasalarda gözle görülen dalgalanma sürekliliğe sahiptir. Oynaklık göstergeleri, 2015 yıl sonunda ve 2016 yılı başında daha da artış göstermiştir. Bunun yanı sıra petrol fiyatlarının 40 ile 50 ABD Doları (USD) civarında varil başına bir seviyede denge bulmaya çalışması, FED’ in faiz artırma konusunda kademe kademe olarak ilerleme kararı alması ve merkez bankaları tarafından karara bağlanan destekleyici nitelikteki önlemlerin yardımı ile küresel değişkenlik düzeyinde bir gerileme yaşanmıştır. Bu durum da daha fazla ve gereği olmayan risk alma isteğini engellemiştir.⁹³

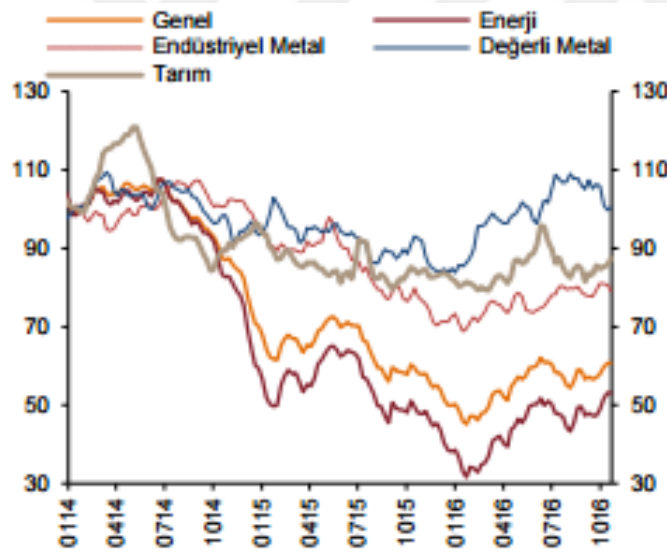
Çoğunlukla gelişmekte olan ülkelerin temel amacı otonom karar verme mekanizmaları oluşturarak gelişmiş ülkelerin yaratmış oldukları faiz vb. konulardaki baskıları en alt düzeye indirmektedir. Fakat 2008 küresel finansal krizi sonrasında bu durum düşünüldüğü gibi kolay olmamıştır ve birbirinden giderek koptuğu düşünülen küresel ekonomi unsurlarının aslında birbirlerine daha fazla yaklaştıkları görülmektedir. Bu açıdan gelişmekte olan ülkelerin karar alma bağımlılıkları büyük bir sorun teşkil etmektedir. Özellikle faiz artırımını ya da faiz seviyesinde düşüş sağlamak adına gelişmekte olan ülkelerin karar alma süreçleri daha zorlu olmakta ve kendi içlerinde daha hassas sonuçlar doğurmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerin enflasyon ile olan imtihanı ise belki de sürecin en zorlu konularının başında gelmektedir. Gelişme konusunda çeşitli yatırımlar yapılmasına

⁹³ EMLAK KONUT GYO A.Ş., Gayrimenkul ve Konut Sektörüne Bakış, Haziran 2016, <http://www.emlakkonut.com.tr/tr-TR/kapsamli-gayrimenkul-sektor-raporu-haziran-2016>, (10/09/2016), s.27.

ve ekonomik hassasiyetin ortadan kaldırılmasına yönelik çok sayıda plan ve proje geliştirilmesine karşın, gelişmekte olan ülkelerin halen beklenen düzeyde ekonomik güce erişemedikleri görülmektedir. Bunun da belki de en önemli yansıması enflasyona karşı olan hassasiyettir. Öyle ki geçmişte ciddi ölçekli enflasyon tehdidi ile karşılaşan gelişmekte olan ülkeler, bu tehditten uzaklaşmış gibi gözükseler de halen devam eden bariz bir tehdidin varlığı söz konusudur.

Gelişmekte olan ülkelerdeki enflasyon tehdidinin yapısı son derece karmaşıktır ve her küresel finansal kriz döneminde bu karmaşıklığın boyutları gelişmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde sık yaşanan ulusal paralardaki değer kaybı ve zayıf küresel talebe dayanan, çelişkili olarak ortaya çıkan etmenler, enflasyonun varlığını hissettirdiği süreçlerde gelişmekte olan ülkelerin ulusal ekonomi stratejilerini sekteye uğratabilmektedir.⁹⁴



Şekil 13. S&P Goldman Sachs Emtia Fiyatları Endeksleri (Ocak 2014=100)

Kaynak: TCMB, <http://www.tcmb.gov.tr>, (05/12/2016)

⁹⁴ T.C. Kalkınma Bakanlığı Ekonomik Modeller Ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, Dünya Ekonomisindeki Son Gelişmeler Bülteni, Temmuz- Eylül 2016, Sayı:3, <http://www.kalkinma.gov.tr/Lists/DNYA%20EKONOMSNEDEK%20SON%20GELMELER/Attachments/43/DEG%20Tem-Eylül-12102016.pdf>, (10/11/2016), s.3.

Küresel enflasyon oranlarının en belirleyici göstergelerinden biri de emtia fiyatlarında yaşanan gelişmelerdir. Emtia fiyatlarında yaşanan yükselişler beraberinde küresel enflasyon oranlarının da yukarı yönlü hareketine sebep olmaktadır.

Emtia fiyatları endeksinde 2016 yılı üçüncü çeyreğinde dalgalı bir seyrin hakim olduğu görülmektedir. İklim koşullarının olumlu seyri tarımsal üretimin beklenen seviyelerin üzerinde gerçekleşmesine sebep olmuştur. Diğer bir taraftan küresel ekonomik aktivitenin daha zayıf seyretmesi, Çin ve Hindistan büyümesinde yavaşlayan büyümeye bağlı olarak, finansal getirilerde yaşanan düşüş altın talebini destekleyerek fiyatların muhafaza edilmesine sebebiyet vermiştir. OPEC ülkelerinin üretim miktarını kısma kararı alması ve Rusya'nın bu konuda destek vereceğine yönelik açıklamalarıyla petrol fiyatlarının bir miktar toparlanmasını sağlamıştır.⁹⁵ Bununla birlikte zayıf küresel ekonomik faaliyetlere paralel olarak dönem içerisinde gelişmiş ülkelerde enflasyonun bir miktar arttığı gelişmekte olan ülkelerde ise limitli bir düşüş yaşandığı görülmektedir.

2017 yıl sonu enflasyon beklentilerine bakıldığında, Rusya ve Brezilya'da kurdaki değer kayıplarının azalmasıyla hedefin üzerinde seyreden enflasyon oranlarının düşerek gelişmekte olan ülkeler enflasyon görünümüne olumlu katkı vermesi beklenmektedir. Sonuç olarak, zayıf ekonomik iktisadi faaliyet ve düşük küresel talep ile küresel enflasyonun düşük seyredeceği öngörülmektedir. Küresel enflasyon açısından yukarı yönlü hareket oluşturabilecek unsurların başında başta petrol olmak üzere emtia fiyatlarında muhtemel yükselişlerin ve gelişmekte olan ülkelere FED faiz artırım sonuçlarına bağlı olarak ortaya çıkabilecek kur artışlarının olabileceği tahmin edilmektedir.⁹⁶

⁹⁵ TCMB, Enflasyon Raporu, Ekim 2016, <http://tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Enflasyon+Raporu/2016/Enflasyon+Raporu+2016-IV/>, (29/11/2016), s.14-15.

⁹⁶ TCMB, Enflasyon Raporu, Ekim 2016, <http://tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Enflasyon+Raporu/2016/Enflasyon+Raporu+2016-IV/>, (29/11/2016), s.16.

2.3. Türk Ekonomisi İle İlgili Gelişmeler

Dünyada küresel olarak 2008 yılının ortalarında hissedilmeye başlayan ABD kaynaklı finansal krizin temelinde inşaat sektöründeki “tut- sat” kredileri olduğu görülmektedir. Fakat krizin temeline inildiğinde kredilendirme sürecinde kredibilite ve derecelendirme aşamalarında takip edilmesi gereken prosedürlerin kredi kuruluşları tarafından titizlikle yapılmadığı ve doğru, açık, anlaşılır finansal bilgi eksikliğinin olduğu görülmektedir.⁹⁷

Gelişmekte olan ülkelerden Türkiye’nin diğer gelişmekte olan ülkeler gibi bu finansal krizi nispeten daha hafif etkilerle atlattığı görülmektedir. Finansal krizin inşaat sektörü kaynaklı olduğu kabulü altında, Türkiye’de ABD’de olduğu gibi bir mortgage sisteminin mevcut olmaması bu durumun en büyük etkenlerinden biri olarak görülmektedir.

Bununla birlikte 2001 yılında yaşanan ve Türkiye’de siyasi ve bankacılık sistemindeki kırılganlıklarla birlikte zirveye ulaşan krizden sonra bankacılık sisteminin yeniden yapılandırılmasıyla birlikte sıkı bir finansal denetime sahip olan Türkiye ülke dışında yaşanan krizlere karşı halen açık olsa da dayanıklılığını arttırmıştır.⁹⁸ Bu husus ABD kaynaklı krizin Türkiye üzerindeki etkilerini büyük ölçüde kısıtlamış ve Türkiye’nin artık daha sağlam sermaye piyasası kurumlarına sahip olduğunu göstermektedir. Özellikle bir ülkenin sermayesi ile işlem yapan, aracı bir kurum olarak bu sermayenin yatırım yapılabilir alanlara yönlendirilmesini sağlayan ve sürekli olarak birbirleriyle iletişim halinde bulunan finans kurumlarının sağlıklı temellere sahip olması o ülkenin ekonomisi için büyük bir öneme haiz olmaktadır. 2001 krizinden çıkarılan dersler ve sürdürülebilirliğin sağlanması amacıyla sistemin sürekli bir gözetim ve denetim altında tutulması tüm ekonomik birimlerin gelişmesini sağlamış ve sermaye sahiplerinin daha güvenilir bir ortamda objektif yatırım kararları almasına olanak sağlamıştır. Türkiye ekonomisinin 2001 krizinden sıyrılma için elde ettiği kazanımlar Avrupa’da ve ABD’de

⁹⁷ ERSOY ve CANBAZ, **a.g.e.**, s. ix.

⁹⁸ ERSOY ve CANBAZ, **a.g.e.**, s. 134-135.

yıkıcı etkiler yaratan 2008 krizinin Türkiye üzerindeki etkisini minimum seviyede olmasına fayda sağlamıştır.

2.3.1. Türkiye Büyümesi

2016 yılının ilk çeyreğinde Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYH), piyasa beklentilerinin (% 4,4) üstünde % 4,8 oranında artış kaydetmiştir. Küresel kriz sonrasında 26 çeyrek boyunca Türkiye ekonomisi büyümesini sürdürmektedir ve söz konusu dönemde sürekli büyüme kaydeden ender ülkelerdendir. Türkiye ekonomisi son dönemde; yurt içinde yaşanan terör olaylarına, Rusya krizine, Suriyeli göçmen akınına, AB ülkelerinde yavaş seyreden büyümeye, turizm sektöründeki daralmaya ve FED’ in faiz kararı sürecinin uluslararası finans piyasalarında yarattığı belirsizliğe ve zorlaşan dış likidite koşullarına rağmen büyümesini sürdürmektedir.⁹⁹



Şekil 14. Yıllık GSYH Büyümesine Katkılar- Yüzde Puan

Kaynak: Türkiye İş Bankası, <https://ekonomi.isbank.com.tr/TR/Default.aspx>, (10/01/2018)

Türkiye büyümesinin 2014 yılı sonundan itibaren Nihai Yurtiçi talepten kaynaklanan bir büyüme sergilediği gözlemlenmektedir. 2015 yılında yurt içi talep kaynaklı büyüme ve kamu yatırımlarının sağladığı ivme 2016 yılında da devam etmiştir.

⁹⁹ T.C. Kalkınma Bakanlığı, Kalkınma Bakanı Sayın Lütfi Elvan'ın 2016 Yılı İkinci Çeyrek GSYH ve Temmuz Ayı Ödemeler Dengesi Verilerine İlişkin Değerlendirmesi, 2016, <http://www.kalkinma.gov.tr/SitePages/GuncelYayinlarForm.aspx?L=904e77ea-ee8e-4414-9f76-88aa7a7e855f&IDKey=825>, (17/11/2016).

Özellikle artan jeopolitik riskler sebebiyle turizm gelirlerinde ve ihracat gelirlerinde zayıflama yaşanmıştır. Bununla birlikte petrol fiyatlarındaki gerileme Türkiye büyümesine olumlu katkıda bulunmaktadır.

Londra merkezli ekonomik araştırmalar kuruluşu Capital Economics, değerlendirme notunda petrol fiyatlarının düşük seyretmesinin net petrol ithalatçısı olan Türkiye'yi desteklediğini, mevcut tablonun 2016 yılında da devam etmesi durumunda büyümenin güçlü kalabileceği ifade edilmiştir.¹⁰⁰

Türkiye'nin son dönem büyüme rakamlarına bakıldığında ise; 2016 yılı sonunda büyümenin 2,9 oranında bir artış gösterdiği ve 2017 3.çeyrekte ise % 11,1 oranında kuvvetli bir büyüme yakaladığı görülmektedir.

2.3.1.1. Türkiye Büyüme Tahminleri

Büyüme konusunda Türkiye'nin uzun yıllardan beridir artan beklentileri, herhangi bir şekilde tam olarak karşılanamamış ve bu nedenle de Türkiye'nin büyüme konusunda istikrarsız olduğu eleştirileri söz konusu olmuştur. Fakat son yıllarda, Türkiye'nin geçmişe nazaran daha gözle görülür bir büyüme ivmesi içerisinde olduğu kabul edilebilir.¹⁰¹

2016'nın ilk iki çeyreği sonucunda, yeterli ölçüde büyüme ivmesi kaydedememiş olan Türkiye, bu nedenle sene sonu süreci için yeterli derece yüksek büyüme rakamları tahmini yapılmasına izin vermemiştir. GSYH'de ki artışın da beklenen düzeyde olmaması neticesinde Türkiye'nin aslında 2016 yılını tam olarak istenilen büyüme ivmesi ile bitirmesi beklenmemiştir. Bu noktada öngörülen durum Türkiye'nin büyüme rakamlarının % 4,5'lik oranın altında kalacağı yönünde olmuştur.¹⁰²

¹⁰⁰ BBC, Türkiye 2015' te Beklentilerin Üzerinde Büyüdü: 4%, 31 Mart 2016, http://www.bbc.com/turkce/ekonomi/2016/03/160331_turkiye_2015_gsyh, (18/04/2016).

¹⁰¹ BETAM, Büyüme Değerlendirmesi: 2016 2. Çeyrek, 9 Eylül 2016, <http://betam.bahcesehir.edu.tr/wp-content/uploads/2016/09/Buyume2016Q2.pdf>, (10/11/2016), s.1.

¹⁰² BETAM, Büyüme Değerlendirmesi: 2016 2. Çeyrek, 9 Eylül 2016, <http://betam.bahcesehir.edu.tr/wp-content/uploads/2016/09/Buyume2016Q2.pdf>, (10/11/2016), s.2.

Nitekim Türkiye 2016 yılının son çeyreğinde % 1,9 beklentisine rağmen % 3,5 oranında büyüme göstermiş, 2016 yılı büyümesi ise tahminleri ise % 2,1 olmasına rağmen % 2,9 oranında büyüme sağlamıştır. Büyümenin bileşenlerinde ise en büyük payın ise kamu harcamalarından kaynaklandığı görülmektedir.

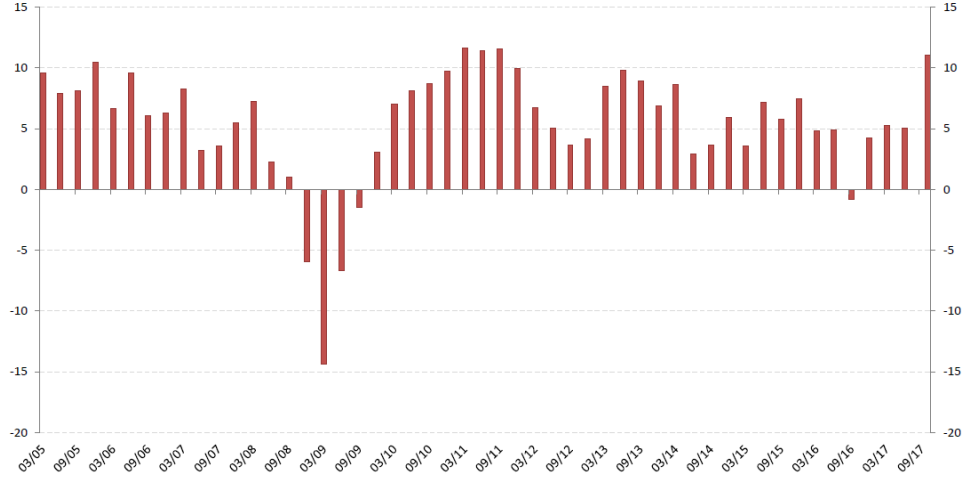


Şekil 15. Türkiye Büyümesinde Yavaşlama ve 2019 Yılında İyileşme

Kaynak: Goldman Sachs Global Investment Report, <https://360.gs.com/gir/portal/>, (22/03/2017)

Goldman Sachs tarafından hazırlanmış rapora göre, 2017 yılı Türkiye büyümesi için piyasanın tahmini % 2,5 2018 yılı için ise % 3,2 seviyelerinde gerçekleşeceği. Bununla birlikte piyasa ortak görüşünün aksine Goldman Sachs ekonomistlerine göre Türkiye 2017 yılı büyümesi % 1,8, 2018 ekonomik büyümesi ise % 3,2 seviyesinde oluşacaktır. 2017 yılında en büyük negatif etkiyi ise iç talepte yavaşlamanın getireceği, durgunluğu engelleyecek olan iki ana kalemin ise kamu harcamaları ve net ihracat olacağı fikri hakimdir. Bununla birlikte ihracatın kalemlerinin beklenen seviyelerde getiri oluşturmayacak olması riski tartışılan konulardan biri olarak ortaya çıkmaktadır. Bununla birlikte Türkiye ekonomisinde ancak 2019 yılında iyileşme yaşanacağı ve büyümenin % 3,1 oranında olacağı tahmini bulunmaktadır.¹⁰³

¹⁰³ Goldman Sachs, Global Investment Report, 2017, <https://360.gs.com/gir/portal/?action=action.doc&d=31a843b96753438bb88384d47700ab0b>, (22/03/2017).



Şekil 16. GSYH Yıllık Büyümesi- Yüzde
Kaynak: TCMB, <http://www.tcmb.gov.tr>, (31/01/2018)

Türkiye'nin büyümesi Euro Bölgesi ülkelerine ve ABD'ye karşı daha olumlu bir tablo çizmektedir. Özellikle olumsuz küresel gelişmelerin varlığı büyüme oranlarında yaşanan yavaşlamanın en büyük etkenleri olarak karşımıza çıkmaktadır. Amerika'nın likidite kısıcıcı kararlar alınması, Türkiye'nin içinde bulunduğu siyasi durum ve küresel risklerin artmış olması gelişmekte olan ülkelerin önündeki en büyük engeller olarak kabul edilmektedir. Özetle gerek iç piyasada gerek uluslararası piyasada siyasi ve iktisadi gelişmeler Türkiye büyümesi için belirleyici sebepler olacaktır.

2.3.1.2. Kişi Başına Düşen GSYH

2015 yılında, küresel anlamda yaşanan belirsizliklerin etkileri Türkiye üzerinde de görülmüş ve böylelikle ülkenin gelecek yatırımları konusu başta olmak üzere milli gelir ve büyüme konularında beklenenin gerisinde kalmıştır. Bunun da ötesinde, GSYH oranlarında da Türkiye küresel etmenlere odaklı şekilde bir gelişim göstermiştir. Buna göre Türkiye'de GSYH 2015 yılının birinci çeyreğinde % 2,5, ikinci çeyreğinde % 3,7, üçüncü çeyreğinde % 3,9 ve son çeyrekte % 5,7 artış göstererek pozitif yönlü bir ivme

kat etmiştir. Yine 2015 yılında büyüme hızı, 2014 yılına oranla 1 puan artarak % 4,0'a yükselmiş GSYH ise sabit fiyatlar ile birlikte 131.289 milyon TL seviyesine erişmiştir.¹⁰⁴

Kişi başına düşen gelirden Türkiye ekonomisi son 3 senedir iyileşme göstermektedir. Bununla birlikte Türkiye ekonomisi % 4 büyüme ile 2015 yılını kapatmış olsa da USD/ TL paritesinde yaşanan gelişmeler 2015 yılı sonu ile TL'nin değer kaybını yaklaşık % 25 seviyelerine taşımış ve bu nedenle kişi başına gelir göstergesinin USD karşısında gerilemesine sebep olmuştur. Önümüzdeki dönemlerde döviz kurunun TL'ye göre değerlendirilmesi ve enflasyonun yüksek seviyelerde seyretmesi kişi başına düşen gelir verilerinde bozulmaya sebep olacaktır.

Tablo 1. Harcamalar Yöntemiyle Cari Fiyatlarla Gayri Safi Yurtiçi Hasıla

Yıl	GSYH (milyon TL)	Kişi Başı Gelir (TL)	GSYH (milyon USD)	Kişi Başı Gelir (USD)	Büyüme (%)	Yıl içi Ortalama Kur (USD/TL)
2013	1.809.713	23.766	823.156	12.480	8,49	1,904
2014	2.044.466	26.489	798.987	12.112	5,17	2,19
2015	2.337.530	29.885	719.620	11.014	6,06	2,713
2016	2.590.517	32.676	856.791	10.807	2,90	3,02

Kaynak: GYODER, <http://www.gyoder.org.tr>, (01/01/2018)

* Her ayın son günündeki alış kurları ile o yılın ortalama USD kuru belirlenmiştir.

2.3.2. Fiyatlar Genel Düzeyindeki Değişimler

2.3.2.1. Enflasyon ve Enflasyon Beklentileri

Türkiye'nin enflasyon konusunda kötü tecrübeleri olmakla birlikte son yıllarda geçmişe nazaran toparlanan bir ekonomik yapısının olduğu görülmektedir. Buna

¹⁰⁴ TOBB, 72. Genel Kurul Ekonomik Rapor, 2015, <http://www.tobb.org.tr/Documents/yayinlar/2016/72GK/72-Genel-KurulEkonomikRapor2015.pdf>, (21/06/2016), s.32-33.

istinaden de enflasyon rakamlarının gerileme içerisinde olduğu anlaşılmaktadır. Fakat halen zararları en aza indirgenememiş bir enflasyon yapısına sahip olan Türkiye için enflasyon tehdidinin canlı olduğunu görülmektedir.

Buna göre, 2016 yılının Haziran ayı itibari ile Türkiye'nin mevcut yıllık enflasyon oranı % 7,64 seviyesinde olduğu görülmektedir. 2015 yılının Haziran ayında % 6,43'lük bir düzeyde olan enflasyon seviyesi göz önünde bulundurulduğu süre zarfında 2016 yılındaki verilerin kötü bir görüntü ortaya koyduğu görülmektedir. Yılın geri kalan süre zarfı için de genel beklentiler, enflasyon oranının % 5'in altına gerilemesi yönünde¹⁰⁵ olmasına rağmen küresel gelişmelerin ve ulusal gelişmelerin sürekli bir olumsuz tablo içerisinde olmasıyla enflasyonun beklenen seviyelerin üzerinde oluştuğu görülmektedir.



Şekil 17. Türkiye Aralık Enflasyonu

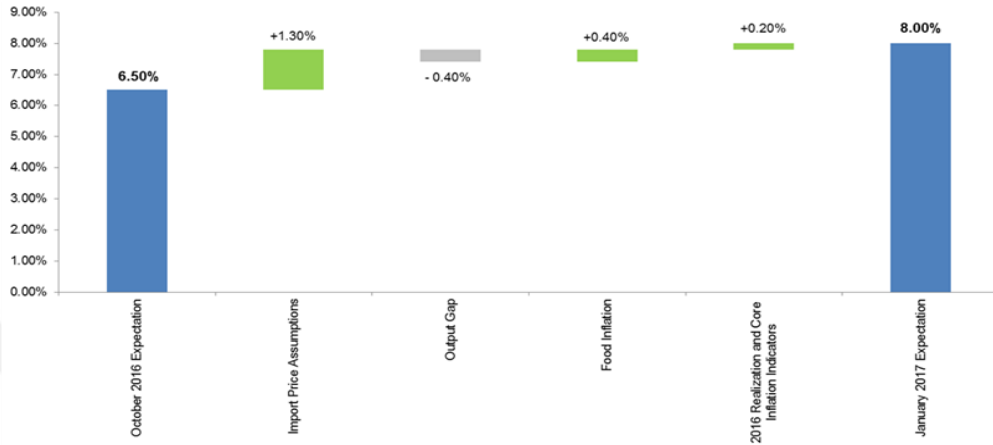
Kaynak: Garanti Yatırım, <http://www.garantiyatirim.com.tr/>, (03/01/2017)

Beklentilerin üzerinde oluşan 2016 yılı Aralık enflasyonu % 1,64 seviyesine çıkmıştır. Bununla birlikte yıllık enflasyon % 7' den % 8,53' e ulaşmıştır ve manşet enflasyonun çekirdek enflasyona oranla oldukça sert bir geri dönüşle tırmandığı görülmektedir. Manşet enflasyonun artmasındaki sebep; çekirdek enflasyonla birlikte gıda enflasyonunda yaşanan artışlar, TL'de yaşanan değer kaybı ve vergi artışlarından kaynaklanmaktadır. Gıda enflasyonunda yaşanan bu artış özellikle işlenmemiş gıda

¹⁰⁵ Türkiye İş Bankası, Enflasyon Gelişmeleri, Türkiye İş Bankası İktisadi Araştırmalar Bölümü, Haziran 2016, https://ekonomi.isbank.com.tr/UserFiles/pdf/eg_201606.pdf, (07/07/2016), s.1-2.

fiyatlarının % 1,4' den % 5,2' ye yükselmesinden kaynaklanmaktadır. Ayrıca enerji enflasyonu artan petrol fiyatlarından dolayı % 6' dan % 9' a yükselmiştir. Yıllık çekirdek enflasyonun ise sınırlı zayıf talepten dolayı % 7' den % 7,5' e yükseldiği görülmektedir.

106



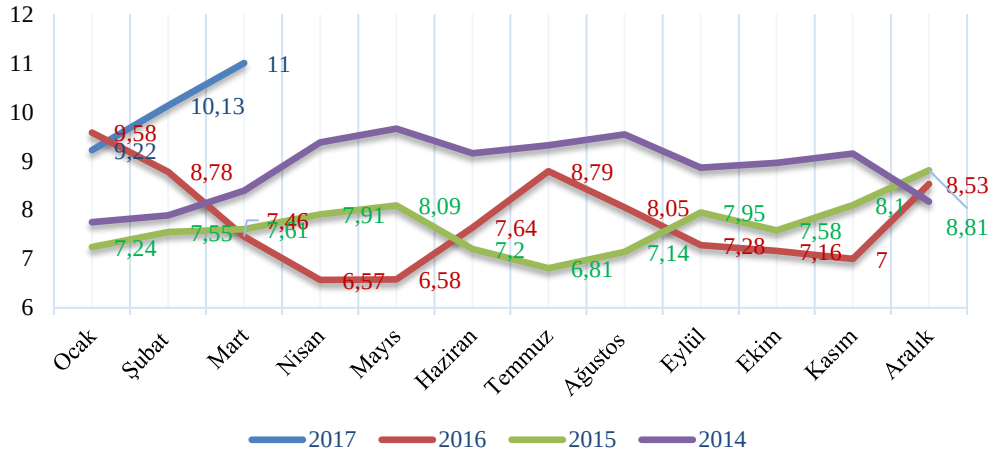
Şekil 18. TCMB Enflasyon Tahmini

Kaynak: Garanti Yatırım, <http://www.garantiyatirim.com.tr/>, (19/02/2017)

Yaşanan tüm gelişmeler ışığında Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB) 2017 enflasyon tahminini % 6,5' den % 8' e revize etmiştir. Bu yukarı yönlü revizenin kaynakları olarak; % 1,30 ithalat fiyatlarında artış, % 0,40 gıda enflasyonunda artış, % 0,20 oranında ise 2016 yıl sonu enflasyonu ve çekirdek enflasyonu göstergelerinde yaşanan artışlar sebep gösterilmiştir. TCMB tarafından yapılan bu revize tahmine rağmen 2017 yılı Nisan ayında açıklanan enflasyon rakamları yıl sonu tahminlerine yakınsamanın zor olduğunu göstermektedir. 2017 yılı Nisan ayı itibariyle Türkiye yıllık enflasyonu % 11,87 seviyelerine ulaşmış ve bu artışın sebebi temel olarak gıda enflasyonunda yaşanan artışları işaret etmektedir.

¹⁰⁶ Garanti Yatırım, Enflasyon Aralık 2016, 2017, <http://www.garantiyatirim.com.tr/arastirma/Inf1216.pdf>, (03/01/2017), s.1-2.

2.3.2.2. TÜFE ve Yurt İçi ÜFE Değişimleri



Grafik 2. Tüketici Fiyat Endeksi - Yıllık Değişim Oranı (%)

Kaynak: Anadolu Ajansı, <http://aa.com.tr/tr/info/infografik/3372>, (03/01/2018)

Grafik 2’de görüldüğü üzere 2016 yılsonunda Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) % 8,53 oranında artış göstermiştir. Enflasyon artışında önemli etkenin talep enflasyonundan ziyade maliyet enflasyonu olduğu görülmektedir. Özellikle hammadde fiyatlarının artması, işçi ücretlerinde yaşanan artış ve vergi yüklerinin arttırılması enflasyonun yükselmesine sebep olmaktadır. Yüksek enflasyonun iktisadi faaliyetler üzerindeki en tahrip edici özelliği karar alma sürecinde bireylerin ve şirketlerin gelecek beklentilerini etkileyerek ve gelecek planlamalarında ortaya çıkan belirsizlikler neticesinde uzun vadeli yatırım ve üretim planlarını gerçekleştirememeleridir. Bu nedenle fiyat istikrarının sağlanması ve korunması bir ülkenin gelecek iktisadi faaliyetleri ve kalkınması için büyük önem arz etmektedir.

Yurtiçi Üretici Fiyat Endeksi (ÜFE) değişimlerine bakıldığında ise 2017 yıl sonu itibariyle yıllık % 15,47 artış yaşandığı görülmektedir. 2017 yıl sonu verisi bir önceki ay ile kıyaslandığında % 1,37 artış, on iki aylık ortalamalara bakıldığında artış % 15,82 seviyesinde bulunmaktadır. TÜFE ve Yurtiçi ÜFE’ de temel yükselişin sebebinin ise gıda enflasyonunun yarattığı baskı olduğu gözlemlenmektedir.

Tablo 2. Yurtiçi Üretici Fiyat Endeksi Değişim Oranları, Aralık 2017, (2003=100)

	Aralık 2017	Aralık 2016
Bir önceki aya göre değişim oranı	1,37	2,98
Bir önceki yılın Aralık ayına göre değişim	15,47	9,94
Bir önceki yılın aynı ayına göre değişim	15,47	9,94
On iki aylık ortalamalara göre değişim	15,82	4,30

Kaynak: TÜİK, <http://www.tuik.gov.tr>, (03/01/2018)

Özellikle tarımda üretimin ithalata dayalı olan gübre, ilaç gibi hammaddelerin maliyetlerinin yüksek olması; daha pahalı üretimi ve dolayısı ile daha pahalı tüketimi de beraberinde getirmektedir. Türk Lirası (TL)’nin USD karşısındaki değer kaybı da TL cinsinden üretim maliyetlerinin daha da fazla artmasına sebep olmaktadır. Ayrıca kırsal kalkınma planları eksikliği, üretimin sağlıklı bir şekilde planlanamaması sebebiyle ortaya çıkan arz- talep dengesi bozulmaları bu durumu daha da kötüleştiren faktörler olarak belirlemektedir.¹⁰⁷

2.3.3. İstihdam Piyasasındaki Gelişmeler

2.3.3.1. İşsizlik Oranları

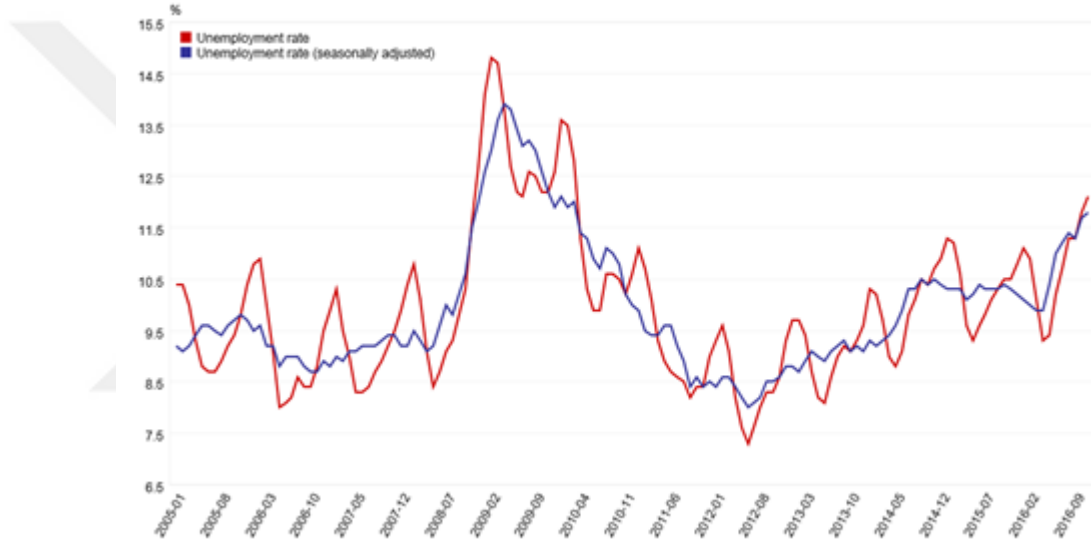
Türk ekonomisi açısından diğer dikkate değer konu olarak da işsizlik sorununu göz önünde bulundurmak gerekmektedir. Uzun yıllar boyunca ekonomik anlamda yaşanan zorlukların yanı sıra ortaya çıkan bu işsizlik sorunu halen yeterli düzeyde alt düzeylere çekilememiş, özellikle de genç ve eğitimli nüfusun işsizlik konusunda yaşamış olduğu sıkıntılar ülkenin rakamsal anlamda, işsizlik adına olumlu veriler ortaya koymasını engellemektedir.

TÜİK verileri baz alınarak yapılan değerlendirmelere göre; 2016 yılının Mart ayındaki veriler baz alınarak işsizlik düzeyine bakıldığında, 2015 yılının Mart ayına göre

¹⁰⁷ BBC, 'Dünyada Yükselmeyen Gıda Fiyatları Türkiye’de Neden Artıyor?', 3 Mayıs 2017, <http://www.bbc.com/turkce/haberler-turkiye-39778361>, (05/05/2017).

0,7 puanlık bir düşüşün söz konusu olduğu, bunun da % 10,1’lik bir düzeyi ifade ettiği anlaşılmaktadır. Buna göre 2014 yılının aynı ayında % 9,7 olan işsizlik düzeyi, iki yıl önce bulunduğu seviyenin yaklaşık olarak % 0,4 puan üzerine çıkmış ve bu vesile ile 2016 yakın zamanların en yüksek işsizlik oranını ortaya çıkarmıştır.¹⁰⁸

Türkiye’de uzun yıllardır enflasyon problemi gibi kronik sorunlardan biri olan işsizlik, işsizlikle mücadele kapsamında alınan önlemlere ve teşviklere rağmen artışını sürdürmektedir. Özellikle genç nüfusta görülen işsizlik oranlarının artması işsizlik kompozisyonunun bozulmasına sebep olmaktadır.



Şekil 19. İşsizlik Oranı –Yüzde

Kaynak: Tera Yatırım, www.terayatirim.com, (16/02/2017)

Son 10 yıllık dönem içerisinde bakıldığında 2008 yılında yaklaşık % 15 seviyelerine ulaşan işsizlik oranı 2010 yılı itibari ile düşüş eğilimi içerisine girmeye başlamış, 2012 yılında % 7 seviyelerinde dip noktayı görerek 2013 yılından itibaren tekrar artış eğilimi içerisinde girmiştir. 2016 yılına bakıldığında ise 2008 yılı küresel kriz

¹⁰⁸ TÜİK, İş Gücü İstatistikleri Haber Bülteni Mart 2016, 15 Haziran 2016, <http://www.tuik.gov.tr/PreHaberBultenleri.do?id=21571>, (16/06/2016).

süresince yaşanan işsizlik oranının altında olmasına rağmen yukarı doğru artış eğiliminde olduğu görülmektedir.

Bu bağlamda Türkiye'nin en büyük problemi olarak görülen yapısal sorunların ve yüksek kırılabilirliğin ekonomik göstergelerin iyileşmesine izin vermediği görülmekte ve bu nedenlerle belirli dönemlerde iyileşme gösteren göstergelerde sürdürülebilirlik sağlanamamaktadır.

2016 yıl sonu itibarı ile veriler incelendiğinde; işsiz sayısının bir önceki yıla göre 273 bin kişi artarak 3 milyon 330 bin kişi olduğu, işsizlik oranının ise 0,6 puanında artış göstererek % 10,9 seviyesine çıktığı görülmektedir. Bununla birlikte istihdam oranı geçen yıla göre 584 bin kişi artarak % 46,3'e çıkmıştır.¹⁰⁹

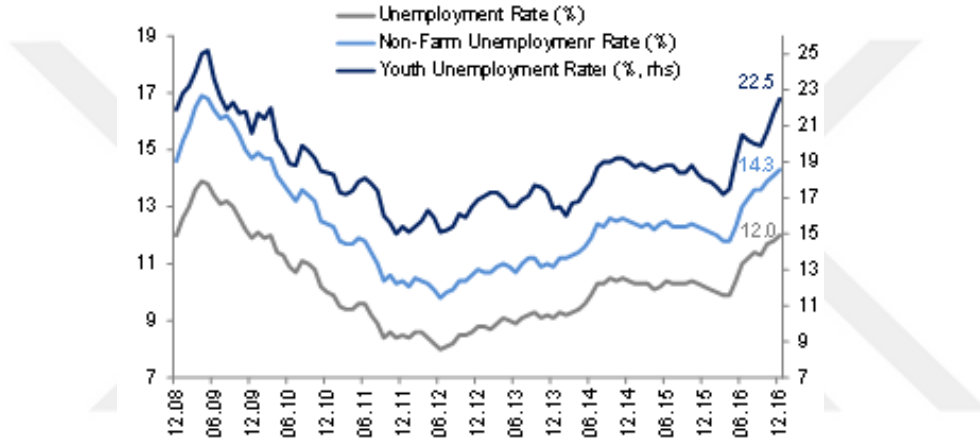
2016 yılı özelinde zayıf ekonomik görünüm ile birlikte işsizlik kompozisyonunda bozulma görülse de beklentiler hükümet teşviklerinin istihdam verilerine pozitif katkı sayılabileceği yönünde olmakta, kamu ve özel sektörün etkileşimli politikalarıyla 2017 yılı iş gücü verilerinde olumlu sonuçlara ulaşılabileceği yönündedir. Özellikle önümüzdeki dönemlerde büyüme istatistiklerinin beklenen değerlerden yüksek gelmesi istihdam verilerini de destekleyecektir.

2.3.3.2. Genç Nüfusta İşsizlik Oranları

İşsizliğin varlığı Türkiye'de baki olmakla birlikte bunun gençler arasında fazlasıyla yaygınlaşmış olması, Türkiye gibi gelişmekte olan bir ülke ekonomisi adına büyük bir tehdit teşkil etmektedir. Her yıl, ivmesini kolaylıkla kaybetmeyen genç işsizlik sorunu, Türkiye'de işsizliğe herhangi bir şekilde çözüm bulunsa dahi yeni yetişen genç nüfusun sürekli olarak iş kollarına yerleştirilmesi gerekliliğini getirmektedir. Bu temelde, özellikle sanayi büyümesi modeline yönelik teşvikler ve bu alanlarda genç nüfus için yeni alanlar oluşturmak, geçici çözümler yerine büyümeye arttırmaya yönelik adımların olumlu sonuçlar getirmesi beklenmektedir.

¹⁰⁹ TÜİK, İş Gücü İstatistikleri 2016, 23 Mart 2017, <http://www.tuik.gov.tr/PreHaberBultenleri.do?id=24635>, (25/03/2017).

Türkiye’de 2016 yılı içerisinde, Mart ayı itibari ile genç işsizlik oranlarına bakıldığında, genel olarak % 17’lik bir oran olduğu görülmektedir. Bu rakam, 2015 yılının yine Mart ayında % 18,6 iken, 2014 yılının yine aynı ayında ise % 16,7’lik bir orandan bahsetmek mümkündür. Buna göre iki yıl içerisinde genç işsizliğin ivme kaybetmediği gözlemlenmiştir. Öte yandan tarım dışı genç işsizlik rakamlarına bakıldığında; yine 2016 yılının Mart ayında %19,1’lik bir düzeye erişmiştir ki, bu rakam 2015 yılının aynı ayında % 21,1 ve 2014 yılının yine aynı ayında % 19,3’ lük düzeyde seyretmiştir.¹¹⁰

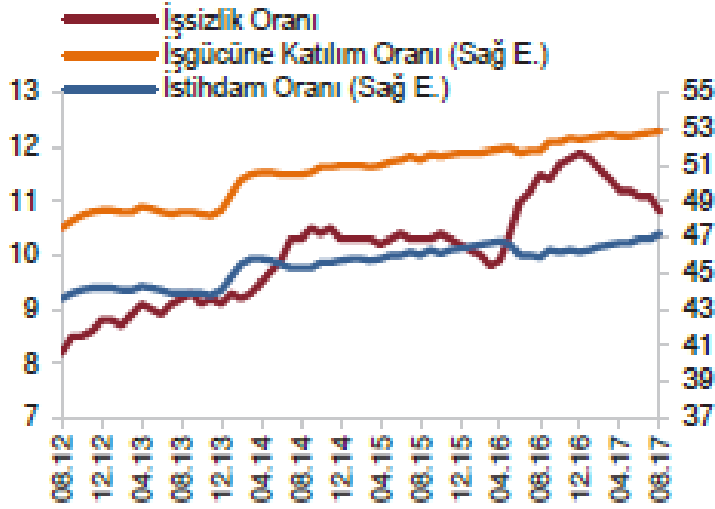


Şekil 20. İşsizlik Oranları –Yüzde

Kaynak: Garanti Yatırım, <https://rapor.garantiyatirim.com.tr>, (15/03/2017)

2016 yıl sonu itibariyle Türkiye’de genç işsizlik oranının ise 2009 yılından beri ilk defa en yüksek seviyeleri gördüğü ve % 22,5 oranında bir genç işsizlik oluştuğu dikkati çekmektedir. Bununla birlikte 2016 yılı içerisinde tarım dışı işsizlikte de 2009 yılından sonra ilk defa bu denli yüksek ve keskin bir oranda artış yaşanmıştır.

¹¹⁰ TÜİK, İş Gücü İstatistikleri Haber Bülteni Mart 2016, 15 Haziran 2016, <http://www.tuik.gov.tr/PreHaberBultenleri.do?id=21571>, (16/06/2016).



Şekil 21. İşgücü –Mevsimsellikten Arındırılmış Yüzde
Kaynak: TCMB, <http://www.tcmb.gov.tr/>, (04/01/2018)

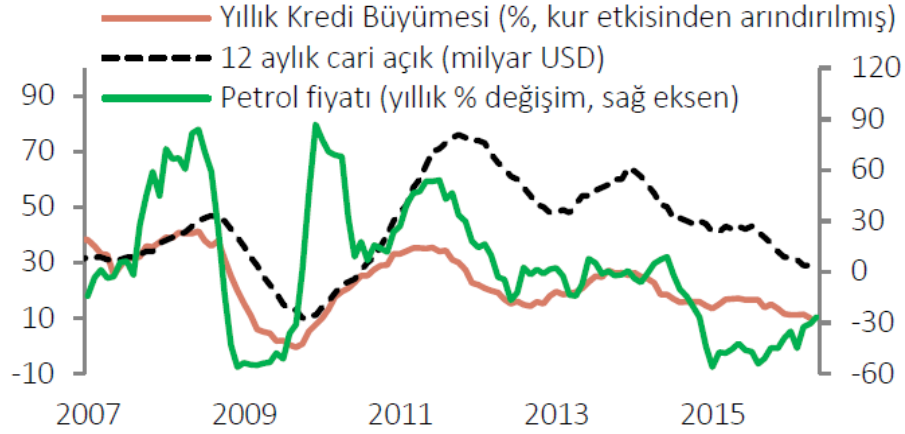
2017 yılı içerisinde işsizlik verilerine bakıldığında ise özellikle kamu yönetiminin aldığı tedbirlerle birlikte işsizlik oranının düştüğü görülmektedir. Fakat, istihdam oranının arttırılması hususunda engel teşkil edecek en büyük hususlar nüfus artışı ve işgücüne katılım oranının sürekli bir artış içinde olmasıdır.

2.3.4. Cari İşlemler Dengesi

Türkiye’de ekonomiye dayalı tartışmaların temelinde yer alan konulardan biri de cari işlemler dengesi temelinde cari açık sorunudur. Türkiye’nin uzun yıllardan beri üzerinde çeşitli finansal formüller geliştirmeye çalıştığı, ancak her ulusal ve küresel finansal kriz ile birlikte tekrardan ön plana çıkan cari açık sorunu önlenmesi ya da artışının önüne geçilmesi zor bir hal almaktadır.

Türkiye’de son yıllarda cari açık, 2008’deki küresel finansal krizin ardından büyüme ivmesine paralel olarak hızlı bir artış göstermiştir. Uygulanan ihtiyati tedbirler ile birlikte de cari açığa dair belirli oranda bir iyileşme kaydedilebilmiştir. 2011 yılında 74 milyar \$ düzeyinde olan cari açık 2015 yılının sonunda 32,1 milyar \$ seviyesine

gerilemiştir. Cari açığın milli gelire olan oranı ise 2011 yılında % 9,9 seviyesinde seyrederken 2015 yılında % 4,5 seviyesine gerilemiştir.¹¹¹



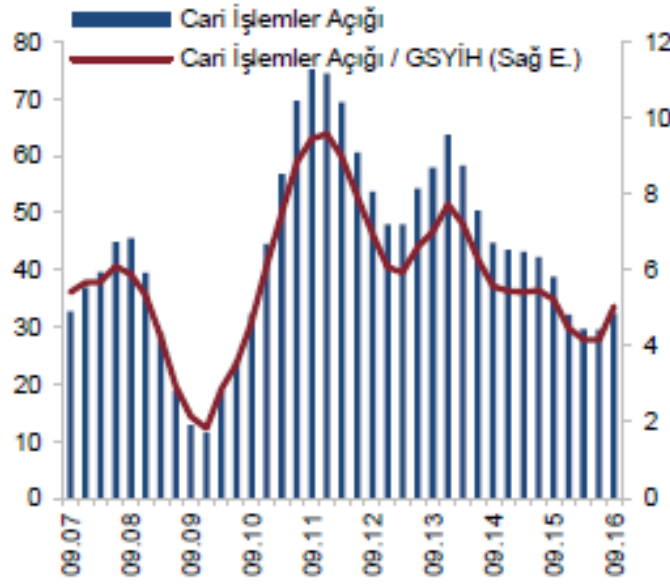
Şekil 22. Türkiye’de Cari Açığın Yıllar İçerisindeki Gelişimi

Kaynak: Türkiye İş Bankası, <http://www.isbank.com.tr>, (07/07/2016)

Şekil 22’de görüldüğü üzere Türkiye’de cari açık petrol fiyatının seyri ile birlikte uyumlu hareket etmektedir. Petrol ithalatçısı bir ülke olan Türkiye, son zamanlarda yaşanan petrol fiyatlarında düşüş, TL değer kaybı ile ihracat performansının olumlu etkilenmesiyle cari açık verilerinde daha olumlu bir tablo sergilemekle birlikte, jeopolitik risklerin artmasıyla turizm gelirlerinde yaşadığı kayıp nedeniyle cari açıkta sınırlı bir iyileşme göstermiştir.

Görüntü itibari ile olumlu gözükten verilerle birlikte, cari açık sorunu Türkiye ekonomisi adına kırılğan bir yapının oluşmasına sebebiyet vermektedir. Bir yanda ülke ekonomisinin şartlarının iyileştirilmesine dair endişeler söz konusuysa son yıllardaki gözle görülür toparlanmanın etkisine karşın cari dengenin GSYH’ye oranı Türkiye’nin kendisi gibi gelişmekte olan ülkelere nazaran daha güçsüz bir görüntüsünün oluşmasına sebep olmaktadır.

¹¹¹ Gamze CAN, “Türkiye’de Çevrimsel Etkilerden Arındırılmış Cari İşlemler Dengesi”, İktisadi Araştırmalar Bölümü, Haziran 2016, https://ekonomi.isbank.com.tr/UserFiles/pdf/ar_08_2016.pdf, (07/07/2016), s.1.



Şekil 23. Cari Açık – 12 Aylık Birikimli Milyar USD
Kaynak: TCMB, <http://www.tcmb.gov.tr>, (05/12/2016)

2016 yılı Cari İşlemler Açığı/ GSYH oranı % 3,8 seviyelerinde bulunmaktadır ki, cari açık göstergelerinin göreceli olarak iyileştirme görmesinin sebebi dış ticarete gelişen daralma olarak görülmektedir. Özellikle USD/TL paritesinde yaşanan yüksek artış ve petrol fiyatlarında yaşanan gerileme bu durumun belirleyicileridir. Bununla birlikte azalan turizm gelirlerinde yaşanan yavaşlama ve Türk vatandaşlarının turizm harcamalarında yaşanan keskin düşüş Cari İşlemler Açığı tablosunun iyileşmesine olanak sağlamıştır.

Cari açık göstergesi bir ülkenin gelişmişlik seviyesini gösteren bir gösterge olarak kabul edilmektedir. Türkiye'nin cari açık kompozisyonun iyileşmemesinin önündeki en büyük engelin yapısal bir dönüşümün sağlanamamasından kaynaklanmaktadır. Türkiye'nin birçok alanda yabancı kaynaklara olan bağımlılığı ve bu sorunun çözümü için köklü adımların atılmaması durumunda Türkiye'nin senelerce bu problemle sık sık karşı karşıya kalacağı gerçeğini göstermektedir.

2.3.5. Faiz Oranları

TCMB temel olarak fiyat istikrarını sağlamayı ve sürdürmeyi amaçlayan para politikasının yanı sıra finansal istikrarı da gözetmeye çalışmaktadır. Bu kapsamda

TCMB'nin dalgalı döviz kuru rejiminin korunmasıyla birlikte faiz oranlarında gerekli değişiklikleri yaparak para politikası stratejilerinde temkinli duruşunu koruduğu görülmektedir. Küresel belirsizliklerle birlikte artan oynaklıklar ve uluslararası piyasalar tarafındaki gelişmeler sebebiyle; TCMB enflasyon hedeflerini de gözeterek kamuoyu ile etkili bir iletişim sağlayarak beklentileri yönetmeye çalışmaktadır. 2016 yıl içerisinde, TCMB tarafından alınan faiz kararlarının daha çok FED kararları ekseninde ve enflasyonun hedeflenen seviyelerde oluşmaması paralelinde alındığı söylemek mümkündür.

2016 yılında TCMB tarafından yapılan son Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısında faiz oranlarının aşağıda bulunduğu gibi sabit tutulmasına karar verilmiştir:

a) Gecelik faiz oranları: Marjinal fonlama oranı % 8,5, Merkez Bankası borçlanma faiz oranı % 7,25,

b) Bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı % 8,

c) Geç Likidite Penceresi faiz oranları: Geç Likidite Penceresi uygulaması çerçevesinde, Bankalar arası Para Piyasası'nda saat 16.00–17.00 arası gecelik vadede uygulanan Merkez Bankası borçlanma faiz oranı % 0, borç verme faiz oranı % 10.¹¹²

Bununla birlikte PPK toplantısı sonucunda döviz kuru ve petrol fiyatlarında yaşanan yükselişlerin enflasyon üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturduğunun ve para politikasının kararlarının enflasyon görünümüne bağlı olacağının altı çizilerek kamuoyunun beklentileri yönlendirilmiştir.

TCMB tarafından 2017 yılında gerçekleştirilen 26 Nisan 2017 tarihli toplantıda ise gecelik faiz oranları; marjinal fonlama oranı % 9,25, Merkez Bankası borçlanma faiz oranı % 7,25 düzeyinde, bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı % 8'de sabit tutulmuştur. Geç Likidite Penceresi uygulamasında TCMB borçlanma faiz oranı % 0 düzeyinde sabit

¹¹² TCMB, Para Politikası Kurulu Kararı, 20 Aralık 2016, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/e61df2ef-d1c1-430c-9504-46878d29e0e6/DUY2016-66.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-e61df2ef-d1c1-430c-9504-46878d29e0e6-lArVo.8>, (16/01/2017), s.1.

tutulurken borç verme faiz oranı % 12,25'e yükseltilmiştir.¹¹³ Bununla birlikte TCMB, enflasyon rakamlarının görünümünde bir iyileşme sağlanana kadar para politikasında temkinli yaklaşımını sürdüreceğini vurgulamış ve güçlü bir parasal sıkılaştırma ile enflasyon hususundaki yaklaşımını kesin bir şekilde ifade etmiştir.

2.3.6. Tüketici Güven Endeksi

Tüketici güven endeksleri ekonomik aktivitelerin takibi açısından öncü göstergelerden biri olarak kabul edilmektedirler, iç talep ve büyümenin göstergesi olarak kabul edilen söz konusu endeksler siyasi ve ekonomik gelişmelerden ve finansal piyasaların bulunduğu mevcut durumdan etkilenmektedirler. Tüketicilerin tasarruf eğilimleri veya ülke refahı mekanizmalarıyla tüketici davranışlarındaki değişiklikler ölçülebilmektedir.¹¹⁴

Tüketici güven endeksinin en belirgin özelliklerinden biri aynı zamanda toplum beklentilerinin gelişiminin ne yönde olduğuyla ilgili bilgi vermesidir. Bir toplumda tüketicinin beklentisi aynı zamanda üreticilerin de davranışlarını ve beklentilerini belirlemektedir ve bu sebeple üretim kararı verecek olan kesimler güven endekslerini takip edip yatırımlarını erteleme veya durdurma konusunda kararlar alarak, ekonomik büyüme üzerinde önemli derecede etkide bulunmaktadır.

¹¹³ Hürriyet, Merkez Bankası Kritik Faiz Kararını Açıkladı, 26 Nisan 2017, <http://www.hurriyet.com.tr/merkez-bankasi-kritik-faiz-kararini-acikladi-40438927>, (29/05/2017).

¹¹⁴ Erhan ASLANOĞLU ve Sadullah ÇELİK, "CNBC-e Tüketici Güven-Tüketim Endeksleri ve Finansal Piyasalar", Eylül 2007, <https://www.tbb.org.tr/Content/Upload/Dokuman/609/Erhanaslanoglu.ppt>, (11/11/2016), s.1-4.



Şekil 24. Tüketici Güven Endeksi

Kaynak: Tera Yatırım, www.terayatirim.com, (28/03/2017)

Türkiye’de tüketici güven endeksinin son 10 sene içerisinde gelişimine bakıldığında 2008 küresel finans krizinde endeksin en olumsuz tabloya sahip olduğu ve küresel kriz etkilerinin azalmasıyla birlikte, 2009 yılı ortalarından itibaren artışa geçtiği bununla birlikte 2015 yılının sonlarına doğru yeniden negatif bir görünüme sahip olduğu gözlemlenmektedir. Bu dönemler içerisinde ekonomik görünümün olumlu seyretmesi beklentisinin azalması ve tasarruf etme ihtimalinin de yavaşlaması söz konusudur. Güven endeksinin karamsar bir görünüme sahip olmasında özellikle büyümedeki yavaşlama, enflasyon ve işsizliğin yüksek seyretmesinden kaynaklı endişelerin hakim olduğu görülmektedir. Buna ilaveten Türkiye’nin içinde bulunduğu siyasi çalkantılar ve yoğun seçim gündemleriyle birlikte TL’de yaşanan değer kayıpları da güven endekslerini etkileyerek, hane halkının tasarruf etme ihtimallerini düşürerek ülke kalkınması için gereken yatırımların yapılabilmesi için gerekli fon kaynaklarına sahip olmayı engellemektedir.

2.4. Küresel Gayrimenkul Pazarı

2.4.1. Dünyada Gayrimenkul Algısı

Küresel risklerin her geçen gün arttığı piyasalarda gayrimenkul; yerli ve uluslararası yatırımcılar tarafından ‘güvenilir liman’ olarak nitelendirilmiş ve süregelen olumsuzluklardan daha sınırlı seviyede etkilenmiştir. Özellikle gayrimenkulün yatırım

haricinde taşımış olduğu gereksinim işlevine sahip olması, bireylerin tasarruflarını da bu yöne kanalize etmesine sebep olmaktadır ve yüksek enflasyona sahip olan ülkelerde satın alma gücünün düşmesi nedeniyle, yerel parada tasarrufları tutmak anlamsız hale gelmiş, küresel tehditlerin artması diğer yatırım araçlarının risklerinin çok fazla yükselmesini beraberinde getirmiş ve gayrimenkul tercih edilen yatırım araçlarının başında yer almıştır.

Bununla birlikte ülkeler arasında gayrimenkul piyasasında rekabetin artmasıyla birlikte, sektör sürekli bir gelişim içerisinde bulunarak her geçen gün artan farklı taleplere ve ihtiyaçlara cevap verebilecek pozisyona gelmiştir.

Gelişmekte olan gayrimenkul sektörü; ülke ekonomilerinin farklı kollarına sürekli destek vererek ayrıca siyasi yönetimlerin de ana gündemlerinden birini oluşturmuştur. Sosyal devlet anlayışında konut sahipliğine destek olma haricinde, siyasi yönetimler, yeni teşvik paketleri açıklayarak sektörün büyümesi ve canlılığını korumasını hedeflemişlerdir. Bu durumun en önemli sebebi ise sektörün kendisinden hariç olmak üzere çoğu sektörü etkileyebilecek kapasiteye sahip olmasıdır. Ayrıca yüksek işsizliğe sahip ülkelerde, işsizlik emici bir sektör olma özelliğiyle ayrıca bir öneme haiz olduğu görülmektedir.

2.4.1.1. 2008 Küresel Finansal Krizi ve Konut Balonu

2008 yılındaki küresel finansal kriz, dünya genelinde farklı ölçüde olumsuz etkiler yaratmasının ötesinde, aslında temel olarak en büyük zararı konut sektörüne vermiştir. Buna göre küresel finansal kriz, üzerinde çok fazla yoğunlaşılan ve yatırım ile birlikte pazarlama kapasitesinin de geniş tutulmaya çalışıldığı sektörün belirli bir nokta itibari ile artık daha üst bir noktaya çıkamamasına, hatta adım adım gerilemesine neden olmuştur. ABD başta olmak üzere dünya genelinde birçok ülkede bankalar, finans kuruluşları ve gayrimenkul yatırım şirketleri derin ölçekli bir kriz yaşamışlardır.

Gelişmiş bir konut finansman sistemine sahip olan ABD, finansal krizi ilk hissettiği süre zarfında söz konusu krizin odak noktasında; ipoteğe dayalı krediler yer almıştır. Bu krediler, “subprime” olarak nitelendirilen ve düşük gelirli kesime yüksek

faizli olarak verilen niteliktedir. Fakat ilerleyen süre zarfında, ödenen faizlerin hiç de ilk kredi alındığı dönemdeki gibi ödenebilecek durumunun olmaması çeşitli iflas haberlerinin ortaya çıkmasına sebebiyet vermiştir. Ayrıca kredilerin geri ödenememesinden dolayı birçok gayrimenkulün satışa çıkarılmış olması piyasadaki fiyatların son derece hızlı bir şekilde inişe geçmesine neden olmuştur. Buna paralel olarak da yüksek ölçekli kredi alacaklılarının bu alacaklarını tahsil edememelerine sebebiyet vermiştir.¹¹⁵

İnşa edilen çok sayıda konutun varlığı ve hızlı bir şekilde artan talep sebebiyle, düşük faiz koşullarıyla ve de bu kredilerin çok fazla kişiye sağlandığı göz önünde bulundurulduğu süre zarfında; ekonomik anlamda bu tablonun olumlu bir şekilde sonlanması mümkün olmamakta ve ödenebilirlik gücünün sorgulanmasının da göz ardı edilmesiyle sistemin bir çıkmaza sürüklendiği tecrübe edilmiştir. Bu vesile ile de gayrimenkul şirketlerinin, finans şirketlerinin gerek bankaların gerek de gayrimenkul satın alanların göz ardı ettikleri kredi ve ipotekleri karşılayabilme riski kendisini 2008 yılında sert bir şekilde göstermiştir.

Bu süreçte ortaya çıkan konut balonu sorununu tetikleyen dört temel sebep saymak mümkündür:

- Düşük faiz ortamının öncelikli olarak bankalar ve finans kuruluşları, daha sonrasında ise müşteriler için son derece çekici olması,
- Gelir dağılımındaki bozulmanın fazlası ile göz ardı edilmesi,
- Özellikle yoksul kesime, ev sahibi olmaları adına kredi arzının arttırılması,
- Bilhassa bankaların kredi sağlama konusundaki standartları son derece düşürmüş olmalarıdır.¹¹⁶

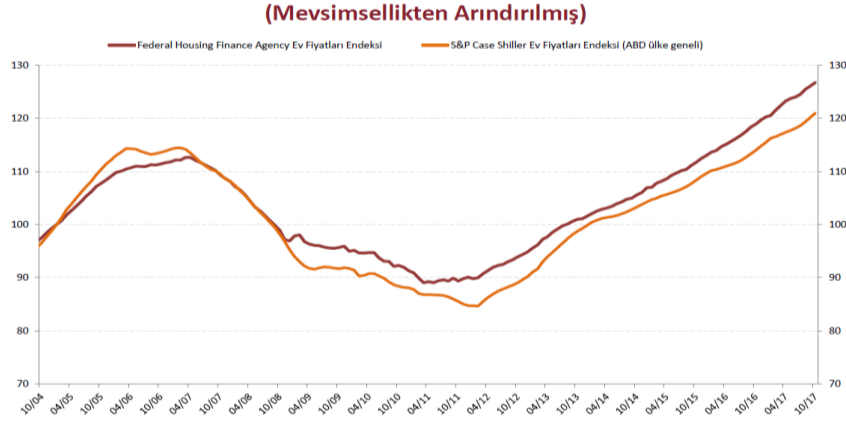
¹¹⁵ İÇELLİOĞLU, a.g.m., s.148.

¹¹⁶ Ali ŞEN ve Hüseyin ALTAY, “Finansal İstikrarsızlık Hipotezi Bağlamında Global Finansal Kriz”, **Eskişehir Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 10(1), 2010, s.171.

Bu unsurlarla birlikte sistemi yönetenler; kredi ve ev edinimini kolaylaştırırken aslında son derece zor olması gereken sistemi son derece kolay olarak işletmişlerdir. Böylelikle, yoksul kesime bile finansal kapasitelerinin çok üzerinde krediler ile yine finansal kapasitelerinin çok üzerinde ev satışı gerçekleştirilmiştir. Fakat bunun geri ödemesi konusunda yaşanan sorunlar neticesinde sadece belirli bir tarafın değil, bir ülkenin finansal piyasaları ve finansal kurumları büyük bir darboğaz içerisinde girmiş, hatta bu suretle küresel ekonomik yapının çöküşü hızlandırılmıştır.

2.4.1.2. ABD Konut Piyasası

2008 küresel finansal krizin öncelikli olarak vurduğu ABD gayrimenkul piyasasında, söz konusu tarihten itibaren konut fiyatları, kira geliri ve mortgage borçlanmaları gibi konularda ciddi ölçekli olarak dalgalanmalar yaşanmakta ve gelecek için karmaşık bir tablo ortaya koyulmaktadır. Yine de son beş yıllık süre göz önünde bulundurulduğunda konut fiyatlarındaki iyileşme ve kira fiyatlarındaki değişim hem sektörün hem de yatırımcıların stratejilerini yönlendirmektedir.



Şekil 25. ABD Konut Fiyatları – 12 Aylık Birikimli Milyar USD

Kaynak: TCMB, <http://www.tcmb.gov.tr>, (31/01/2018)

Şekil 25’de görüldüğü üzere 2008 ABD krizinin, ABD konut fiyatları üzerinde yarattığı etki açıkça kendini belli etmektedir. Konut fiyatlarının ancak 2012 yıl sonu itibari ile toparlanma eğilimi içerisinde girdiği gözlemlenmektedir.

ABD’de mevcut şartlar dahilinde konut fiyatları kira ilişkisine bakılacak olursa aşağıdaki tablo göze çarpmaktadır:

- 2009 rakamları göz önünde bulundurulduğu süre zarfında, 4 milyon 393 bin adet kiralık gayrimenkul birimi, 2 milyon 20 bin adet satılık gayrimenkul birimi boş kalmıştır,
- Yine 2009 rakamları göz önünde bulundurulduğunda, ülkedeki nüfusun %67’si ev sahibi, %33’ü kirada yaşamaktadır,
- Ülkedeki kira fiyatlarının yüksekliği ve bu konuda herhangi güçlü ve etkin bir yasal denetim mekanizmasının bulunmaması sebebi ile vatandaşların çok büyük bir bölümü ev sahibi olmayı tercih etmektedir.¹¹⁷

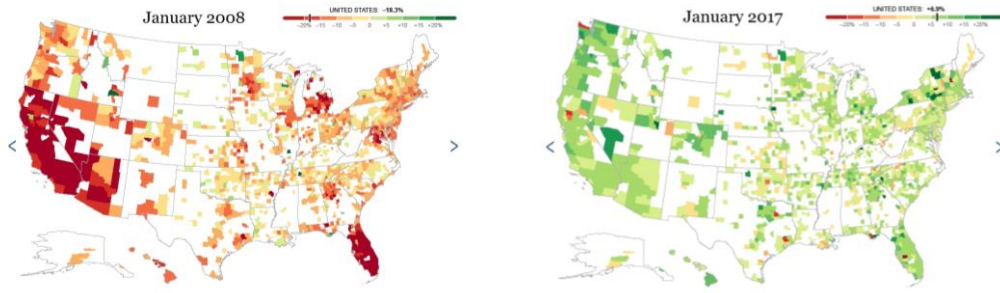
Bununla birlikte, 2010 yılı itibari ile kira enflasyonunun artma eğilimi göstermesi ABD ekonomisinin normale dönüş sinyalleri verdiği dair emareler taşımaktadır; aynı zamanda bu durum konut sektörünün de hareketlenmesini sağlamaktadır.¹¹⁸

Federal Housing Finance Agency (FHFA) Konut Fiyat Endeksleri Raporu’na göre Amerika’ da konut fiyatları 2016 yılı 4. Çeyreğinde bir önceki ay ile karşılaştırıldığında % 1,5 oranında yükselmiştir. 2015 yılının aynı dönemine oranla ise % 6,2 oranında bir artış gözlemlenmektedir. ¹¹⁹

¹¹⁷ İÇELLİOĞLU, a.g.m., s.152.

¹¹⁸ Yavuz ARSLAN ve Birol KANIK, “ABD Kira Enflasyonu ve Konut Fiyat Dinamikleri”, *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Ekonomi Notları*, 10 Ocak 2012, Sayı: 03, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/bc4c7971-f347-4b54-a127-f75687b919f2/EN1203.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACEbc4c7971-f347-4b54-a127-f75687b919f2>, (25/01/2016), s.4.

¹¹⁹ Federal Housing Finance Agency, U.S. House Prices Rise 1.5 Percent in Fourth Quarter, Şubat 2017, https://www.fhfa.gov/AboutUs/Reports/ReportDocuments/2016Q4_HPI.pdf, (27/02/2017), s.1.



Şekil 26. ABD Konut Fiyatları Endeksi – 2008/2017 Karşılaştırmalı

Kaynak: FED, <https://www.newyorkfed.org/home-price-index/index.html>, (20/03/2017)

2005-2016 tarihleri arası Amerika konut fiyat endeksleri değerlerine bakıldığında, 2005 yılı üçüncü çeyreğinde % 10,5 oranlarında olan konut fiyat endeksi artışının 2006 yıl sonunda dramatik bir düşüşle % 2 oranlarına gerilediği görülmüştür. Bunu takiben 2008 yılı sonunda konut fiyat endeksinde değer kaybı % - 12 oranlarına kadar gerilemiş 2011 sonu itibari ile fiyatlarda iyileşme yaşanmaya başlanmıştır. Geçtiğimiz dört sene içerisinde ise konut fiyat endekslerinde yıllık artışın % 6- % 7 seviyelerinde olduğu görülmektedir. Bu tablo temelinde, Amerika’ da konut fiyatlarında artışın 2008 krizi öncesine dönülmediği, fakat gayrimenkul piyasasının bir iyileşme kanalı içerisine girdiği gözlemlenmektedir.

Bununla birlikte FED tarafından yayınlanan “Hanehalkı Borçlanması ve Kredi Gelişmeleri Raporu”na göre hanehalkı borçlanmasının en büyük kısmını mortgage kredileri oluşturmaktadır ve tüketici kredileri içinde payı 31 Aralık 2016 tarihi itibari ile yaklaşık 8,5 trilyon USD olmakla birlikte, 2016 yılının üçüncü çeyreğine göre 130 milyar USD’lik bir artış göstermektedir. Ayrıca konut borçlanmasında; 2016 yılı son çeyreğinde 617 milyar USD değerinde mortgage ilk defa kullanılmıştır ve 2007 yılı üçüncü çeyreğinden beri görülen en yüksek seviyede bulunmaktadır.¹²⁰

Sonuç olarak, Amerika gayrimenkul piyasasında yüksek oranda artan mortgage kredi kullanımı ile birlikte konut fiyatlarında da % 7 seviyelerinde artışlar

¹²⁰ Federal Reserve Bank of New York, Quarterly Report On Household Debt and Credit, Şubat 2017, https://www.newyorkfed.org/medialibrary/interactives/householdcredit/data/pdf/HHDC_2016Q4.pdf, (25/03/2017), s.1.

gözlemlenmektedir. Verilen mortgage kredilerinde 2008 yılı öncesi dönemine dönüş olması kredilerin ödenebilirliği sorununu tekrar gündeme getirebilir. Fakat konut fiyatlarında şu aşamada herhangi bir düşüş yaşanmıyor olması kredilerin ödenebilirliğini tehlikeli bir duruma sokmamaktadır. Daha çok turizmle desteklenen ve finans merkezi niteliğine sahip olması sebebiyle, Amerika gayrimenkul piyasasının kısa ve orta vadede yeterli ivmeye sahip olduğu ifade edilebilir. Fakat uzun vadede fiyatların yeterli doygunluğa ulaşacak olması ve sektörü hareketlendirebilecek doğal ivmelerin bulunmaması halinde sektörün durağan bir seviyeye ulaşması muhtemeldir.

2.4.1.3. Avrupa Ülkeleri Konut Piyasası

Avrupa ülkeleri son 10 sene içinde süregelen ekonomik ve siyasi krizlerle mücadeleye etmeye devam etmektedir. Krizlerin çözümünden oldukça uzak durumda olan Avrupa ülkelerinin özellikle önümüzdeki dönem içerisinde gerçekleşecek seçim takvimlerinin yoğunluğu, göç krizi ve küresel terör tehdidi gayrimenkul piyasasını derinden etkilemektedir.

Mevcut Emlak Yatırımları Bakımından En İyi 30 Avrupa Şehri			Gelişme Öngörülere Bakımından En İyi 30 Avrupa Şehri		
Sıra	2017	2016	Sıra	2017	2016
1	Berlin	Berlin	1	Berlin	Berlin
2	Hamburg	Hamburg	2	Hamburg	Münih
3	Frankfurt	Dublin	3	Dublin	Hamburg
4	Dublin	Madrid	4	Frankfurt	Stockholm
5	Münih	Kopenhag	5	Münih	Kopenhag
6	Kopenhag	Birmingham	6	Kopenhag	Dublin
7	Lizbon	Lizbon	7	Stockholm	İstanbul
8	Stockholm	Milano	8	Lizbon	Birmingham
9	Madrid	Amsterdam	9	Lyon	Edinburgh
10	Lyon	Münih	10	Madrid	Viyana
11	Amsterdam	Stockholm	11	Oslo	Frankfurt
12	Oslo	Barselona	12	Viyana	Londra
13	Zürih	Budapeşte	13	Zürih	Madrid
14	Viyana	İstanbul	14	Amsterdam	Milano
15	Milan	Londra	15	Paris	Paris

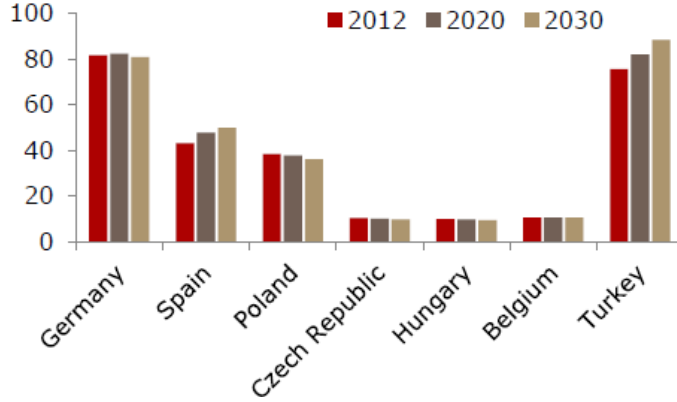
Şekil 27. Avrupa En İyi Gayrimenkul Pazarları

Kaynak: PWC, <http://www.pwc.com.tr/tr>, (24/03/2017)

Buna rağmen, Jones Lang Lasalle Gayrimenkul Hizmetleri Ticaret A.Ş.'nin (JLL) “Gayrimenkulde Gelişen Trendler Avrupa 2017” raporuna göre; 2017 yılı için Avrupa'daki en iyi beş gayrimenkul pazarının sırasıyla Berlin, Hamburg, Dublin, Frankfurt ve Münih¹²¹ şehirleri olacağı düşünülmüştür. İlk 5 içerisinde 4 Almanya şehri olduğu görülmektedir. Bunun en büyük sebebinin Almanya'nın Euro Bölgesi ülkelerine göre ekonomik ve siyasi olarak daha iyi bir pozisyonda olması gösterilebilir. Bununla birlikte İngiltere şehirlerinin kuvvetli olarak Brexit etkisiyle sıralamanın altında yer aldığı görülmektedir. Türkiye'nin listede yer almayışının sebebi ise raporun yayınlanma tarihi itibari ile ülkede artan terör riskinin getirdiği algıdan kaynaklanmaktadır.

Yapılan bu araştırma sonucu ile günümüzde emlak piyasasını canlandıran hususların başında o bölgeler için yapılan altyapı yatırımları, kentsel planlamaların ve planlı bir şehircilik anlayışının olduğu görülmektedir. Bununla birlikte, gayrimenkul sektörünü destekleyecek ivmelerin varlığı ve piyasanın oldukça likit bir pozisyonda olması gerekliliği de mevcuttur. Bu ivmeleri nüfus artışı, şehirleşme gereksinimi ve istihdam arayışı içinde olan bireylerin ve hane halklarının kırsal alanlardan büyük şehirlere göç isteği olarak sıralayabilmek mümkündür. Gelişen gayrimenkul piyasasında günümüzde dünya şehirlerinin bir rekabet içinde olduğu görülmektedir ve gerek yeni yatırımların yapılacak olması gerek o şehirde emlak piyasasını hareketlendirecek tüm olguların varlığı rekabet anlamında şehirlerin bir üst seviyeye çıkmasına sebebiyet vermektedir. Bu süre zarfında gayrimenkul sektörü yatırım yapılabilirliği değerlendirilirken şehirlerde yaşanabilecek olan yatırım ve gelişim fırsatlarının önceden satın alınarak bir beklenti içine girildiği kabul edilebilir. Potansiyeli yüksek ve sürekli gelişim içinde olan pazarlar bu anlamda yüksek taleple karşılaşmaktadırlar. Bununla birlikte küresel olarak yükselmekte olan terör tehdidi, özellikle coğrafik olarak daha büyük risk altında olan ülkelerde bariz bir şekilde olmak üzere sektörün gelişimine engel olabilecek en büyük faktör olarak belirmektedir.

¹²¹ PWC, Gayrimenkulde Gelişen Trendler Avrupa 2017, Kasım 2016, <http://www.pwc.com.tr/tr/basin-odasi/2016-basin-bulteni/gayrimenkulde-gelisen-trendler-avrupa-2017.html>, (24/03/2017).



Şekil 28. Seçilmiş Ülkelerde Nüfus Artışı

Kaynak: T.C. Başbakanlık Yatırım Destek ve Tanıtım Ajansı,
<http://www.invest.gov.tr/tr>, (16/04/2016)

Yukarıda bulunan şekilde görüldüğü gibi, Avrupa ülkelerinin çoğunda nüfus artışının gayrimenkul sektörüne ivme kazandıracak bir olgu olarak kabul edilmesi mümkün görünmemektedir. Almanya göreceli olarak seçilmiş Avrupa ülkelerine göre nüfus yoğunluğu açısından daha iyi bir pozisyonda bulunmaktadır. Fakat nüfus artış hızının 2030 yılına doğru azalmaya başlayacağı tahmin edilmektedir. Bu tabloda yalnızca Türkiye’de nüfus artış olgusunun gayrimenkul piyasasını destekleyeceği ifade edilebilir. Avrupa ülkelerinde nüfusun yaşlanma problemi ve gayrimenkul yatırımlarının oldukça sıkı prosedürler içerisinde yapılıyor olması ayrıca sektörün büyümesinde engel teşkil etmektedir.

Bütün bu verilere istinaden Avrupa ülkelerinde gayrimenkul sektörünün kuvvetli ivmelerle desteklenmediği görülmektedir. Bununla birlikte Avrupa ülkelerinin halihazırda sahip olduğu, geçmişte elde ettikleri refah düzeyinin getirdiği bazı hususlar orta vadede sektörü destekler görünümündedir. Bunların içerisine sağlık, eğitim gibi sosyal anlamda sağlanan diğer imkanlar, ulaşım ağlarının güçlü olması, planlı şehirleşmenin getirdiği avantajlar, gelişmekte olan ülkelere göre ekonomik ve siyasi kırılganlıklarının daha az olması dahil edilebilir.

Önümüzdeki süreç içerisinde, şehirlerin rekabetinde ortaya çıkabilecek yeni olgular da gayrimenkul sektörünün geleceğinin nasıl şekilleneceğini belirleyecektir. Şehirlerin rekabet etkinliği doğal oluşumlarla desteklenme birlikte bu oluşumların

varlığının tek başına yeterli olmayacağı aşıkardır. Küresel terör tehdidinin yükseldiği bu dönemlerde; kişilerin güvenli ortamlar arayışı içerisinde olması, bireylerin hizmet sektörünün gelişmiş olduğu bölgeler içerisinde ikamet etme isteği, yeni yatırımların sürekliliğini koruyacak olması ve küresel ticaretin merkezi olan yerleşimler içerisinde bulunma arzusu gayrimenkul sektörü açısından şehirlerin ve ülkelerin rekabetinde en belirleyici maddeler olacaktır. Bu momentuma sahip olabilen şehirlerde gayrimenkul piyasası oldukça yüksek bir likiditeye kavuşacaktır ve bunun sonucunda sistem bir şekilde bir döngü içerisine girerek kendini besleyerek çalışmaya devam edecektir. Ancak bütün bu olguların aynı anda mevcut olma durumu imkansız olarak nitelendirilebilir dolayısıyla bu ivmelerin var olmaması sektörü çıkmaza sokmakla birlikte sektörde bir balon oluşumuna da sebebiyet verebilir.

2.5. Türkiye Gayrimenkul Pazarı

2.5.1. Türk İnşaat Sektörü

Türk inşaat sektöründe gelişmeler Cumhuriyet dönemiyle birlikte kalkınma planları kapsamında daha çok altyapı çalışmaları, ulaşım alanında doğan gereksinimlerle birlikte başlamıştır. 1950’li yıllardan itibaren altyapı ve bayındırlık hususundaki çalışmaların daha çok yol, köprü, baraj, havalimanı inşaatları ile devam ettiği görülmekte 1970’li yıllardan itibaren faaliyetlerin özel kesim tarafından da karşılanmaya başlamasıyla sektör gelişim süreci içerisine girmiştir.¹²²

Süreç içerisinde güvenilir liman statüsünü de korumaya devam ederek teknolojik gelişmelerin de desteğiyle gerek ekonomide yarattığı çarpan etkisi ve gerek turizmden sonra en çok döviz geliri oluşturan sektör olma sebebiyle Türkiye’ de en önemli sektörler arasında olma özelliğine kavuşmuştur. Türkiye’ nin deprem bölgesi ülkesi içerisinde olmasının da etkisiyle zaman içerisinde teknik donanım anlamında aynı zamanda gelişen şehircilik ve kentleşme anlayışı ekseninde büyümeye devam etmiş ve önemini arttırmıştır. Bunu takiben son 10 yıl içerisinde gerek uluslararası düzeyde elde edilen

¹²² Bahriye İLHAN, **Türk İnşaat Sektörünün Girdi- Çıktı Analizi ve İthalata Bağımlılığı**, İstanbul Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2008, s.11.

kazanımlar gerek Türkiye ekonomisinin gelişmiş ülkelerden daha yüksek oranda büyüme performansı göstermesi ile ülke refah düzeyinde yaşanan artış ve kalkınma anlamında atılan adımlar yabancı yatırımcıların da ilgi odaklarının Türkiye' ye çevrilmesine sebep olmuş ve böylece sektörün kurumsallaşma ve yapısal değişim süreci de hızlanmıştır.

Gelecek dönemler içerisinde Türkiye' de ekonomik anlamda istikrar ortamının var olması ve jeopolitik risklerin hafiflemesiyle birlikte sektörün teşviklerle ve özellikle ülke gündeminde yer alan kentsel dönüşüm, nüfus artışı ivmeleriyle konjonktüre uyumlu olarak büyümeye devam edeceği ve sahip olduğu potansiyeli yeni pazarlarda da açığa çıkaracağı beklenmektedir.

2.5.1.1. Yurtdışı Müteahhitlik Hizmetleri

Türk inşaat sektörü yerel sınırlar içerisinde yeterince geniş bir alanda yayılma fırsatı bulmuş olması ile birlikte zaman içerisinde yurtdışı piyasasında da kendisine hatırı sayılır bir yer edinmiştir. Özellikle Türk Cumhuriyetleri içerisinde büyük ölçekli yatırımları bulunan Türk inşaat şirketleri, yürütmüş oldukları müteahhitlik hizmetleri ile birlikte kendilerine bir pazar yaratmayı başarmışlardır.

2012 yılında, uluslararası olarak yayınlanan, müteahhitlik hizmetlerinin potansiyeline dair değerlendirmede, uluslararası pazarda etkin olarak faaliyet gösteren 55 firması ile birlikte Çin bu hizmetlerin lideri konumundadır. Çin'in ardında ise 38 firma ile Türkiye yer almaktadır. Bu durum Türk müteahhitlik firmaları açısından önemli bir başarı olmakla birlikte öte yandan pazar payının sadece % 4'lük bir oranla sınırlı kalması Türk müteahhitlik firmalarının halen atması gereken yayılmacı adımlar olduğunu göstermektedir.¹²³

Mevcut süreçte Türk müteahhitlik firmaları, dünyanın beş farklı kıtasında, toplamda 104 ülke toprakları üzerinde yüksek kalite ve bölgesel finansal koşullara uygun ürün ortaya koyma vaadi ile birlikte diğer birçok müteahhitlik firması ile başarılı bir

¹²³ Beliz ÖZORHON ve Sevilay.DEMİRKESEN, "Türk Müteahhitlik Hizmetlerinin Uluslararası Rekabetçilik Analizi", **İMO Teknik Dergi**, Sayı: 421, 2014, http://www.imo.org.tr/resimler/dosya_ekler/e69813075ea3289_ek.pdf?dergi=648, (22/08/2015), s.6832.

şekilde rekabet etmektedir. Afrika, Avrasya ve Ortadoğu bölgelerinde, sadece müteahhitlik hizmetleri ile sınırlı çalışma alanı olmayan, aynı zamanda inşaat malzemeleri satışı da yapan Türk inşaat firmaları çeşitli yurtdışı firmaları ile stratejik ortaklıklar da gerçekleştirmektedirler.¹²⁴

Tablo 3. Yıllar İçerisinde Değişen, Ülkelere Ait Dünya Üzerindeki Müteahhit Firma Sayısı

<u>Ülkeler</u>	<u>2013</u>	<u>2012</u>	<u>2011</u>	<u>2010</u>	<u>2009</u>
Çin	62	55	52	51	54
Türkiye	42	38	33	31	33
ABD	31	33	26	22	20
İtalya	16	17	19	23	22
Japonya	14	15	14	13	13

Kaynak: TMB, <http://www.tmb.org.tr>, (15/07/2016)

Yeterli düzeyde bir pazar büyüklüğüne erişememiş olsalar da Türk müteahhitlik firmaları diğer birçok küresel finansal krizden etkilenerek yurtdışı operasyonlarını rafa kaldıran yabancı müteahhitlik firmalarına göre daha aktif olarak hareket etmeyi sürdürmektedirler. Bu aktif hareket etme isteğini pekiştiren ve destekleyen, mevcut süreçte Türkiye’de daralma yaşanmasına rağmen halen üretim gerçekleştiren Türk ulusal inşaat piyasasının finansal etkinliğidir. Özellikle yurtdışı yatırımcılarının da satın alımları ile birlikte Türk müteahhitlik firmaları yurtiçindeki kazançlarını yurtdışı operasyonlarında harcayabilmektedirler.

¹²⁴ TMB, Türk Yurtdışı Müteahhitlik Hizmetleri, Nisan 2016, http://www.tmb.org.tr/doc/file/YDMH_Nisan_2016.pdf, (15/07/2016), s.2.

2.5.1.2. Ödemeler Dengesinde İnşaatın Yeri

Sektörel anlamda inşaat, Türkiye'nin önemli finansal dayanaklarından biri olarak halen etkin konumunu sürdürmektedir. Bu konumunu pekiştirmesini sağlayan asıl etki ise ödemeler dengesi içerisinde inşaatın yeridir. Geçmiş yıllara nazaran yurtdışı operasyonları ve yurtdışından gelen yabancı yatırımcıların sayısının artması ile birlikte inşaatın ödemeler dengesi içerisindeki konumu güçlenmiştir.

Genel olarak inşaat sektörünün Türkiye'de ödemeler dengesi içerisindeki yerine bakılacak olursa rakamsal olarak şu görüntünün ortaya çıkması söz konusudur:

- 2015 yılı içerisinde, yurtiçine yönelik doğrudan yabancı yatırımlar 14 milyar \$ seviyesinin üzerine çıkmıştır,
- Bu miktarın 3,7 milyar \$ düzeyindeki kesimi gayrimenkul satın alınmasına yönelik net yatırımlar ile ilgilidir,
- Söz konusu dönem içerisinde gayrimenkul satın alımlarının doğrudan yabancı yatırımlar içerisindeki payı % 26 seviyesinde gerçekleşmiştir,
- Son 12 yıllık süre zarfı içerisinde, toplam doğrudan yabancı yatırımların ülkeye girişi 163,1 milyar \$ düzeyinde gerçekleşmiştir,
- Aynı süre zarfı içerisinde gayrimenkul satın alımları ile ilgili net yatırımlar 33 milyar \$ seviyesinde gerçekleşmiştir,
- Söz konusu dönem itibari ile gayrimenkul satın alınmasına yönelik doğrudan yabancı yatırımların toplam değer içerisindeki payı % 20,2 seviyesinde gerçekleşmiştir.¹²⁵

¹²⁵ A. Göksun ŞAT ZENGİN ve Ahmet AŞARKAYA, “İnşaat Sektörü Raporu”, *Türkiye İş Bankası İktisadi Araştırmalar Bölümü*, İstanbul, Ocak 2016, https://ekonomi.isbank.com.tr/UserFiles/pdf/sr201602_insaatsektoru.pdf, (07/07/2016), s.14.

Ödemeler dengesi hizmet kalemi içinde inşaat hizmet gelirleri yıllar itibari ile incelendiğinde sürdürülebilir bir büyümenin sağlanmış olmadığı hizmet gelirlerinde dalgalanma olduğu görülmekle birlikte yurtdışı inşaat hizmetlerinin döviz girdisi anlamında bir değer yarattığı açıktır. İnşaat sektörünün gerek hammadde alanında gerek ara mal alanında teknolojik gelişmelerle ve alternatif ürün yenilikleriyle desteklendiği süre zarfında, Türkiye'nin geçmiş kazanımlarıyla ve tecrübeleriyle rakip ülkelerden ayrışması ile birlikte önümüzdeki süreç içerisinde ödemeler dengesine katkısı temelinde daha pozitif bir tablo çizmesi beklentiler içerisinde yer almaktadır.

Tablo 4. Ödemeler Dengesi Hizmet Kalemi, İnşaat Rakamları- Milyon USD

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017 Ocak-Haziran
İnşaat Hizmet Gelirleri	838	1.029	675	1.084	375	488	277
İnşaat Hizmet Giderleri	0	0	0	0	0	0	2

Kaynak: Emlak Konut, <http://www.emlakkonut.com.tr/tr-TR>, (25/11/2017)

2.5.1.3. İnşaat Sektöründe TOKİ Payı

Türkiye’de inşaat sektörünün büyümesinde özel sektördeki girişimcilerin ve büyük ölçekli gayrimenkul ortaklıklarının büyük bir etkisi bulunmaktadır. Geçmişte baskın bir denetleme ve yönlendirme sistemi olmamakla birlikte, özel sektörün kar payı odaklı fikirlerinin dışında, toplumun belirli kesimlerinin konut edinebilmesi açısından devlet büyük sorumluluklar almaktadır.

Bunların başında Toplu Konut İdaresi (TOKİ) yapısının, temellerinin üzerine inşa edildiği sistemin işlevselliğinin sürdürülmeye çalışılması gelmektedir. TOKİ’nin temel hedefi, inşaat sektörünün giderek özel sektörden girişimcilerin etkinliği ekseninde şekillenmesi dolayısıyla, özel sektörün inşaat fiyatlarına gücü yetmeyen halk kesimlerine uygun fiyatlarla konut fırsatı yaratmaktır. Fakat son yıllarda TOKİ, sadece konut inşaatı

değil, hastane, okul, spor alanları, stadyumlar, çok amaçlı salonlar vb. binaların yapımı konusunda da sorumluluk almaktadır.¹²⁶

Bu hali ile belirli oranda tartışılan bir kurum haline de gelen TOKİ, genel olarak inşaat sektörünün belirli bir bölümünde edindiği yer ile sektörde devletin gücünü sağlamlaştırmaktadır. Genel olarak endişeler, TOKİ'nin bu kuvveti ile birlikte inşaat sektöründeki rekabete zarar verebileceği yönündedir.

Genel olarak ele alındığında ise TOKİ'nin faaliyet alanlarını şu şekilde sıralamak mümkündür:

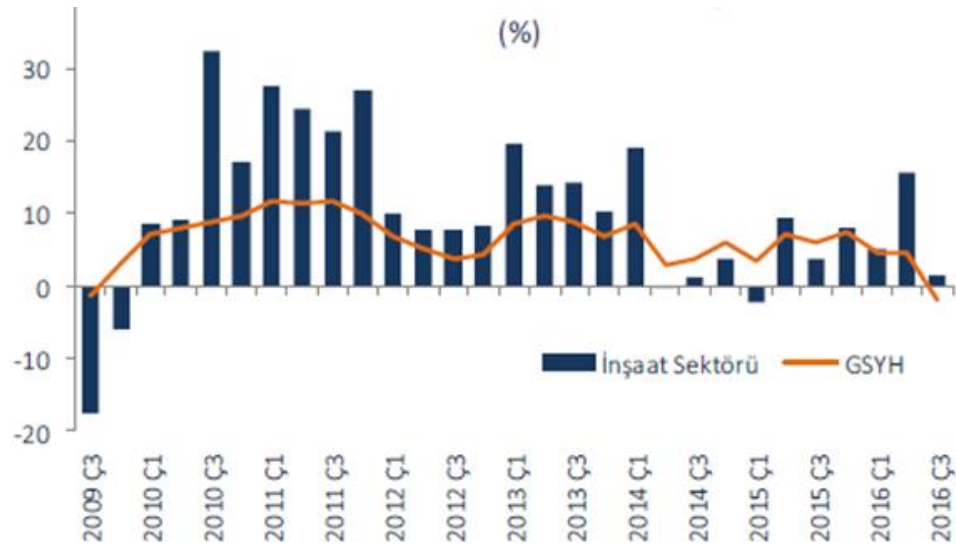
- **Konut inşaatı:** Dar gelirli vatandaşlar için özellikle toplu konut projelerinin oluşturulması ve hayata geçirilmesi,
- **Kredi desteği:** Dar gelirli birey ve kooperatiflere konut kredisi tahsis edilmesi ve bankaların konut finansmanı konusunda sürecin bir parçası olmalarını sağlanması,
- **Stratejik planlama:** Şehirlerin çarpık yapılanmasının önüne geçmek ve kırsaldan kente göçün engellenmesine destek amaçlı olarak kırsaldaki yaşam alanlarının şartlarının iyileştirilmesidir.¹²⁷

2.5.1.4. İnşaat Sektöründe Büyüme

Türkiye'de uzun yıllardır varlığı ekonominin önemli bir parçası olan inşaat sektörü, bir bakıma Türk ekonomisinin lokomotifi olarak görülmektedir. 1999 yılı itibari ile de Türk inşaat sektörünün zaman içerisinde artan bir ivme ile büyüdüğü ve buna istinaden de sektörün yurtdışına açılacak kadar potansiyel sahibi olduğu görülmektedir.

¹²⁶ Rana EŞKİNAT, "Türk İnşaat Sektöründe TOKİ'nin Yeri Ve Etkisi", **EconAnadolu 2011: Anadolu International Conference in Economics II June 15-17, 2011**, Eskişehir, Turkey, s.22.

¹²⁷ Sami ZARİÇ, "Türkiye'de Kentsel Planlama Ve TOKİ'nin Planlama Yetkilerindeki Genişlemenin Boyutları", **Akademik Bakış Dergisi**, Sayı: 28, Ocak – Şubat 2012, s. 10.



Şekil 29. Türkiye’de İnşaat Sektöründe Büyüme ve GSYH Büyüme Karşılaştırması

Kaynak: İşbank, <http://www.isbank.com.tr>, (11/05/2017)

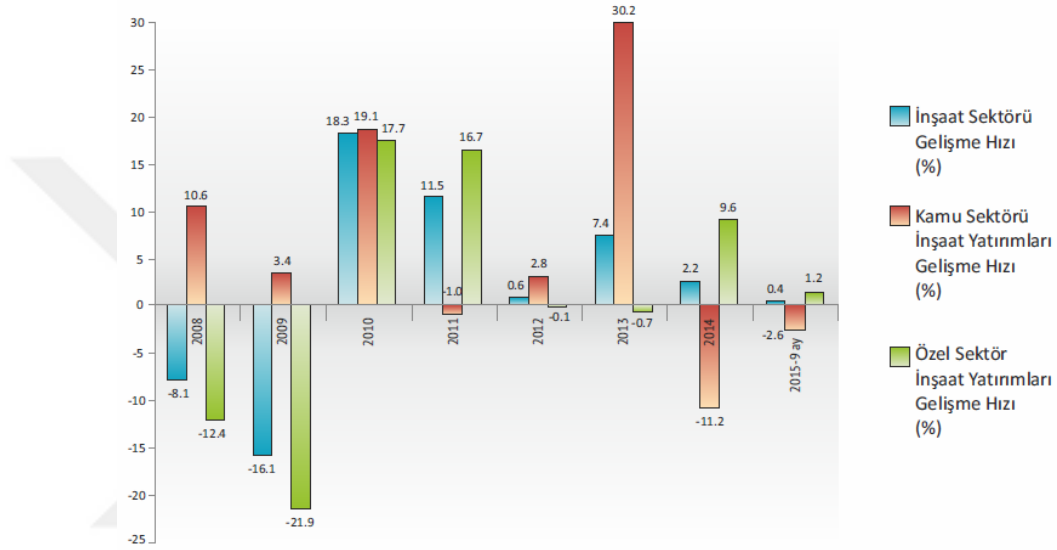
İnşaat sektörü 2010 ve 2011 yılını oldukça verimli geçirdikten sonra 2012 yılında yavaşlayan GSYH büyümesi ile birlikte yavaşlamaya başlamış, 2013 yılı başlarından itibaren toparlanma eğilimine girmiş ve 2014 yılının sonlarına doğru büyüme eğilimi yerine negatif daralma kanalı içinde hareket etmeye başlamıştır.

Genel olarak bakıldığında, Türk inşaat sektörünün, 2008 küresel finans krizi dönemi hariç tutarak değerlendirildiğinde 2000’li yılların başından bu yana sürekli olarak büyüdüğü ve bu büyümenin etkisi ile yurtdışı rekabet alanına da geçiş yaptığı söylenebilir. Buna göre Türk inşaat sektörünün rekabete uyumlu bir yapısının olduğu ifade edilebilir. Fakat 2014 yılı itibarı ile Türk inşaat sektörü belirli oranda bir daralmaya girmiş, bu daralma 2015 yılında da devam ederek sektörün belirli oranda bir gelecek korkusu yaşamasına sebebiyet vermiştir.

2014 yılında inşaat sektörünün durgunluk içerisine girdiği dönem rakamlarına bakılacak olursa şu tablo ile karşılaşılmaktadır:

- 2014’ün son çeyreğinde inşaat sektörü sadece % 1,90 oranında büyüme kaydedebilmiştir,

- Bu süreçte Türk inşaat sektörünün GSYH' ya olan katkısı 0.1 puan ile sınırlanmak zorunda kalmıştır,
- Sektörün GSYH içerisinde doğrudan payı % 5,7 olarak değerlendirilmiştir,
- Özel sektör 2014 yılında, % 9,6'lık bir oranında harcama artışı gelişimi göstermiştir.¹²⁸



Şekil 30. Türk İnşaat Sektörü ve İnşaat Yatırımları Gelişme Hızları (%)

Kaynak: TMB, <http://www.tmb.org.tr>, (26/07/2016)

2015 yılında Türk inşaat sektörünün büyüme ve genel olarak ulusal ekonomideki payına bakılacak olursa aşağıdaki veriler ortaya çıkmaktadır:

- İnşaat büyüme oranı, % 2,9 olan GSYH büyümesinin altında kalmıştır,
- 2015 yılı içerisinde inşaat sektörü reel olarak, yıllık bazda % 0,4 düzeyinde büyümüştür,

¹²⁸ TMB, İnşaat Sektörü Analizi: 2016 Zor Bir Yıl Olacak Dünya Türkiye İnşaat Sektörü, Ocak 2016, http://www.tmb.org.tr/arastirma_yayinlar/tmb_bulten_ocak2016.pdf, (26/07/2016), s.13-14.

- Tıpkı 2014 yılında olduğu gibi 2015 yılında da inşaat sektörünün büyümesi % 3,4 olan GSYH büyümesinin altında kalmıştır,
- Türk inşaat sektörünün 2015 yılı içerisinde GSYH' dan aldığı pay %5,5 düzeyindedir ve bu şekilde dünya ortalamasının altında bir değerde seyretmektedir.¹²⁹

Bununla birlikte 2016 yılına girildiğinde inşaat sektöründe yılın ilk çeyreğinde ve ikinci çeyreğinde sırasıyla % 5,1 ve % 15,7 oranında bir büyüme gerçekleştiği kaydedilmiştir. 2016 yılı 3. çeyreğinde ise büyüme yavaşlamış ve % 1,4'lik bir büyüme gerçekleşmiş, 2015 yılında ilk üç çeyrek inşaat büyümesi olan % 4,9 ile kıyaslandığında 2016 yılında ilk üç çeyrek büyümesinin % 7,4 ile ekonomik yavaşlamaya karşın ekonomik büyümenin üstünde bir performans gösterdiği görülmektedir.¹³⁰ 2017 yılı ilk üç çeyrek inşaat sektörü büyümesi ise % 9,9 olarak kaydedilmiştir.

2.5.1.5. İnşaat Sektöründe Konut Piyasası

Türk inşaat sektöründe sektörün büyük bir payını konut inşaatları oluşturmaktadır. Her ne kadar ticaret ve iş merkezleri olarak kabul gören İstanbul, Ankara, İzmir gibi büyük şehirlerde ofis piyasası da büyük bir atılım içerisinde de olsa da konut piyasası halen inşaat sektörünün görünümünü belirlemekte ve yatırım anlamında da en çok değerlendirmeye alınan bir varlık konumunda bulunmaktadır. Bu temelde, inşaat sektörü büyümesinin ölçülmesi için bakılması gereken en önemli değişkenlerden biri konut satışları olmaktadır. Konut satışları ve talepleri sektörle ilgili büyümenin görülebilmesi ve tüketici eğilimlerinin ne yönde olduğunun ölçülebilmesi bakımından büyük bir önem teşkil etmeye devam etmektedirler.

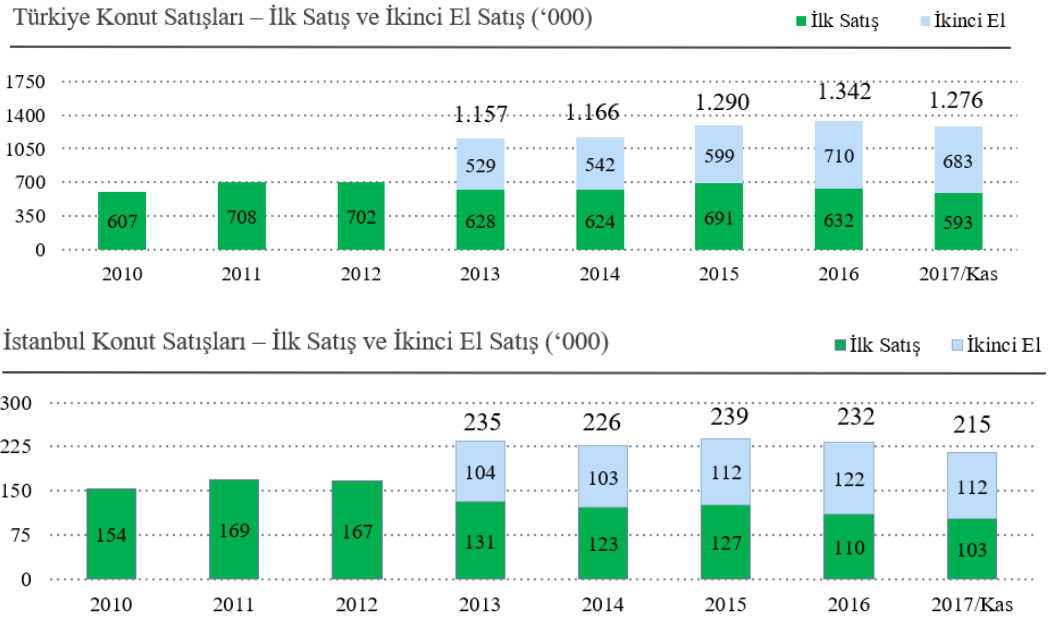
Bu noktada konut piyasasında stok oluşup oluşmama durumu en büyük unsur olarak göz önünde bulundurulduğu süre zarfında yeni konut yapım işleri de sürekliliğini devam ettirebilecek bir pazar içerisinde faaliyet göstererek aktif konumunu

¹²⁹ ŞAT ZENGİN ve AŞARKAYA, **a.g.e.**, s.14.

¹³⁰ Yapı-Endüstri Merkezi, Türk Yapı Sektörü Raporu 2016, 28 Şubat 2017, <http://www.yapi.com.tr/TurkYapiSektoruRaporu2016>, (25/05/2017), s.29.

koruyabilecektir. Böylece konut satışlarının olumlu seyretmesi var olan stokların zaman içerisinde erimesine ve yeni bir konut açığının oluşmasına sebebiyet vermektedir.

Türkiye’ de konut sektöründe satışlara bakılacak olursa, satışların geleneksel olarak yılın son çeyreğinde yoğunlaştığı görülmektedir. Bu durumun temelinde alıcıların veya tasarruf sahiplerinin yıl sonu itibarıyla yatırımlarını bir kanala yönlendirme istekleri yer almaktadır. Bununla birlikte inşaat sektörü çalışanları satışlar açısından yaz aylarını ölü sezon olarak değerlendirmektedir. Bu nedenle yeni satışa başlayacak olan projelerini dönem içerisinde bekletmekte ve genellikle pazarlama stratejisi olarak üretilen konutları yılın son aylarına doğru piyasaya arz etmektedirler. Türkiye’ de ayrıca dini bayramların son senelerde yaz aylarına denk gelmesi de bu durumu etkileyen hususlardan biri olarak kabul edilmektedir. Özellikle Aralık ayı, ilk kez yapılan satışlar ve ikinci el satışlar açısından yılın en çok satış yapıldığı ay olarak göze çarpmaktadır.



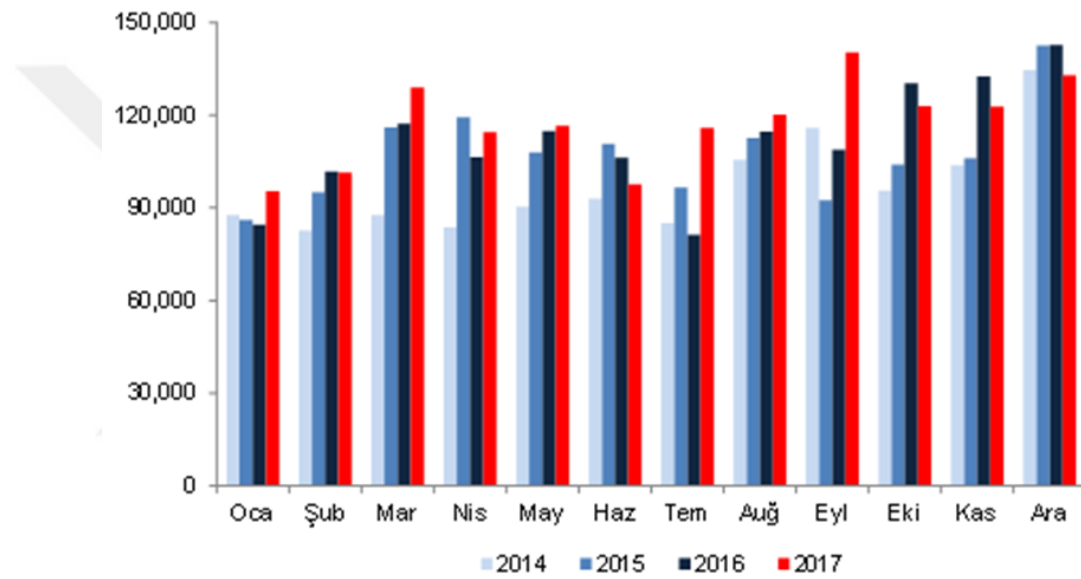
Grafik 3. Türkiye ve İstanbul Konut Satış Sayıları- Bin Adet

Kaynak: TÜİK, <http://www.tuik.gov.tr/PreHaberBultenleri.do?id=24803>, (19/01/2018)

2015 yılı içerisinde Türkiye’ de gerçekleşen konut satışının 1 milyon 290 bin adet olduğu, 2016 yılı içerisinde ise bu rakamın 1 milyon 340 bine ulaştığı, 2017 yılı Kasım ayı itibarı ile ise 1 milyon 270 bin olduğu görülmektedir. Büyüme kompozisyonunda çok

büyük sapmalar olmadığı sürece, harcanabilir gelirin sürdürülebilir bir şekilde artacağı varsayımı altında konut satışlarında da olumlu ivmenin devam edeceği öngörülmektedir.

Türkiye’de konut satışında ilk kez satılan konut ve ikinci el satış kırılımı incelendiğinde ikinci el konut satışının daha güçlü olduğu göze çarpmaktadır. TÜİK verilerine göre; 2015 yılında yaklaşık 598,6 bin adet konutun ilk defa satıldığı 690,6 bin adet konutun ise ikinci el piyasasında satılmış olduğu, 2016 yılı içerisinde ise kırılımın 631,7 bin adet ilk satış 709,7 bin adet ikinci adet şeklinde gerçekleştiği görülmektedir.



Grafik 4. Türkiye Konut Satış Sayıları- Bin Adet

Kaynak: TÜİK, <http://www.tuik.gov.tr>, (19/01/2018)

2017 yıl sonu konut satış istatistiklerine göre, konut satışları Aralık ayında yıllık bazda % 6,8 düşüş ile 132.972 ünite seviyesinde gerçekleşmiştir. 2017 yılında toplam satılan konut sayısı ise yıllık bazda %5,1 oranında artmıştır.

Buna ek olarak, konut satışlarının konut faiz oranlarına karşı bir duyarlılık gösterdiği de söylenebilir. 2015 yılında aylık 1,02 oranlarında olan konut faizlerinin 2016 yılı başlarında 1,13 seviyelerine tırmandığı ve Eylül 2016 itibariyle 0,95 seviyelerinde olduğu görülmektedir. Faiz oranları Euro Bölgesi ve ABD’ye kıyasla yüksek seyretmesine rağmen Türkiye’ de konut piyasasında faiz oranlarının aylık 1,5 seviyelerinin eşik değeri, psikolojik sınır olduğu kabul edilmektedir. Bu kapsamda son

dönemlerde yükselen faiz oranlarıyla birlikte konut piyasasını canlandırmak ve satışları arttırmak maksadıyla konut üreticilerinin özellikle 2016-2017 yılları içerisinde kredi veren kuruluşlara belirli bir oranda komisyon ödeyerek nihai tüketiciye daha uygun oranlı konut faiz oranları sunmayı amaçladığı görülmektedir.



III. BÖLÜM

BİR YATIRIM ARACI OLARAK GAYRİMENKUL

3.1. Geleneksel Yatırım Aracı Olarak Gayrimenkul

Dünya genelinde birçok farklı yatırım aracı olmakla birlikte çok az sayıda yatırım aracının getiri, risk ve maliyet konularında yatırımcıları tatmin etmesi mümkündür. Yatırım araçlarının çok büyük bir bölümü kendi içerisinde yüksek ölçekli riskler içermekte ve bu risklerin hemen hepsi yatırımcıları belirli oranda yatırım hamlelerinden geride tutmaktadır. Özellikle de finansal krizlerin ulusal ve uluslararası bazda yatırım dünyasını sürekli olarak sarstığı mevcut süreçte, risk düzeyi en düşük yatırım araçları her zaman daha fazla ilgi çekmektedir.

Bu açıdan bakıldığında da gayrimenkul, dünya üzerinde yatırım aracı olarak nitelendirilebilecek olan araçların büyük bir çoğunluğundan daha az riski içermesi sebebi ile yatırımcılar tarafından daha sık tercih edilmekte ve daha garanti bir yatırım aracı olarak nitelendirilmektedir. Kolaylıkla erişilebilmesi, zaman içerisinde getirileri olması ve bir kez satın alındıktan sonra sürekli olarak takibinin gerekmemesi gibi sebepler sıralandığında, gayrimenkul bir yatırım aracı olarak kabul görmekle birlikte, tercih sebebi daha fazla olan bir yatırım aracına dönüşmektedir.¹³¹

Çoğunlukla orta ölçekli yatırımcıların temel bakış açısı, gayrimenkullerini konut şeklinde almak ve aynı zamanda barınma ihtiyaçlarını gidermek üzerinedir. Fakat zaman içerisinde alım gücünün yükselmesi ve gayrimenkul sektörünün çeşitlilik arz etmesi sonucunda yatırımcılar, gayrimenkulleri kiralamak, bu varlıkları çeşitli gayrimenkul projelerine ya da kamu projelerine satmak, gelecek odaklı bir perspektif dahilinde de sahip oldukları gayrimenkulleri bir yatırım aracına dönüştürebilmek adına gayrimenkul

¹³¹ A.Tuğrul TEMEL, *Gayrimenkul Yatırım Aracı Olarak Otel Yatırımları: Sütluce Bölgesinde “Hilton Garden Inn Haliç” Örneği*, İstanbul Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2009, s.6.

satın alımı gerçekleştirmektedirler. Böylelikle gayrimenkulde bir gelecek perspektifi oluşmaktadır.

Karataş ve Gavcar, çeşitli demografik gruplara ve mesleki gruplara mensup bireyler üzerinde yapmış oldukları, yatırım tercihlerine dayalı “Bazı Meslek Gruplarının Tasarruf Eğilimlerinin Araştırılması” başlıklı araştırmalarında katılımcıların hangi yatırım araçlarına yönelik eğilimleri olduğunu tespit etmeye çalışırken gayrimenkul yatırımı ile ilgili aşağıdaki bulgulara erişmişlerdir:

- Tek bir tasarruf ve yatırım aracı tercih etme şansı olanların ilk tercihi gayrimenkuldür,
- Uzun vadede, en karlı ve en güvenli yatırım aracı olarak tespit edilen unsur gayrimenkul olmaktadır,
- Gayrimenkul, şehirlerde ve kırsal kesimde oturanların ortak yatırım aracı olarak gözlemlenmektedir,
- Katılımcıların tasarruf miktarı düşük ya da orta düzeyde olduğu süre zarfında ilk başvurdukları yatırım aracı döviz olmakta, tasarruf miktarı yükseldikçe öncül yatırım aracı gayrimenkul olmaktadır.¹³²

Söz konusu araştırmanın da ortaya koymuş olduğu üzere gayrimenkul toplumsal algılama açısından ön planda olan bir yatırım aracıdır. Yatırımlarını daha garantili bir kanala yönlendirmek isteyen taraflar için gayrimenkulün mantıklı bir tercih olarak karşımıza çıktığı gözlemlenmektedir.

Bunun yanı sıra gayrimenkul, diğer birçok yatırım aracı gibi küçük ölçekli meblağlar ile gerçekleştirilebilecek olan bir yatırım türü değildir. Bu noktada mutlak olarak bir birikimin olması gerekmektedir. Söz konusu birikimin de seviyesi yükseldikçe

¹³² Muhammed KARATAŞ ve Erdoğan GAVCAR, “Bazı Meslek Gruplarının Tasarruf Eğilimlerinin Araştırılması (Muğla İli Örneği)”, *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Cilt: 3, Sayı: 2, 2001, s.43.

bireysel yatırımcılar açısından ilk başvuru noktası gayrimenkul piyasası olmaktadır. Yüksek ölçekli gayrimenkul projeleri de bu noktada başı çeken tercihler olmaktadır.

Yatırımcılar açısından birçok farklı aracın göz önünde bulunması ve artık elektronik ortam üzerinden de yatırım araçlarının takip edilerek satın alınabilmesinin kolaylaştırılması ile birlikte bireysel yatırımcılık geçmişe nazaran daha kolay hale gelmiştir. Fakat gayrimenkule olan yatırım ilgisinin temelinde, artan nüfus yoğunluğu ve bilhassa büyük şehirlere olan göçle birlikte konut ihtiyacının ve iş ve ticaret merkezlerinin yoğunlaştığı bölgelerde ticari ünitelere olan ihtiyacın oranının artması yer almaktadır. Böylelikle değişen toplumsal şartlar vasıtasıyla gayrimenkul yatırımcıları kendileri için uzun ya da kısa vadede en yüksek payı bu sektör üzerinden elde etmek istemektedirler.¹³³

3.2. Gayrimenkul Yatırımının Özellikleri

3.2.1. Alıcı-Satıcı Sayısı

Gayrimenkul sektörü için uzun yıllardan beri rekabetin önündeki en büyük engellerden biri sektör içerisinde fazla sayıda alıcı olmasına karşın satıcı sayısının güçlü ve etkin bir rekabet yaratacak kadar fazla olmamasıdır. Bu sebepler nedeniyle gayrimenkul belirli bir süre zarfında yatırımdan ziyade satın alma ve ikamet amaçlı olarak değerlendirilen bir unsur olmuştur.

Fakat artan gayrimenkul üreticisi sayesinde oluşan çok sayıda konut alanı ve elde var olan konut stokları, inşa edilmemiş olan arsaların varlığı ile birlikte alıcı-satıcı ilişkilerinde bir denge kurulmuştur. Bunun yanı sıra gayrimenkulün gerçek anlamda bir yatırım aracına dönüşmesinin yolu açılmıştır. Alıcı ve satıcılar genel olarak fiyatı doğrudan ya da dolaylı olarak etkileme şansına sahip olsalar da kesin bir şekilde ifade edilebilecek ve birbirlerine göre daha üstün oldukları bir pazar payına sahip değillerdir. Gayrimenkul pazarında ise belirli sayıdaki alıcı ve satıcı, tek bir seferde, belirli bir fiyat

¹³³ COŞKUN, *Konut Fiyatları Ve Yatırımı: Türkiye İçin Bir Analiz*, s.202.

aralığı içerisinde ve herhangi bir gayrimenkul türü için pazara gözle görülür şekilde yön verme gücüne sahiptir.¹³⁴

Buradan hareketle gayrimenkul pazarı, çok sayıda alıcı ve satıcının bulunduğu, ancak belirli grupların daha egemen bir şekilde hareket ettikleri bir yapı üzerine inşa edilmiştir. Tüm bunlara rağmen yatırımcılar, gerekirse borçlanmak pahasına da olsa, arz edilen gayrimenkullerin belirli bir kısmından pay almaya çalışmaktadır. Çünkü pazarın üzerindeki etkin güç her ne düzeyde ya da şekilde olursa olsun; sektörün, artan nüfus ve özellikle konut ihtiyacı ile birlikte orta ve uzun vadede bir yatırım getirisi sağlayacağı gerçektir.

3.2.2. Arz Hızı

Gayrimenkul, diğer yatırım araçları gibi hızlı üretilen, elde edilen, satın alınan ve satılan bir yapıya sahip değildir. Yatırım sonucunda bile belirli bir süre zarfı boyunca beklemek ve buna istinaden de hareketliliğin oluşmasının beklenmesi gerekmektedir. Bu bağlamda gayrimenkulün diğer birçok yatırım aracına göre yatırımcılarına uzun bir süre zarfında getiri vaat ettiği görülmektedir. Kira gelirleri dışında, arsa vb. gayrimenkul yatırımları gelecek odaklı olmaktadır.

Piyasalarda arz ve talep göreceli bir şekilde dengede olduğu sürece, gayrimenkul fiyatları durağan olma konusunda eğilime sahiptir, ancak gayrimenkul üzerindeki talep düzeyi ani bir şekilde yükseldiği süre zarfında ilave arzın hemen sağlanması zamana duyulan ihtiyaç nedeni ile mümkün olmamaktadır. Buna benzer olarak talebin ani bir şekilde düşmesi ile birlikte arz fazlasının hızlı bir şekilde pazardan çekilmesi mümkün olmamaktadır. Bunun sonucunda da alıcı ve satıcılar arasında karşılıklı etkileşimin yavaş olması söz konusudur.¹³⁵

¹³⁴ Özlem ONURLU, *Uluslararası Değerleme Standartlarının Türkiye’de Uygulanması Sürecinde Gelir Kapitalizasyonu Yaklaşımının İrdelenmesi*, İstanbul Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2006. s.8-9.

¹³⁵ ONURLU, a.g.e., s.9.

Bu nedenle, gayrimenkul piyasasında arz edilen ürünler mutlak olarak piyasanın yapısına göre şekillendirilmeli, üretim ve pazarlama aşamaları rasyonel bir şekilde tasarlanmalıdır. Bir ülkenin ya da genel olarak bir coğrafyanın, ciddi ölçekli bir finansal kriz ile boğuştuğu dönem içerisinde, gayrimenkul sektörünün büyük ölçekli yatırımlar yapması, arzın hızlanmasını sağlayacak olsa da talebin aynı tepkiyi vermesine imkan sağlamayacaktır.

Bu nedenle talep konusunda mevcut şartların (nüfus artışı, gelir düzeyi, yabancı yatırımcı vb.) mutlak olarak göz önünde bulundurularak arz sürecinin şekillendirilmesi gerekmektedir. Talebin beklentisi üzerinden işleyen bir yapıya sahip olması vesilesi ile gayrimenkul sektörü, sıkıntılı süreçlerde üretim gerçekleştirse bile bunun mali düzeyinin yatırımcıların o anki durumuna göre olması, sektörün geleceği açısından son derece önemli olmaktadır. Bu şartlar sağlandığı takdirde; gayrimenkul, en doğru ve en güvenilir yatırım araçlarından biri olma özelliğini korumaya devam edecektir.

3.2.3. Finansal Duyarlılık

Tüm yatırım araçları gibi gayrimenkul piyasası da finansal anlamda çevresel tüm etmenlere karşı duyarlılık içerisindedir. Yaşanan krizler, bir ülkenin işgücü potansiyeli, istihdam rakamları ve gelecek ekonomik planlamalar gibi birçok farklı unsur gayrimenkul sektörünün her türlü faaliyeti üzerinde, gözle görülür bir hassasiyet yaratmaktadır.

Gayrimenkul sektörü kapsamına dahil edilen varlıkların çoğu yüksek satın alma gücünü gerektirmektedir. Özellikle inşaat maliyetlerinin artması, konut kredisi faiz oranlarının yükselmesi gerek talep eden gerek arz eden tarafların yatırım kararlarında değişikliğe sebep olmakta veya ödeme kabiliyetinin kısıtlanmasına sebep olmaktadır.

Fakat son yıllarda gayrimenkul sektörünün kendi içerisinde yaratmış olduğu alternatif potansiyeli, gayrimenkulün her anlamda iyi bir yatırım aracı olmasına dair fonksiyonlarını güçlendirmiştir. Buna göre gayrimenkul sektörü, farklı gelir düzeylerinde bulunan alıcılar için farklı ürünler sunmakta ve özellikle artan konut projelerinin sayısı

ile birlikte hem yaşam hem yatırım hem de iş imkanı yaratma açısından yeterli düzeyde kaynak sunmaktadır.

Bunun da ötesinde, her ne kadar tüm sektörler küresel finansal hareketliliklere karşı son derece hassas bir hale gelmiş olsalar da bankalar, alıcılara çeşitli kredi imkanları sunarak gayrimenkulün yatırım aracı olma fonksiyonunu canlı tutmaya çalışmaktadırlar. Böylelikle sadece yaşam açısından değil, gelecekteki yatırımlar açısından birçok küçük ve orta ölçekli yatırımcı, bütçelerine göre gayrimenkul alımları gerçekleştirebilmektedir. Ayrıca her ne kadar kısa vadede olmasa dahi yatırımcılar, uzun vadede kendilerine getiri sağlama potansiyelini göz önünde bulundurarak, kriz dönemlerinde dahi gayrimenkul alımı gerçekleştirebilmektedirler.

3.2.4. Organize Pazar Varlığı

Gayrimenkul pazarının belki de karşılaşmış olduğu en zorlu noktalardan biri organize bir sistem yapısı içerisinde işlememesidir. Dağınık üretici ve tüketiciler, sektörün devlet yönetimlerinin kontrolü dışında işleme kapasitesine sahip olmasıyla birlikte organize bir yapının dışına çıkmışlardır ki bu, kontrol dışı üretilen konut projeleri ve belirli bir denetim dahilinde belirlenmeyen konut fiyatlarından daha iyi anlaşılmaktadır.

Organize bir pazarın mevcut olduğu piyasalarda alıcılar ve satıcılar işlemlerini var olan pazar mekanizmaları dahilinde gerçekleştirmektedirler. Gayrimenkul sektöründe ise organize bir pazarın var olduğu söylenememekle birlikte, yine de bu görüntüde sektörün fazla sayıda aktörle aktif bir hale gelmesi, aslında alıcılar için alternatifleri de arttırmaktadır. Buna istinaden de alıcılar hem yaşamlarını sürdürme hem de yatırım amaçlı olarak gayrimenkul piyasasının ortaya koyduğu ürünlerden, çeşitli düzeylerde yararlanmaktadırlar.

Bu açıdan pazarda organize bir yapının var olmaması, büyük bir tekelleşme ve buna istinaden de satın alma ve yatırım konularında, yatırımcıların belirli bir

mekanizmaya bağılı olarak, alternatifsiz ve dayatmalarla işleyen bir mekanizmanın varlığından kurtulmasını sağlamaktadır.

Bununla birlikte farklı bir açıdan değerlendirildiğinde sermaye piyasası kuruluşlarından biri olarak piyasada işlem gören ve küçük tasarruf sahiplerinin, verimliliği yüksek büyük gayrimenkul projelerine yatırım yapmasını sağlayan ve sektörde kurumsallaşma sürecini etkileyerek kolektif ve organize bir şekilde yatırımların bu alana kanalize edilmesine imkan oluşturan GYO'lar ile birlikte organize bir pazarın varlığından söz etmek mümkün olmaktadır.¹³⁶ Çoğu zaman uluslararası kuruluşların, fonların bu şirketlere yatırım yapmakta olduğu gözlemlenmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde yaşanan gayrimenkul getirilerinden faydalanmak sebebiyle bu kuruluşlar, doğrudan gayrimenkul yatırımından ziyade ikincil piyasada işlem gören ve organize bir mekanizma içerisinde bulunan gayrimenkul yatırım ortaklıklarının paylarını almayı tercih etmektedirler.¹³⁷

3.2.5. Tüketim Hızı

Tüketim kapasitesi açısından gayrimenkul sektörünün mevcut yapısı arz ve talep taraflarının beklentilerini her zaman karşılama şansına sahip değildir. Hem üretim zamanının uzun olması hem de diğer yatırım araçlarına göre daha fazla finansman desteğine ihtiyaç duyması tüketim hızını kısıtlayıcı faktörler olarak önümüze çıkmaktadır.

Gayrimenkul tüketim hızı kapsamında bir fayda sağladığında yok olan, biten mallar ile birlikte kıyaslanamadığı gibi uzun süre fayda sağlayan dayanıklı mallar ile de belirli bir ölçüde kıyaslanamamaktadır. Sektörde rekabet gücünün artması, hizmet kalitesinin ve ürün kalitesinin zaman içinde farklılaşması ve özellikle konut sektöründe sosyal imkanların iyileştirilmesi, daha çeşitli ve geliştirilmiş ürünlerin alıcıya sunulması sağlansa da gayrimenkulün değerini etkileyen büyük oranda çevresel faktörlerdir. Bu

¹³⁶ Güler ARAS, "Türk Sermaye Piyasasında Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Üzerine Bir Değerlendirme", **İktisat Dergisi**, Sayı 400, Nisan 2000, s.71.

¹³⁷ Sermaye Piyasası Kurulu, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Tanıtım Rehberi, <http://www.spk.gov.tr/indexpage.aspx?pageid=409&submenuheader=1>, (10/10/2016), s.1.

bağlamda, gayrimenkulün fayda sağlandıkça tükenen veya değer kaybeden dayanıksız-dayanıklı mallara benzer olarak değerlendirilmesi imkansız olmaktadır. Bu malların tüketim hızını bir anlamda belirleyen tükenmesi veya faydanın azalması olacak iken gayrimenkulün zaman içinde değerlenmesi, yenilenme imkanının olması veya oldukça uzun vadede tükenmeyecek olması bu durumun belirleyicileri olarak karşımıza çıkmaktadır. Ayrıca, gayrimenkul sektörünün en bariz özelliklerinden biri olarak ortaya çıkan ikinci el piyasası varlığı; tüketim hızı açısından da diğer önemli belirleyicidir. Özellikle konut alanında bireylerin çoğu zaman birinci el piyasasında işlem yapmaktan ziyade ikinci el piyasasında aktif olması yeni üretilen konutların tüketim hızını sınırlamaktadır.

Bu durum bir engel olarak görülebilecekse de gayrimenkulün oldukça dayanıklı bir yatırım aracı olduğunun da göstergesidir. Deprem vb. güçlü etkisi bulunan doğal afetlerin etkisi göz ardı edildiğinde gayrimenkulün satın alınması zor, ancak getiri süreci diğer birçok yatırım aracına göre daha fazla süreklilik sağlamaktadır.

Bunun yanı sıra gayrimenkul, artan dünya nüfusu ve küreselleşen dünya yaşamı göz önünde bulundurulduğu müddetçe talep edenlerin tüketim hızına önemli ölçüde cevap verebilecek durumdadır. Bu noktada gayrimenkulün başarılı bir yatırım tercihi olmasını engelleyecek tek nokta arzı gerçekleştiren tarafların sürekli kazanç mantığı ile çevresel ve ekonomik şartları göz ardı etmesi ve böylelikle de talep fazlasını da gayrimenkul piyasasına sürmesidir. Bu durum en fazla konut üretiminde gözlemlenmektedir.

3.2.6. Alıcı-Satıcı Bilgisi

Gayrimenkul her ne kadar gelecek açısından garanti ve mantıklı bir yatırım aracı olarak değerlendirilse de anlık kararların alınabileceği bir sektör yapısına da sahip değildir. Konut, arsa vb. gayrimenkul unsurları satın alınırken, mutlak olarak söz konusu unsurların geçmişleri, mevcut durumları ve gelecek adına vaat ettikleri mutlak olarak incelenmeli, alıcılar ile satıcılar kendilerini ve karşılarındakileri bilgilendirmelidirler.

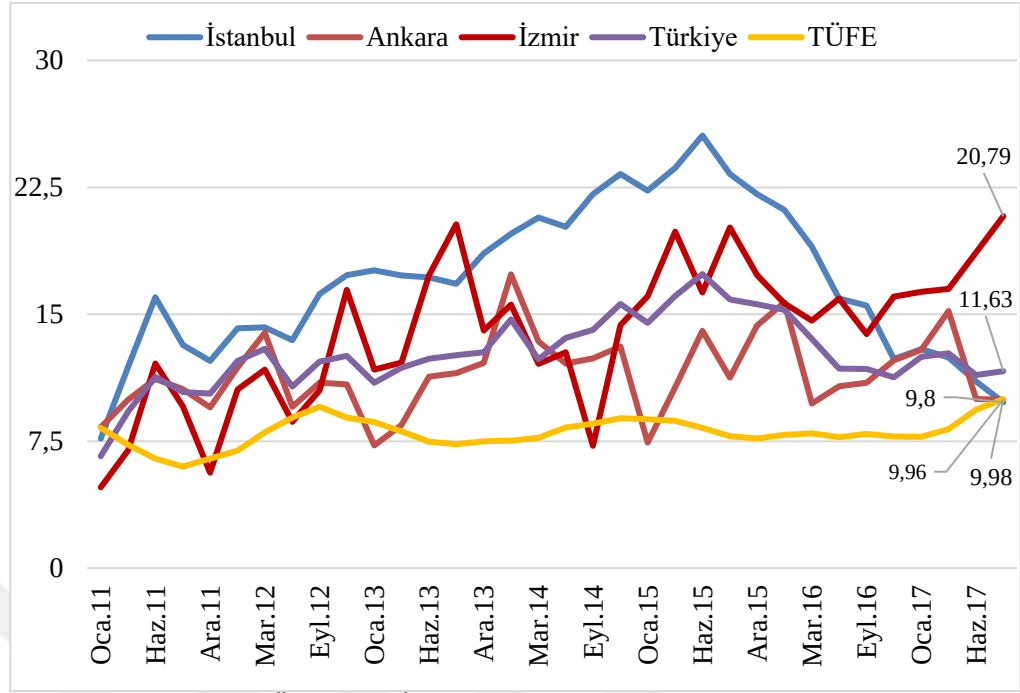
Gayrimenkul büyük finansman kaynağına ihtiyaç duyan bir sektör olması sebebiyle alıcıların ve satıcıların söz konusu gayrimenkul bilgilerine tam ve eksiksiz olarak sahip olmaları gerekmektedir. Özellikle değeri etkileyen unsurların farklı boyutlarda olması gerçek bilgiye eksiksiz ve zamanında ulaşmayı zorlaştırmaktadır. Güncel bilgiye sahip olmakla birlikte gayrimenkulün önceki durumuyla ilgili bilgi sahibi olmak da büyük bir öneme haizdir. Gayrimenkul üzerinde var olan bir tedbir kararı, herhangi bir tapu borcu veya belediyelerce istimlak edilip edilmeme durumu gayrimenkulün durumunu ve değerini tamamıyla değiştirmektedir. Gerek var olan piyasa koşullarıyla ilgili bilgi sahibi olmak, gerek kamu kurum ve kuruluşlarının gayrimenkul üzerinde tasarrufta bulunma yetkisi durumu, gerek gayrimenkulün kalitesi hususunda tam ve eksiksiz bilgiye sahip olmak tarafların bu bağlamda mutlak bir değerlendirme yapmalarına imkan sağlayacaktır.

Bununla birlikte, mevcut teknolojinin sunmuş olduğu fırsatlar göz önünde bulundurulduğunda ise alıcılar ve satıcılar karşılıklı olarak sektöre ve üzerinde odaklandıkları gayrimenkul ürününe dair bilgi edinebilmektedirler. Aynı zamanda teknik anlamda da söz konusu gayrimenkul ürününün niteliklerine dair detaylı bilgi edinebilmeleri mümkündür. Yine aynı şekilde gelecek öngörülerini edindikleri uzmanlar aracılığı ile de yatırım yapma konusunda nitelikli bilgi edinebilmekte mevcut bütçeleri ile yatırım yapmak istedikleri gayrimenkullerin üzerinde net kararlarını verebilmektedirler.

3.3. Gayrimenkulün Diğer Yatırım Araçlarıyla Karşılaştırılması

3.3.1. Konut Yatırımlarının Diğer Araçlarla Karşılaştırılması

Bu bölümde gayrimenkul sektörü kapsamında en büyük payı alan konut yatırımlarının diğer yatırım araçlarıyla karşılaştırılması yapılacak ve belirli bir dönem içerisinde sağlamış oldukları getirileri üzerinden bir sonuca ulaşılacak, konut ediminin bir yatırım aracı olarak değerlendirilebilmesinin somut örneklerine yer verilecektir.



Grafik 5. Türkiye ve Üç Büyük İl Konut Fiyat Endeksi Yıllık Değişim %- (Nominal Fiyat Değişimi)

Kaynak: TCMB, <http://www.tcmb.gov.tr/>, (03/01/2018)

Temel bir değerlendirme yapılmak istendiğinde Grafik 6’da görüldüğü üzere, konut yatırımlarının yoğun olarak yapıldığı üç büyük ilde konut fiyatları Ocak 2011-Haziran 2017 arasında TÜFE endeksinin üzerinde seyretmiştir. 2015 yıl sonundan itibaren kesintisiz aralıklarla yükselen İstanbul konut fiyatlarında bir düzeltme yaşandığı görülmektedir. Özellikle aralıksız artan fiyatlarda gerçekleşen bu düzeltmelerin konut balonu oluşumuna engel olduğu ifade edilebilir. Ayrıca gelecek fiyat gelişiminde özellikle 3 büyük il fiyatları değerlendirildiğinde, fiyatların TÜFE’nin altında oluşmayacağı düşünülmektedir.

3.3.1.1. BIST-100 ve Konut

Türkiye de birçok gelişmekte olan dünya ülkesi gibi farklı yatırım araçlarının bulunduğu ve bu vesile ile serbest piyasa ekonomisinin getirdiği şartlara uygun olarak herkesin bu araçlara yatırım yapma şansının olduğu bir piyasa yapısına sahiptir. Kısa bir zaman önce “BIST” ismini alan İstanbul Borsası da bu yatırım araçlarından biridir.

Borsa, mevcut yapısı ile gayrimenkul yatırımlarına göre daha hızlı değer kazanma kapasitesine sahiptir. Mantıklı yatırımların olduğu ve finansal kriz riskinin yüksek olmadığı dönemlerde borsa, yatırımlar oranında getirisi yüksek olabilecek bir yatırım aracıdır. Konut ile karşılaştırıldığında ise paranın bozdurulması, çekilmesi ve nakit ihtiyacının giderilmesi açısından yatırımcılara kolaylıklar sağlamaktadır.¹³⁸

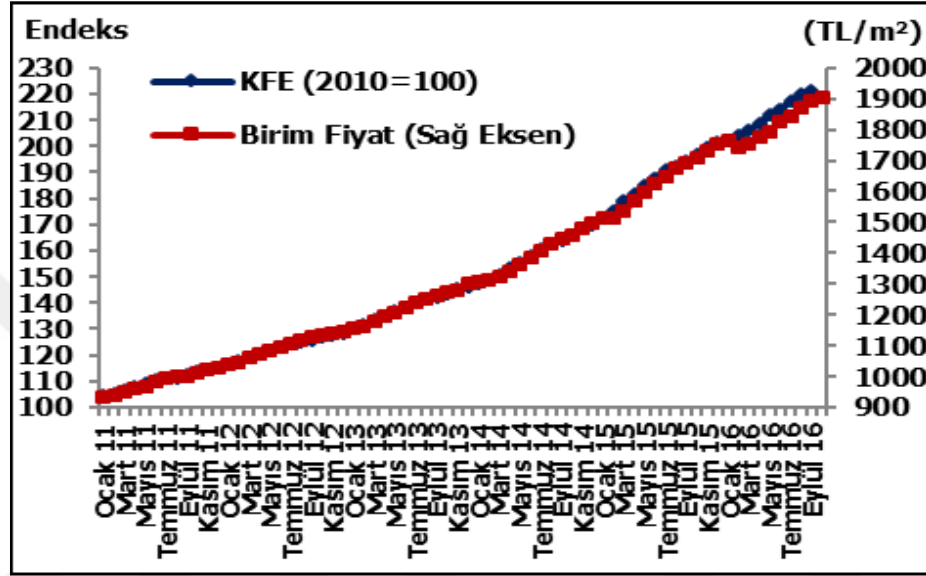
Fakat başka bir açıdan bakıldığında borsa, piyasada ani çalkantıların olduğu dönemlerde ciddi ölçekli zararların, hatta iflasların yaşanmasına sebebiyet verebilmektedir. Konut ya da herhangi bir gayrimenkul yatırımı ise hızlı bir şekilde nakde dönüştürülme şansı bulunmamasına karşın, uzun vadede de olsa garanti bir yatırım aracıdır. Bu nedenle yatırımcılar, borsa ile konut yatırımı arasında tercihte bulunurken mutlak olarak yatırım vadesini göz önünde bulundurmak zorundadırlar.¹³⁹

Risk konusu ön plana çıkarıldığında ise; yatırım olarak kullanılacak olan miktarın önemi bulunmaktadır. Buna göre yatırımcıların bütçeleri, belirli bir riski karşılayabilme kapasiteleri ve alternatif yatırım araçlarını kullanabilme konusundaki manevra kabiliyetleri borsa gibi riski sürekli mevcut bir yapı içerisinde göz önünde bulundurulması gereken noktalardır. Bu konulara dair en ufak bir risk dahi almak istemeyen ve yatırım düzeyleri belirli olan yatırımcılar açısından garanti getiri ön plana çıkmakta ve bu vesile ile de konut yatırımı tercih edilmektedir. Bununla birlikte zaman zaman konut piyasasının finansal darboğazların yaşandığı dönemlerde daha aktif olduğu söylenebilir. Risk iştahının azaldığı dönemlerde yatırımcılar için gayrimenkul sektörü geleneksel olarak en güvenli yatırım aracı olarak ortaya çıkmakta, her ne kadar likiditesi yüksek olmayan bir sektör ve yatırım aracı olarak kabul görse de gayrimenkul ürünleri anaparanın herhangi bir kayba uğramadan korunması sebebiyle de tercih edilen bir araç olmaktadır.

¹³⁸ Selahattin OĞUZ, “Türkiye’de Borsa Yatırımları ve Yatırım Araçlarının Fonksiyonu”, İstanbul: **İTO Yayını**, 2013. s.9.

¹³⁹ OĞUZ, **a.g.e.**, s.11.

Bu hususlara ilaveten belirli zaman kesitleri alınarak “BIST-100” fiyat endekslerinin ve “Konut Fiyat Endeksleri” nin rakamsal bazda bir değerlendirme yapmak suretiyle karşılaştırılması yatırımların karlılığının analizi açısından iyi bir vizibilite sağlayacaktır. Bu değerlendirmede seçilen zaman aralığı olarak 2014 Ekim- 2016 Eylül tarihleri arasındaki değişiklikler baz alınmaktadır.

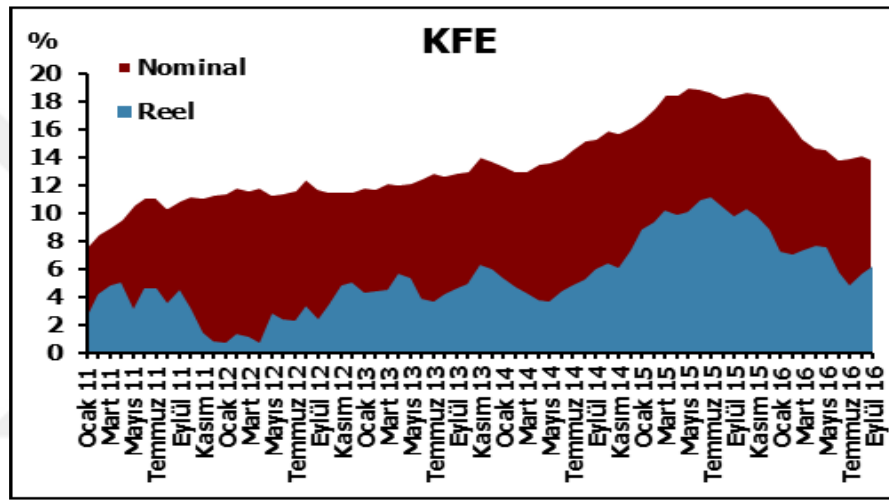


Şekil 31. KFE ve Birim Fiyat

Kaynak: TCMB, <http://www.tcmb.gov.tr>, (28/11/2016)

Türkiye konut piyasasındaki fiyat değişimlerinin takip edilebilmesi amacıyla TCMB tarafından Konut Fiyat Endeksleri (KFE) ve Yeni Konut Fiyat Endeksleri (YKFE) yayınlanmaktadır. Konut fiyat endeksleri tüm konutlarda yaşanan fiyat değişimlerini yansıtırken yeni konut fiyat endeksleri ise yeni üretilen konutların fiyat değişimlerini ifade etmektedir. Yukarıda bulunan şekilde 2011 yılı başından itibaren başlamak üzere, 2016 yılı üçüncü çeyreğine kadar olan süreç içerisinde konut fiyatlarında yaşanan gelişmeler görülmektedir. Bu süre zarfında Türkiye genelinde konut birim metrekare fiyatının 900’ den 1900 seviyesine çıktığı anlaşılmaktadır. Endeks düzeyine bakıldığında ise endeks değeri 100’ den 230 değerine ulaşarak 5 senelik süreç boyunca fiyatlar seviyesinde % 130 değerinde bir artış oluşmuştur.

Türkiye genelinde yapılan değerlemeye göre; mevcut konutlarda metrekare başına konut değeri olarak hesaplanan birim fiyat 2015 yılı Eylül ayında 1.706,43 TL/m² iken, 2016 Eylül ayında 1.905,13/m² olarak gerçekleşmiştir.¹⁴⁰ Buna göre yaklaşık bir senelik dönem içerisinde yaşanan nominal artış % 11,64 seviyesindedir. Türkiye tüm konut fiyatlarında bir artışın olduğu görülmekle birlikte gerçek bir değerlendirme yapabilmek amacıyla nominal olarak ifade edilen değerlerin enflasyondan arındırılmış bir şekilde reel olarak da izlenmesi gerekmektedir. Bu kapsamda TCMB, KFE değerlerini enflasyondan arındırılmış bir şekilde de açıklamaktadır.



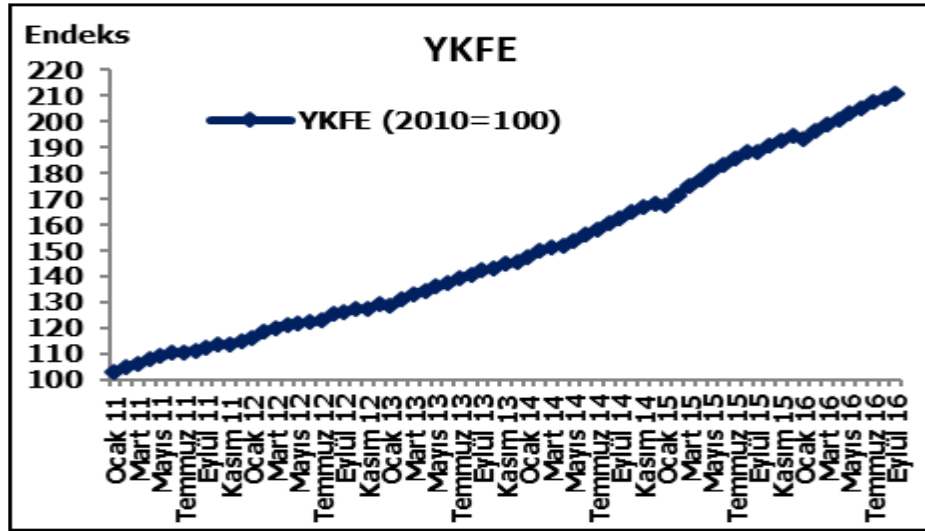
Şekil 32. KFE Yıllık Yüzde Değişim

Kaynak: TCMB, <http://www.tcmb.gov.tr>, (28/11/2016)

TCMB tarafından yayınlanan verilere göre; KFE bir önceki yılın aynı ayına göre, (Eylül 2015- Eylül 2016) nominal olarak % 13,90, aynı dönem içerisinde reel olarak % 6,17 oranında artış göstermiştir.¹⁴¹ 2014 yılı Ekim ayında KFE düzeyinin 166,05 seviyesinde olduğu, 2016 Eylül ayında ise bu değer 221,38 düzeyine çıktığı görülmekle birlikte yaşanan nominal artışın % 33,32 olduğu anlaşılmaktadır.

¹⁴⁰ TCMB, Konut Fiyat Endeksi, 28 Kasım 2016, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/8c36f435-ef59-47e6-af02-9f20b9e613e7/KFE-HKFE.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE8c36f435-ef59-47e6-af02-9f20b9e613e7>, (28/11/2016), s.1.

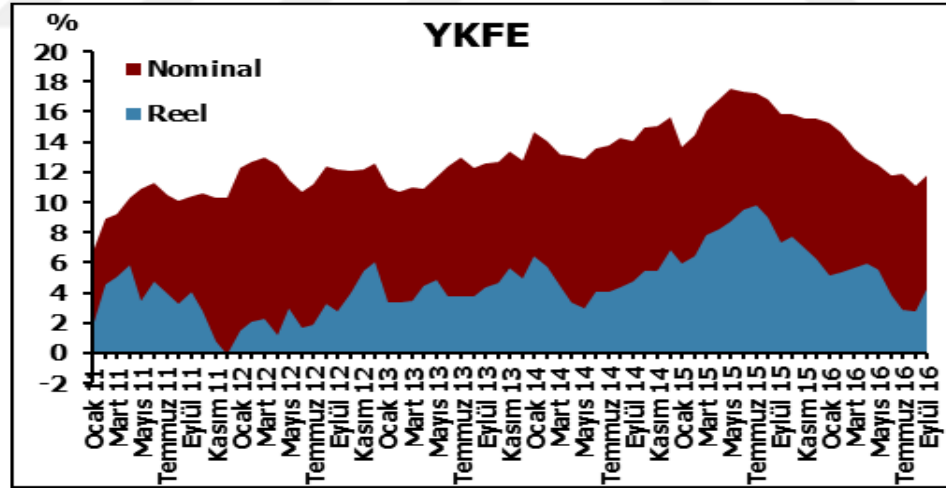
¹⁴¹ TCMB, Konut Fiyat Endeksi, 28 Kasım 2016, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/8c36f435-ef59-47e6-af02-9f20b9e613e7/KFE-HKFE.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE8c36f435-ef59-47e6-af02-9f20b9e613e7>, (28/11/2016), s.1.



Şekil 33. YKFE

Kaynak: TCMB, <http://www.tcmb.gov.tr>, (28/11/2016)

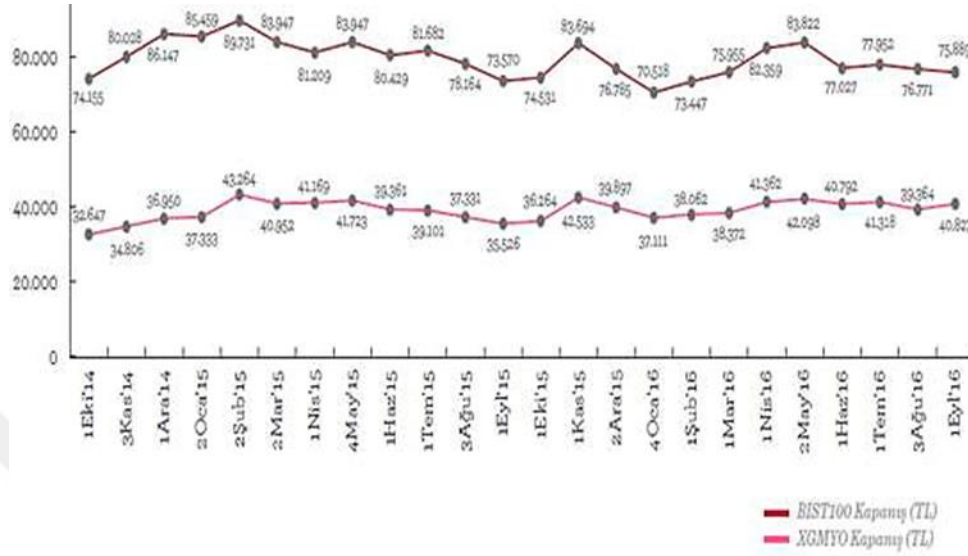
YKFE' ye bakıldığında ise endeksin 2016 Eylül ayı itibariyle 210,38 seviyelerine ulaştığı görülmektedir. 2014 yılı Ekim ayında ise endeks değeri 164,80 seviyesinde bulunmaktadır. Seçilen kesit aralığında endeksin 164,80 seviyesinden 210,38 seviyesine çıktığı görülmekte, nominal artış % 27,66 civarına ulaşmıştır.



Şekil 34. YKFE Yıllık Yüzde Değişim

Kaynak: TCMB, <http://www.tcmb.gov.tr>, (28/11/2016)

YKFE’de bir önceki yılın aynı ayına göre (Eylül 2015-Eylül 2016) % 11,81 oranında reel olarak ise % 4,22 oranında artış yaşanmıştır.¹⁴²



Şekil 35. BIST GYO Endeks Performansı*

Kaynak: GYODER, <http://www.gyoder.org.tr>, (18/12/2016)

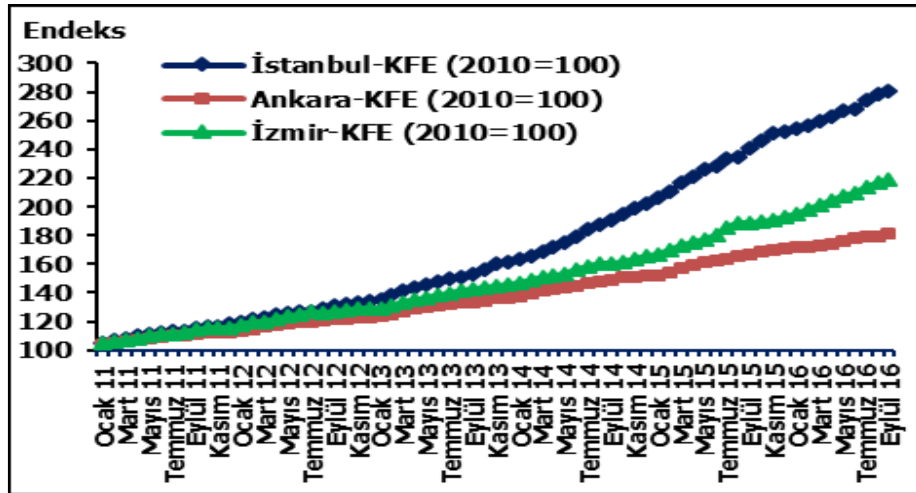
* Her ayın ilk günü endeks kapanış fiyatları dikkate alınmıştır.

2014 yılı Ekim ayından 2016 Eylül ayına kadar olan süreç içerisinde “Borsa İstanbul Pay Piyasası” için temel endeks olan BIST-100 endeksinin gelişimine bakıldığında ise endeks değerinin 74.155 seviyesinden 75.889 seviyesine ulaştığı görülmektedir. Türkiye Konut Fiyat Endeksi (TKFE) değerleri de aynı zaman kesiti alınarak incelendiğinde; ise 2014 yılı Ekim ayında 166,05 olan endeks düzeyinin 2016 yılı Eylül ayında 221,38 seviyesine çıktığı daha önceden ifade edilmişti. Bu verilerden hareketle aynı dönem içerisinde ara dönem kar realizasyonu yapılmadığı takdirde BIST-100’ün yatırımcısına nominal olarak % 2,34 seviyelerinde değer kazandırdığı konutta ise nominal kazancın % 33,32 seviyelerinde olduğu görülmektedir. KFE’ye nispeten YKFE’de ki artışın daha düşük olduğu görülse de aynı zaman kesiti içerisinde sağladığı % 27,66 nominal değer artışı ile BIST-100’ün % 2,34 seviyelerindeki değer artışının büyük farkla üzerinde kalmaktadır.

¹⁴² TCMB, Konut Fiyat Endeksi, 28 Kasım 2016, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/8c36f435-ef59-47e6-af02-9f20b9e613e7/KFE-HKFE.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE8c36f435-ef59-47e6-af02-9f20b9e613e7>, (28/11/2016), s.1.

Bununla birlikte Türkiye’ de mevcut konut stoklarının ve yeni üretilen konutların homojen bir şekilde değerlendirilmesi imkansız olmaktadır. Her ne kadar yeni konutlar ve tüm konutlar kendi aralarında bir değerlendirilmeye tabi tutulsalar da konutların kalitesi, bulundukları bölgenin farklı boyutlar açısından değerlendirilmeye tabi tutulması, özellikle konut projelerinin sağlamış olduğu sosyal imkanlar, konutların fiyatlarının oldukça geniş bir yelpazede oluşmasına sebep olmaktadır. Bir şehir içinde bölgesel çeşitlilikler dahi çok büyük farklar oluşturabiliyorken, Türkiye geneli değerlendirildiğinde bu farkın daha da belirginleştiği dikkat çekmektedir.

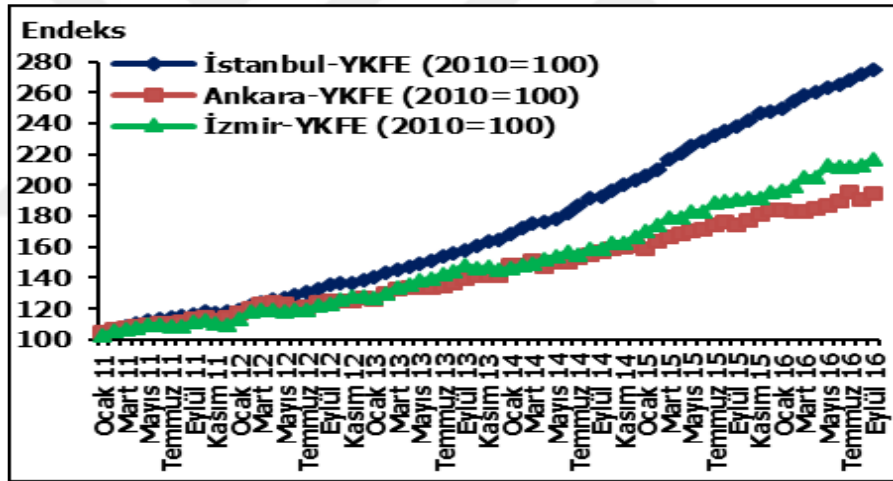
Bu bağlamda gayrimenkul piyasasının çok daha aktif olduğu ve çeşitli dinamiklerle fiyatlardaki değişimin sürekli yukarı yönelme eğiliminde olan üç büyük şehir İstanbul, Ankara ve İzmir’de yaşanan artışın Türkiye genelindeki çoğu bölgesel değerlerin çok daha üstünde olduğu görülmektedir. Bireylerin yoğun olarak ilgi gösterdiği bu şehirlerde elde edilen karlar daha yüksek boyutlara ulaşmaktadır. Bu nedenler sebebiyle İstanbul, Ankara ve İzmir’ i ayrı bir şekilde değerlendirmeye tabi tutmak gerekmektedir. Özellikle yatırım amaçlı gayrimenkul ediminin büyük şehirlere yoğunlaştığı düşünüldüğünde de bu sınıflandırma içerisinde fiyat gelişimini incelemek daha rasyonel bir değerlendirme yapılmasına olanak verecektir.



Şekil 36. Üç Büyük İl Konut Fiyat Endeksi

Kaynak: TCMB, <http://www.tcmb.gov.tr>, (28/11/2016)

Üç büyük ilin KFE düzey değişimlerine bakıldığında İstanbul, Ankara ve İzmir’ de sırasıyla Ekim 2014-Eylül 2016 arasında endeksin 194,60-150,53-161,65 seviyelerinden 280,31-181,33-218,57 seviyelerine çıktığı görülmektedir. Üç büyük ildeki nominal değer artış sırasıyla % 44,04, % 20,46, % 35,21 olarak gerçekleşmiştir. Türkiye genelinde ise KFE’ deki artışın % 33,32 olduğu dikkate alındığında ve bu verilerden hareketle İstanbul ve İzmir’ de yaşanan değer artışının Türkiye genelinin üzerinde olduğu, Ankara’nın ise Türkiye geneli değerinin altında kaldığı görülmektedir. Bununla birlikte, şekil 36’ da görüldüğü üzere üç büyük ilin konut fiyatlarında 2011 yılından itibaren sürekli bir artış yaşandığı ve özellikle İstanbul’ da artış hızının da arttığı dikkati çekmektedir. İstanbul ve İzmir’ de yaşanan artışı sürekli olarak destekleyen unsurların varlığı endeks değerlerinin Türkiye genelinin üzerinde oluşmasına sebebiyet verdiği söylenebilir.

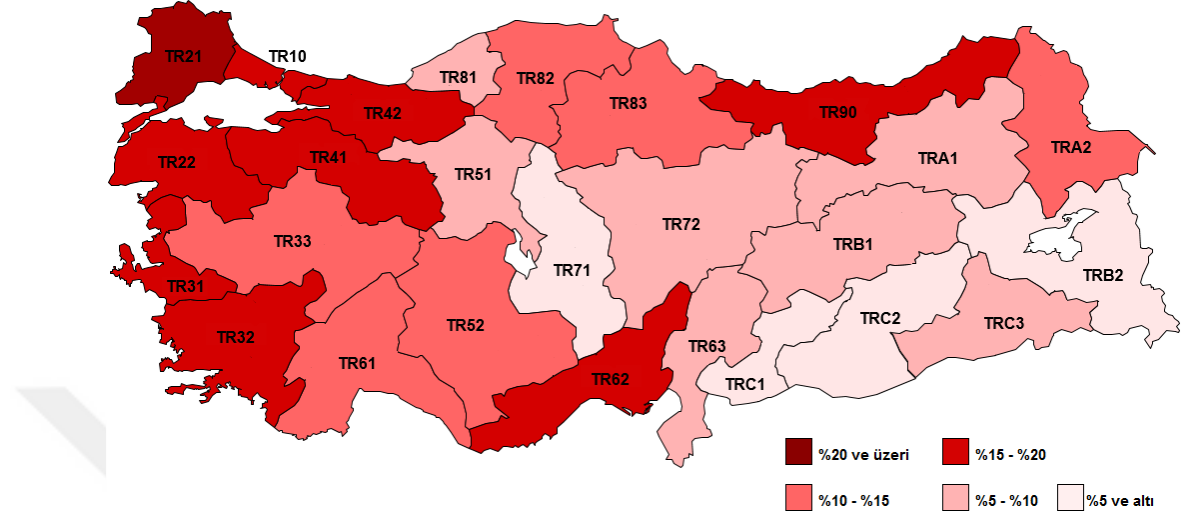


Şekil 37. Üç Büyük İl Yeni Konutlar Fiyat Endeksi

Kaynak: TCMB, <http://www.tcmb.gov.tr>, (28/11/2016)

YKFE değerlerine bakıldığında ise 2014 Ekim ayında endeksin İstanbul, Ankara ve İzmir’ de sırasıyla 196,92-159,07-162,90 olduğu 2016 Eylül ayında ise 274,80-193,81-217,13 seviyesine çıktığı görülmektedir. Düzey değer artışı sırasıyla % 39,55-% 21,84 ve % 33,29 olarak gerçekleşmiştir. KFE’ de olduğu gibi iki büyük il İstanbul ve İzmir’ de YKFE değerlerinin Türkiye geneli YKFE oranı olan % 27,66’nın üzerinde kaldığı Ankara’ da ise Türkiye genelinin altında bir değer olduğu görülmektedir. YKFE üç büyük il değerlendirmesinde de son 5 sene içerisinde fiyatların gelişimine bakıldığında

sürekli bir artışın var olduğu ve bununla birlikte özellikle İstanbul’ da konut fiyatlarında yaşanan artış hızında da diğer şehirlere kıyasla bir artış olduğu kaydedilmektedir.



Şekil 38. KFE ve Bölgesel Gelişmeler

Kaynak: TCMB, <http://www.tcmb.gov.tr>, (28/11/2016)

Türkiye geneli yıllık yüzde değişimleri incelendiğinde Türkiye’ de TKFE en yüksek değişimin turistlerin yoğun olarak ilgi gösterdiği kıyı şeritlerinde, TR 62 bölgesi içerisinde yer alan; Adana, Mersin, TR 90 bölgesi içerisinde yer alan; Artvin, Giresun, Gümüşhane, Ordu, Rize, Trabzon illerinde ve TR 21 bölgesi içerisinde yer alan; Edirne, Kırklareli, Tekirdağ illerinde olduğu görülmektedir.

TR 62 bölgesinde yaşanan artışın Suriye’ den gelen yoğun mülteci akımının ve kiralama amaçlı konut bulmakta zorlanan mültecilerin satılık konutlara yönelmesinin büyük etkisi olduğu gözlemlenmiştir.¹⁴³

Kıyı şeritlerinde ve Karadeniz bölgesinde gerçekleşen artışların yüksek turist ilgisinden kaynaklandığı, özellikle bu bölgelerde fiyat artışlarının Rusya, Almanya ve İngiltere vatandaşlarının yoğun bir şekilde konut satın alımlarının etkili olduğu, TR 90

¹⁴³ Milliyet Emlak, Fiyatlar Hızla Düşüyor, 25 Ağustos 2015, <http://www.milliyetemlak.com/dergi/fiyatlar-hizla-dusuyor/>, (10/01/2017).

bölgesinde ise Körfez ülkesi vatandaşlarının konut satın alımlarının etkili olduğu ifade edilebilir.

TR 21 bölgesinde yaşanan artışların temelinde ise; Avrupa- Asya arasında bağlantı sağlayan stratejik konum varlığı, karayolları, demiryolu ağları, limanları ile gelişmiş ulaşım hatlarının varlığı ve planlama aşamasında olan, uluslararası dolaşımda yüksek fayda sağlayacak “Edirne- İstanbul” hızlı tren projesinin önümüzdeki dönemlerde Avrupa Hızlı Tren Şebekesi’ nin bir parçası olma hususu yer almaktadır.¹⁴⁴

3.3.1.2. Emtia Ve Konut

Genel olarak değerlendirildiğinde emtia ve konut, aslında birbirlerine denk olarak nitelendirilebilecek olan yatırım araçlarıdır. Buna göre her iki yatırım aracı da kısa vadeli yatırım amacı ile satın alınmamaktadır. Özellikle altın vb. emtialar herhangi bir şekilde, yakın zaman dilimi içerisinde, beklenen yüksek ölçekli getiriye sağlamamaktadır. Aksine, kısa vadede anlamsız ve getirisi hiç olmayan yatırımlar olarak nitelendirilebilirler. Buna paralel olarak, konut pazarı da yeterince uzun bir zaman zarfı olduğu sürece yatırımcılara beklentileri dahilinde kazanç sağlamaktadır.¹⁴⁵

Emtia fiyatlarının konut fiyatlarına göre riskli olan belki de en önemli tarafı emtia fiyatları üzerinde, dünya piyasalarının yaratmış olduğu baskı ve bu baskı sebebi ile ani olarak fiyat değişikliklerinin yaşanabilmesidir. Borsa kadar hassas tepkiler vermiyor olsa da emtia fiyatları da belirli oranda bir hassasiyete sahiptir. Diğer bir açıdan bakıldığında ise borsanın uzun vadede de çeşitli riskler ortaya koymasına karşın emtia yatırımları uzun vadede mutlak olarak beklenen getirileri sağlayabilmektedir.¹⁴⁶

Bu açıdan konut ve emtia arasında bir yatırım kararı verilmek istendiğinde, büyük ölçüde karara bağlanması gereken yatırıma dair alınacak riskin derecesi ve bu riskin ne denli zarar yaratabileceğine dair net olarak karar verilmesinin gerekliliğidir.

¹⁴⁴ Emlak Zamanı, Edirne Emlak Konut Yatırımı İçin Uygun, 16 Eylül 2016, <http://www.emlakzamani.net/emlak-yatirimi/edirne-emlak-konut-yatirimi-icin-uygun.html>, (10/01/2017).

¹⁴⁵ N. Levent TERZİ, “Emtia Yatırımlarının Riski ve Getiri Potansiyeli”, *Finansal Rota*, Sayı: 41, 2012, s.41.

¹⁴⁶ TERZİ, *a.g.m.*, s.42.

Risk konusundan uzak durarak, uzun vadede karlılık getirebilecek olan bir yatırım için ise yine konut ya da genel olarak gayrimenkul mantıklı durmaktadır.

Emtia fiyatlarının yönlendirilmesi ve kararlaştırılması hususunda uluslararası piyasaların daha fazla etkisinin bulunması sebebi ile yatırımcılar için emtia yatırımı gerçekleştirirken dışa bağıllık zaman içerisinde ciddi bir sorun teşkil edebilecektir. Fakat konut fiyatları bu noktada daha fazla ulusal piyasa bağlı olmaları nedeni ile risk düzeyi açısından daha düşük bir seviyededirler ve yatırımcıların endişelerini en alt düzeye indirme kapasitesine sahiptirler.

Bu hususlara ilaveten emtia fiyatları, konut fiyatlarına oranla daha fazla oynaklık içermektedir. Bu durum da emtiaların sahip oldukları risk katsayısını arttırıcı bir özelliği beraberinde getirmektedir. Emtia olarak kabul edilen ticari ürünler kısa vadede yüksek oynaklığa sahip olmasına rağmen, konut piyasasında göreceli olarak kısa vadede bu derece yüksek oranda fiyat oynaklığı gerçekleşmemesi gayrimenkulün güvenilir bir yatırım aracı olma hususunu sağlamlaştırmaktadır.

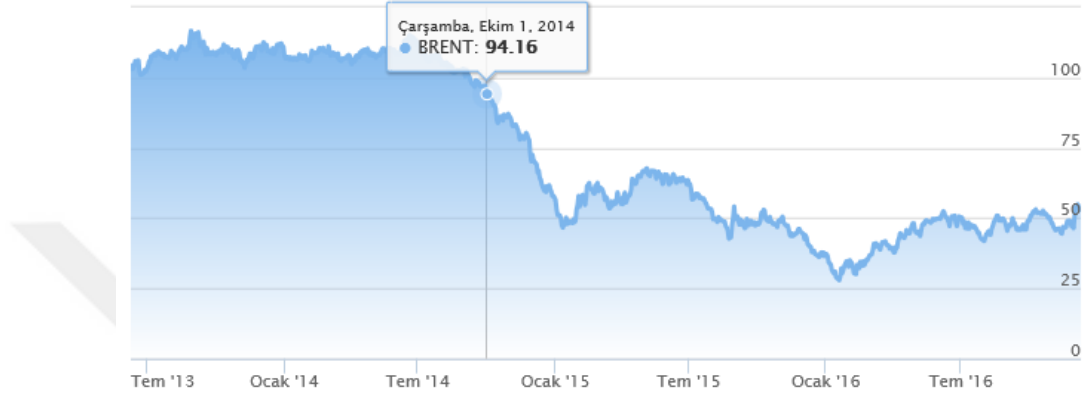


Şekil 39. Altın/Ons Fiyat Grafiği

Kaynak: Bloomberg, <http://www.bloomberght.com>, (13/10/2016)

Emtialar kapsamında incelenen altın grafiklerine bakıldığında 2014 yılı Ekim ayında 1.216,41 düzeyinde işlem gören altın/ons fiyatı, 2016 yılı Eylül ayında 1.336,60 düzeylerinde işlem görmüştür. Buradan hareketle değer artışının % 9,88 civarında olduğu söylenebilir. Genel olarak altın fiyatını etkilemekte olan hususun başında altın arz ve

talebinde yoğun olarak bulunan ülkelerin içinde bulundukları iktisadi faaliyetlerin etkisi görülmektedir. Bu süre zarfında bu ülkelerin büyüme hızlarının altın fiyatlarında etkili olduğu açıktır. Özellikle büyüme oranlarında gelişmekte olan ülkeler arasında ilk sırada bulunan ve üretimde söz sahibi ülkelerden biri olan Çin' in altın talebinde yaşanan değişimler altın fiyatlarının şekillenmesine sebep olmaktadır.



Şekil 40. Brent Petrol Fiyat Grafiği

Kaynak: Bloomberg, <http://www.bloomberght.com>, (13/10/2016)

Brent petrol fiyatları incelendiğinde, 2014 yılı Ekim ayında 94,16 olan fiyatların 2016 yılı Eylül ayında 48,17 seviyelerine indiği görülmektedir.

Petrol fiyatlarında yaşanan bu sert düşüşün sebepleri arasında ise Çin' in yavaşlayan büyümesiyle talepte kısıtlamaya gitmesi, petrol ihracatçı ülkelerin arz kısıtlamamasına gitmemesi ve Amerika' nın kaya gazı üretimiyle birlikte petrol ithalatçı ülke konumundan ihracatçı konumuna geçecek olması ve yine Amerika' nın kaya gazı üretimiyle birlikte OPEC ülkelerinin petrol fiyatını kontrol ederek rekabetçi fiyat seviyelerini korumayı amaçlaması isteği bulunmaktadır. ¹⁴⁷

¹⁴⁷ Enerji Enstitüsü, Petrol Fiyatları Neden Düşüyor?, 5 Ocak 2016, <http://enerjiensitüsü.com/2016/01/05/yorum-petrol-fiyatlari-neden-dusuyor/>, (14/06/2016).



Şekil 41. Bakır Fiyat Grafiği

Kaynak: Bloomberg, <http://www.bloomberght.com>, (13/10/2016)

Bakır fiyatlarına bakıldığında ise; Ekim 2014’ de 304,25 düzeyinde olan fiyatların Eylül 2016’ da 208,45 seviyelerine gerilediği görülmektedir. Bakır fiyatlarında yaşanan düşüşün sebebi olarak da Brent petrolde olduğu gibi Çin’ de yavaşlayan büyümeye işaret edilmektedir.

Sonuç olarak, emtia fiyatlarının küresel faktörler baskısı altında hareket etmekte olduğu ve yüksek oynaklık gösterdiği açıktır. Altının gerek yatırım amaçlı elde tutulması, gerek mücevhere dayalı bir altın talebinin de var olmasıyla beraber endüstriyel alanda da kullanıyor olması farklı fonksiyonlara sahip bir varlık olarak kabul görmesini sağlamaktadır ve aynı zamanda altının küresel bir rezerv varlık olarak merkez bankaları tarafından bir işlem aracı görevi görmesi altının diğer emtialara nispeten daha olumlu performans gösterdiği görünse de oynaklık riskinin gayrimenkule göre oldukça yüksek olup diğer emtialar gibi uluslararası gelişmelere duyarlılığının oldukça yüksek olduğu görülmektedir.

3.3.1.3. Döviz ve Konut

Gelişmekte olan ülkelerin piyasaları içerisinde belki de en riskli yatırım araçlarının başında döviz gelmektedir. Döviz, her ne kadar dönemsel olarak yapılan yatırımlarda yüksek getiri sağlayan yatırım araçlarının başında gelse de gelişmekte olan ülkelerin sık aralıklarla yaşama risklerinin bulunduğu finansal kriz dönemlerinde

yükselen bir ivmeye sahiptir. Fakat bu durumun olmadığı süreçler için döviz son derece dalgalı ve uzun ve kısa vadede tam olarak güvenilemeyecek yatırım araçlarından biridir.¹⁴⁸

Buna karşın konut alımı, gayrimenkul edinilmesi açısından son derece getirisi yüksek bir yatırım aracıdır. Fakat döviz ile gayrimenkul yatırımı yapma fikri ise yine kendi içerisinde çeşitli riskler barındırmaktadır. Yüksek bir meblağ üzerinden, dövizle satın alınan konutların uzun vadede dövizde yaşanması muhtemel düşüşle birlikte yatırımcılara büyük bir zarar yaşatması mümkündür.¹⁴⁹

Son yıllarda dünya genelinde ciddi şekilde yaygınlaşmış olsa da ulusal bazdaki yatırımcıların yabancı döviz ile borçlanarak gayrimenkul alması ve buna istinaden de söz konusu borçlanmanın herhangi bir şekilde, kısa vadede geri dönüşünün karlı olmaması döviz yatırımı, konut yatırımı ve dövizle konut yatırımı gibi tercihler arasında kararsızlıkların yaşanmasına sebebiyet vermektedir. Ayrıca dövizin sürekli olarak belirsizlikler yaratan bir yatırım aracı olması onu daha fazla şüphe ile yaklaşılacak bir finans unsuru haline getirmektedir.

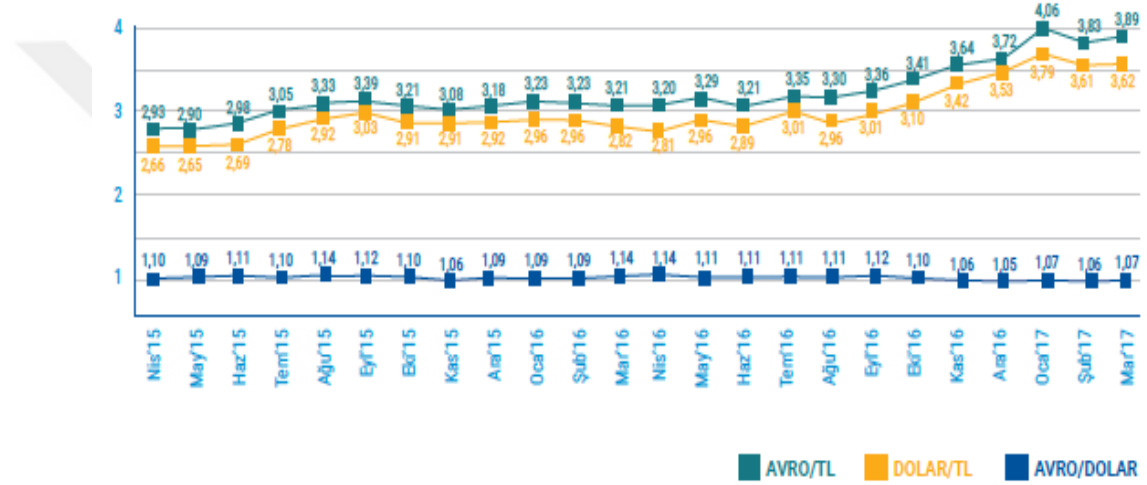
Bu nedenle, eldeki meblağın düzeyi ve bunun sürekliliği ya da eldeki tek yatırım kaynağı gibi unsurlar da yatırım konusunda tarafların düşüncelerini şekillendirmektedir. Buna istinaden de yatırımcıların büyük bir bölümünün garanti yatırım araçlarına yönelme istekleri ile birlikte konut yatırımı hem daha mantıklı hem de getiri açısından daha sorunsuz gözükmektedir. Ülke içerisindeki çeşitli finansal kriz dönemleri hariç tutulduğunda, konut ihtiyacı artan nüfusa paralel olarak artış göstermekte ve satış ya da kiralama ile konutlar daha karlı yatırım araçlarına dönüşebilmektedirler.

Daha önceki bölümlerde örnekleme olarak alınan zaman kesiti içerisinde TKFE’de değer artışının nominal olarak % 33,32 seviyelerinde TYKFE’de ki değer artışının ise nominal olarak % 27,66 olduğu ifade edilmişti. Sektörün en canlı olduğu İstanbul iline bakıldığında alınan aynı zaman kesiti içerisinde fiyat düzeyinin 194.46

¹⁴⁸ Vedat ÖNCÜL, **Konut Sektöründe Finansal Destek Sistemi**, Bursa: Oğul Yayıncılık, 2011, s.32.

¹⁴⁹ ÖNCÜL, **a.g.e.**, s.37.

seviyesinden 280.00 düzeyine çıktığı görülmektedir. Bu düzey değişimi % 43,99 civarında bir artışı ifade etmektedir. Bu bölüme kadar gayrimenkul çeşitleri arasında en önemli payı alan konutta yaşanan değer artışı rakamsal verilerle ifade edilerek ispatlanmıştır. Konut sektöründe fiyatlarda yaşanan bu artışların somut ve sürdürülebilir etkenlere dayandırılması mümkün olmakla birlikte özellikle bu etkenler arasında nüfus artışı, kentleşme gibi faktörlerin büyük desteği bulunmaktadır. Bu gelişmelerin desteği ve var olan potansiyeller ilerleyen bölümlerde daha detaylı bir şekilde incelenmeye tabi tutulacaktır.



Şekil 42. Döviz Kuru

Kaynak: GYODER, <http://www.gyoder.org.tr>, (06/09/2017)

* Her ayın son günü döviz satış verileri esas alınmıştır.

Konutun sağladığı getiri döviz kuru ile karşılaştırıldığında ise 2014 Ekim ayında 2,22 seviyesinde olan TL/USD kurunun Eylül 2016 döneminde ise 3,01 seviyelerine çıktığı görülmektedir. Döviz kurundaki düzey değişiminin % 35,59 seviyesinde olduğu görülmektedir. Bununla birlikte küresel piyasalarda yaşanan bütün olumsuzlukların, belirsizliklerin ve yurtiçinde gerçekleşen siyasi çalkantıların etkisi altında kurun tetiklendiği bir gerçektir ve döviz kurunun oynaklığının bu anlamda küresel gelişmelere ve siyasi değişimlere dayandığı söylenebilir. Bu süre zarfında yaşanan bu değer artışının sürdürülebilir olabilmesi hususunun öngörülebilir verilere dayandırılması imkansız görülmektedir. Bununla birlikte, dövizin sağladığı % 35,59'luk getirinin yatırım amacıyla

konut alımının en yoğun olduğu İstanbul ilinde elde edilen % 43,99'luk getirinin altında kaldığı da görülmektedir.

3.3.1.4. Yatırım Araçlarının Getirileri Üzerine Bir Yıllık Değerlendirme

Finansal yatırım araçlarının bir yıllık süre içerisinde sağlamış olduğu getiriler incelendiğinde; 2016 yılı 6 aylık en yüksek nominal getiriye % 19,88 ile USD' nin sağladığı, ikinci sırada ise % 12,55 ile Euro para biriminin olduğu, üçüncü sırayı % 8,94 ile külçe altının aldığı, mevduat faizinin % 5,25 getiri sağladığı ve -0,16 ile devlet iç borçlanma senetlerinin (DİBS) negatif getiriye sahip olduğu görülmektedir. Aynı dönem içerisinde nominal olarak % -0,55 ile BIST-100 endeksinin en çok kaybettiren yatırım aracı olduğu görülmektedir. Yıllık getirilere bakıldığında nominal olarak aynı şekilde % 19,75 ile USD en çok getiriye sağlamış, en düşük getiri ise % 4,10 ile BIST-100 endeksinde gerçekleşmiştir.

Nominal getiri yıllık ortalamalarda sırasıyla Külçe altın %19,63 ile, USD para birimi %11,03 ile, Euro para birimi %10,61 ile, mevduat faizi %10,00 ile, DİBS %8,50 ile en çok getiriye sağlamakla birlikte BIST-100 endeksinin kaybının ise % -4,42' ye ulaştığı görülmektedir.

Tablo 5. Finansal Yatırım Araçlarının Reel ve Nominal Getiri Oranları, Aralık 2016

	6 Aylık %			Yıllık %			Yıllık ortalama %		
	Nominal getiri	Reel getiri		Nominal getiri	Reel getiri		Nominal getiri	Reel getiri	
Yatırım araçları		Yİ- ÜFE	TÜFE		Yİ- ÜFE	TÜFE		Yİ-ÜFE	TÜFE
Mevduat faizi (brüt)	5,25	-1,21	0,50	9,83	-0,10	1,20	10,00	5,47	2,06
BIST 100 endeksi	-0,55	-6,65	-5,04	4,10	-5,31	-4,08	-4,42	-8,36	-11,32
Amerikan doları	19,88	12,52	14,47	19,75	8,92	10,34	11,03	6,45	3,02
Euro	12,55	5,64	7,47	16,08	5,58	6,96	10,61	6,05	2,63
Külçe altın	8,94	2,25	4,02	29,37	17,67	19,20	19,63	14,70	10,99
Devlet iç borçlanma senetleri	-0,16	-6,29	-4,67	9,26	-0,62	0,67	8,50	4,03	0,67

Kaynak: TÜİK, <http://www.tuik.gov.tr/>, (10/01/2017)

Bununla birlikte yatırım araçlarının sağladığı getiriler Yurt İçi Üretici Fiyat Endeksi (Yİ-ÜFE) ve TÜFE ile indirildiğinde külçe altın; Yİ-ÜFE ile indirildiğinde % 17,67, TÜFE ile indirildiğinde ise % 19,20 oranında yatırımcısına en fazla reel getiriyi sağlamış, diğer taraftan, BIST 100 Endeksi Yİ-ÜFE ile indirildiğinde % 5,31, TÜFE ile indirildiğinde ise % 4,08 oranında yatırımcısına en çok kaybettiren yatırım aracı olmuştur.¹⁵⁰

Tablo 6. Yİ-ÜFE ve TÜFE Değişim Oranları, Aralık 2016, (2003=100)

	Aylık %	3 Aylık %	6 Aylık %	Yıllık %	Yıllık ortalama %
Yİ-ÜFE	2,98	5,92	6,54	9,94	4,30
TÜFE	1,64	3,64	4,73	8,53	7,78

Kaynak: TÜİK, <http://www.tuik.gov.tr/>, (10/01/2017)

Diğer taraftan, 2016 yılı Aralık ayı sonu itibari ile bir önceki yılın aynı ayına göre % 12,22 oranında artan KFE, aynı dönemde reel olarak % 3,40 oranında artarken

¹⁵⁰ TÜİK, Finansal Yatırım Araçlarının Reel Getiri Oranları, Haber Bülteni, 10 Ocak 2017, <http://www.tuik.gov.tr/PreHaberBultenleri.do?id=24804>, (10/01/2017).

YKFE endeksi yine aynı dönem aralığında bir önceki yılın aynı ayına göre % 11,23 oranında, reel olarak ise % 2,49 oranında artmıştır.¹⁵¹ Bu durumda TÜFE ile indirgenmiş yatırım araçları yıllık ortalama reel getirileri KFE endeksi ile kıyaslandığında, külçe altın hariç konutun diğer yatırım araçlarına nispeten daha iyi bir getiri sağladığı saptanmaktadır. YKFE’deki değer artışının ise külçe altın, USD ve küçük bir farkla Euro para biriminin altında kaldığı gözlemlenmektedir. Dolayısıyla elde edilen bulgularla birlikte, konutun yüksek getirili bir yatırım aracı olduğu anlaşılmaktadır.

3.3.2. Ticari Ünite Yatırımlarının Diğer Yatırım Araçlarıyla Karşılaştırılması

3.3.2.1. BIST-100 ve Ticari Ünite Yatırımı

Gayrimenkul yatırımları genel olarak gelecek odaklı düşünülmeleri nedeni ile satın alınması sonrasında ya ikamet edilecek ya da ileride satış sürecinde kazandırabileceği karlı satışa kadar bekletilecek bir yatırım olmaktadır. Fakat dünya genelinde tercih edilen öncelikli yöntem, gayrimenkulün kiraya verilmesidir. Bunun yaygın olarak görüldüğü yatırım stillerinden biri de ticari ünite satın alınmasıdır.

Ofis ya da dükkan şeklinde satın alınan ticari üniteler, temelde, bulundukları lokasyona odaklı olarak yüksek düzeyli getiri sağlayabilmektedirler. Lokasyon bazlı olarak düşünülmeyecek olursa da ticari üniteler, finansal kriz dönemleri hariç, belirli şekillerde, sahiplerine getiri sağlamaktadır. Kira geliri şeklinde olan bu getiri yatırımcılar açısından son derece cazip olmakta ve ticari üniteler hem yakın hem de uzak gelecek adına mantıklı birer gayrimenkul yatırımı olarak değerlendirilmektedirler.¹⁵²

Ticari ünite yatırımı borsadaki yatırım ile karşılaştırıldığı süre zarfında ise ortada var olan sorunun risk alma ile alakalı olduğunu görmek mümkündür. Buna göre borsa, çevresel faktörlerden etkilenme konusunda son derece hassas olmakla birlikte finansal bir

¹⁵¹ TCMB, Konut Fiyat Endeksi, 28 Şubat 2017, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/692434dd-6a9c-4d7e-b4cc-ba37a7b67205/KFE+ARALIK+2016.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-692434dd-6a9c-4d7e-b4cc-ba37a7b67205-lKQkPz>, (01/03/2017).

¹⁵² OĞUZ, a.g.e., s.17.

krizin yaşanmadığı bir dönemde dahi borsadaki hareketlerin aşağı yönle seyretme riskinin tıpkı yukarı ivmeli olarak seyretme ihtimali gibi var olması borsa konusunda yatırımcıların endişelenmelerine sebebiyet verebilmektedir.

Fakat öte yandan ticari üniteler, risk açısından daha düşük bir düzeye sahiptir. Buna göre ticari üniteler mutlak olarak uzun vadede, kira geliri açısından büyük bir kazanç sağlamasının yanı sıra, bulunduğu lokasyona göre yakın zamanda da sahibine yüksek ölçekli bir kazanç sağlayabilmektedir. Bunun yanı sıra ticari ünitelerin kriz dönemlerinde verdikleri tepkiler borsada işlem gören hisselerin tepkilerine göre daha az hassastır ve kriz dönemleri sonrasında borsa belirsizlikler ile dolu olmasına karşın ticari ünitelerin getiri avantajı sürekliliğini korumaktadır.

3.3.2.2. Emtia ve Ticari Ünite Yatırımı

Gayrimenkullerin geneli gibi ticari üniteler de emtialar gibi aslında içerisinde uzun vadeli yatırım özellikleri taşımakta, buna istinaden de yatırımcılar ticari ünite yatırımları gerçekleştirirken, finansal olarak hep birkaç adım sonrasında düşünmektedirler. Emtialar açısından da benzer bir durum söz konusu olmaktadır.

Fakat emtialar ile ticari üniteler arasındaki ortak noktalar çoğunlukla olumsuz konular üzerinden değerlendirilmektedir. Buna göre her iki yatırım aracı da;

- Küresel anlamda yaşanan kriz dönemlerinde uzun süre getiri sağlamayabilirler,
- Kriz dönemlerinde dış faktörler doğrudan doğruya üzerlerinde olumsuz etki edebilmektedir,
- Piyasa şartlarına geç tepki verebilmektedirler,
- Yakın vadede, elde çok sayıda bulundurulmadıkları süre zarfında beklenen getiri için sahiplerini uzun süre beklemek zorunda bırakabilmektedirler,

- Belirli madde ya da belirli lokasyonlarda edinilmeleri kazanç adına önemlidir; aksi takdirde herhangi bir getiri sağlamama riskine sahiptirler.¹⁵³

Bu şartlar açısından bakıldığında emtia ve ticari üniteler birbirlerine yakın olarak nitelendirilebilecek yatırım araçlarıdır. Vade, miktar ve dış faktörlerden etkilenme gibi konularda ciddi ölçekli olarak birbirlerine benzeyen bu yatırım araçları yatırımcılar açısından tercih yapma konusunda zorluk yaratabilmektedirler. Fakat yatırım konusunda gelecek garantisi düşünenler açısından ticari ünitelerin yatırım konusundaki güvenilirlik düzeyleri emtialar karşısında daha yüksektir. Bu nedenle de yatırımcılar açısından eldeki miktar ve bulunduğu lokasyon baz alındığı süre zarfında çeşitli ticari ünitelere yönelmek daha mantıklı gözükmektedir.

3.3.2.3. Döviz ve Ticari Ünite Yatırımı

Gayrimenkul alım-satım işlemleri ile gayrimenkul yatırımlarının genelinde görülen yatırım kararları aşamasına benzer olarak ticari ünite yatırımları da büyük ölçüde bir gayrimenkul çeşidi olması vasıtasıyla bu paralellikte işleme tabi tutulmaktadır. Genel olarak gayrimenkullerde yatırım kararı risk-karlılık-vade ekseninde şekillenmektedir ve diğer gayrimenkullerde olduğu üzere ticari ünitelerde de yatırımlar bu kararlar sonucunda netleşmektedir. Diğer taraftan ticari üniteler özellikle kiralama kapsamında değerlendirildiğinde diğer gayrimenkul araçlarından çok daha fazla gelir sağlamaktadırlar. Bununla birlikte ticari ünite yatırımı için gerekecek olan bütçe, konut yatırımı için gerekecek olan bütçenin oldukça üstünde kalmaktadır.

Bu noktada da dövizin tercih edilmesi açısından önde olan nedenlerin başında, anlık olarak getirilerinin son derece yüksek olmasıdır. Fakat döviz, sürekli olarak yatırım yapılması son derece zorlu ve riskli bir yatırım aracıdır. Ulusal ve uluslararası ekonomik göstergeler, ekonomik konjonktürün belirsizlik ve dalgalanma içerisinde olması doğrudan bir şekilde dövize yansımakta ve dövizdeki hareketlenmeler anlık olarak olumlu bir şekilde dövizin cinsine göre artış sağlayabildiği gibi ciddi ölçekli bir düşüş de

¹⁵³ TERZİ, a.g.m., s.44.

sağlayabilmektedir. Bu vesile ile döviz yatırımcılar açısından büyük soru işaretleri taşımaktadır. Ayrıca dövizin beklenen getirileri sağlaması adına atılması gereken en önemli adım ise dövize yüklü miktarda yatırım yapılmasının zorunluluğudur ki bu durum kendi içerisinde son derece yüksek riskleri barındırmaktadır.¹⁵⁴

Ticari ünitelere de yüklü miktarda sahip olmak yatırımcılar açısından ciddi ölçekli gelir elde edilmesi konusunda fırsat yaratmaktadır. Lokasyon ve nitelik açısından birçok avantajı bulunan ticari üniteler özellikle kiralama faaliyetinde bulunulduğu takdirde düzenli gelir sağlaması anlamında garanti olmakta ve böylelikle de yatırımcılar açısından ticari ünite satın alma işlemi daha çekici hale gelmektedir.

Yine, tıpkı diğer gayrimenkul türlerinde olduğu gibi ticari ünitelerde de döviz cinsinden satın alımlar ya da döviz cinsinden kira geliri beklentisi gibi stratejilerin, beklenildiği ölçüde gelir sağlamaması ihtimali bulunmaktadır. Dövizdeki dalgalanmalar, ticari ünitelerin satış ve kira getirilerinde de gözle görülür bir şekilde dalgalanmalara sebep olma riskini beraberinde taşımaktadır.

3.4. Gayrimenkulün Yatırım Aracı Olmasını Sağlayan Etkenler

Bir gayrimenkulün yatırım aracı olarak kabul görebilmesi durumu daha önce bulunan kısımlarda sunulan bilgiler dahilinde diğer yatırım araçlarıyla karşılaştırılmış ve gayrimenkulün günümüzde bir yatırım aracı olarak kabul edilebilmesi için gelir aracı olarak kullanılma yeterliliğine sahip olduğu ispatlanmıştır. Bununla birlikte gayrimenkul yatırımcılar nezdinde de yatırım aracı olarak kabul görmektedir ve endeks karşılaştırma yöntemleriyle gayrimenkulün yatırımcısına sağladığı kar belirlenen bir vade aralığında incelenmiştir.

Diğer taraftan gayrimenkul sektöründe her zaman ve her yer için varlık fiyatının doğru tespit edilmesi oldukça zorlaşmaktadır. Bu durumun en büyük nedeni ise insan davranışlarından kaynaklanan farklılaşmadır. Ayrıca, gayrimenkul sektörü homojen bir değerlendirme yapmayı imkansız kılmaktadır. Gayrimenkul değerlemesinde bölgesel

¹⁵⁴ ÖNCÜL, a.g.e., s.38.

hatta mahalle mahalle genelinde değerlendirme yapmak bile gayrimenkulün farklılaşmasından dolayı çok zor bir duruma gelmektedir. Çeşitli projelerin sağladığı sosyal donatılar, park- bahçe gibi sosyal alanların geliştirilmesi, metrekare büyüklükleri, bölgede yapılan alt yatırımlar vb. gibi çok farklı boyutlara ulaşan fiyat dinamikleri her zaman gayrimenkul fiyatlarını etkileyecek unsurlar olacaktır.

Özetle, bir gayrimenkulün etrafında bulunan ve bireyin sosyal yaşamında son derece ihtiyaç duyduğu yerler ve alanlar da söz konusu gayrimenkulün fiyatının belirlenmesi açısından tetikleyici bir etkiye sahiptir. Hastane, okul, iş merkezleri, alışveriş merkezleri, polis merkezi, havalimanı, otogar vb. alanların belirli bir kısmına yakın olan gayrimenkullerin değerleri, söz konusu alanların bireyin hayatına olan olumlu ve yaşamı kolaylaştırıcı etkileri göz önünde bulundurulduğu süre zarfında gözle görülür bir şekilde artış göstermektedir. Bu bağlamda bölgesel değerlendirme yapmak için o bölgenin dinamiklerini incelemek büyük bir öneme haizdir.

Bu bölümde, gayrimenkul fiyatlarını tetikleyecek ve gayrimenkulün uzun yıllar boyunca yatırım aracı olarak kabul görülecek olmasının arkasında bulunan sebepler, özetle gayrimenkul sektörünü tetikleyecek unsurların varlığı incelenmektedir.

3.4.1. Coğrafi ve Demografik Unsurlar

Sadece bir barınma aracı olmasının çok uzun zaman öncesinde kalması ile birlikte konut ve onun gibi birçok gayrimenkul araçları artık daha değerli unsurlar haline gelmişlerdir. Bunun da ötesinde, insanoğlu, gayrimenkulü artık kendisinin ve çevresindekilerin bugünü ve geleceği için bir yatırım aracı olarak görmektedir. Bu yatırım sürecinde de birçok farklı unsur gayrimenkullerin kıymeti ve önemi açısından belirleyici olmaktadır.

Bunların başında gelen coğrafi unsurlar yatırımcıların satın aldıkları ya da satın almayı düşündükleri gayrimenkullerin fiyat düzeylerinin belirlenmesine etki etmektedir. Coğrafi değerlendirme açısından en temel değişken, gayrimenkulün şehirde ya da kırsal kesimde olmasıdır. Nüfus yoğunluğunun son derece yüksek olduğu şehirlerde, dolayısı

ile konut yoğunluğunun da fazla olmasıyla birlikte diğer birçok gayrimenkul aracının da çok sayıda olduğu gözlemlenmektedir. Bu nedenle de şehir yaşamında, üzerine odaklanılan gayrimenkul sayısı arttıkça ve yaşam alanları genişledikçe, buna doğru orantılı olarak gayrimenkullerin fiyatları yüksek düzeyli olarak belirlenmektedir. Kırsal kesimdeki nüfus yoğunluğunun az olması ve yaşam alanının darlığı nedeni ile de gayrimenkul fiyatlarının düşük olması son derece doğaldır.¹⁵⁵

Genel olarak işletmelerin pazarlama stratejileri içerisinde demografik unsurlar fazlası ile ön plana çıkmakta ve işletmelerin yol haritalarına dair belirleyici birer etken olmaktadır. Bu unsurlar içerisinde yer alan tüm taraflar işletmelerin hangi ürünü, ne şekilde ve ne miktarda üretmeleri gerektiğine, en önemlisi bunu kime satacaklarına dair detaylı bir bilgi vermektedir.

Bunun önemli olduğu alanlardan bir diğeri de gayrimenkul sektörüdür. Demografik anlamda bir çevrenin sahip olduğu özellikler, mutlak olarak gayrimenkul sahibi olunmak istense dahi bunun ne şekilde ve ne miktarda olması gerektiğine dair bilgi vermektedir. Öğrenci, çalışan insan sayıları, aylık gelir düzeyleri, hane halkının nüfusu ve yaş gibi birçok önemli unsur gayrimenkul edinimi konusunda işletmelerin adımlarına yön vermektedir. Özellikle çevrenin gayrimenkule yatırım mı yoksa yaşam amaçlı baktığı, kullanım şeklinin ne olduğu ve en önemlisi bütçelerinin ne düzeyde olduğu konusunda işletmeler fikir sahibi olmaya ve buna uygun gayrimenkul ürünleri piyasaya sunmaya çalışmaktadırlar.¹⁵⁶

Gelir dağılımı ile birlikte nüfusun mevcut durumu gayrimenkul satın alım miktarı ve hangi çeşit gayrimenkul ediminin yoğun olduğu bilgileri sektörün üreticilerinin dikkate aldığı hususlar arasında bulunmaktadır ve genel olarak, gayrimenkul sektörü içerisinde yer alan işletmeler, bir konut projesi ya da toplu konut projesi tasarlarlarken bölgesel ihtiyaç ve beklentileri göz ardı etme lüksüne sahip değildir. Sürecin içerisinde

¹⁵⁵ Özgür ÇENGEL, “Gayrimenkul Sektöründe Modern Pazarlama Teknikleri Ve Güncel Uygulamalar”, **İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Yıl: 5, Sayı: 9, Bahar 2006/1, s.130.

¹⁵⁶ Yonca ÇİKLER, **Emlak Sektöründe Pazarlama Planının Değerlendirilmesi ve Alternatif Pazar Araştırması Sistematigi Önerisi**, İstanbul: İstanbul Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, 2008. s.24-25.

önemli olan nokta, hem bireysel hem de toplu yaşam anlamında vatandaşların neye ihtiyaç duyduklarına göre bir adım atmaktır.

Aslında gayrimenkul konusunda belki de en önemli demografik yapı etkeni nüfustur. Mevcut nüfus yapısı bir yerleşim yerinin göç alma kapasitesi üzerindeki gayrimenkul yatırımlarının miktar ve şeklini etkilemektedir. Buna göre bir yerleşim yerinin nüfus yapısının tüm değişkenleri ve yönlendiricileri gayrimenkul piyasasının da belirleyici unsurlarından biri olmaktadır.¹⁵⁷

Bu vesile ile aşağıda sözü geçen unsurların incelenmesi gerekmektedir:

- Nüfus Artış Hızı,
- Büyük Şehirlere Göç ve Kentleşme,
- Jeopolitik Sebeplerden Kaynaklanan Dış Göç,
- Gelişme Potansiyeli ve Dinamiklerin Varlığı,
- Değişen Aile Yapısı,
- Kentsel Dönüşüm Süreci,
- Altyapı Projeleri.

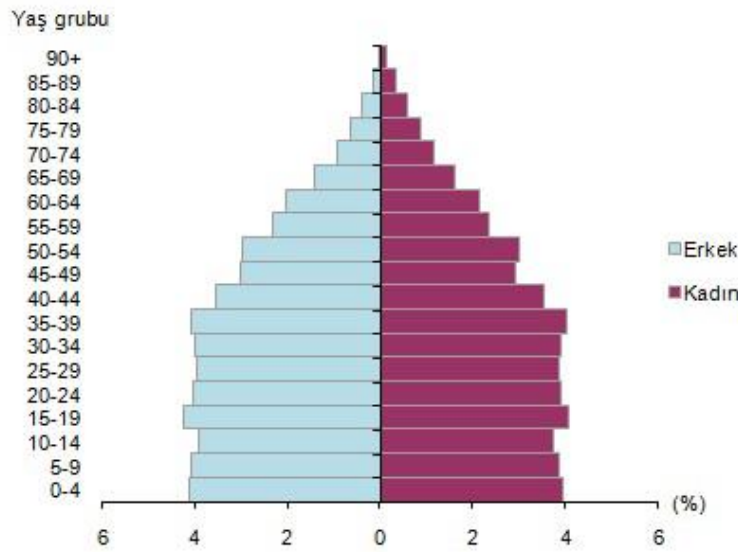
3.4.1.1. Nüfus Artış Hızı

Türkiye hızlı değişen demografik yapısı ile gayrimenkul sektörü de dahil olmak üzere ülkenin bütün sektörlerinde bir karar mekanizması olarak işlev görmektedir. Çoğu sektör üretim kararı alırken veya hizmet geliştirirken değişen nüfus profilini ve demografik yapıyı göz önünde bulundurmak zorundadır. Özellikle gayrimenkul sektörü de bu durumdan etkilenen sektörlerin başında gelmektedir. Nüfus yoğunluğunun fazla olduğu ve hızlı arttığı bölgelerde yalnızca barınma işlevinin sağlanabilmesi amacıyla

¹⁵⁷ COŞKUN, Türkiye’de Konut Finansmanı Sorunlar ve Çözüm Önerileri, ss.25.

doğal bir konut talebi oluşmaktadır. Nüfus artışının önümüzdeki dönem provizyonları aynı zamanda gayrimenkul sektörünün geleceğinin nasıl şekilleneceği ile ilgili olarak bir gösterge niteliği görevi görmektedir.

TÜİK' in açıkladığı “Adrese Dayalı Nüfus Kayıt Sistemi 2016 Sonuçları”na göre; 2015 yılı itibarıyla 78 milyon 741 bin 53 kişi olan Türkiye nüfusu, 1 milyon 73 bin 818 kişilik artışla 2016 sonunda 79 milyon 814 bin 871 kişiye ulaşmıştır. Bununla birlikte yıllık nüfus artış hızı, 2015' te binde 13,4 iken, 2016' da binde 13,5' e yükselmiştir. Türkiye nüfusunun % 18,5' inin İstanbul' da ikamet ettiği ve 14 milyon 804 bin 116 kişiyle en çok nüfusa sahip il olduğu görülmektedir. İstanbul' u sırasıyla 5 milyon 346 bin 518 kişi ile Ankara, 4 milyon 223 bin 545 kişi ile İzmir, 2 milyon 901 bin 396 kişi ile Bursa takip etmektedir.¹⁵⁸

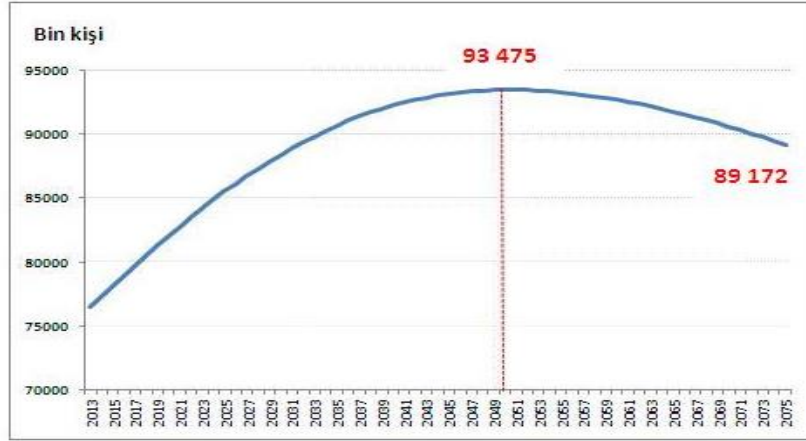


Şekil 43. Nüfus Piramidi, 2016

Kaynak: TÜİK, <http://www.tuik.gov.tr>, (31/01/2017)

¹⁵⁸ NTV, Türkiye' nin 2016 Yılındaki Nüfusu Belli Oldu, 31 Ocak 2017, <http://www.ntv.com.tr/turkiye/turkiyenin-2016-yilindaki-nufusu-belli-oldu,Okmns5MeIk-mi9ATH60iyA>, (31/01/2017).

Diğer taraftan 2016 yıl sonu itibari ile Türkiye nüfusun yoğunluğunun 30-40 yaş aralığında olduğu görülmektedir. Bu husus tüketim, yatırım ve üretim alanlarında ülke dinamikleri için itici bir güç oluşturmaktadır.



Şekil 44. Türkiye Nüfusu, 2013-2075

Kaynak: TÜİK, <http://www.tuik.gov.tr>, (24/01/2017)

Bu bağlamda sektörün gelecek tahminin yapılabilmesi ve nüfus artışının gayrimenkul sektörünü hangi vadede destekleyebileceğinin anlaşılabilmesi amacıyla Türkiye nüfusu projeksiyonları da incelenmesi gereken diğer bir gösterge olarak karşımıza çıkmaktadır.

TÜİK tarafından 2013 yılında açıklanmış nüfus projeksiyonu istatistiklerine göre Türkiye nüfusu 2023 yılında 84.247.088 kişi olacaktır ve 2050 yılına kadar yavaş bir artış göstererek en yüksek değerine 93.475.575 kişi ile 2050 yılında ulaşacaktır. 2050 yılından itibaren düşmeye başlaması tahmin edilen Türkiye nüfusu 2075 yılında 89.172.088 kişi olacaktır. 2023 yılında günümüzde olduğu gibi nüfusun en yoğun olduğu üç ilin sırasıyla İstanbul, Ankara ve İzmir olması beklenmektedir.¹⁵⁹

3.4.1.2. Büyük Şehirlere Göç ve Kentleşme

TÜİK' in 2016 yılı sonu itibari ile yapılan çalışmasına göre; il ve ilçe merkezlerinde ikamet edenlerin oranı 2015 yılında % 92,1 iken, bu oran 2016 yılında

¹⁵⁹ TÜİK, Nüfus Projeksiyonları 2013-2075, Haber Bülteni, 14 Şubat 2013, <http://www.tuik.gov.tr/PreHaberBultenleri.do?id=15844>, (24/01/2017), s.1.

%92,3'e yükselmiş ve belde ve köylerde yaşayanların oranı ise %7,7 seviyesinde bulunmaktadır. Yine 2016 yıl sonu değerlerine göre Türkiye nüfusunun % 18,5'inin İstanbul' da ikamet ettiği ve İstanbul' un 14 milyon 804 bin 116 kişi ile en çok nüfusa sahip olan il olduğu, İstanbul' u sırasıyla 5 milyon 346 bin 518 kişi ile Ankara, 4 milyon 223 bin 545 kişi ile İzmir, 2 milyon 901 bin 396 kişi ile Bursa' nın izlemekte olduğu görülmektedir.¹⁶⁰ Yukarıda bulunan istatistiklere dayanarak Türkiye' de büyük şehirlerin, özellikle İstanbul' un sürekli göç alması konut talebinin de sürekli devam edeceği yönünde yorumlanabilir.

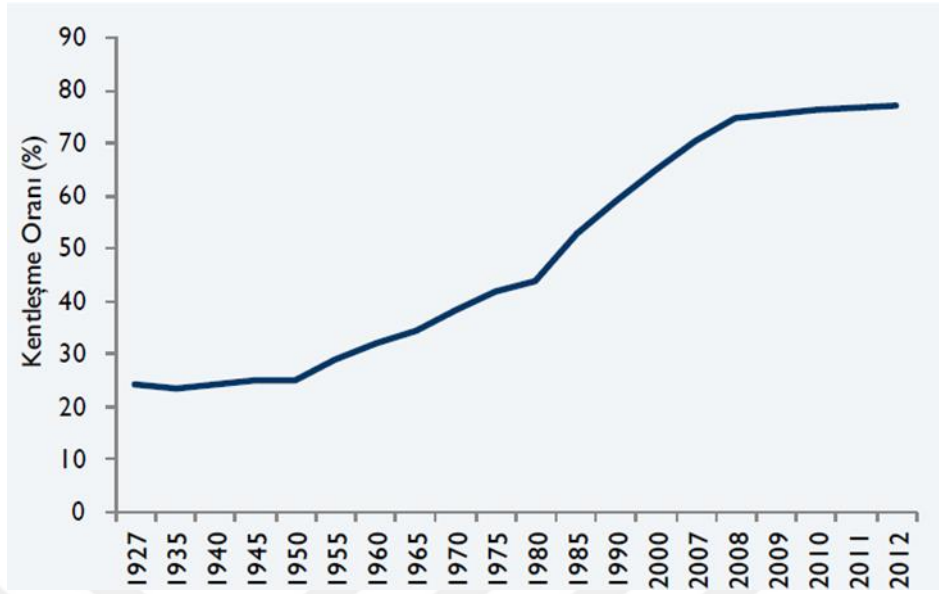
GYODER tarafından 2013 yılında yayınlanan "Türkiye Gayrimenkul Sektörü Temel Göstergeleri" raporuna istinaden Türkiye' de 2013 yılı kentleşme oranının % 78 civarında olduğu ve o dönemki nüfusun ise 60 milyon olduğu ifade edilmektedir. 2023 yılına kadar olan süreç içerisinde kırsal kesimlerden kente göçün artarak devam edeceği ve 2023 yılında bu oranın % 84'lerin üzerine çıkması beklenmektedir.¹⁶¹

Bununla birlikte 2015 yılında Birleşmiş Milletler tarafından yapılan bir araştırmaya göre 2014 yılında dünyada en fazla kentleşme oranına sahip bölgenin % 82 ile birlikte Kuzey Amerika olduğu, Avrupa' da ise bu oranın % 74 seviyesinde olduğu ifade edilmektedir. Diğer taraftan Türkiye için yapılan projeksiyonda 2000 yılında % 64,7 ve 2010 yılında % 70,7 olan kentleşme oranının 2050 yılında % 83,7 seviyesine ulaşacağı tahmin edilmektedir.¹⁶²

¹⁶⁰ TÜİK, Adrese Dayalı Nüfus Kayıt Sistemleri Sonuçları 2016, Haber Bülteni, 31 Ocak 2017, <http://www.tuik.gov.tr/PreHaberBultenleri.do?id=24638>, (31/01/2017), s.1.

¹⁶¹ GYODER, Türkiye Gayrimenkul Sektörü Temel Göstergeleri 2013, http://www.gyoder.org.tr/img/mc-content/20140620160700_2835temel_gostergeler_2013_1.pdf, (11/11/2016), s.24.

¹⁶² United Nations Department of Economic and Social Affairs/Population Division, World Urbanization Prospects: The 2014 Revision, 2015, <https://esa.un.org/unpd/wup/Publications/Files/WUP2014-Report.pdf>, (17/11/2016), s.xxi-209.



Şekil 45. Kentleşme Oranı

Kaynak: Cushman & Wakefield , <http://www.cushmanwakefield.com.tr>, (12/03/2016)

Türkiye'de son 85 yıl içerisinde kentleşme oranları incelendiğinde ise 1950'lerin başlarına kadar % 25 civarında seyreden kentleşme oranları, 1980 yılında % 40 ve 2000 yılında % 65'e yükselmiştir. Türkiye, 1980-2000 yılları arasında dünyada en yüksek kentleşme oranına sahip ülkeler arasında üçüncü sırada yer almıştır. 2012 itibariyle Türkiye'de kentleşme oranı % 77'ye ulaşmıştır.¹⁶³

Genç nüfusun sürekli olarak daha fazla iş istihdamı yaratan büyük şehirlere göç etmesi ve Türkiye nüfusunun yarısından fazlasının genç nüfustan oluşması gerçeğinin birlikte değerlendirmesi sonucuyla önümüzde bulunan 10-15 sene içerisinde inşaat sektöründe yaşanacak hareketlilik hiç kuşkusuz konut fiyatlarına yansıtacak ve konut fiyatlarında yapay- spekülasyon fiyat artışlarından farklı olarak doğal sebeplerden kaynaklı bir fiyat artışı yaşanmasına sebep olacaktır.

Türkiye'de 2014-2015 döneminde nüfusun % 3,45'i göç etmekle birlikte göç alan şehirler arasında ekonomik gelişmişliği, yaşam standartları ve iş imkanları daha yüksek olan büyük şehirler ilk sırada gelmiş, bu illerin başında her zaman olduğu gibi İstanbul

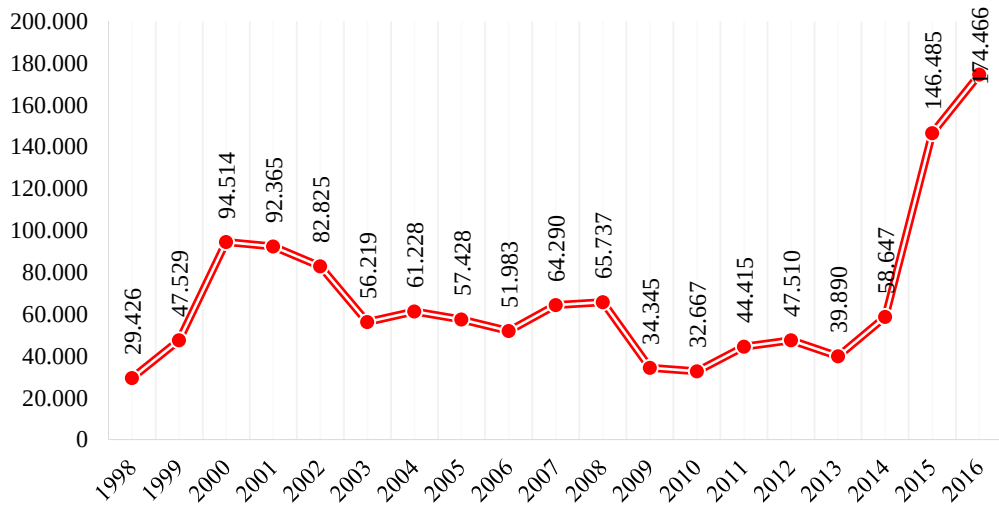
¹⁶³ Cushman and Wakefield, Kentsel Dönüşüm Türkiye Araştırma Raporu, Haziran 2014, <http://www.cushmanwakefield.com.tr/tr-tr/research-and-insight/turkey/turkey-urban-regeneration/>, (12/03/2016), s. 2.

bulunmaktadır ve İstanbul'u sırasıyla Ankara, İzmir, Antalya, Bursa ve Kocaeli takip etmektedir.¹⁶⁴

Özellikle İstanbul'daki bitmeyen nüfus patlamasının iki kaynağı bulunmaktadır. Birincisi ve üçte iki ağırlığı olan içe göç, üçte bir ağırlığı olan da doğal nüfus artışıdır.¹⁶⁵ Bu bilgilerden hareketle nüfus artışının en büyük sebebinin doğum oranlarında artıştan ziyade metropol şehirlere yaşanan göç kaynaklı olduğu görülmektedir.

3.4.1.3. Jeopolitik Sebeplerden Kaynaklı Dış Göç

Türkiye’ de yaşanan dış göçün temelinde dünyada yaşanan siyasi krizler, Türkiye’ ye komşu ülkelerde süregelen savaş ortamı ve Orta Doğu ülkelerinde yaklaşık son 10 senedir yaşanan siyasi çatışmalardan ortaya çıkan kaos ortamı yatmaktadır. Bu bağlamda Türkiye’ ye dış kaynaklı göçlerin son 15 sene içerisinde yoğunlaştığı ve geçtiğimiz 3-4 sene içerisinde hızlanarak arttığını söylemek mümkündür. Bu durum gayrimenkul sektörünü, özellikle göç alan illerdeki gayrimenkul piyasasını yüksek oranda etkilemektedir.



Grafik 6. Yıllara Göre Düzensiz Göçmen Sayısı

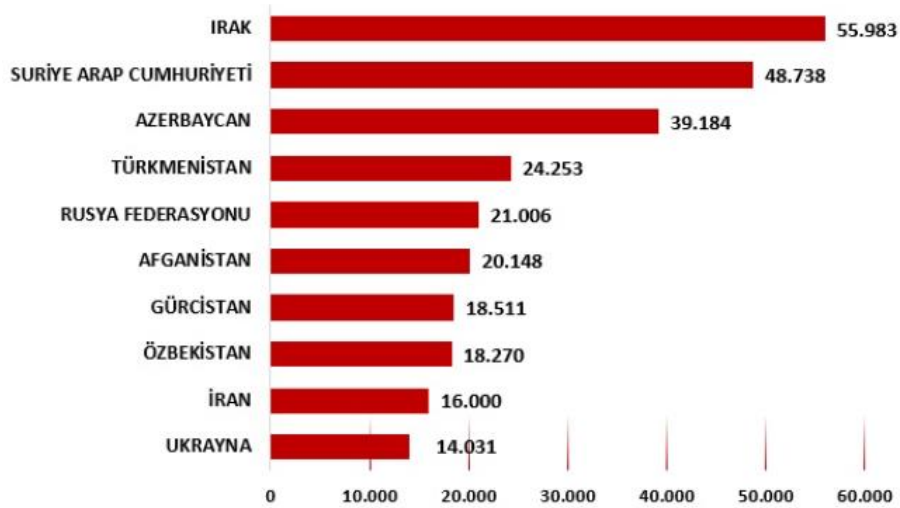
Kaynak: T.C. İçişleri Bakanlığı Göç İdaresi Genel Müdürlüğü, <http://www.goc.gov.tr>, (23/04/2017)

¹⁶⁴ HT Ekonomi, En Fazla Göç Alan Şehir Yine İstanbul, 22 Şubat 2016, <http://www.haberturk.com/ekonomi/is-yasam/haber/1199281-en-fazla-goc-alan-sehir-yine-istanbul>, (15/03/2016).

¹⁶⁵ Suat SARI, Nakil İlmuhaberini Uygulayacak Bir Cesur Yürek Aranıyor, *İstanbul Ticaret Odası Yayını*, 10 Mayıs 2013, <http://www.ito.org.tr/itoyayin/SY0083085.pdf>, (09/04/2016), s.8.

Türkiye’ de 1998 yılından 2014 yılına kadar yurt dışı kaynaklı göç düzensiz bir dalgalanma içinde hareket etmekle birlikte 2014 yılından itibaren oldukça hızlı bir oranda artmış ve 2016 yılında da artış hızında düşüşle birlikte yükselişini sürdürmüştür. Daha önce ifade edildiği üzere düzensiz göçün en büyük sebebi Türkiye’ ye sınır ülkelerde yaşanan iç savaş ortamının oluşturduğu gelişmelerdir. Diğer taraftan çoğunlukla Türkmenistan ve Özbekistan başta olmak üzere Türk ülkelerinden bir meslek sahibi olmayan, nitelikli işler dışında çalışmak maksadıyla Türkiye’ ye göç eden belli bir nüfusun varlığı da göze çarpmaktadır.

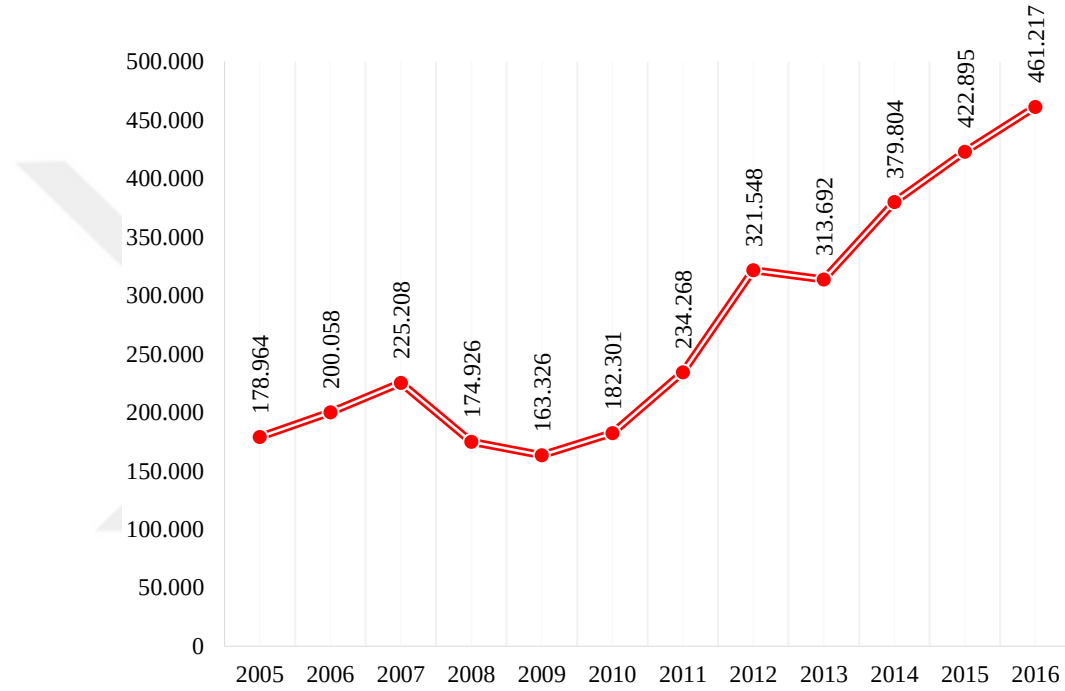
Yaşanan bu gelişmelerle birlikte düzensiz göçmen nüfusu, konut sektöründe bir talep oluşumuna sebep olmuş, özellikle konut piyasasının kiralama faaliyetlerinde bu durumun etkisi kısa vadede açığa çıkmıştır. Bununla birlikte Türkiye’ nin bazı bölgeleri yoğun dış göç akımına halen maruz kalmaktadır ve bu bölgelerde gayrimenkul piyasasında yaşanan hareketlilik konut fiyatlarını etkilemeye devam etmektedir. Bu süreçte yasadışı göçün yüksek boyutlara ulaştığı görülse de gayrimenkul sektörü açısından doğru bir analiz yapabilmek için Türkiye’ de yasal olarak ikamet izni almış yabancı sayılarına da bakmak faydalı olacaktır.



Şekil 46. 2016 Yılında İkamet İzni Alan Yabancılar İlk On Ülke

Kaynak: T.C. İçişleri Bakanlığı Göç İdaresi Genel Müdürlüğü, <http://www.goc.gov.tr>, (12/04/2017)

2016 yılında ikamet izni alan yabancılarda ilk on ülkenin ilk üç sırasında Irak, Suriye ve Azerbaycan bulunmaktadır. Suriye ve Irak’ da yaşanan siyasi konjonktürün olumsuzluğunu sürdürmesi ile birlikte Türkiye’ ye yönelik göçmen sayısında yüksek artış görülmektedir. Önümüzdeki dönemlerde de Orta Doğu bölgesinde yaşanan siyasi riskler ve savaş ortamı devam ettiği sürece Türkiye’ ye olan göçmen akımının devam edeceği öngörülmektedir.



Grafik 7. Yıllara Göre İkamet İzni Alan Yabancı Sayısı
Kaynak: T.C. İçişleri Bakanlığı Göç İdaresi Genel Müdürlüğü, <http://www.goc.gov.tr>, (12/04/2017)

Diğer taraftan son 10 senedir Türkiye’de ikamet izni alan yabancı sayısı 3 milyonun üzerine çıkmıştır. Özellikle son beş senedir bu rakamın hızlanarak arttığı görülmektedir. Sonuç olarak, jeopolitik risklerin artışıyla görülen dış göçün gayrimenkul sektöründe etkisi genellikle konut kiralama şeklinde ortaya çıkmakla birlikte, gayrimenkul ediminin yatırım amacıyla değil barınma işlevi amacıyla yapıldığı anlaşılmaktadır. Bununla birlikte gayrimenkul piyasasının bu sebepler dolayısı ile aktif pazar niteliğini korumasıyla yatırım anlamında da sektörü cazip konuma taşımaktadır.

3.4.1.4. Gelişme Potansiyeli ve Dinamiklerin Varlığı

Dış göçün sebeplerinden biri olarak görülen diğer bir husus da Türkiye’de son 10 yılda gerek ekonomik alanda gerek gelişme potansiyeli anlamında yaşanan değişimlerdir. Türkiye’ de ve özellikle İstanbul’ da gerçekleşen büyük altyapı yatırımları, ticari hayatın canlılığı ve kültürel ve tarihi geçmişin varlığı yatırımcıların ilgisini çekmekle birlikte gayrimenkul yatırımlarında da aktif bir piyasa oluşmasına imkan tanımaktadır.

İstanbul’un yeni küresel oluşumda finans merkezlerinden biri olarak kabul göreceği çeşitli araştırmacılar tarafından savunulmaktadır. Bu durumun en büyük sebeplerinden biri Türkiye’ nin gelişmekte olan bir ülke olduğu, potansiyeli ve dinamikleriyle birlikte yatırımcılar için cazip fırsatlar sunmasından kaynaklanmaktadır. Gerek Avrupa ülkelerinde gerek ABD’ de gayrimenkul yatırımlarının doygunluğa ulaştığı ve yeni potansiyeller oluşturmaya noktasında tıkanıp bir gerçektir. Bu nedenle kar amacı güden gayrimenkul yatırımcıları Euro Bölgesi ülkelerinde ve ABD’de istedikleri kar realizasyonunu gerçekleştirememektedirler. Özellikle İstanbul’da yalnızca konut yatırımlarında değil, ticari gayrimenkul ve buna bağlı diğer yatırımların artması yabancı yatırımcıların ilgisinin daha da artmasına sebep olmuştur.

Price Water House Coopers (PWC) Emerging Trends in Real Estate in Europe 2016 raporuna göre; İstanbul yatırım gelişimi bakımından Avrupa ülkeleri arasında sıralandığında 14. sırada yer almaktadır ve yatırım açısından 3.58 puanla, gelişim açısından ise 3.63 puanla değerlendirilmiştir.

	Investment	Development
1 Berlin	4.13	4.05
2 Hamburg	3.92	3.78
3 Dublin	3.86	3.70
4 Madrid	3.84	3.39
5 Copenhagen	3.76	3.71
6 Birmingham	3.75	3.53
7 Lisbon	3.72	3.06
8 Milan	3.69	3.22
9 Amsterdam	3.66	3.13
10 Munich	3.65	3.80
11 Stockholm	3.64	3.75
12 Barcelona	3.63	3.08
13 Budapest	3.59	2.76
14 Istanbul	3.58	3.63
15 London	3.55	3.39
16 Helsinki	3.55	2.96
17 Warsaw	3.53	3.06
18 Edinburgh	3.53	3.47
19 Prague	3.48	3.07
20 Frankfurt	3.46	3.41
21 Brussels	3.44	3.03
22 Paris	3.44	3.16
23 Vienna	3.44	3.45
24 Zurich	3.38	2.92
25 Rome	3.29	3.08
26 Lyon	3.24	3.10
27 Athens	2.76	1.76
28 Moscow	2.75	2.44

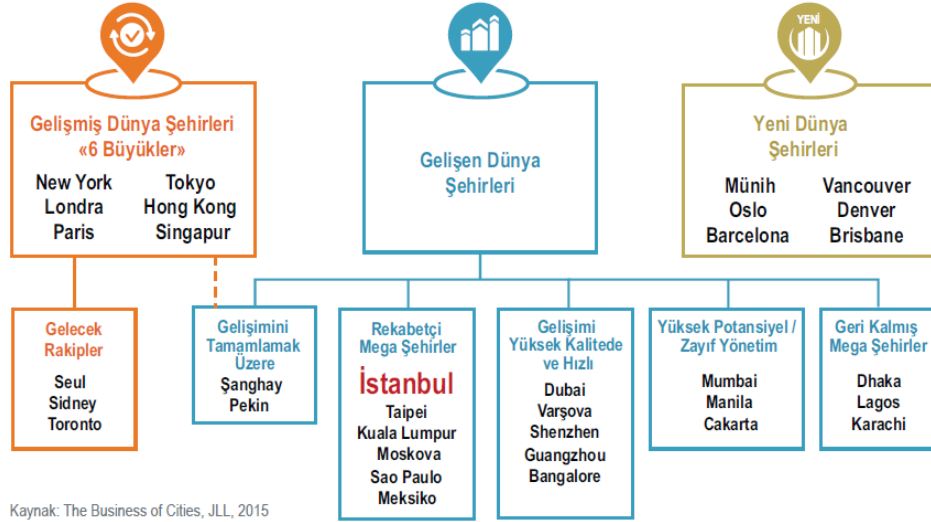
● Good = above 3.5
● Fair = 2.5-3.5
● Poor = 1 to 2.5

Şekil 47. Gelecek Yatırım ve Gelişme Beklentileri-Investment and Development Prospects*

Kaynak: PwC Türkiye: Denetim, Vergi ve Danışmanlık Hizmetleri <http://www.pwc.com.tr>, (24/03/2017)

* 3,5 üstü iyi, 2,5-3,5 aralığı orta, 1 ve 2,5 aralığı ise zayıf olarak derecelendirilmiştir. 1 çok zayıf 5 ise mükemmel olarak değerlendirilmektedir.

İstanbul arka planda yükselen jeopolitik risklere rağmen, yüksek potansiyele sahip olmasıyla birlikte gelişen bir dünya şehri olma konusunda ilerlemektedir. Özellikle tüketimin iç pazarı desteklemesi, demografik profilin oldukça canlı ve genç nüfus tarafından şekillendirilmesi, ticari hizmetlerde teknoloji desteğiyle birlikte büyüme İstanbul'un dünya şehirleri arasında güçlü bir metropol olması tezini desteklemektedir.



Şekil 48. Şehirlerin Yeni Dünya Düzeninde İstanbul

Kaynak: JLL, <http://www.jll.com.tr/turkey>, (26/02/2017)

İstanbul'un bir dünya şehrine dönüşümünde ise gerek jeopolitik riskler gerek kaynak sıkıntısı ve yeni yatırımların teknoloji ile entegre edilememesi sebebiyle birçok zorlukla karşılaşacağı görülmektedir. Bu bağlamda bazı ana önceliklere odaklanması zaruri hale gelmiş bulunmaktadır. Bu öncelikler şu şekilde sıralanabilir:

- Gelişmiş dünya şehirlerinde 20-25 sene boyunca uygulandığı gibi, sağlam ve uygulanabilirliği olan uzun vadeli planlar gerekliliği,
- Ekonomik büyümenin çekim merkezini, İstanbul Finans Merkezi gibi yeni gelişmekte olan merkezlere kaydırmak ve birden fazla merkezi iş alanı ile fazla sayıda merkeze sahip metropol gelişimi sağlamak,
- Yüksek değerli yatırımlara devam edilmesi,
- Toplu taşıma kapasitesini ve ağına arttırmak,
- Üçüncü havalimanının gelişim için yeni bir alan yaratması ve bununla birlikte lojistik sistemini en uygun hale taşımak,

- İstanbul'un zengin kentsel ve ticari ağlarının şehrin kültürel ve tarihi yapısıyla entegre edilerek yeni bir genişleme politikası uygulamak.¹⁶⁶

3.4.1.5. Değişen Aile Yapısı

Sanayileşme ve sonrasında bilgi toplumuna doğru evrilen dünyamızda iş hayatı geleneksel toplumlardaki aile içi üretim tarzından dış mekanlardaki iş yerlerine taşınmıştır. Tarım toplumundan sanayi toplumuna doğru bu hızlı değişim sürecinde kadının çalışma hayatına katılımı da bu duruma paralel olarak gelişmeye başlamıştır ve bu süreç aile yapısında değişikliklere neden olmuştur.¹⁶⁷

TÜİK istatistiklerine göre ilk evliliğini 2016 yılında yapmış olan kadınların ortalama evlenme yaşı 24 iken, bu yaş erkeklerde 27,1 olmuştur. 2001 yılı verilerinde ise ortalama ilk evlenme yaşı kadınlar için 22,2 iken erkekler için 25,5 olarak gerçekleşmiştir.

2015 yılı istatistiklerine göre 15 yaş üstü kadınların işgücüne katılım oranı %31,5 seviyesinde gerçekleşmiştir. 2012 yılında ise işgücüne katılım oranının kadınlarda % 29,5 oranındadır.

Buradan hareketle kadınların çalışma hayatında bulunması evlenme yaşını daha ileriki yaşlara taşıdığı gözlemlenmekte ve sosyoekonomik bağımsızlık ile birlikte kadın bireylerin aileden ayrı bir yaşam sınırı oluşturma isteği gayrimenkul sektöründe doğal bir talep oluşmasına sebep olacaktır. Süreç içerisinde kadınlarda evlenme yaşının ilerlemesi ve işgücüne katılımın artması ile aile yapısında daha hızlı bir dönüşümün içine girileceği anlaşılmaktadır. Bu bağlamda değişen aile yapısının özellikle 2. el konut ve konut kiralama piyasasına etkileri kısa vadede görülecektir.

¹⁶⁶ JLL, Dünya Sahnesinde İstanbul, <http://www.jll.com.tr/turkey/tr-tr/arastirma/dunya-sahnesinde-istanbul/>, 2016, (26/02/2017), s.1-4.

¹⁶⁷ Fatma YAŞAR EKİCİ, "Türk Aile Yapısının Değişim ve Dönüşümü ve Bu Değişim ve Dönüşüme Etki Eden Unsurların Değerlendirilmesi", [Elektronik Versiyon] *The Journal of Academic Social Science Studies*, Winter I 2014, http://www.jasstudies.com/Makaleler/1577589038_12-Yrd.%20Do%c3%a7.%20Dr.%20Fatma%20YA%c5%9eAR%20EK%c4%b0C%c4%b0.pdf, (09/10/2016), s.219.

Hanehalkı tipleri	Toplam hanehalkı içindeki oranı (%)		
	2014	2015	2016
Tek kişilik hanehalkı	13,9	14,4	14,9
Çekirdek aileden oluşan hanehalkı	67,4	66,9	66,4
Sadece eşlerden oluşan çekirdek aile	14,1	14,3	14,2
Eş ve çocuklardan oluşan çekirdek aile	45,7	44,8	44,0
Yalnız ebeveyn ve çocuklardan oluşan çekirdek aile	7,6	7,8	8,2
Baba ve çocuklardan oluşan çekirdek aile	1,5	1,6	1,7
Anne ve çocuklardan oluşan çekirdek aile	6,1	6,2	6,5
Geniş aileden oluşan hanehalkı	16,7	16,5	16,3
Çekirdek aile bulunmayan hanehalkı	2,1	2,2	2,4

Şekil 49. Hanehalkı Tiplerine Göre Hanehalkı Oranı, 2014-2016

Kaynak: TÜİK, <http://www.tuik.gov.tr>, (17/08/2017)

Değişen aile yapısında dikkate değer bir husus da geleneksel geniş aile yapısının terkedilip çekirdek aile yapılarının oluşmaya başlamasıdır. 2011 yılında tek kişilik hanelerin toplam hane halkı içinde oranı %7,9 iken bu oran 2016 yılı sonunda % 14,9’a çıkmıştır. Hane halkında görülmekte olan bu hızlı değişim konut piyasasını en çok tetikleyen unsurların başında gelmektedir.

3.4.1.6. Kentsel Dönüşüm Süreci

1999 yılında yaşanan büyük Marmara Depremi sonrasında izinsiz ve riskli binaların dönüşümü bir zaruret haline gelmiştir ve bununla ilgili olarak Mayıs 2012’ de “Afet Riski Altındaki Alanların Yenilenmesi” hususunda bir yasa hazırlanmıştır. Yasanın uygulanmaya başlamasıyla birlikte Türkiye’ nin çeşitli illerinde kentsel dönüşüm çalışmaları başlamıştır.

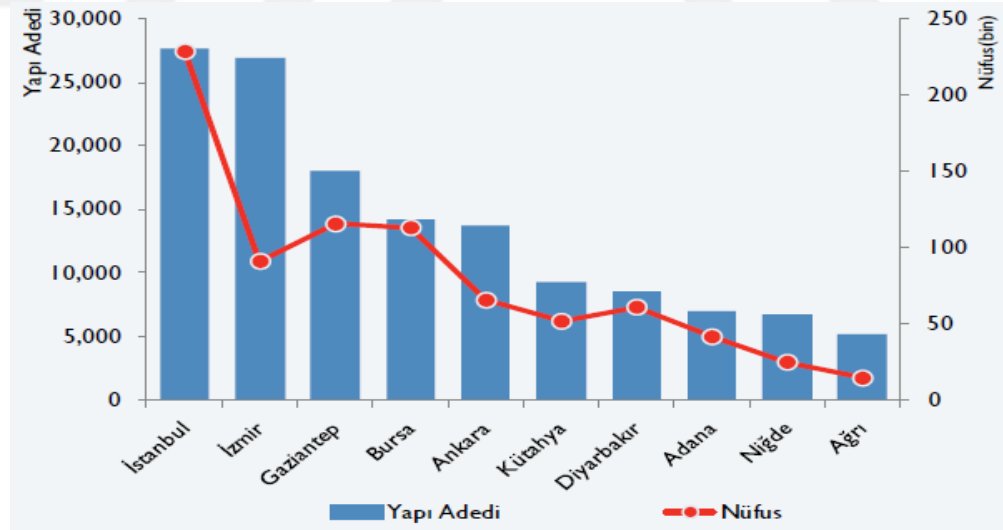
Deprem riskiyle birlikte özellikle büyük şehirlere devam eden göç, hızlı nüfus artışı ve kentleşme olguları bu sürecin daha da hızlandırılmasına sebebiyet vermiş ve sağlıksız, riskli yapıların dönüştürülmesi, var olan izinsiz yapı stokunun yıkılıp yeni mevzuatlara uygun şekilde inşa edilmesi kentsel dönüşüm projelerinin ana alanını oluşturmaktadır.

1900 yılından bu yana Türkiye’ de yaşanan büyük depremler incelendiğinde kentsel dönüşümün bir zaruret olduğu ve ciddi mal ve can kayıpların önüne geçmek amacıyla deprem yönetmeliklerine uygun olmayan ve ekonomik ömrünü tamamlamış binaların yenilenmesi gerekliliği görülmektedir.

Tablo 7. 1900’den Bu Yana Yaşanan En Büyük Depremler

Yer	Yıl	Can Kaybı	Ağır Hasarlı Bina
Erzincan	1939	32.962	116.720
Gölcük Kocaeli	1999	17.408	66.441
Düzce Bolu	1999	845	15.389
Van	2011	604	12.236

Kaynak: TMMOB Makine Mühendisleri Odası, <http://www.mmo.org.tr>, (09/01/2017)



Şekil 50. En Önemli 10 Risk Alanı- Şehirlere Göre, 2015

Kaynak: Cushman & Wakefield , <http://www.cushmanwakefield.com.tr>, (12/03/2016)

Cushman & Wakefield ‘Kentsel Dönüşüm Türkiye’ isimli araştırma raporuna göre; kentsel dönüşüm projelerinin Türkiye’de inşaat ve gayrimenkul sektörlerinde itici

güç yaratması hem ulusal hem yabancı yatırımcıları çekmesi beklenmekte ve bu projelerin büyüklüğü göz önüne alındığında finansmanın yetersiz kalması, kaynak bulma konusunda ortaya çıkan yetersizlikler alternatif finansman araçlarının çeşitlendirilmesine ihtiyaç duyulmasına sebep olmaktadır.¹⁶⁸

Özet olarak, gerek kamu tarafından takip edilen ve gerek özel sektör tarafından faaliyetlerin devam ettiği kentsel dönüşüm projeleri ile inşaat sektörü faaliyetlerinde yaşanabilecek herhangi bir daralmanın önüne geçileceği tahmin edilmektedir. Yaklaşık 7 milyon konutun kentsel dönüşüm kapsamında bulunduğu ve yıkılıp yeniden yapılması göz önünde bulundurulduğunda sektörün canlılığını koruması beklenmektedir.

3.4.1.7. Altyapı Projeleri

Gayrimenkul sektörüne katma değer yaratan en büyük faktörlerden biri de kuşkusuz gerçekleştirilen altyapı yatırımlarıdır. Özellikle bir dünya finans merkezi olmaya aday olan İstanbul ili yapılan altyapı yatırımlarıyla gayrimenkul fiyatlarını etkileyen en önemli unsur olarak karşımıza çıkmaktadır.

Türkiye’ de en önemli ve en dinamik gayrimenkul pazarı olarak görülmekte olan İstanbul ayrıca sahip olduğu lokasyon itibari ile gerek ticari anlamda gerek lojistik anlamda diğer üretim ve tüketim alanlarında da en aktif pazar payına sahip şehir olarak görülmektedir. İstanbul’da devam etmekte ve tamamlanmış olan projelerin parasal büyüklüklerine bakıldığında ilk beş sırada bulunan projelerin sırasıyla 3. Havalimanı, Kanal İstanbul, Avrasya Tüneli, 3. Köprü-Kuzey Marmara Otoyolu ve İstanbul Finans Merkezi’nden oluştuğu görülmektedir. Söz konusu projelerin tamamlanmasıyla birlikte lokasyon bazlı olarak gayrimenkul fiyatlarında büyük çapta değişikliklerin yaşandığı gözlemlenmiştir. Bununla birlikte yalnızca lokasyon olarak değil, İstanbul ölçeğinde de gayrimenkul fiyatlarında yukarı yönlü değişimlerin yaşanılması kaçınılmazdır.

¹⁶⁸ Cushman and Wakefield, Kentsel Dönüşüm Türkiye Araştırma Raporu, Haziran 2014, <http://www.cushmanwakefield.com.tr/tr-tr/research-and-insight/turkey/turkey-urban-regeneration/>, (12/03/2016), s. 1.

Tablo 8. İstanbul’da Yapılan Bazı Projelerin Büyüklükleri

Proje Adı	Bütçe	Proje Modeli	Güncel Durumu
3.Köprü (Kuzey Marmara Otoyolu Dahil)	4,5 Milyar TL	Yap İşlet Devret	Kullanımda
3. Havalimanı	10,3 Milyar Euro Maliyet, 22,2 Milyar Euro İhale Bedeli	Yap İşlet Devret	İnşaatı Sürmekte
İstanbul Finans Merkezi-Ataşehir	4,5 Milyar TL		İnşaatı Sürmekte
Avrasya Tüneli	1,3 Milyar USD	Yap İşlet Devret	Kullanımda
Kanal İstanbul	5,5 Milyar USD		Güzergah Çalışması

Kaynak: Emlak Konut, <http://www.emlakkonut.com.tr/tr-TR>, (10/09/2016)

3.4.1.7.1. Üçüncü Köprü

İstanbul’da mevcut süreçte yer alan ve iki kıtayı birbirine bağlayan iki köprünün yanına eklenen “Yavuz Sultan Selim Köprüsü” olarak adlandırılan üçüncü köprü, bulunduğu bölge itibari ile şehrin hem Anadolu hem de Avrupa yakasındaki gayrimenkul alanlarının değerini yükseltmiştir. Köprünün inşaatı süre zarfı öncesinde dahi bu yükselişin varlığı görülmüş ve köprünün 2016 yılı içerisinde tamamlanması ile bu yükseliş büyük bir ivme kazanmıştır.

Köprünün Anadolu Yakası’ndaki geçiş yolu üzerinde bulunan Ümraniye-Çekmeköy güzergahı, Beykoz, Sancaktepe ve Sultanbeyli bölgelerinde, üçüncü köprünün de etkisi ile metrekare fiyatlarında ortalama % 50’nin üzerinde bir artış gerçekleşmiştir. Yine köprünün Avrupa Yakası’ndaki geçiş yolu üzerinde bulunan Zekeriyaköy, Göktürk-Kemerburgaz güzergahı, Basın Ekspres ve Başakşehir bölgelerinde, üçüncü köprünün de etkisi ile metrekare fiyatlarında ortalama % 40’ın üzerinde bir artış söz konusu olmuştur.¹⁶⁹

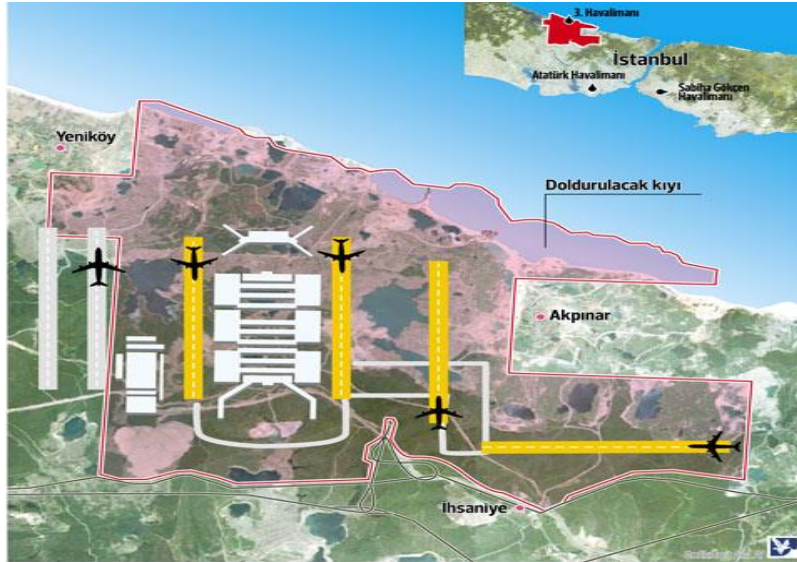
¹⁶⁹ İsmail ŞAHİN, “Üçüncü Köprü İle Yıldızı Parlayan Bölgeler”, *Sözcü Gazetesi*, 30 Ağustos 2016, <http://www.sozcu.com.tr/2016/emlak/ucuncu-kopru-ile-yildizi-parlayan-bolgeler-1371230>, (10/10/2016).

Yavuz Sultan Selim Köprüsü, her ne kadar lokasyon olarak İstanbul’da yaşamın aktif olarak devam etmediği, trafiğin yoğun olmadığı ve şehir dışı seyahatler dışında fazla tercih edilmeyen bir güzergah üzerinde konuşlandırılmış olsa da üçüncü köprünün İstanbul açısından temel avantajı, şehrin gün içerisinde aktif olan trafik yoğunluğunun belirli bir bölümünün bu noktaya aktarılmış olmasıdır.

Bunun yanı sıra İstanbul’un hızla artan nüfusuna paralel olarak yeni yaşam alanlarının inşası süre zarfında, üçüncü köprünün varlığı son derece büyük bir önem taşımakta ve karşılıklı olarak Anadolu ve Avrupa yakalarında yaşayan vatandaşların lokasyon değişikliklerinde avantajlar sağlaması beklenmektedir. Bu vesile ile de köprünün bulunduğu yer itibari ile her iki yakada da gayrimenkul fiyatlarının hızlı artışı mevcut gayrimenkul piyasasının kazandığı getirilerinden biri olarak görülebilir.

3.4.1.7.2. Üçüncü Havalimanı

Ulaşım açısından İstanbul’da önemli olarak nitelendirilebilecek olan projelerden bir diğeri de yapımı halen devam eden üçüncü havalimanıdır. 2018 yılında ilk hizmet alanının hizmete girmesi planlanan üçüncü havalimanı için halen çalışmalar sürmektedir.



Şekil 51. 3. Havalimanı

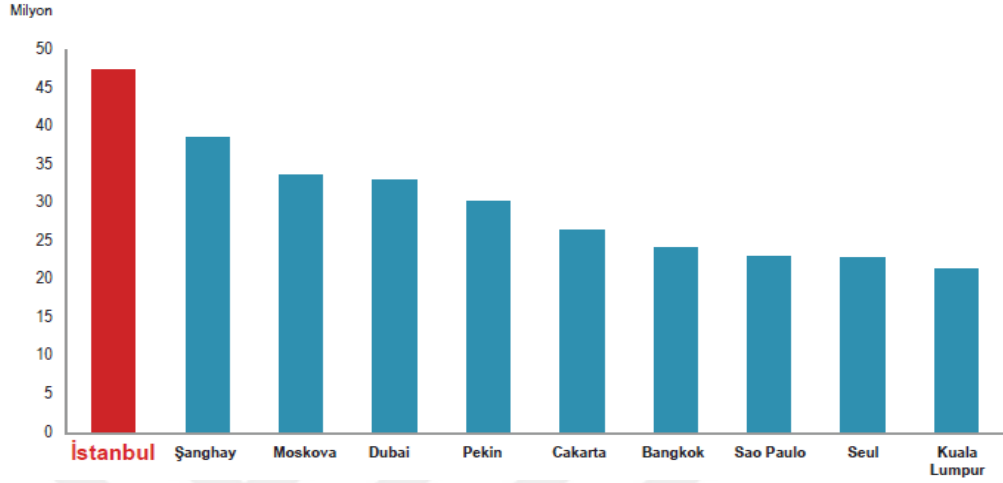
Kaynak: <http://megaprojeleristanbul.com/#>, (27/11/2016)

Üçüncü havalimanının gayrimenkul fiyatları üzerindeki etkisi de tıpkı üçüncü köprününki gibi olmuş ve yatırımcıların bakış açısını doğrudan etkilemiştir. İstanbul'un Avrupa Yakası'nda, Karadeniz sahiline yakın olarak, Terkos Gölü civarında ve Arnavutköy-Göktürk-Çatalca kavşağında konuşlandırılması planlanan havalimanı bu bölgedeki gayrimenkul fiyatlarını doğrudan etkilemiştir. Bölgeye, havalimanının inşaatı ile birlikte gerçekleştirilmesi düşünülen toplu taşıma ağının genişletilmesi projesi de gayrimenkul sahibi ve yatırımcıları için, ellerindeki gayrimenkullerin değerlendirilmesi adına önemli ve pozitif bir etki yapmıştır. Söz konusu etkinin rakamsal boyutu ele alındığında, söz konusu projelerin dillendirilmesi ve bir kısmının dahi uygulamaya konması ile birlikte gayrimenkul fiyatlarında % 30 ile % 50 arasında, bölgesine göre değişen bir artışın yaşandığı dile getirilmektedir. Bunun yanı sıra, üçüncü havalimanının kurulacağı alan ile birlikte yeni bir şehrin ve yaşam alanının kurulması söz konusu olurken bu şehirde de yaklaşık olarak dört milyon kişinin ikamet etmesi beklenmektedir ki bunun da bölgede kurulacak yeni şehir için doğrudan doğruya artan bir gayrimenkul değeri sağlayacağı muhtemeldir.¹⁷⁰

Sadece ulaşım açısından değil çevresine inşa edilecek olan yaşam alanı ile birlikte gerçek anlamda bir şehre dönüşecek olan üçüncü havalimanı mevki, dolayısı ile bölgede hem iş açısından hem de yaşam açısından bulunmak isteyenler adına önemli bir mecra oluşturacaktır. Bu nedenle, sadece havalimanının inşaatı sırasında bile ciddi anlamda bir gayrimenkul fiyat artışı söz konusu olmuştur. İlerleyen süre zarfında, havalimanı etrafında konuşlandırılacak olan çeşitli alanlar da göz önünde bulundurulacak olursa, var olan veya üzerinde bina inşaatı bulunmayan gayrimenkullerin son derece yüksek rakamlarla alıcı bulması piyasa şartları açısından doğaldır.

¹⁷⁰ Gazete Vatan, 3. Havalimanı Bölgedeki Arsa Fiyatlarını Arttırdı, 22 Haziran 2016, <http://www.gazetevatan.com/3-havalimani-bolgedeki-arsa-fiyatlarini-artirdi-959087-ekonomi/>, (22/06/2016).

Diğer taraftan 3.Havalimanı yapımı ile birlikte oluşturulması planlanan “İki Yeni Şehir” den Avrupa kıtasında konuşlanacak olan şehrin aşamalarının tamamlanmaya başlandığı da ifade edilebilir.



Şekil 52. Dünyanın En Hızlı Büyüyen Hava yolu Aktarma Merkezi, Hava Taşımacılığı Yolcu Sayısı Büyümesi, 2008-2014, İlk 10 Şehir

Kaynak: JLL, <http://www.jll.com.tr/turkey>, (26/02/2017)

Türkiye'nin jeopolitik konumu açısından değerlendirilecek olursa, özellikle İstanbul dünyanın en hızlı büyüyen hava yolu merkezlerinden biri olarak kabul edilmektedir ve var olan iki havaalanının yetersizliği hava taşımacılığı yolcu sayısı büyümesi açısından da İstanbul' da yeni bir havalimanının yapılması gereği bir zaruret haline gelmiştir. Yalnızca yolcu taşımacılığı açısından değil lojistik taşımacılık anlamında da bulunduğu jeopolitik konum sebebiyle de İstanbul, 3. havalimanının yapımının tamamlanmasıyla uluslararası taşımacılıkta yeni bir aktarım merkezi haline gelecektir.

3.4.1.7.3. İstanbul Finans Merkezi

İstanbul'un aktif bir şehir yapısına kavuşarak son derece etkin bir sosyal ve finansal yaşam sunması adına geliştirilen yatırımların çoğunluğu ulaşım ve yaşam üzerine odaklanmaktadır. Fakat bunların dışında, İstanbul'un gerçek anlamda bir finans odağı olmasını sağlayacak türden projelerin de hayata geçirilmeye çalışıldığı görülmektedir.



Şekil 53. İstanbul Finans Merkezi

Kaynak: <http://www.emlakkonut.com.tr>, (10/11/2016)

Bunlardan biri olarak İstanbul'un Anadolu Yakası'nda, Ümraniye ilçesinde inşaatı süren "İstanbul Finans Merkezi", bulunduğu ilçe dışında, güzergah olarak doğrudan ulaşımı sağlayan Ataşehir başta olmak üzere birçok bölgenin değerini arttırmıştır. Söz konusu bölgelerde metrekare fiyatlarının 3 bin 500 TL ile 4 bin TL arasında değiştiği gözlemlenirken, yine aynı bölgelerde diğer konut projelerinin de varlığı ile birlikte metrekare fiyatlarında 7 bin TL'lik bir seviyeye erişildiği görülmüştür. İnşaat sürecinin devam ettiği finans merkezinin çevresindeki bölgelerin gelecek iki yıllık süre zarfında % 50'lik bir değer kazanması beklenmektedir.¹⁷¹

İstanbul Finans Merkezi'nin, içerisinde çok sayıda işletmeyi ve çalışanı bulunduracak olması, beraberinde, burada çalışacak bireylerin, kolaylıkla işlerine gidip gelebilmeleri açısından kendilerine bu merkeze yakın bir lokasyonda gayrimenkul edinmelerini zorunlu kılacaktır. Bununla birlikte, bölgede gayrimenkul yatırımı gerçekleştirmek arzusunda olan işletmeler açısından da söz konusu çalışan bireylerin bu düşünceleri gayrimenkul projelerinin çerçevelerinin genişlemesi adına son derece önemlidir. Bu vesile ile de bölgedeki yerleşim alanlarının mevcut gayrimenkul

¹⁷¹ Haber 3, İstanbul Finans Merkezi Konut Fiyatlarını Uçurdu, 4 Kasım 2016, <http://www.haber3.com/istanbul-finans-merkezi-konut-fiyatlarini-ucurdu-3991835h.htm>, (04/11/2016).

değerlerindeki artış, gelecek odaklı olarak ortaya çıkan yatırım fikirlerinden kaynaklanmaktadır.

3.4.1.7.4. Avrasya Tüneli

Uzun yıllardır İstanbul'da trafik sorununun çözümüne odaklı olarak geliştirilen projelerin sayısı bir hayli fazladır. Buna göre de İstanbul için son 20 yıllık süre zarfında tasarlanan projelerin çok büyük bir bölümünün ulaşım odaklı olarak oluşturulduğunu görmek mümkündür. Buna, artan nüfus ve iş hayatı yoğunluğunun da büyük bir etkisi bulunmaktadır.

Söz konusu ulaşım projelerinden son dönemde ön plana çıkan ve önemli bir derecede ulaşım yükünü hafifletmesi beklenen Avrasya Tüneli'nin de tam kapasitesi ile çalışması adına çalışmalar tamamlanmıştır. İstanbul'un Asya Yakası'nda Göztepe ile Avrupa Yakası'nda Kazlıçeşme arasında bir mesafede konuşlandırılan Avrasya Tüneli deniz tabanının altından ilerleyecek şekilde tasarlanmıştır. Fakat sadece yolcu taşıma kapasitesi açısından değil birbirine bağlamış olduğu iki varış noktası civarındaki gayrimenkul fiyatlarına olan olumlu etkisi ile de Avrasya Tüneli önem arz etmektedir. Bu vesile ile söz konusu ulaşım yolunun kira fiyatlarında gözle görülür bir artış sağladığı fark edilmektedir. Buna göre tünelin giriş ve çıkış noktalarındaki lokasyonlarda kira fiyatları 2015 yılı sonu ile 2016 yılı sonu arasındaki dönemde % 25'lik artış yaşarken, aynı dönemde satış fiyatlarının % 41 oranında artış yaşadığı gözlemlenmiştir.¹⁷²

Her ne kadar kısa mesafe sayılacak bir alan için inşa edilmiş olsa da Avrasya Tüneli esasen İstanbul'un Anadolu ve Avrupa yakalarının önemli iki lokasyonu arasında olması vesilesi ile şehrin trafik yoğunluğunun azaltılmasına yardımcı olmaktadır. Bunun da ötesinde, İstanbul'un iki yakasında konuşlanmış olması, iki yaka arasındaki en uzak sayılabilecek iki nokta aralığındaki ulaşımı son derece kısaltması ile birlikte Avrasya tüneli etrafında gayrimenkul fiyatları yukarı yönlü bir ivme kaydetmiştir. Bunun yanı sıra bölgede gayrimenkul yatırımı gerçekleştirmek isteyen bireysel ve kurumsal yatırımcılar

¹⁷² Gülistan ALAGÖZ, "Konut Fiyatlarına ve Kiralara Tünel Dopingi", *Hürriyet Ekonomi*, 2 Ekim 2016, <http://www.hurriyet.com.tr/konut-fiyatlarina-ve-kiralara-tunel-dopingi-40237840>, (02/10/2016).

açısından da bölgenin, Avrasya Tüneli'nin sağlamış olduğu büyük ulaşım avantajı ile birlikte cazip, ancak yüksek meblağlı bir yatırım alanı oluşmasına sebebiyet vermiştir.

3.4.1.7.5. Kanal İstanbul

Türkiye Cumhuriyeti tarihinde daha önce kendisine benzer bir proje bulunmayan, yine İstanbul üzerinde konuşlandırılması beklenen bir proje olan Kanal İstanbul, mevcut İstanbul Boğazı'na alternatif bir proje olarak göze çarpmaktadır. Fakat Kanal İstanbul'un asıl özelliği, üzerinde inşa edildiği lokasyonu iki parçaya bölerek karşılıklı iki farklı yaşam alanı, bir bakıma yeni iki şehir yaratacak olmasıdır.



Şekil 54. Kanal İstanbul Projesi

Kaynak: <http://megaprojeleristanbul.com/#>, (27/11/2016)

Kanal İstanbul için halen spesifik bir güzergah belirlenmemiş olsa da birbirine nispeten yakın sayılabilecek olan birkaç lokasyon için projenin uygun olabileceğinin dile getirilmesi ile birlikte söz konusu lokasyonlarda gayrimenkul fiyatlarında çok ciddi bir artış yaşandığı gözlemlenmiştir. Mevcut sürece dek birçok farklı güzergah üzerinde konuşlandırılacağına dair söylentiler olsa da son bir yıllık süre zarfı içerisinde en fazla konuşulan güzergah Küçükçekmece gölü ile Karadeniz'e kıyısı olan Yeniköy bölgesidir. Konuya dair herhangi onaylanmış bir proje olmasa da Kanarya mahallesi, Altınşehir, Şahintepe, Sazlıdere, Çilingir mahallesi, Dursunköy güzergahı üzerindeki arsa ve konut

fiyatları kısa bir süre içerisinde iki katına yükselmiştir. Özellikle Arnavutköy mevkiindeki arsa fiyatlarında, üç yıl öncesine göre % 200'lük bir artış yaşandığı dile getirilmektedir.¹⁷³

Kanal İstanbul'un yaratmış olduğu gayrimenkul yatırımı akımı, İstanbul üzerinde konuşlandırılan ve konuşlandırılması planlanan projelerden daha farklı bir noktadadır. Öncelikli olarak Kanal İstanbul ile birlikte şehrin içerisinde başka bir şehir benzeri yaşam alanı kurulmaktadır. Buna göre de kurulacak bu şehrin kendi içerisindeki konut ve diğer yaşam alanı yatırımları doğal olarak gayrimenkul yatırımlarının düzeyini arttırmaktadır.

Öte yandan Kanal İstanbul ile birlikte bambaşka bir ulaşım güzergahının oluşması, bu güzergah üzerinde özellikle iş hayatını sürdüren bireyler ya da işletmeler açısından son derece büyük bir avantaj sağlayacaktır. Bu nedenle de söz konusu birey ya da işletmelerin Kanal İstanbul dahilinde ikamet etme istekleri, daha proje hayata geçirilmemişken ve sadece projeye dair tahminler yürütülüyorken bile gayrimenkul fiyatlarına pozitif yönlü bir etki yapmaktadır.

3.4.2. Ekonomik Unsurlar

Gayrimenkul sektörü, geçen yıllar içerisinde değişen yapısı ile birlikte artık farklı ekonomik yapılar için farklı alternatifler üretmeye başlamış, buna göre de toplumun farklı kesimleri için, onların bütçelerine uygun olarak ürünler ortaya koymuştur. Böylelikle zaman içerisinde birbirinden farklı ihtiyaçlara hitap eden ve birbirinden farklı bütçeler için uygun ürünleri olan bir ekonomi yapısı inşa edilmiştir.

Ekonomik unsurlar, gayrimenkul sektörünün neredeyse can damarını oluşturmaktadır. Ülkenin sahip olduğu ekonomik yapıdan bireylerin kendi bütçelerine dek uzanan bir silsile içerisinde birçok farklı faktör, gayrimenkul sektörünün işleyişine olumlu ya da olumsuz yönde etki etmektedir. Buna dair en hassasiyet içeren örnek,

¹⁷³ Milliyet, Kanal İstanbul Bereketi, 14 Eylül 2016, (<http://www.milliyet.com.tr/kanal-istanbul-bereketi--gundem-2310724/>), (14/09/2016).

finansal anlamda dalgalanmalar yaşıyan ülkelerin çok büyük bir bölümünde konut satışlarında ciddi ölçekli bir gerilemenin olması ve bunun yanı sıra konut projeleri geliştirme süreçlerinin durdurulmasıdır.¹⁷⁴

Bir yatırım aracı olarak gayrimenkul, ister konut ya da herhangi yaşam alanına dönüştürülmüş olsun ister olmasın mutlak olarak toplumun ekonomik yapısındaki değişimlerden etkilenmektedir. Ülke ekonomisindeki sorunların doğrudan vatandaşların bütçesine yansımaları durumu olması, gayrimenkul gibi birçok yatırım aracına olan ilginin gerilemesine yol açmaktadır. Daha da önemlisi, böyle kriz dönemlerinde bireysel ya da kurumsal yatırımcılar için önemli olan mevcut konjonktürü korumak ve süreci mümkün olduğunca kazasız atlattır.

Herhangi bir finansal kriz sürecinin olmadığı zaman zarfı içerisinde de ekonomik faktörlerin gayrimenkulün bir yatırım aracı olmasını sağlaması adına etkisi son derece önemlidir. Buna göre bir gayrimenkulün getirisi, piyasadaki cari faiz oranları, ipotek kredisi piyasaları ve bu piyasalara yapılan devlet müdahaleleri ve ülke ekonomisinin genel durumu gibi temel ölçekteki unsurlar bir gayrimenkul üzerinde yatırım odaklı olarak düşünülmesine yardımcı olmaktadır.¹⁷⁵

Bu bağlamda ekonomik unsurlardan incelenmesi gereken ve gösterge niteliği taşıyan en önemli unsur Sektörel Güven Endeksleri'dir.

3.4.2.1. İnşaat Sektörü Güven Endeksi

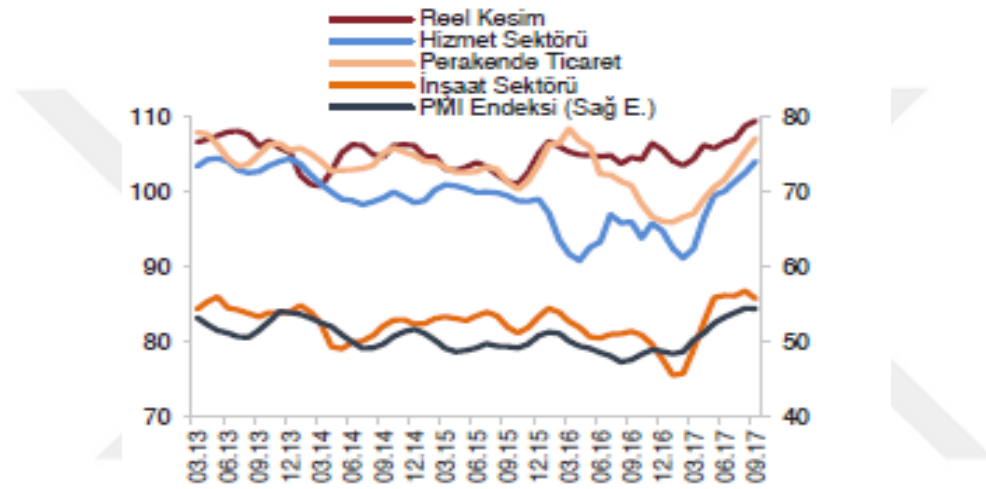
Sektörel güven endeksleri ekonominin genel gidişatıyla ilgili değerlendirmesi gereken göstergeler içerisinde önemli bir yere sahip olmaktadır. Özellikle ekonomik birimler karar alma mekanizmalarında, gerek tüzel gerek gerçek kişiler yatırım kararlarında sektörel güven endekslerini öncü bir gösterge olarak kabul etmektedirler. Bu bağlamda özellikle tüketici beklentileri ve eğilimlerinin takip edilmesi geleceğe yönelik

¹⁷⁴ ÇIKLER, a.g.e., s.25

¹⁷⁵ Fatma BÜYÜKBAŞ UMUT, **Gayrimenkul Değerlemede Şerefiye Kriterlerinin Belirlenmesi ve Şerefiyelendirme Uygulamaları**, İstanbul: İstanbul Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, 2010. s.14.

kararların alınmasında ve tüketicilerin sosyo-ekonomik davranışları genel iktisadi görünüşü de etkileyecektir.

İnşaat sektöründe de güven endeksleri de sektör birimleri tarafından bir gelecek göstergesi olarak kabul edilmektedir. Sektöre duyulan güvenin artması karar alıcılar tarafından değerlendirmekte, gelecek yatırımlar oluşan bu duruma göre şekillenmektedir. Yalnızca karar alıcılar değil, sektörde gerçek kişilerin gayrimenkule yapacakları yatırım kararları da güven endekslerine göre değişebilmektedir.



Şekil 55. Mevsim Etkilerinden Arındırılmış Reel Sektör Güven Endeksleri, Ekim 2017

Kaynak: TCMB, <http://www.tcmb.gov.tr/>, (04/01/2018)

Mevsim etkilerinden arındırılmış reel sektör güven endeksleri gelişimi incelendiğinde, 2017 yılı 1. çeyrek sonu itibari ile endeksin 2016 Mart ayında gerçekleşen en yüksek endeks değerinin üzerine çıktığı görülmektedir. Bununla birlikte 2017 yılı Nisan ve Mayıs aylarında başlamak üzere olumlu bir kanal içerisine girdiği gözlemlenmektedir.

TÜİK'e göre inşaat sektörü güven endeksinde yaşanan bu artış; gelecek üç aylık dönemde "toplam çalışan sayısında" artış bekleyen girişim yöneticisi sayısının artmasından kaynaklanmaktadır.¹⁷⁶

¹⁷⁶ TÜİK, Sektörel Güven Endeksleri Mayıs 2017, Haber Bülteni, 23 Mayıs 2017, <http://www.tuik.gov.tr/PreHaberBultenleri.do?id=24885>, (19/06/2017).

3.4.3. Turizm Unsurları

Her ne kadar gayrimenkulün bir yatırım aracı olarak benimsenmesi konusunda kısıtlı etkisi olduğu düşünülse de turizmin genel yapısı ve bir ülkenin ekonomisine doğrudan olan katkıları gayrimenkul alım-satımı ve yatırımları konusunda tetikleyici bir etkiye sahip olmaktadır.

Buna göre turizm faaliyetlerinin son derece yoğun olduğu bölgelerde, turistlerin bireysel ya da kabileler halinde ziyaretleri sırasında konaklamaları adına satın alınan ya da inşa edilen gayrimenkuller, kimi zaman satış olmakla birlikte çoğunlukla kiralama yöntemi aracılığı ile gayrimenkul sahiplerine gelir sağlamaktadır.¹⁷⁷

Bununla birlikte gayrimenkul sahibi olmanın yanı sıra, bir ülke genelinde, turizmin yoğun olduğu bölgelerde çeşitli taşınmazlar inşa ederek, biraz önce bahsedilen şekilde turistlere hizmet verilmesi gayrimenkulün turizm beldeler üzerinde giderek daha cazip bir yatırım şekli olmasını sağlamıştır. Otel, motel, pansiyon, tatil köyü vb. alanlar sürecin dışında bırakıldığında, normal bir konut niteliğinde hizmet veren çok sayıda konutun turizm anlamında arz edilme uygulaması dünyanın farklı turizm beldelerinde de görülmekte, bu tip yatırımlar gayrimenkul inşası açısından da yaygınlaşmaktadır.¹⁷⁸ Konut edinimi şeklinde gerçekleşen bu çeşit alımlar Türkiye’ nin özellikle güney sahil kısımlarında görülmekle birlikte zaman içerisinde Türkiye’ nin kuzey kesimlerine de Körfez ülkelerinden yoğun yeni bir talep varlığı ortaya çıkmıştır.

Genel perspektiften bakıldığında, gayrimenkul yatırımı üzerinde yoğunlaşan tarafların çok büyük bir bölümü bunu sadece belirli bölgeler ve konut ile ticari ünite algısı üzerine inşa ederlerken modern zamandaki gayrimenkul yatırımı düşüncesi dâhilinde turizm, gayrimenkulün yatırım aracı olma fonksiyonunu geliştirmektedir. Böylelikle de gayrimenkulün yatırım konusundaki özelliği spesifik bir alana doğru da yayılmaktadır.

¹⁷⁷ Mustafa ŞİT, “Türkiye’de Turizm Sektörünün İstihdama Katkısı”, *Akademik Yaklaşımlar Dergisi*, İlkbahar 2016, Cilt: 7, Sayı:1, s.106.

¹⁷⁸ Zafer YILDIZ, “Turizmin Sektörünün Gelişimi Ve İstihdam Üzerindeki Etkisi”, *Süleyman Demirel Üniversitesi, Vizyoner Dergisi*, Cilt: 3, Sayı: 5, s.64.

3.4.4. Yabancıya Satış

Turizm potansiyeli ile paralel olarak gerçekleşen yabancılara gayrimenkul satışı, dünya genelinde son derece yaygın olmakla birlikte kanuni kısıtlamaların da etkisi ile birlikte bazı noktalarda tıkanmakta ve gayrimenkul satışlarında çeşitli büyüme engellerine sebebiyet verebilmektedir. Mütakabiliyetin yaygın olduğu ülkelerin dışında kalan bölgelerde, sadece büyük ölçekli yatırım gerçekleştirilen yabancılara tanınan bu hak gayrimenkulün, yabancılara satış ile birlikte yatırım aracı olma fonksiyonunun gelişimine engel teşkil etmektedir.

Türkiye, son yıllarda yabancılara gayrimenkul satışı konusunda son derece ön planda olan ve bu vesile ile de satış potansiyelini arttıran ülkelerden biridir. Özellikle AB uyum yasaları neticesinde ortaya çıkan tabloda yabancı yatırımcılara büyük kolaylıklar sağlayan gayrimenkul edinimi süreci her ne kadar önemli bir satış potansiyeli yaratsa da geleceğe dair yaşanan güvenlik endişeleri söz konusu olmakla birlikte sürecin karmaşıklaşmasına sebebiyet vermektedir.¹⁷⁹

Endişelerin değişmesi mümkün olmamakla birlikte, satışların ortaya koymuş olduğu tabloya bakıldığında, aslında yabancıların gayrimenkul satın almasında sağlanan kolaylıklar, döviz geliri, artan nüfus ile birlikte artan tüketim potansiyeli ve elde edilen yüksek vergi gelirleri sayesinde yabancılara gayrimenkul satışı bir yatırım aracı olmanın ötesinde önemli bir ulusal gelir kaynağı haline gelmiştir. Kanunlardaki yabancılar lehine olan değişimler sayesinde gayrimenkulün uluslararası alanda da bir yatırım aracı olmasının önü açılmıştır.

Gayrimenkul bu noktada sadece konut ya da diğer gayrimenkul türlerinin satın alınması ile sınırlı bir yatırım aracı olmamaktadır. Bunun da ötesinde, gayrimenkul sektöründe faaliyet gösteren ve sayıları giderek artan çeşitli kuruluşlar Türkiye özelinde gayrimenkul yatırımlarına devam etmektedirler. Turizm temelinde işleyen bu süreçte yabancı gayrimenkul yatırımcılarının ilk adresi Türkiye'nin güney (Akdeniz) kesimleri

¹⁷⁹ Mustafa MUTLUER ve İlkay SÜDAŞ, “Yabancıların Türkiye’de Mülk Edinimi: Coğrafi Bir Yaklaşım”, **Ege Coğrafya Dergisi**, Sayı: 14, 2005, s.46.

olmakta, bu şekilde de ulusal gayrimenkul pazarının yurtdışına doğru genişlemesi sağlanmaktadır.¹⁸⁰

Bu sayede Türkiye’de ve Türkiye gibi yabancıların gayrimenkul edinimi konusunda şartları kolaylaştırmış ülkelerde gayrimenkul giderek daha etkin bir yatırım aracı haline gelmektedir. Mevcut süreçte, ulusal piyasada elinde çeşitli gayrimenkul bulunan kişiler, bunlar üzerinden gelir elde etmekle birlikte, yabancı yatırımcıların ülkede aktif olarak hareket ettiğini gören taraflar için de gelecek yatırımlarının döviz, emtia, borsa vb. olmasından ziyade gayrimenkulün ön plana çıkan bir yatırım aracı olarak kabul görmesine sebep olmaktadır. Bu sayede de ülke içerisindeki gayrimenkul sektörüne dışarıdan bir destek sağlanırken ülke içerisindeki pazar da hareketlenmektedir.

Türkiye bazında ele alındığında, yabacılara gerçekleştirilen satışlar ile birlikte, gayrimenkulün bir yatırım aracı olmasını sağlayan faktörler şu şekilde sıralanabilir:

- Türkiye’deki mevcut gayrimenkul piyasasının, uluslararası yatırımcıların arzuladığı standartlara büyük ölçüde erişmiş olması,
- İstanbul’un metropol bir şehir olma özelliğini taşıması ve böylelikle de bir cazibe merkezi haline gelmesi,
- Antalya ve Muğla gibi geçmiş yıllardan bu yana yabancı nüfusun yaşadığı yerlerin yabancılar için uygun hale gelen yaşam şartlarının yabancı yatırımcıları cezbetmesi,
- Son dönemlerde Arap sermayesinin yatırım alanı olarak Müslüman bir ülke olmasından dolayı Türkiye üzerinde odaklanması,
- Dövizin kazanmış olduğu değer ile birlikte TL’nin ucuzlaması ve bunun gayrimenkul fiyatlarına yansımaları,

¹⁸⁰ ÇENGEL, a.g.m., s.129.

- Küresel gayrimenkul ve finans kuruluşlarının Türkiye'ye yatırımlar gerçekleştirmesi,
- Türkiye'nin uluslararası bazda ciddi ölçekli bir ulaşım merkezi haline gelmesi.¹⁸¹

Bu tip avantajlar ve fırsatlar, Türkiye gibi ülkelerin dışarıdan, gayrimenkul yatırımı yapmak isteyen bireysel ve kurumsal yatırımcıların söz konusu ülkeleri ilk seçenek olarak görmelerini sağlamaktadır. Buna istinaden de hızlı bir şekilde yabancıya gayrimenkul satışı ortamı oluşmaktadır.

Aslında bu durumun temel yansıması, Türkiye gibi ülkelerde, ulusal sektördeki yatırımcıların gayrimenkul yatırımlarına yönelerek, bu sayede hem ülke içerisinde sektörden gelir elde etmeleri hem de yabancılara gerçekleştirilen satışlarla, döviz bazında da olabilecek şekilde gelir elde etmeleridir. Buna istinaden bir ülkedeki yabancı yatırımları ve bu vesile ile yabancılara gayrimenkul satışı, gayrimenkulün yatırım aracı olma fonksiyonunu hem nitelik hem de gelir bazında geliştirmektedir.

Türkiye' de yabancıya gayrimenkul satışında ise en büyük değişim 18 Mayıs 2012 tarihinde yayımlanan 6302 sayılı “Tapu Kanunu ve Kadastro Kanunu'nda Değişiklik Yapılmasına İlişkin Kanun” ile yabancıların Türkiye'de taşınmaz edinmelerine yönelik 2644 sayılı “Tapu Kanunu” ve 3402 sayılı “Kadastro Kanunu”nda çeşitli değişiklikler ile gerçekleşmiştir. Kanunlarda yapılan değişiklikler ile birlikte Türkiye'den gayrimenkul satın almak isteyen yabancı uyruklu gerçek kişilerin, vatandaşı olduğu ülke ile Türkiye arasında mütakabiliyet ilkesinin mevcut olup olmadığına bakılmaksızın Bakanlar Kurulu'nun uygun görmesiyle birlikte söz konusu kişilerin Türkiye'de gayrimenkul satın alabilme imkanına sahip olmasının önü açılmıştır ve düzenlemeyi takiben yabancıya gayrimenkul satışında ciddi bir canlanma gözlemlenmiştir.

¹⁸¹ EMLAK KONUT GYO A.Ş., Gayrimenkul ve Konut Sektörüne Bakış, Haziran 2016, <http://www.emlakkonut.com.tr/tr-TR/kapsamli-gayrimenkul-sektor-raporu-haziran-2016>, (10/09/2016), s.136.

Her ne kadar Türkiye'nin de içerisine dahil olduğu bir yapıda, ülkelerin yabancılara gayrimenkul satışı konusunda belirli bir sınır getirmiş olsa da bu durum sadece tek bir bireysel yatırımcıyı kapsamakta ve bunun dışında kalan yatırımcılar tek tek, kendileri için gayrimenkul satın alabilmektedirler. Bu noktada Türkiye'de arazi ölçümü üzerinden bir sınırlama getirilmekle birlikte bu durum sadece bireysel yatırımcılar için geçerli olmaktadır. Kurumsal yatırımcıların gayrimenkul edinim haklarının sınırları, bireysel yatırımcılara göre daha geniştir.¹⁸²

Bu noktada kanuni olarak gerçekleştirilen düzenlemelerin de gayrimenkulün yatırım aracı olarak yabancılara karşı kullanılması fonksiyonunu geliştirmesi muhtemeldir. le güvenliği göz önünde bulundurulduğu süre zarfında, çok sayıda yabancının gerçekleştirdikleri satın alma işlemleri piyasanın aktif olmasını sağladığı gibi yerel piyasaya dahil olmamış başka yabancı yatırımcıların da dikkatini çekmektedir. Bu vesile ile de yerel yatırımcılar gayrimenkul yatırımlarını diğer yatırım tercihlerinin önüne koymaktadırlar.

Diğer taraftan 2017 yılından itibaren hükümet tarafından yabancıya konut satış kapsamında sağlanan çeşitli teşviklerle sektörün desteklendiği görülmektedir. Bu teşviklerin başında 1 milyon USD veya 1 milyon USD üzerinde konut satın alan yabancı uyruklu bireylere Türkiye vatandaşlığı verilmesi gelmektedir ve aynı şekilde KDV indiriminde sağlanan muafiyetlerde önemli teşvikler arasında bulunmaktadır.

Türkiye'de geçerli olan KDV uygulaması arsaların rayiç bedelleri üzerinden değerlendirilmektedir ve KDV oranları belirli çerçeveler içerisinde kademeli olarak % 1, % 8 ve % 18 olarak belirlenmiştir.

2012/4116 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile büyükşehir belediye sınırları içerisinde kalan, inşaat ruhsatını 01.01.2013 sonrası almış olan, birinci sınıf kalitede olan inşaatlar ile birlikte kentsel dönüşüme tabi olanlar hariç olmak üzere 1319 sayılı Emlak Vergisi Kanunu 29. Maddesine istinaden arsa metre kare değerleri baz alınarak yapılan

¹⁸² MUTLUER ve SDAş, a.g.m., ss.47.

kadelendirmeye göre; KDV oranları 500 TL' ye kadar % 1, 500-999 TL arası % 8, 1000 TL ve üzerinde ise % 18 olmaktadır.¹⁸³

Bununla birlikte kentsel dönüşüm kapsamında değerlendirmeye giren tüm bölgelerde KDV oranı % 1 olmakla birlikte, söz konusu KDV değerlendirmesi ticari ünitelerde geçerli olmayıp tüm ticari ünitelerde kabul edilen oran % 18 olarak belirlenmiştir. Diğer taraftan söz konusu sınıflandırma yalnızca 150 metrekareye kadar olan alanlar için geçerli olmakta, 150 metrekare üzeri yüzölçümlü tüm inşaatlar birinci sınıf kalite olup olmamasına bakılmaksızın % 18 düzeyinde vergilendirilmiştir.

5 Mayıs 2017 tarihinde Resmi Gazete' de yayımlanarak yürürlüğe giren "Katma Değer Vergisi Genel Uygulama Tebliği'nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ" ile yabancılara uygulanacak olan KDV düzenlemesine göre ise, Türkiye'ye yerleşmeyen yabancı uyruklu kişiler ile iş merkezi Türkiye'de olmayan ya da Türkiye'de gelir elde etmeyen kurumlar, satış bedelini dövizle ödemeleri şartıyla, ilk aldıkları iş yeri ve konutta KDV ödemesi gerçekleştirmeyeceklerdir, bununla birlikte bu kişilerin KDV istisnası muafiyetini koruyabilmeleri için bu kişilerin gayrimenkullerini bir yıl satmaması koşulu getirilmiştir.¹⁸⁴

3.4.5. Diğer Unsurlar

Gayrimenkulün önemli bir yatırım aracı olması konusunda etkin olan birçok farklı unsur olmakla birlikte, özellikle yaşama uygunluk açısından yurtiçi ve yurtdışındaki yatırımcıların uyum konusunda bazı araştırmaları söz konusu olmaktadır. Bu araştırmalar, gerek yaşam gerekse de yatırımların doğru şekilde yönlendirilebilmesi açısından bireysel ve kurumsal uyumluluğu ön plana çıkarmaktadır. Burada çeşitli sosyokültürel standartların önemi büyüktür.

¹⁸³ Özgür ÇATIKKAŞ, Mehmet ERSOY ve Cafer ŞUEKİNCİ, **Kat Karşılığı İnşaat Muhasebesi ve Vergi Uygulamaları**, İstanbul: Maliye Hesap Uzmanları Derneği, Eylül 2016, s. 218.

¹⁸⁴ NTV, Torba Kanun Resmi Gazete' de Yayımlandı, 8 Mart 2017, <http://www.ntv.com.tr/ekonomi/torba-kanun-resmi-gazetede-yayimlandi.0plVJDjp-0yIKlbnXAGGwA>, (05/04/2017).

Türkiye özelinde bakıldığında, Müslüman bir ülke olması, hayat standartlarının nispeten daha yüksek olması, kültürel yakınlık ve tarihsel bağlar açısından bakıldığı süre zarfında Arap ülkelerinin bireysel ve kurumsal yatırımcıları, Türkiye’yi kendileri için bir odak noktası olarak görmektedirler. Buna göre Arap yatırımcıları, mevcut ülkelerindeki yaşamlarına alternatif arayışları içerisine girdikleri süre zarfında, gayrimenkul yatırımcıları arasında ilk adımları Türkiye olmakta ve buradaki gayrimenkul projeleri üzerine yoğunlaşmaktadırlar.¹⁸⁵

Bu tür zihinsel yakınlıklar, bir ülkenin gayrimenkul sektörü için son derece büyük avantajlar taşıyacağı gibi yurtdışından yatırım amaçlı gelen ya da yurtiçinde yatırım amaçlı gayrimenkul sektörü içerisinde bulunan taraflar için de karlı satışları beraberinde getirmektedir. Bu nedenle de gayrimenkul sektörünün bu tür ortak noktalar üzerinde odaklanması gerekebilmektedir.

Bu açıdan Türkiye, Arap sermayesinin ülke içerisinde yoğunlaşması açısından büyük bir avantaja sahiptir. Harcama kapasitesi açısından son derece yüksek bir yatırım gücüne sahip olan Arap yatırımcılar, özellikle Türkiye ile aralarında var olan uyumluluğu iyi bir geçiş kapısı olarak görüp, gün geçtikçe büyüyen ve belirli süre zarfı içerisinde de kar getiren gayrimenkul araçlarından faydalanma düşüncesi içerisinde dirler.

¹⁸⁵ Bilal KOÇAK, “Gayrimenkul Sektörü Umudunu Körfez’e Bağladı”, *Ekovitrin*, Ekim 2015, http://www.ekovitrin.com/dergi2015/Ekim/3_city.pdf, (18/11/2016), s.65.

IV. BÖLÜM

BİR SERMAYE PİYASASI ARACI OLARAK GAYRİMENKUL SERTİFİKALARI

4.1. Gayrimenkul Sertifikalarının Oluşum Süreci ve Tanımı

Türkiye’de gayrimenkul sektörünün hacminin artmasıyla ve sektöre yoğun bir ilgi duyulması ile birlikte gayrimenkul zaman içerisinde etkin bir yatırım aracı olarak kabul görmeye başlamıştır. Böylelikle çeşitli yatırım çevreleri tarafından sektöre yapılan yatırımların arttığı görülmektedir.

Bu süre zarfında dünya ülkelerinde ve Türkiye’de konut sektörünün yalnızca lokal firmaların hakim olduğu bir yatırım alanı olmaktan çıktığı, ülkemizde de görüldüğü üzere yatırım fonlarının ve körfez sermayesinin de ilgi gösterdiği çok aktörlü ve daha rekabetçi bir ekonomik faaliyete dönüştüğü bir gerçektir.¹⁸⁶

Fakat sermaye piyasaları gelişirken ve varlığa dayalı yeni türev ürünler ortaya çıkarken, gayrimenkul yatırımlarının sermaye piyasalarına entegre edilerek yapılabilmesi noktasında eksiklikler oluşmuş ve gayrimenkulün menkul kıymetleştirmesinde istenilen noktaya ulaşılmamıştır. Zaman içerisinde, varlığa dayalı ürünlerin hukuki zemininin yeniden yapılandırılması ile ilgili süren çalışmaların sonucunda, gayrimenkulün menkul kıymetleştirilerek sermayenin tabana yayılması ve tüm gelir grupları tarafından yatırım yapılabilir bir sektör durumuna gelebilmesi için gayrimenkule dayalı çeşitli yatırım araçlarının da ortaya çıktığı görülmektedir.

Böylelikle geçmişte gayrimenkullere yatırım yapan kişilerin beklentisi basitçe ya kendi ihtiyaçlarını karşılamak ya da kira geliri veya alım-satımlarından kâr elde etmek

¹⁸⁶ Cemil ERTEM ve M. Levent YILMAZ, “Türkiye Konut Sektörü Gelişmeler- Beklentiler”, **SDE Rapor**, Stratejik Düşünce Enstitüsü Raporu, Kasım 2014, s.4.

iken, günümüzde gayrimenkuller de menkulleştirilerek, diğer ürünler gibi sermaye piyasalarında işlem gören birer enstrüman halini almıştır.¹⁸⁷

Çoğu ekonomilerde gayrimenkul sektörünün çipa fonksiyonuna sahip olduğunun düşünülmesi ve devletlerin sosyal bir amacına hizmet etmesi, aynı zamanda değişen demografik sebeplerle konuta olan talebin süreklilik arz etmesiyle birlikte konut finansmanının sağlanması idari yönetimlerin ve piyasadaki aktörlerin gündeminde yer alan önemli bir husus olarak ortaya çıkmıştır.

Ülkemizde piyasa mekanizmasına dayalı başlıca konut finansmanı araçları; konut sertifikası, arsa sertifikası, gayrimenkul sertifikası (GMS), konut bonusu, gayrimenkul yatırım ortaklıkları pay senetleri, gayrimenkul yatırım fonları ve ipoteğe dayalı menkul kıymetlerdir.¹⁸⁸ Fakat bu enstrümanlardan çoğunun etkin olarak kullanılmadığı ve uygulamalarda yaşanan bazı sıkıntılardan dolayı yeterince ilgi görmemesi nedeniyle sermaye piyasalarında tercih edilen araçlar olarak öne çıkmadığı görülmektedir. Zaman içerisinde, özellikle konut sektöründe yaşanan olumlu gelişmelerle birlikte bu türev ürünler daha geliştirilmiş bir altyapı ile yeniden uygulamaya konulmaya başlanmıştır. Yakın zamanda yeniden uygulamaya konulan GMS'ler bu araçlardan biri olarak ortaya çıkmaktadır.

SPK'nın VIII-128.2 sayılı Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği'ne göre; GMS'ler, "ihraççıların inşa edilecek veya edilmekte olan gayrimenkul projelerinin finansmanında kullanılmak üzere ihraç ettikleri, gayrimenkul projesinin belirli bağımsız bölümlerini veya bağımsız bölümlerin belirli bir alan birimini temsil eden nominal değeri eşit sermaye piyasası aracı" olarak tanımlanmaktadır.¹⁸⁹ Bu tanımdan da anlaşılacağı üzere, sertifikalar bir gayrimenkul projesinde bulunan belirli bir bağımsız bölümün küçük paylara bölünmesi suretiyle tasarruf sahiplerine sunulmakta ve gayrimenkul projelerinin

¹⁸⁷ Özcan ÇİKOT, "Dünyada Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları", **Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği Sermaye Piyasasında Gündem Dergisi**, Sayı 109, 1034-8155, Eylül 2011, s.23.

¹⁸⁸ Yener COŞKUN ve Kürşat YALÇINER, "Küresel Finansal Kriz ve Piyasa Mekanizmasına Dayalı Konut Finansmanı: Türkiye İçin Bir Değerlendirme", **Finans Politik& Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Cilt:48, Sayı: 558, 2011, s.86.

¹⁸⁹ Resmî Gazete, Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği, 5 Temmuz 2013, Sayı:28698, <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/07/20130705-11.htm>, (11/12/2017).

finansmanında yüklenicinin sahip olduğu kaynaklar dışında ayrı bir kaynak yaratmasına olanak sağlamaktadır.

GMS'ler; konut veya işyeri projelerinin, bir yatırımcı tarafından, proje bedelinin finansmanını sağlamak amacıyla kullanılır. Sertifika sahipleri, sertifikada belirtilen tarihlerde, almak istedikleri bağımsız bölümlerin (konut, ofis, işyeri vb. gibi) gerektirdiği sayıya ulaştığı zaman edim için taleplerini sunmakta, ihraççı da belirlenen süre içinde projeyi bitirmek ve bağımsız bölümleri teslim etmek durumundadır. SMS'ler yeni yerleşim projeleri ile kent merkezlerinde gerçekleştirilecek Kentsel Dönüşüm Projelerinin finansmanı için de kullanılabilir.¹⁹⁰

GMS temelde bir ortaklık modellemesidir. Sertifika sahipleri pay almak suretiyle projeye ortak olmaktadır. Aynı zamanda SMS'ler; bireysel veya kurumsal yatırımcıların şeffaf, güvenilir ve etkin bir ortamda gayrimenkule yatırım yapmasına olanak sağlamaktadır.¹⁹¹

GMS'ler esas anlamda bireylerin gayrimenkul edinmeden proje değerine ortak olma fikrine dayanmaktadır. Bununla birlikte konut almak isteyen tasarruf sahipleri sahip oldukları sertifikaları dayanak göstererek konuta sahip olabilmektedirler. Aynı zamanda borsada nakde çevirebildiği için de ayrıca bir seçenek sunmaktadır. İnşaat ilerlemesine istinaden de konutun yapım maliyeti artmakta ve böylece tasarruflar konut maliyetinde yaşanan artışla birlikte enflasyona karşı korunmuş olmaktadır.¹⁹²

4.2. Gayrimenkul Sertifikası Modelinin Amacı

Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği'nde SMS'lerin tanımında ifade edildiği üzere, SMS modelinin oluşturulmasında temel amaç; zaman içerisinde artan konut açığı sebebiyle, sektörde faaliyet gösteren kamu veya özel sektör girişimlerinin geliştireceği

¹⁹⁰ Gül USLU ve Bayram UZUN, "Kentsel Dönüşüm Projelerinde Deprem Etkisi", **Harita Teknolojileri Elektronik Dergisi**, Cilt:6, No:2, (1-11), 2014, s.9.

¹⁹¹ Gayrimenkulde Sertifika, Gayrimenkul Sertifikası Nedir?, <http://gayrimenkuldesertifika.com/>, (03/04/2017).

¹⁹² Nevzat AYPEK, "Konut Finansman ve Yatırım Aracı Olarak Konut Kooperatifleri", **Karınca Dergisi**, Yıl: 77, Sayı: 903, Mart 2012, s.3-8.

gayrimenkul projelerinin finansman ihtiyacını karşılayabilmelerini sağlayabilmek, bu projelerin geliştirilmesinde alternatif bir kaynak yaratmaktır.

GMS modelinin oluşturulmasında diğer bir amaç ise; metrekare bazında daire satışı gerçekleştirmekten ziyade, her gelir grubunu bir gayrimenkul projesine ortak etme ve burada oluşacak olan değere ortak etmektir. Bununla birlikte; istenildiği zamanda organize bir ikincil el piyasada alım-satım ile birlikte değer artış kazancından faydalanarak oldukça kısa sürede ve çok düşük işlem maliyetleriyle birlikte nakde çevrilebilirlik imkanlarının da tasarruf sahiplerine sunulduğu, SPK denetimiyle birlikte denetlenebilir bir pazar oluşturularak, şeffaf bir platformda işlemlerin sürdürülebileceği yeni bir sermaye piyasası aracı oluşturmaktır.¹⁹³

Diğer taraftan, modelin oluşturulmasıyla birlikte gayrimenkullerin menkul kıymetleştirilmesi sağlanmış olacaktır. Taşınmaz olarak değerlendirilen gayrimenkul böylece yalnızca fiziki olarak yatırım yapılabilen bir sektör olma özelliğinden kurtulmuş olacak, bunun yanı sıra sermaye piyasaları aracılığıyla da yatırım yapılabilir bir sektör olma özelliğine de kavuşmuş olacaktır.

4.3. Gayrimenkul Sertifikası Uygulamaları

GMS'lerin temelini 1989 yılında gerçekleştirilen konut sertifikası oluşturmuştur. Konut sertifikasını takiben, 1996 yılında ilk defa GMS adı ile ihraç gerçekleştirilmiş ve günümüze kadar tekrar uygulama olanağı bulamamıştır. Gerek 6102 sayılı yeni TTK ve 6362 sayılı yeni SPKn yürürlüğe konması ve mevzuatımızda bu kanunlarla birlikte düzenlemelerin yapılması ve yeni uygulamalarla mevzuatımızın gelişmesi ve genişletilmesi ile geçmişte uygulaması başarılı olmayan çeşitli sermaye piyasası araçlarının tekrar gündeme gelmesi mümkün olmuştur. Böylelikle 6362 sayılı SPKn çerçevesinde GMS modeli güncellenerek tekrar tasarruf sahiplerine sunulmuştur.

¹⁹³ Gayrimenkulde Sertifika, Gayrimenkul Sertifikasının Amacı Nedir?, <http://gayrimenkuldesertifika.com/>, (03/04/2017).

Günümüzde ihraç edilmiş olan ve Borsa İstanbul (BIST)’da işlem görmekte olan GMS’lerin yasal dayanağını 5 Temmuz 2013 tarihinde 28698 sayılı Resmî Gazete’de yayınlanan VII-128.2 sayılı Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği oluşturmaktadır. Bunu takiben 3 Ağustos 2016 tarihinde yayınlanan VII-128.2a, 7 Mart 2017 tarihinde yayınlanan VII-128.2b Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği’nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğler ile bir takım düzenlemeler yapılmıştır.

2013 yılında Tebliğ oluşturulmasından sonra, sertifika ihracı 2017 yılına kadar gerçekleştirilmemiş, 2016 ve 2017 yılında yapılan son düzenlemelerle birlikte ihraç için gerekli mevzuatsal altyapının tamamlanmasıyla birlikte ilk ihraç gerçekleştirilmiştir. İhracı takiben, 29 Kasım 2017 tarihinde yayınlanan VII-128.2c Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği’nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ son değişiklikler yapılarak bugünkü mevcut halini almıştır.

4.3.1. Gayrimenkul Sertifikası Geçmiş Uygulamaları

GMS’lerin geçmiş uygulamalarına bakıldığında; sertifikaların sermaye piyasasında iki defa uygulandığı fakat çeşitli sebepler nedeniyle beklenen ilgiyi görmedikleri görülmektedir.

Bu kapsamda, ilk ihraç konut sertifikası adıyla 1989 yılında TOKİ tarafından “İstanbul Halkalı Toplu Konutları” için ihraç edilmiştir. Sertifikaların her biri 1 metrekarelik değeri oluşturmaktadır ve toplamda konutların 250.000 metrekaresi İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda (İMKB) kote edilmiştir.¹⁹⁴

GMS adı altında ilk düzenleme ise 1995 yılında yapılmıştır, ilgili ilk düzenleme Sermaye Piyasası Kurulu tarafından 20.7.1995 tarihli ve 22349 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan “Gayrimenkul Sertifikalarının Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği (SPK Seri:III, No:19) ile yapılmıştır. 1996 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda “Gayrimenkul Sertifikaları Pazarı”nın faaliyete geçmesiyle birlikte, İstanbul

¹⁹⁴ Leyla DOLUN, “İpoteğe Dayalı Konut Kredisi (Mortgage)”, **Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş. Yayını**, Yayın No: GA/07-06-29, Şubat 2007, s.16-17.

Ataşehir’de bir konut projesine finansman kaynağı sağlamak amacıyla Emlak Bankası tarafından ihraç edilmiştir.¹⁹⁵ 382 adet konut için ihraç edilen 2.713.790 TL değerinde sertifikanın 2.268 kişiye satışı gerçekleştirilmiştir. 10 TL nominal değerli (eski para ile 10.000.000 TL) 1. Tertip GMS’ler İMKB Tahvil ve Bono Piyasası kapsamında Gayrimenkul Sertifikaları Pazarı’nda işlem görmeye başlamıştır.¹⁹⁶

TOKİ ve Emlak Bankası tarafından ihracı gerçekleştirilen 5 yıl vadeli konut sertifikası ve GMS’lerde getiri ve satış fiyatında oluşan belirsizlikler nedeniyle her iki menkul kıymetin fiyatının piyasada koşullarında oluşması mümkün olmamıştır, getiriler ihracı yapan kurumlar tarafından dönemsel olarak belirlenmiştir. Konut sertifikasında fiyat belirlenmesinde Devlet İstatistik Enstitüsü tarafından açıklanan TÜFE oranları dikkate alınırken, GMS’de ise uygulanacak bir endeks belirtilmemiş, fiyatın ihraç eden kurum tarafından belirleneceğine yer verilmiştir.¹⁹⁷ Özetle, konut ediniminde şerefiye istenmesi, getirilerin enflasyonun altında kalması, konut edinimde 5 yıllık bir süreye ihtiyaç olması ve fiyatların piyasada koşullarında oluşamaması gibi birçok olumsuzluğun yaşanması nedeni ile sertifika ihraçları beklenildiği gibi sonuçlanmamış ve uzun bir dönem boyunca tekrar uygulanmaya konulmamıştır.¹⁹⁸ Bunun haricinde sermaye piyasalarının ve gayrimenkul piyasalarının GMS ihraçları için hazır olmaması önceki denemelerin başarısızlık sebeplerinin gerekçesi olarak kabul edilebilir.

4.3.2. Son Düzenlemelerle VII-128.2 Sayılı Gayrimenkul Sertifikası Tebliği

GMS Tebliği 6/12/2012 tarihli ve 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun 128.maddesinin birinci fıkrasının (e) bendi ile 130.maddesinin üçüncü fıkrasına dayanılarak hazırlanmıştır.¹⁹⁹ Tebliğde; “GMS’lere ilişkin genel esaslar, arsa sahibi ve ihraççıya ilişkin genel esaslar, değerlendirme, fizibilite ve inşaat ilerleme raporları, asli

¹⁹⁵ Vakıf Yatırım, Günlük Bülten, 30 Ekim 2012, http://www.vakifyatirim.com.tr/files/news_301014.pdf, (15/11/2017), s.3.

¹⁹⁶ Abdulkadir KÖROĞLU, “Gayrimenkul Sertifikası Modeli ve Türkiye’de Uygulanabilirliği”, **Gazi İktisat ve İşletme Dergisi**, Cilt 2, Sayı 1, 25-42, 2016, s.30.

¹⁹⁷ Belgin AKÇAY, “Avrupa Birliği Finansal Entegrasyon Sürecinde İpotekli Piyasalar: Aday Ülke Statüsünde Olan Türkiye’ye Bir Bakış”, **Ankara Avrupa Çalışmaları Dergisi**, Cilt: 6, No:1, Güz 2006, s.41.

¹⁹⁸ DOLUN, **a.g.m.**, ss. 16-17.

¹⁹⁹ Resmi Gazete, Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği, 5 Temmuz 2013, Sayı:28698, <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/07/20130705-11.htm>, (11/12/2017).

edimlerin kullanılması, tali edimlerin kullanılması, projenin gecikmesi ve gerçekleşmeme durumları, ihraçtan elde edilen fonların kullanım şekli, SPK'ya başvuru ve gerekli belgeler, yatırımcı raporu ve kamuyu aydınlatma” konuları hükme bağlanmıştır. Bu konuları başlıklar halinde şu şekilde özetlemek mümkündür:

a) Gayrimenkul Sertifikalarına İlişkin Genel Esaslar

Sertifikalar, gayrimenkul projesinin belirli bağımsız bölümlerini veya bağımsız bölümün belirli bir alanını temsil etmektedirler. Belirli bağımsız bölümü temsilen gerçekleştirilen ihraçlarda, ihraç öncesi her bölüme karşılık gelen sertifika adedinin belirlenmesi mecburidir. Bağımsız bölümün belirli bir alan birimini temsil eden ihraçlarda ise, asli edimin olduğu durumlarda aynı alana sahip bölümler arasında farklılık esas eden (cephe, kat vs.) durumlar bulunması halinde şerefiye talep edilebilir ve şerefiye tutarlarının veya şerefiyenin hangi esaslara göre uygulanacağı bilgisinin, izahname ve ihraç belgesinde açıklanması zorunludur. Ayrıca bağımsız bölümlerin edimlerin yerine getirilmesini engelleyecek herhangi bir ihtilafın (aynı veya şahsi hak, haciz kaydı) bulunmaması gerekmektedir.²⁰⁰ GMS ihraç tutarları değerlendirme raporlarında belirlenmiş tutarlar referans alınarak ihraççı tarafından belirlenmektedir*.²⁰¹

GMS'lerin yurtiçinde halka arz suretiyle veya halka arz edilmeksizin nitelikli yatırımcıya satışı veya yurtdışında ihracı gerçekleştirilebilir. Sertifikaların borsada işlem görmesi zorunludur ve ihraççı SPK'ya başvuru ile eş zamanlı olarak borsaya da başvurmalıdır. Sertifikaların itfası asli veya tali edimin yerine getirilmesi ile oluşur, cezai şartın oluşması durumunda cezai şartın ödenmesiyle itfa edilir. İhraççı tarafından öngörülmüş ise sertifikalar talep eden yatırımcıdan izahnamede belirtilen esaslar çerçevesinde, ihraççının belirleyeceği tutar veya borsada oluşan fiyat üzerinden, piyasada yeniden satılmamak suretiyle geri alınabilir.²⁰²

* VII-128.2 sayılı GMS Tebliği'nde ihraç tutarı olarak “Gayrimenkul sertifikası ihraç tutarı, gayrimenkul projesindeki tüm bağımsız bölümlerin Tebliğin 6.Maddesi çerçevesinde hazırlanmış değerlendirme raporuna göre belirlenmiş satış değerlerinin yüzde ellisini aşamaz.” denmektedir. Yukarıda ise ihraç tutarının belirlenmesi hususunda, VII-128.2b ile yapılan son değişiklik verilmektedir.

²⁰⁰ Resmî Gazete, Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği, 5 Temmuz 2013, Sayı:28698, <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/07/20130705-11.htm>, (11/12/2017).

²⁰¹ Resmî Gazete, Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği (VII-128.2)'nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (VII-128.2b), 7 Mart 2017, Sayı:30000, <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2017/03/20170307-17.htm>, (30/12/2017).

²⁰² Resmî Gazete, Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği (VII-128.2)'nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (VII-128.2b), 7 Mart 2017, Sayı:30000, <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2017/03/20170307-17.htm>, (30/12/2017).

b) *Arsa Sahibi ve İhraççıya İlişkin Esaslar*

İhraççı kuruluş,

I. İhraç için SPK'ya başvuru tarihinden önceki 5 yıl içerisinde sertifikaya konu olan projenin satış değerinin en az yarısı büyüklüğündeki bir projeyi tamamlamış olmakla birlikte,

II. İhraççının arsa mülkiyetine sahip olması, arsa tapusunun kat irtifakı tapusuna çevrilmesi ve kat irtifakının ihraççı lehine tesis edilmiş olması gereklidir.²⁰³

III. Bağımsız denetime tabi tutulmuş son yıllık finansal tablolarına göre özkaynaklar toplamının ödenmiş ve veya çıkarılmış sermayeden yüksek olması ve derecelendirme kuruluşlarından talebe bağlı olarak, yatırım yapılabilir seviyesinde uzun vadeli derecelendirme notu almış olması gerekmektedir.²⁰⁴

c) *Değerleme, Fizibilite ve İnşaat İlerleme Raporları*

SPK'ya başvuru ve proje bitiş tarihlerinde veya SPK'nın uygun gördüğü diğer aşamalarda değerleme raporu hazırlanmalıdır. Edimlerin yerine getirilemeyeceğinin anlaşılması halinde, yapı denetim kuruluşları fizibilite raporu hazırlayarak, projenin tamamlanma süresi, düzeyi ve tahmini maliyet ile bilgileri sunmaktadır. İhraç fonlarının ihraççıya aktarılmasının sağlanması amacıyla ise inşaat ilerleme raporları düzenlenmektedir.²⁰⁵

d) *Asli Edimlerin Kullanılması*

Asli edim: Asli edim ifa süresi içerisinde izahname veya ihraç belgesinde belirlenen esaslar çerçevesinde, ihraççı tarafından GMS sahipleri adına kat mülkiyetinin tesis edilmesi ve bağımsız bölümün teslim edilmesini" ifade etmektedir.²⁰⁶

Asli edimlerin kullanılmasında yatırımcıların taleplerini ihraççıya iletmesi esastır. Asli edim kullanmak isteyen yatırımcı bağımsız bölümün gerektirdiği kadar sertifikayı ihraççının hesabına aktarır ve gerekli olması halinde şerefiye ödemesini

²⁰³ Resmî Gazete, Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği, 5 Temmuz 2013, Sayı:28698, <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/07/20130705-11.htm>, (11/12/2017).

²⁰⁴ Resmî Gazete, Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği (VII-128.2)'nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (VII-128.2a), 3 Ağustos 2016, Sayı:29790, <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2016/08/20160803-33.htm>, (01/01/2018).

²⁰⁵ Resmî Gazete, Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği (VII-128.2)'nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (VII-128.2b), 7 Mart 2017, Sayı:30000, <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2017/03/20170307-17.htm>, (30/12/2017).

²⁰⁶ Resmî Gazete, Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği (VII-128.2)'nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (VII-128.2c), 29 Kasım 2017, Sayı:30255, <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2017/11/20171129-11.htm>, (30/12/2017).

gerçekleştirir. Bununla birlikte, asli edinim kullanmak isteyen fakat elinde yeterli sertifikası bulunmayan yatırımcıya izahnamede açıklanmak koşuluyla kredi kullanım veya nakit ödeme seçeneği sunulmaktadır.

e) *Tali Edimlerin Kullanılması*

Tali edim: Tali edim ifa süresi içerisinde izahname veya ihraç belgesinde belirlenen esaslar çerçevesinde ihraççı tarafından tali edime konu GMS'lere karşılık gelen bağımsız bölümlerin satılması ve elde edilen satış tutarının GMS sahiplerine, sahip oldukları GMS oranında dağıtılmasını²⁰⁷, ifade etmektedir.

Asli edim kullanmayan veya asli edimde öngörülen şartları sağlamayan yatırımcı tali edimi kabul etmiş olmaktadır.

f) *Projenin Gecikmesi ve Gerçekleşmeme Durumları*

Projenin gecikmesi durumunda fizibilite raporu hazırlanır. SPK'ya ek süre için talepte bulunulabilir bu kapsamda yatırımcıların tazminiyle ilgili esaslar duyurulur, projenin gerçekleşmeme durumunda ise aynı şekilde yatırımcıların tazmini sağlanmaktadır.

g) *İhraçtan Elde Edilen Fonların Kullanım Şekli*

GMS ihracından elde edilen fonlar bir banka hesabında toplanmakta ve SPK tarafından uygun görülen sermaye piyasası araçlarında değerlendirilmektedir.²⁰⁸ İhraçtan elde edilen fonun* yüzde yirmi beşlik kısmı inşaat başlamadan önce doğrudan; yüzde altmış beşlik kısmı inşaat ilerleme raporlarında belirlenen oranlar ölçüsünde ve geriye kalan yüzde onluk kısmı ise tüm edimler ifa edildikten sonra yetkili kuruluş tarafından ihraççıya aktarılır.²⁰⁹

* VII-128.2 sayılı GMS Tebliği'nde "İhraçtan elde edilen fonlar, inşaat ilerleme raporlarında belirlenen oranlar ölçüsünde yetkili kuruluş veya banka garantili ihraçlarda banka tarafından ihraççıya aktarılır" denmektedir. Yukarıda ihraçtan elde edilen fonlar hususunda VII-128.2c ile yapılan değişiklik verilmiştir. İtfâ bedelinin ve oluşabilecek cezai şartın yatırımcılara ödenmesinin bir banka tarafından garanti altına alınması, bu ödemelere ilişkin olarak banka teminat mektubu alınması veya gayrimenkul projesinin tamamlanması için sigorta yaptırılması durumlarında, ihraçtan elde edilen fonun tamamının doğrudan ihraççıya aktarılması mümkündür.

²⁰⁷ Resmi Gazete, Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği (VII-128.2)'nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (VII-128.2b), 7 Mart 2017, Sayı:30000, <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2017/03/20170307-17.htm>, (30/12/2017).

²⁰⁸ Resmi Gazete, Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği (VII-128.2)'nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (VII-128.2b), 7 Mart 2017, Sayı:30000, <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2017/03/20170307-17.htm>, (30/12/2017).

²⁰⁹ Resmi Gazete, Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği (VII-128.2)'nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (VII-128.2c), 29 Kasım 2017, Sayı:30255, <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2017/11/20171129-11.htm>, (30/12/2017).

İhraçtan elde edilen fonlar yalnızca projenin tamamlanmasında veya projenin tamamlanmasında kullanılan finansmanların geri ödenmesinde kullanılabilir. Proje gerçekleşmeme durumunda ise satış gelirleri ihraççıya aktarılmamaktadır yatırımcılara yapılacak geri ödemelerde kullanılır.²¹⁰

h) Kurula Başvuru ve Gerekli Belgeler

İhraççı, sertifika ihracı için SPK'ya başvuru yapmalı ve gerekli belgelerin temininden sorumlu olmaktadır.

i) Yatırımcı Raporu

Yatırımcı raporunda sertifikaya konu bağımsız bölümlerin ilerleme seviyesi ve talep edilen ve gerçekleşen asli edimlere ilişkin bilgiler yatırımcıya sunulmaktadır.

j) Kamuyu Aydınlatma

Kamuyu aydınlatma hükümlerinde ise ihraççının kamuyu aydınlatma hususunda yatırımcıları bilgilendireceği konuların açıklanma sürelerine ve zamanlarına dair bilgiler düzenlenmiştir.

4.4. Gayrimenkul Sertifikası Modelinin Kullanım Alanları

Sertifikalar yüksek maliyetli gayrimenkul projelerinin finansmanı için kullanılmakla birlikte kentsel dönüşümün finansmanında da önemli bir kaynak oluşturacaklardır. Sertifikaların özellikle proje başlangıcında ihraç edilmesi, inşaata başlayacak yüklenicinin ön finansman elde etmesine olanak vermekte böylece müteahhitlerin faiz borcu gibi bir ek maliyete katlanmamasına imkan sağlamaktadır. Özellikle kaynak sıkıntısı yaşayan ve ülkemizde bir zaruret haline gelmiş olan kentsel dönüşüm projeleri sertifikaların en yaygın kullanım alanlarından biri olarak görülebilir.

Diğer taraftan sertifikalar, gayrimenkullerin bir sermaye piyasası aracı haline dönüşerek yeni bir pazarın oluşumunu ve yatırımların kanalize edilebileceği veya tasarrufların değerlendirilebileceği yeni bir alanın ortaya çıkmasına olanak sağlayacaktır. Özellikle yatırım aracı olarak gayrimenkulü tercih eden bireyler böylece yeni bir

²¹⁰ Resmi Gazete, Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği (VII-128.2)'nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (VII-128.2b), 7 Mart 2017, Sayı:30000, <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2017/03/20170307-17.htm>, (30/12/2017).

enstrüman aracılığıyla birlikte yatırımlarını yine aynı sektörde fakat farklı bir araçla yaparak portföylerini de çeşitlendirme imkanına sahip olacaklardır.

4.4.1. Gayrimenkulün Menkul Kıymetleştirilmesinin Sağlanması

GMS'lerin getireceği en büyük faydalardan biri gayrimenkul piyasasında oluşan değerlerin sermaye piyasalarına sunulmasıdır. Uzun süre zarfında, tasarruf sahipleri tarafından gayrimenkule yapılan yatırım yalnızca alım-satım veya kiraya verme fonksiyonu ile karşımıza çıkmıştır. Özellikle gayrimenkule yatırım yapmak isteyen fakat yüksek bütçelere sahip olmayan tasarruf sahipleri için gayrimenkul yatırım yapılabilir bir pazar olma özelliğine sahip olamamıştır. GMS'ler ile birlikte gerek sermaye piyasasında alternatif bir araç oluşturularak sermaye piyasalarının derinleşmesi sağlanacak gerek gayrimenkule yatırım yapmak isteyen sınırlı bütçeye sahip yatırımcıların gayrimenkule yatırım yapabilmesine olanak sağlanacaktır.

Diğer taraftan gayrimenkul piyasasının organize bir Pazar yapısı içerisinde işlemediği bu nedenle sektörde denetimsizliğin ve kayıt dışılığın yüksek boyutlarda olabileceği konusuna daha önceki bölümlerde değinilmişti. Sertifikalar ile birlikte sektörün şeffaf ve denetlenebilir bir yapıya kavuşacak olması, tasarruf sahiplerinin denetlenebilir bir sistem içerisinde gerçek bilgiye eksiksiz ve zamanında ulaşabilmeleri sektörün kurumsallaşması açısından büyük bir öneme haiz olmaktadır.

4.4.2. Maliyeti Yüksek Gayrimenkul Projeleri Finansmanı

Gayrimenkul piyasasının önemli bir payını, yaklaşık %80'ini konut piyasası oluşturmaktadır.²¹¹ Özellikle nüfus artışıyla birlikte artan konut talebi ve inşaat girdilerinin artan maliyetiyle birlikte gayrimenkul projelerinin geliştirilmesinde sektörde faaliyet gösteren firmalar yeni kaynak arayışlarına girmişlerdir.

Bu kapsamda, günümüze kadar ülkemizde gayrimenkul piyasaları ve dolayısıyla konut finansmanı sistemi ile ilgili çok sayıda düzenlemeye gidilmiştir. Bu düzenlemeler

²¹¹ ÇIKILI, a.g.e., s.4.

sonucunda yeni sermaye piyasası araçları ve kurumları ortaya çıkmıştır. Fakat bu düzenlemelerin çoğunun yeterli ölçüde sektöre finansman sağlamadığı görülmüştür.²¹²

GMS'ler, yüksek bütçe gerektiren bu projelerin geliştirilmesinde inşaat yapım işlerinin başlangıcında olmak üzere alternatif bir kaynak oluşturarak konut projelerinin finansmanında faizsiz işleyen bir sistemle ve farklı borçlanma yüklerinin taşınmadığı bir model oluşmasına imkan sunmaktadır.

4.4.3. Kentsel Dönüşüm Finansmanı

Gayrimenkul sektörünün ihtiyaç duyduğu finansman ihtiyacını karşılamak ve çeşitlendirmek üzere sermaye piyasasına giren “Gayrimenkul Sertifikası” modelinin kentsel dönüşüm amaçlı projelerde de kullanılabilmesi düşünülmüştür bu sebeple 03.08.2016 tarihinde 29790 sayılı Resmi Gazetede yayınlanarak yürürlüğe giren Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği'nde (VII-128.2) Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (VII-128.2a) ile bu konu düzenlenmiştir.

GSM'lerin Kentsel Dönüşüm Projeleri'nin finansmanında yaşanan sıkıntıların aşılabilmesi, piyasada nakit akışının sağlanması ve arsa sahipleri ile anlaşma sağlanılmasında etkili bir yol olarak kullanılması hedeflenmiştir. Sertifika çıkarabilecek olan kuruluşlar (Belediyeler, İller Bankası Anonim Şirketi ve TOKİ) arsa maliklerine sertifika verebilecektir. Arsa sahibi, sertifika karşılığında taşınmazını yükleniciye devredecek ve proje bittiğinde kendisine bir taşınmaz verilecek veya bu taşınmazın satılması sonucu oluşan tali edimlerden yararlanacaktır.²¹³

4.5. Gayrimenkul Sertifikalarının Sağlayacağı Katkılar

GMS'lerin oluşturacağı katkıları farklı açılardan ele almak mümkündür. Temel olarak, inşaat sektöründe likiditeyi artırıcı etkisiyle, ekonomide tasarruf artırıcı etkisiyle

²¹² KÖROĞLU, a.g.m., ss.34.

²¹³ Nurcan TURAN, “Gayrimenkul (Emlak) Sektörünün Gelişmesinde ve Konut Sorununun Çözümünde Gayrimenkul İşletme Kooperatifleri ve Gayrimenkul Sertifikaları Modellerinin Alternatif Olarak Değerlendirilmesi”, **3.Sektör Sosyal Ekonomi Dergisi**, Cilt: 52, Sayı:2, 2017, s.34.

ve yatırımcılara gayrimenkulün küçük paylara bölünmesi ile birlikte sağlanan satış kolaylığı ve alternatif bir finansal enstrüman sunarak çeşitli faydalar sunmaktadır.

4.5.1. İnşaat Sektörüne Sağlayacağı Katkılar

Ülkemizde inşaat sektörü son 15-20 sene içerisinde gelişimini sürekli olarak sürdüren bir sektör olarak öne çıkmaktadır. Gelişen sektör ile birlikte sektörde sürekli artan bir finansman ihtiyacı ortaya çıkmıştır. Sertifikaların özellikle artan finansman ihtiyacını karşılayacak bir alternatif oluşturması sektörde faaliyet göstermek olan inşaat yüklenicilerinin daha esnek bir şekilde hareket etmelerine olanak sağlayacaktır. Böylelikle inşaat sektöründe sürdürülebilir bir büyüme yakalanması mümkün olacaktır. Büyüyen sektör ile birlikte inşaat sektörü alanında etkili olabilecek teknolojik gelişmelere yapılan yatırımların da hızlanması sektörü destekleyecek unsurlar arasında yer almaktadır.

Diğer taraftan GMS'ler inşaat sektörü aktörlerinin bilinirliğine katkıda bulunarak sektörde kurumsallaşmayı beraberinde getirecek, kurumsallaşmayla birlikte firmalar rekabet ortamı içerisinde yenilikçi ve sürekli bir iyileştirme çabası içinde olacaklardır. Sermaye piyasası kanalı ile yüklenici firmalar daha fazla yatırımcıya ulaşma kolaylığına sahip olmakla birlikte GMS'lerin ihracı firmalara marka bilinirliği ve prestij oluşturma ve markalarını uluslararası platformlarda temsil etme imkanı bulmuş olacaklardır ve geniş bir müşteri ağına sahip olacaklardır.

4.5.2. Ekonomi Açısından Katkılar

İnşaat sektörü kendisinden farklı 250 alt sektörü etkileme kabiliyetine sahip olan bir sektör olarak, ekonomi için yarattığı faydanın yüksek boyutlarda olduğu daha önceki bölümlerde ayrıntılı olarak ele alınmıştı. Gelişen bir inşaat sektörünün hiç şüphesiz ekonominin dinamiklerine de yüksek ölçekte destek olacağı gerçektir. Özellikle ülkemizde süreklilik arz eden bir sorun olarak ortaya çıkan işsizliği emici bir özelliğe sahip olan bir sektör olması inşaat sektörünü ekonominin en verimli sektörlerinden biri

olarak öne çıkmasına sebep olmuştur. Bu nedenle inşaat sektörünün canlılığını koruması ve yeni ürünlerle gelişmesi ülke ekonomisine de ciddi destek sağlayacaktır.

Diğer taraftan GSM'lerin ihracı halihazırda Türkiye gayrimenkul sektörünü yakından izlemekte olan yabancı kurumsal yatırımcılarında ilgisini çekerek ülkeye döviz girişini sağlayacaktır. Bir diğer fayda, tasarruf oranlarının düşük seyrettiği ülkemizde tasarruf arttırıcı bir etki sağlayacak olmasıdır, aynı zamanda ekonominin dolaşımına dahil olmamış, hanehalkları tarafından pasif tutulan varlıkların ekonomiye dahil olmasına önyak olarak tasarrufların sermaye piyasalarında değerlendirilmesini de sağlayacaktır.

4.5.3. Yatırımcılara Sağlayacağı Katkılar

GSM'lerin yatırımcılara sağladığı en büyük fayda gayrimenkul yatırımı yapma isteği olan yatırımcıların veya gayrimenkul edinmek isteyen yatırımcıların, gayrimenkulün küçük alanlara bölünmesi ile oluşturulan satış kolaylığıdır. Özellikle şeffaf ve denetlenebilir bir serbest piyasa ortamında gayrimenkule yatırım yapabilme olanağının oluşturulmuş olması GSM satın almanın cazibesini sermaye piyasası aracılığıyla yapılmayan diğer normal yatırımlara göre arttırmaktadır. Yatırımcıların gayrimenkulün durumuyla ilgili olarak eş zamanlı, tam, zamanında, doğru bilgiye ve maliyete katlanmadan ulaşabilir olması yatırımcının güveninin sağlanması açısından önemli unsurlar olarak ortaya çıkmaktadır.

Diğer taraftan küçük tasarruf sahiplerine yüksek bütçeli gayrimenkul projelerine “topraktan girerek” ortak olma imkanı sunmaktadır. Bu şekilde yeterli birikime sahip olmayan tasarruf sahipleri cüzi miktarlarla gayrimenkule yatırım yapma imkanı elde etmiş olurlar.²¹⁴ Topraktan projeye ortak olma fikrinin avantajı ise inşaat henüz tamamlanmadığından maliyeti tam oluşmayan bir yapım işine ortak olmaktır. Böylece yatırımcılar henüz primlenmemiş bir işe ortak olmakla işin tamamlanmasında oluşacak prim kazancını elde edeceklerdir.

²¹⁴ İstanbul Üniversitesi, İslam İktisadi ve Finansı Uygulama ve Araştırma Merkezi, “Gayrimenkul Sertifikaları Çalıştayının Ardından”, İslami Finans, Gayrimenkul Sektörü ve Yatırımcı Perspektifinden Gayrimenkul Sertifikaları Çalıştayı, 24 Haziran 2017, İstanbul.

Gayrimenkulün diğer yatırım araçlarıyla kıyaslandığında daha az risk içerdiği hususu daha önceki bölümlerde ifade edilmişti. Bu finansal araçla birlikte yatırımcılar içerisinde çok fazla risk unsuru barındırmayan bir varlığa yatırım yapma imkanı elde ederler. Ayrıca kurumsal ve bireysel tasarruf sahipleri yatırımlarını yönlendirebilecek farklı bir kanala sahip olarak portföylerini çeşitlendirecek ve risklerini dağıtacak yeni bir araç elde etmiş olurlar.

GSM'lerin işlem hızının kısa olması ve istenildiği zaman borsada satılarak likite çevrilebilmesi, formalitenin azlığı ayrıca yatırımcılara avantaj sağlamaktadır. Bununla birlikte faizsiz kazanç sağlayan bir yatırım aracı olması da yatırımcılar için bir alternatif oluşturmaktadır.

Ayrıca, GSM'lerde yatırımcıların sahip olduğu tali edim varlığı ile proje sonunda konut edinimi zorunlu olmamaktadır. Metrekare bazında bir ortaklığın sağlanması ve ihraç fiyatının altında kalmamak suretiyle izahnamede belirtilen fiyat üzerinden GMS'leri ihraççıya geriye satma seçenekleri yatırımcılar açısından büyük faydalar olarak değerlendirilebilir.

4.6. Gayrimenkul Sertifikası Riskleri

GMS'ler aynı zamanda bazı riskleri de bünyelerinde barındırmaktadırlar. Gayrimenkul sektörünün sahip olduğu genel risklerle birlikte; TOKİ'nin direk olarak Başbakanlığa bağlı bir kamu kurumu olmasının getirdiği riskler, yüklenicinin çeşitli riskleri ve yatırımcıların süreç içerisinde karşılaşabileceği riskler risk unsurları olarak görülebilir.

4.6.1. İlk İhraççı Olarak TOKİ'nin Taşıdığı Riskler

İlk GMS ihraççısı TOKİ bir kamu kuruluşu olmasından dolayı birçok riski bünyesinde barındırmaktadır. Türkiye'de gelişebilecek olan siyasi risklerin TOKİ'nin bütçesi üzerinde olumsuz bir etki oluşturması ihtimali bulunmakla birlikte konut sektöründe TOKİ'nin pozisyonunun değişmesi, operasyonel, mevzuatsal ve yönetsel risklerin varlığı TOKİ'nin sektörde sahip olduğu bazı yetkileri ve avantajları

kaybetmesine sebep olabilir. Diğer taraftan TOKİ inşaat sektöründe faaliyet göstermektedir ve Türkiye'nin çoğu ilinde devam etmekte olan konut ve altyapı inşaat işleri mevcuttur. Bu nedenle inşaat sektörünün taşıdığı tüm riskleri içerisinde barındırmaktadır.

4.6.2. Proje Yüklenicisinin Taşıdığı Riskler

GMS'lerin en önemli risklerinden biri de proje yüklenici ile ilişkilendirilebilir. Yüklenicinin sektörde devam etmekte olan çok fazla projesinin var olması ve bu projelerde oluşan finansal açıklardan dolayı finansal görünümün bozulması SMS'lere dayanak oluşturan projenin iş bitim süresini uzatabilir, tamamlanmasını aksatabilir.

İnşaat yüklenicisi firmanın sahip olduğu finansal risklerle birlikte ekonomik görünümde oluşan bir bozulma ve inşaat sektörünün sahip olduğu tüm riskler yüklenici içinde geçerli olmaktadır. Özellikle inşaat girdi maliyetlerinin artıyor olması yüklenicinin finansal durumunda olumsuz bir tablo ortaya çıkarabilir.

4.6.3. Yatırımcı Açısından Riskler

Yatırımcıların sahip olduğu riskler daha önceden bahsi geçen diğer tüm risklerle ilişkilendirilebilir. Bunun yanında SMS'lerin borsada işlem gören diğer tüm yatırım araçlarında olduğu gibi serbest piyasa koşullarında oluşan fiyatın beklenen getiriye sağlamaması ve yeterli alım-satım kazancını getirmemesi yüksek enflasyon ortamında tasarruf sahiplerinin SMS için yatırmış oldukları anaparanın erimesine sebep olacaktır. Aynı zamanda asli edimi talep eden yatırımcılar açısından diğer bir risk unsuru; projenin tamamlanma süresinin uzaması veya tamamlanamaması durumunda oluşabilecek olan zararların varlığıdır.

4.7. İlk Sertifika İhracına Konu Park Maveria III Projesi İncelemesi

İlk SMS dayanağı olan Park Maveria III Projesi, TOKİ ve Makro İnşaat Ticaret A.Ş. tarafından Gelir Paylaşımı Modeli ile İstanbul İli, Başakşehir İlçesi Kayabaşı Bölgesinde inşa edilmekte olan bir gayrimenkul projesidir.

Park Maveria III projesi Kayabaşı Mahallesi sınırları içerisinde bulunan toplam 50.696,46 m² yüz ölçümüne sahip, proje büyüklüğü ise 126.400 m² olan 876 ada 2 parsel sayılı taşınmaz üzerinde 31 adet ticari ve 723 adet konut olmak üzere toplam 754 adet bağımsız bölümden oluşmaktadır. Sertifika kapsamındaki alan 33.703 m² olmakla birlikte, ek satış için sunulacak sertifika kapsamındaki alan 22.587 m²'dir.²¹⁵ Söz konusu proje alanı etrafında birçok nitelikli konut, park ve meydan projesi bulunmaktadır. Projenin halka arz oranı %30 olmakla birlikte, ek satışın gerçekleşmesi dahilinde bu oran %50'ye çıkacaktır. Projede 1+0'dan 5+1'e kadar farklı daire seçenekleri olmasına rağmen sertifikaya konu daireler 2+1, 3+1 ve 4+1 daire türleridir.



Şekil 56. Sertifikaya Konu Bağımsız Bölümler

Kaynak: Ziraat Yatırım,

https://ziraatyatirim.com.tr/icerik/halkaarz/PARK_MAVERA/HALKA_ARZ_RAPORU.pdf, (17/12/2017)

İhraca konu bloklar yukarıda şekilde mavi ile gösterilen B2-C2-D2 bloklarıdır. Ek satış hakkının kullanılması durumunda resimde sarı renkli olarak yer alan C1 ve D1 blokları da ihraca dahil edilecektir.

TOKİ'nin arsa sahibi olarak bulunduğu projede, sahip olunan arsa için Gelir Paylaşımı Modeli ile ihale ilanına çıkılmış ve en yüksek teklifi sunarak ihaleyi kazanan

²¹⁵ Ziraat Yatırım, Halka Arz: TOKİ Park Maveria III Projesi Gayrimenkul Sertifikası, *Halka Arz Raporu*, https://ziraatyatirim.com.tr/icerik/halkaarz/PARK_MAVERA/HALKA_ARZ_RAPORU.pdf, (17/12/2017), s.1-7.

Makro İnşaat Ticaret A.Ş. ile Arsa Satış Karşılığı Gelir Paylaşımı İşi Sözleşmesi imzalanmıştır.

Sözleşmenin konusu, sözleşme dosyasında ifade edildiği üzere şu şekildedir; “İstanbul İli Başakşehir İlçesi Kayabaşı Toplu Konut Alanı 876 Ada 2 Parselde Arsa Satış Karşılığı Gelir Paylaşımı İşi Özel Teknik Şartnamede belirtilen ada/parsellerdeki arsa üzerinde TOKİ tarafından uygun görülecek projeler uyarınca tüm giderleri yüklenici tarafından karşılanacak şekilde belirtilen sosyal konut ve donatı alanlarında yapılması gereken plan ve projelerin hazırlanması, ilgili Belediyelerden ve idarelerden tüm onayların ve ruhsatların alınması, mahal listelerine göre ada içi ve dışı her türlü teknik altyapı ve peyzaj işleri ile sözleşme doğrultusunda cins tahsislerinin yapılması, iskan ruhsatlarının alınması ve Kat Mülkiyeti tapularının alınması, projenin satışına ilişkin tüm faaliyetlerin sürdürülmesi ve TOKİ’ye İdare Payı Toplam Geliri’nin ödenmesini kapsamaktadır.”²¹⁶

Sözleşme kapsamından anlaşılabacağı gibi İdare olarak ifade edilen TOKİ, projede yalnızca arsa teminini sağlamakta ve ek bir maliyet üstlenmemektedir. Sözleşmenin imzalanmasından proje bitimine kadar geçen süreç içerisinde tüm aşamaların takibi, pazarlama faaliyetlerinin sürdürülmesi ve süreç içerisinde oluşacak olan tüm maliyetler yüklenici firma olan Makro İnşaat tarafından üstlenilecektir.

Taraflar arasında yapılan sözleşmeye istinaden projenin yüzde 30’unun halka arz edilebileceği, TOKİ’nin ihraççı sıfatıyla halka arz işlemini yapacağı, fakat projenin halka arz işleminde herhangi bir maliyete katlanmayacağı, bütün masrafların yüklenici tarafından ödeneceği anlaşılmaktadır. Sözleşme konusu iş karşılığında elde edilecek olan gelirlere bakıldığında;

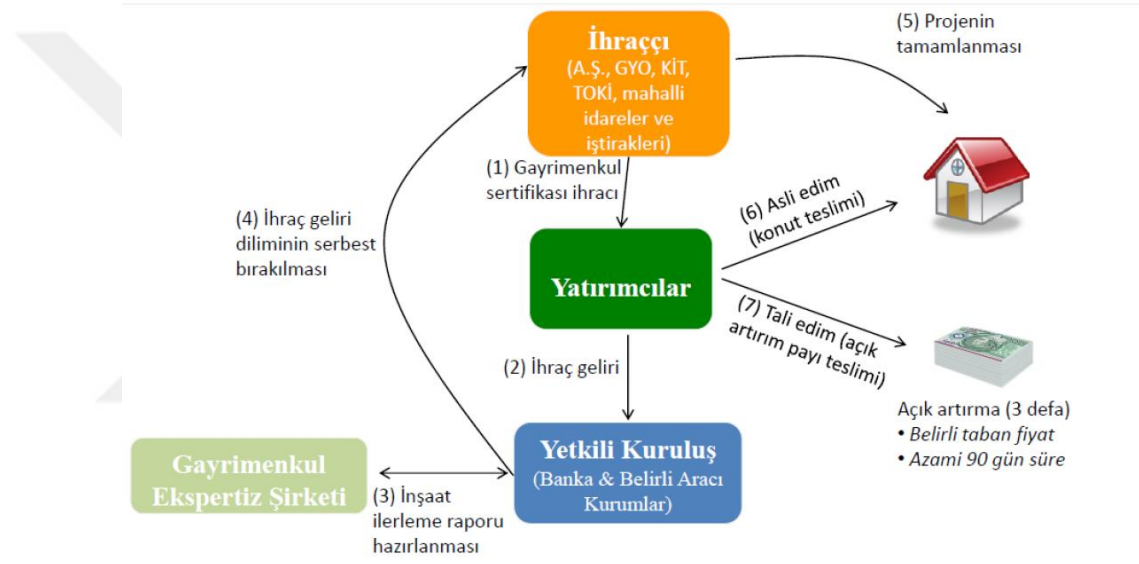
- a) Arsa Satış Karşılığı İdare Geliri Payı: 306.000.000 TL,

²¹⁶ TOKİ, İstanbul İli Başakşehir İlçesi Kayabaşı Toplu Konut Alanı 876 Ada 2 Parselde Arsa Satış Karşılığı Gelir Paylaşım İşi, *Gelir Paylaşımı Sözleşmesi*, 6 Nisan 2016, <https://www.toki.gov.tr/AppResources/UserFiles/files/EK-8%20Gelir%20Payla--m-%20S-zle-mesi.pdf>, (11/12/2017), s.1.

b) Bağımsız Bölümlerin Satışlarından Elde Edilecek Tahmini, Arsa Satış Karşılığı Satış Toplam Geliri: 1.020.000.000 TL,

c) Yüklenici Payı Geliri: 714.000.000 TL olacaktır.²¹⁷

TOKİ ile Makro İnşaat arasında imzalanan Gelir Paylaşımı Sözleşmesi hükümleri çerçevesinde, projeden elde edilen gelirlerden TOKİ arsa sahibi sıfatıyla sözleşmede belirlenmiş olan asgari idare payını alacak, Makro İnşaat ise yüklenici payı gelirine sahip olacaktır. Sertifika arzından elde edilen tutardan TOKİ, Gelir Paylaşımı Sözleşmesine istinaden belirlenmiş olan payını tahsil edecektir.



Şekil 57. Sertifika İhraç Süreci

Kaynak: Ziraat Yatırım,

https://ziraatyatirim.com.tr/icerik/halkaarz/PARK_MAVERA/HALKA_ARZ_RAPO_RU.pdf, (17/12/2017)

Sertifika ihracı süreci yukarıda bulunan şekilde görülmüş olduğu şekilde gerçekleştirilecektir. Proje bölgesi seçimi, ihale ve projelendirme sürecini takiben ihraca konu olacak bağımsız bölümlerin seçimi yapılmıştır. Hangi bölümler için kaç adet sertifika toplanacağı belirlenmiştir. Daha sonraki süreç ise aşamalar halinde şu şekilde ifade edilebilir:

²¹⁷ Salih Ülev, Fatih Savaşan ve Mervan Selçuk, “Gayrimenkul Sertifikasının İslam İktisadi Perspektifinden Değerlendirilmesi”, *Uluslararası İslam Ekonomisi ve Finansı Araştırmaları Dergisi*, Cilt:3, Sayı:2, Temmuz 2017, 135-137.

a) Yetkili Kuruluşlar İle Anlaşmaların Yapılması

TOKİ ve ihracı gerçekleştirilecek aracı kurum Vakıf Yatırım ile ve yetkili ekspertiz şirketi ile anlaşmaların imzalanmasını takiben, değerlendirme raporları hazırlanmıştır.

b) İlgili Otoritelere Başvuru

SPK, BİST ve Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK)'na başvurular gerçekleştirilmiştir.

c) İzahnamenin Yayınlanması ve İhraç

İzahname hazırlanarak Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)'nda kamunun bilgisine sunulmuştur ve GMS'lerin ihracı için gerekli pazarlama ve reklam faaliyetlerine başlanmıştır.

Aracılık yöntemi en iyi gayret aracılığı olan ihraçta sabit fiyat ile talep toplama gerçekleştirilmiştir. Tahsisat grupları ise %50-%50 paylarla birlikte yurtiçi bireysel yatırımcılar ve yurtiçi kurumsal yatırımcılardır. İhraca sunulan toplam pay adedi 3.370.410, toplam TL değeri ise 143.242.425 TL'dir. GMS'ler TL cinsinden satışa sunulmuştur. Fazla talebin oluşması durumunda, 2.258.736 adet 95.996.280 TL değerinde sertifika daha ihraç edilecek olup toplam halka arz büyüklüğü 5.629.146 adet ve 239.238.705 olacaktır.²¹⁸ Halka arza aracılık eden kuruluş konsorsiyum lideri Vakıf Yatırım olacaktır.

29-30-31 Mart 2017 tarihlerinde Park Mavera III (PMVR3) Projesi GMS halka arzında, toplam 143.242.425 TL değerindeki her biri 42,50 TL olan 3.370.410 adet GMS satışı gerçekleştirilmiştir. İlan edildiği üzere;

- 1.685.205 adet sertifika (%50,0) kısmı Yurt İçi Bireysel Yatırımcılara,
- 1.685.205 adet sertifika (%50,0) kısmı Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılara

tahsis edilmiştir. Ancak, gelen taleplerin değerlendirilmesi sonucu; SPK'nın "II-5.2 Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği" hükümlerine göre; yukarıda yer alan Yurtiçi Bireysel Yatırımcılar ve Yurtiçi Kurumsal Yatırımcılar için belirlenen tahsisat

²¹⁸ TOKİ, İhraç Bilgileri, *Park Mavera III Gayrimenkul Sertifikası*, <https://www.toki.gov.tr/ihrac-bilgileri>, (08/09/2017).

oranlarında Vakıf Yatırım'ın önerisi ve TOKİ onayı ile kaydırma yapılmıştır. Halka arzda nihai tahsisat oranı;

- 1.775.842,00 adet sertifika (%52,7) kısmı Yurt İçi Bireysel Yatırımcılara,
- 1.594.568,00 adet sertifika (%47,3) kısmı Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılara şeklinde gerçekleşmiştir.²¹⁹

Tablo 9. Gayrimenkul Sertifikası Tahsisat Durumu

Tür	Tahsisat Adet	Tahsisat Oran %	Nihai Tahsisat Adet	Tahsisat Oran %	Talep Eden/Dağıtılan Kişi Sayısı
Bireysel	1.685.205	%50,0	1.775.842	%52,7	5.244/5.038
Kurumsal	1.685.205	%50,0	1.594.568	%47,3	41/39
Toplam	3.370.410	% 100,0	3.370.410		

Kaynak: KAP, <https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/597207>, (07/12/2017).

Halka arzı takiben sertifikalar Borsada işlem görmeye başlamıştır. Toplanan fonların blokajı yapılarak, TOKİ'nin idare payının tahsilinden sonra inşaatın ilerleme seviyesine göre fon ihraççı tarafından yüklenici hesaplarına aktarılmaktadır.

4.7.1. Park Maveria III Projesinin Piyasada İşlem Görme Süreci

GMS'ler 7 Nisan 2017 tarihinde PMVR3 kodu ile Pay Piyasası Bünyesinde Kolektif Yatırım Ürünleri ve Yapılandırılmış Ürünler Pazarı'nda (Kurumsal Ürünler Pazarı) işlem görmeye başlamıştır. Sertifikalar sürekli işlem (sürekli müzayede) yöntemi ile işlem görecektir. 1 metrekare alan için gerekli olan sertifika 100 adet olmakla birlikte her bir GMS için belirlenen ihraç fiyatının 42,50 TL olması sebebiyle buradan hareketle her metrekare başına belli olan fiyat 4.250,00 TL olmaktadır. İşlem süreci içerisinde

²¹⁹ KAP, Park Maveria III Gayrimenkul Sertifikası Halka Arz Sonuçları, T.C. Toplu Konut İdaresi Başkanlığı-Park Maveria III Projesi Gayrimenkul Sertifikalarının Halka Arzına İlişkin Sonuçlar, 3 Nisan 2017, <https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/597207>, (07/12/2017), s.1.

GMS'lerin fiyatı tamamen piyasa mekanizması içinde serbest piyasa koşulları ile arz-talep dengesine göre belirlenmektedir.

GMS'ler, BIST'de işlem gördüğü süreç içerisinde takaslar T+2 gününde yapılacaktır. Sertifikalar tali edimin bitiş tarihinden 2 gün önceye kadar işlem görmeye devam eder. Fakat, ihraççının talebi doğrultusunda işlem sırasının farklı bir günde kapatılması da mümkün olacaktır. GMS'lerin açığa satış işlemlerine ve kredili işlemlere konu edilmesi mümkün değildir. Paylar için uygulanan fiyat adımları sertifikalar içinde geçerli olmakla birlikte, halka arz fiyatı ilk işlem gününde baz fiyat olarak belirlenmiştir ve fiyat marjı %20'dir.²²⁰

Piyasada işlem görme süreci içerisinde ihraççı TOKİ tarafından her ay olmak üzere düzenli olarak "İnşaat İlerleme Raporu Sonucu", "Yatırımcı Raporu" ve "Projede Benzer Nitelikte Olan Bağımsız Bölümlerin Ortalama Satış Fiyatları" KAP aracılığıyla tüm menfaat sahiplerinin bilgisine sunulmaktadır. Yatırımcı Raporu'nda GMS konu olan bölümlerin tamamlanma düzeyi ve projede talep edilen ve gerçekleşen asli edimlere ilişkin bilgilere yer verilmektedir.

TOKİ tarafından 28 Aralık 2017 tarihinde yayınlanan İnşaat İlerleme Raporu Sonucu'na bakıldığında; 15 Aralık 2017 tarihi ile itibari ile Park Maveria III projesinde ilerlemenin %30,438 düzeyinde²²¹ olduğu ifade edilmektedir. TOKİ tarafından 27 Aralık 2017 tarihinde yayımlanan 1 Kasım 2017- 15 Aralık 2017 dönemine ilişkin raporda konu blokların tamamlanma düzeyi ise şu şekildedir:

²²⁰ Ziraat Yatırım, Halka Arz: TOKİ Park Maveria III Projesi Gayrimenkul Sertifikası, *Halka Arz Raporu*, https://ziraatyatirim.com.tr/icerik/halkaarz/PARK_MAVERA/HALKA_ARZ_RAPORU.pdf, (17/12/2017), s.10.

²²¹ KAP, İnşaat İlerleme Raporu Sonucu, *Özel Durum Açıklaması*, 28 Aralık 2017, <https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/647514>, (02/01/2018), s.2.

Tablo 10: GMS'ye Konu Edilen Bağımsız Bölümlerin Tamamlanma Düzeyi

Blok Adı	İnşaat Tamamlanma Düzeyi
B2	%8,10
C2	%46,314
D2	%47,034
Toplam Ortalama	%33,82

Kaynak: KAP, <https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/647513>, (02/01/2018)

Ayrıca Yatırımcı Raporu'nda; projede gerçekleşen asli edimler kümülatif olarak yatırımcıların bilgisine sunulmaktadır. Piyasada işlem görme süreci devam ederken yeterli sertifikayı biriktiren yatırımcıların talebini TOKİ'ye ileterek asli edimini gerçekleştirmesi mümkündür. TOKİ tarafından uygun bulunan asli edim talebi ile yatırımcının ilgili GMS'leri aracı kurum hesaplarında bloke edilmektedir ve MKK nezdinde iptal edilerek dolaşımdan çıkmaktadır.

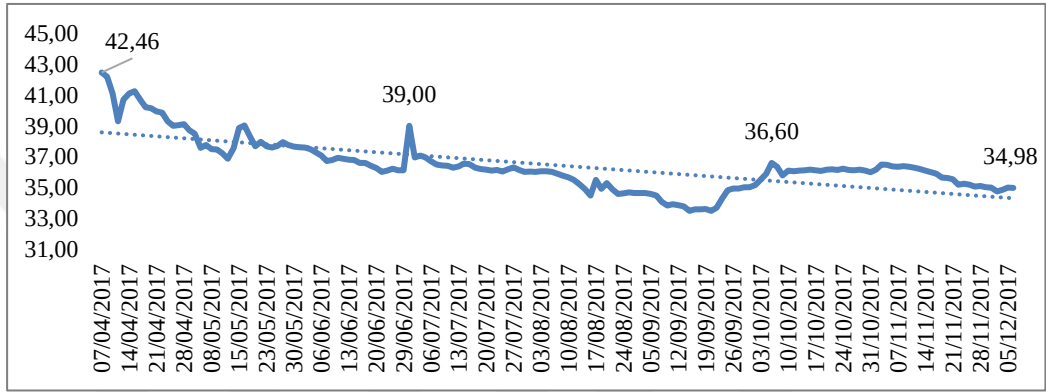
TOKİ tarafından yayımlanan rapora göre şimdiye kadar gerçekleşen asli edimler şu şekildedir;

Tablo 11: Projede Talep Edilen ve Gerçekleşen Asli Edimler

Blok No	Bulunduğu Kat	Oda Sayısı	Sertifika Adedi	Asli Edim Gerçekleşme Tarihi
B2	6	2+1	14.614	04.05.2017
B2	7	2+1	14.614	04.05.2017

Kaynak: KAP, <https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/647513>, (02/01/2018)

Park Maveria III projesinde gerçekleşen işlem fiyatlarına bakıldığında ise, sertifikaların fiyatının halka arzından itibaren bir düşüş trendi içinde hareket ettiği görülmektedir. Bu durumun asli edinim talebinde bulunmak isteyen yatırımcılar için avantajlı olduğu ifade edilebilir. Tali edimin getireceği kazançta aynı şekilde bağımsız bölümlerin satış ihalesinde gerçekleşecek olan fiyata bağlı olacağından sertifikanın BIST’de işlem performansının kötü olması tali edimi ve asli edimi talep eden yatırımcılar için büyük bir olumsuz tablo oluşturmayacaktır.



Grafik 8: PMVR3 Sertifika İşlem Fiyatı

Kaynak: BIST, <http://www.borsaistanbul.com/veriler/verileralt/hisse-senetleri-piyasasi-verileri>, (03/01/2018)

Fakat sertifikaların değer artış kazancından gelir elde etme beklentisi olan yatırımcılar için GMS’lerin fiyatının düşmesi olumsuz nitelendirilebilir. Bu durum, sermaye piyasasına yeni bir araç olarak sunulan GMS’ler için risk teşkil etmekle birlikte yatırımcıların güvenlerini zedeleyerek bundan sonra gerçekleştirilebilecek ihraçların ilgi görmemesine sebep olarak ihraççıların ve yüklenicilerinde bu modeli uygulamaktan kaçınmaları sonucunu doğurabilir.

4.7.2. Gayrimenkul Sertifikalarının İtfası

GMS’lerin itfası asli edim veya tali edimle birlikte gerçekleşmektedir. Asli edim daha önceki bölümlerde ifade edildiği gibi konutun yatırımcı tarafından ediminin gerçekleştirilmesi şeklinde oluşmaktadır. Tali edim ise proje sonunda bağımsız ünitelerin açık arttırma yoluyla satılmasıyla elde edilen gelirin sertifika sahiplerine sahip oldukları

sertifikalar ölçüsünde pay edilmesi şeklinde itfa edilecektir. Sertifikaya konu projenin halen devam etmekte olması sebebiyle, itfanın ne şekilde oluşacağı varsayılan değerler üzerinden örneklendirilerek ifade edilecektir.

Örneklendirmede 5 kat 2 bloklu 20 daireden oluşan bir projede bulunan tüm daireler için sertifika ihracı yapılacaktır. Sertifikalara konu her bir daire için belirlenen pay adetlerinin aşağıdaki gibi olacağı varsayılmaktadır:

Tablo 12. Pay Adetleri Tablosu

A BLOK (PAY ADETLERİ)		B BLOK (PAY ADETLERİ)	
<u>Daire 1</u> : 54.000	<u>Daire 6</u> : 56.000	<u>Daire 11</u> : 47.000	<u>Daire 16</u> : 51.000
<u>Daire 2</u> : 41.500	<u>Daire 7</u> : 42.000	<u>Daire 12</u> : 57.000	<u>Daire 17</u> : 54.000
<u>Daire 3</u> : 60.500	<u>Daire 8</u> : 63.000	<u>Daire 13</u> : 53.000	<u>Daire 18</u> : 59.000
<u>Daire 4</u> : 50.000	<u>Daire 9</u> : 52.000	<u>Daire 14</u> : 51.000	<u>Daire 19</u> : 50.000
<u>Daire 5</u> : 40.000	<u>Daire 10</u> : 41.000	<u>Daire 15</u> : 38.000	<u>Daire 20</u> : 40.000

Kaynak: TOKİ Haber Dergisi, (30/07/2017).

Tabloda görüldüğü üzere bütün daire karşılıkları ihraç edilecek toplam pay sayısı 1.000.000 adettir.

1 Pay= 10 TL ile ihraç edildiği varsayıldığında; 1.000.000 pay x 10 TL= 10.000.000 TL değerinde pay arza konu edilmektedir. Dairelerin teslim aşamasına kadar paylar BIST' te işlem görecektir ve serbest piyasa koşullarında oluşan fiyattan alınıp satılacaklardır. Borsa işlem tarihinin son gününe kadar, 5 dairenin paylarının yatırımcılar tarafından biriktirilmiş ve satın alındığı varsayımında aşağıdaki gibi bir tablo oluşacaktır.

Tablo 13. Bağımsız Bölüm Satış Durumu

A BLOK (PAY ADETLERİ)		B BLOK (PAY ADETLERİ)	
Sertifika biriktiren yatırımcıya satıldı.	<u>Daire 6:</u> 56.000	<u>Daire 11:</u> 47.000	<u>Daire 16:</u> 51.000
Sertifika biriktiren yatırımcıya satıldı.	<u>Daire 7:</u> 42.000	<u>Daire 12:</u> 57.000	<u>Daire 17:</u> 54.000
Sertifika biriktiren yatırımcıya satıldı.	<u>Daire 8:</u> 63.000	<u>Daire 13:</u> 53.000	<u>Daire 18:</u> 59.000
Sertifika biriktiren yatırımcıya satıldı.	<u>Daire 9:</u> 52.000	<u>Daire 14:</u> 51.000	<u>Daire 19:</u> 50.000
Sertifika biriktiren yatırımcıya satıldı.	<u>Daire 10:</u> 41.000	<u>Daire 15:</u> 38.000	<u>Daire 20:</u> 40.000

Kaynak: TOKİ Haber Dergisi, (30/07/2017).

Asli edimlerin gerçekleşmesinden ve Borsada işlem görme süresinin bitimini takiben tali edim için kalan dairelerin açık arttırmasında aşağıdaki sonuçların elde edildiği varsayımında ise aşağıda tabloda verilen durum oluşacaktır.

Tablo 14. Açık Arttırmada Oluşan Tahmini Daire Satış Fiyatları

A BLOK (SATIŞ FİYATLARI)		B BLOK (SATIŞ FİYATLARI)	
Sertifika biriktiren yatırımcıya satıldı.	<u>Daire 6:</u> 960.000	<u>Daire 11:</u> 770.000	<u>Daire 16:</u> 910.000
Sertifika biriktiren yatırımcıya satıldı.	<u>Daire 7:</u> 820.000	<u>Daire 12:</u> 870.000	<u>Daire 17:</u> 940.000
Sertifika biriktiren yatırımcıya satıldı.	<u>Daire 8:</u> 930.000	<u>Daire 13:</u> 730.000	<u>Daire 18:</u> 990.000
Sertifika biriktiren yatırımcıya satıldı.	<u>Daire 9:</u> 820.000	<u>Daire 14:</u> 810.000	<u>Daire 19:</u> 800.000
Sertifika biriktiren yatırımcıya satıldı.	<u>Daire 10:</u> 710.000	<u>Daire 15:</u> 780.000	<u>Daire 20:</u> 700.000

Kaynak: TOKİ Haber Dergisi, (30/07/2017).

Bu durumda kalan ünitelerin atışlardan elde edilen toplam gelir 12.540.000 TL olmaktadır. Toplam elde edilen hasılat kalan pay adetlerine bölüldüğünde pay sahiplerine pay başına yaklaşık 16 TL ödenecektir.

$$12.540.000 \text{ TL} / 754.000 \text{ pay} = \sim 16,631 \text{ TL}$$

Sonuç olarak sertifikalar yatırımcısına dairelerin fiziki anlamda satışının gerçekleştirilmesiyle de kar elde etme olanağı sunacaktır. Dairelerin satış fiyatları örnekte verilen rakamların üzerinde veya altında olabilir. Fiyatlarda yaşanabilecek bu değişimler; gayrimenkul sektöründe yaşanan gelişmelere bağlı olmakla birlikte, zaman içerisinde bölgenin gelişmesine, projenin özelliklerine, projenin kalitesine ve en önemlisi de açık artırma sürecinde projeye gösterilen ilgiye bağlı olacaktır. Bu sebeple; sertifika ihracında İstanbul'un gelişmeye çok açık bir bölgesi olan Kayabaşı'nda gerçekleştirilecek olan Park Maveria III projesinin seçilmesi ayrıca öneme haiz olmaktadır.

4.8. Park Maveria III Projesi SWOT Analizi

GMS modeli uygulamasının gelecekte devam etmesi ve sermaye piyasalarında rağbet gören bir araç olarak değerlendirilmesi Park Maveria III projesinin göstereceği başarıya bağlı olacaktır. Geçmişte görüldüğü üzere, sertifika ihracında tecrübe edilen başarısızlıklardan sonra sertifika ihraçları uzun süre zarfında tekrar gündeme gelmemiştir. Bu bağlamda Park Maveria III projesi özelinde SWOT analizi tekniğiyle dış çevre analizi ile oluşan fırsat ve tehditler değerlendirilecek ve iç çevre analizi ile oluşan üstün ve zayıf yönler saptanacaktır. SWOT analizi sonucunda gelecek ihraçlarda geliştirilebilecek olan zayıf yönler ortaya çıkarılarak bunlarla ilgili bazı düzenlemeler yapılması, aynı zamanda tehdit oluşturan risklerden kaçınmak için risk-önleyici önlemlerin alınması bir sonraki ihraçlar için fayda oluşturabilir.

4.8.1. PMVR3 İçin Fırsat ve Tehdit Oluşturacak Unsurların Tespiti

Gayrimenkul sektörü son 10 yıl içerisinde büyük bir gelişim kaydetmiştir. Özellikle teknolojiye yaşanan gelişmeler ile birlikte, inşaat sektöründe üretimin daha kolay ve hızlı gerçekleştiği görülmektedir. Bununla birlikte sektörün, ekonominin çeşitli

alanlarına yapmış olduğu katkıyla birlikte işsizlik ve cari açık gibi makroekonomik göstergeler üzerinde olumlu etkilerinin olması devlet politikalarının da bu alanı destekler nitelikte olmasına ve bu alanda çeşitli teşviklerle gerek sektör oyuncularını gerek yatırımcıları cesaretlendirmek bağlamında bir takım yasal düzenlemelerin yapılmasına sebep olmuştur.

Bu kapsamda teşviklerle ve teknolojik gelişmelerle desteklenen sektörün ulusal piyasalarda çok büyük dalgalanmalar yaşanmadığı ölçüde önümüzdeki uzun vade içerisinde de yakından takip edilen ve her geçen gün yatırımların arttığı bir sektör olarak karşımıza çıkacağı tahmin edilmektedir. Böylelikle sektörün zaman içerisinde daha kurumsal bir yapıya kavuşması mümkün olacaktır. Bu durum ilk GMS ihracına konu olan PMVR3 projesi için bir fırsat olarak değerlendirilebilir.

GMS'ler en son 1996 yılında uygulamaya konmuştur ve günümüze kadar uygulaması gerçekleşmemiştir. Getiri, vade, şerefiye ve konut edinimi için vadenin çok uzun olması gibi unsurlardan kaynaklanan problemlerden dolayı rağbet görmeyen GMS'lerin uzun bir aradan sonra oldukça etraflı düşünülmüş yeni bir hukuki altyapıyla uygulanacak olması ve yaşanacak herhangi olumsuzluklarda yatırımcıların tazmini için kapsamlı bir sisteminin oluşturulması fırsat olarak değerlendirilebilecek unsurlar arasındadır. Bunun haricinde yeni tebliğlerle yatırımcıların korunması kapsamında çeşitli hükümlerin varlığı, başarısız uygulamalar geçiren GMS'lere karşı yatırımcıların olumsuz bir yargıya sahip olmasına izin vermemektedir.

Diğer taraftan, ilk sertifika ihracına konu olan PMV3 için seçilen bölgenin oldukça gelişime açık olan bir bölgede olması en büyük fırsatlardan birisi olarak değerlendirilebilir. Proje çevresinde çok sayıda nitelikli proje, çeşitli altyapı yatırımları ve parklar bulunmaktadır. Sertifikaya konu bağımsız bölümler incelendiğinde gerek konseptiyle gerek sağladığı sosyal imkanlarla projenin öne çıktığı görülmektedir.

Söz konusu projenin bulunduğu Kayaşehir bölgesi, TOKİ tarafından planlanmış olup Türkiye'nin en büyük uydu kent projesidir. Bölge bağlantı yolları, havaalanına yakınlığı, köprü uzantılarında yer alması ve şehrin gelişme aksı üzerinde yer alması gibi

özellikleri ile de İstanbul ilinin yeni ilçesi Başakşehir bölgesinin yeni cazibe merkezi olma yönünde ilerlemektedir.²²²

GMS konu projenin ilk ihraç için seçilmesinde en etkin sebebin ise Kayabaşı bölgesinin özellikle gelişmekte olan bölgeler arasında oldukça prim vaat eden bir bölge olmasından kaynaklandığı söylenebilir. İstanbul'un en hızlı gelişen bölgelerinden biri olan Başakşehir özellikle devam etmekte olan veya planlanan altyapı projelerine olan yakınlığı ile öne çıkmaktadır.

Projenin bulunduğu bölgede büyük çapta yatırımların devam ediyor olması, yakın süre içerisinde tamamlanacak olan 380 bin metrekare alanda hayata geçirilecek olan Botanik Park²²³, yaklaşık 2000 yatak kapasitesine sahip Avrupa'nın en büyük Şehir Hastanesi, 3.Köprü ve 3.Havalimanı güzergahlarına yakınlığı ile Başakşehir'in merkezi olabilecek kent merkezine olan yakınlık²²⁴ ile de cazip bir bölge olma özelliğine sahiptir. Özetle, ilk sertifika ihracı için bu özelliklere haiz bir bölge seçilmesi sertifikaya konu varlıkların zaman içerisinde primlenmesine olanak sağlayacaktır. Bu husus PMVR3 projesinin en büyük fırsatlarından biri olarak görünmektedir.

Diğer bir fırsat; projenin konusunda uzman bir kuruluş tarafından üstlenilmekte olduğu hususunda ortaya çıkmaktadır. Proje yüklenicisi Makro İnşaat gayrimenkul sektöründe faaliyet gösteren, geliştirdiği projelerde güçlü konseptiyle ve marka değeriyle öne çıkan bir kuruluştur. Ayrıca yüklenicinin aynı bölgede devam eden ve başarıyla tamamlanmış birçok projesi bulunmaktadır. Dolayısıyla yüklenicinin bölgenin demografik özelliklerine ve bölgede yaşayan hanehalkının geliri konularına hakim olduğu söylenebilir.

²²² KAP, İstanbul İli Başakşehir İlçesi Kayabaşı Mahallesi Toplu Konut Alanı 876 Ada 2 Nolu Parsel Üzerinde Geliştirilmekte Olan Park Mavera 3 Projesi Kapsamında 31 Adet Dükkan ve 723 Adet Mesken Olmak Üzere Toplam 754 Adet Bağımsız Birim Değerleme Raporu, *Gayrimenkul Sertifikası-Sermaye Piyasası Aracı Notu Eki Değerleme Raporu*, 26 Mart 2017, <https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/595141>, (06/12/2017), s.5-13.

²²³ Gayrimenkulde Sertifika, Proje Nerede Yapılıyor, Projeye İlişkin Kısa Bilgi Verir Misiniz?, <http://gayrimenkuldesertifika.com/sorular/proje-nerede-yapiliyor>, (03/07/2017).

²²⁴ Delal EKİNCİ, "Başakşehir'in Yeni Merkezi Kayabaşı", *Emlak&Konut Dergisi*, Sayı:02, Şubat 2017, s.70-72.

Sertifika ihracının temsil ettiği gayrimenkul projesinin yüklenici Makro İnşaat Ticaret A.Ş., 2004 yılında kurulmuş olan bugüne kadar ürettiği projelerle ve devam eden projeleri ile 6701 konut, 362 ticari ünite ve birçok sosyal tesis, okul ve ibadethane olmak üzere toplam 600.000 m2'lik inşaat alanında üretim yapmış olan bir anonim şirkettir.²²⁵

SWOT analizi kapsamında, tehdit oluşturan unsurların varlığına bakıldığında ise genel olarak ulusal ekonomik gelişmeler ve devlet politikalarına bağlı olarak oluşan bir tablo ortaya çıkmaktadır. Bu bağlamda, inşaat sektöründe yaşanacak durgunluk ve makroekonomik verilerde bozulma dış çevrenin oluşturacağı en büyük tehditler arasında yer almaktadır.

Konut arz ve talebini etkileyen birçok unsur bulunmaktadır. Talebin üzerinde etkili olanlar unsurlar; ulaşım konusunda sahip olunan avantajlar, konutların merkezi konum sayılabilecek ana arterlere olan yakınlık, konutların tasarımları vb. olarak sıralanabilir. Arz açısından bakıldığında ise inşaat girdi maliyetlerinin düzeyi, arsa edinimi maliyeti, uygun arsalara erişim imkanı, satışlarda yeterli bir talebin olup olmadığı hususlarıdır. Bununla birlikte gerek arz gerek talep üzerinde etkili olabilecek unsurlar; düşük maliyetli ve uzun vadeli kredi elde etme imkanları ve çeşitli demografik değişkenler olabilir. Dolayısıyla gayrimenkul sektöründe arz ve talep pek çok değişkene bağlı olabilir. Bu değişkenlerde oluşan herhangi bir olumsuz tablo sektörde bir durgunluğu beraberinde getirebilir. Özellikle faiz oranlarında yaşanan artış, döviz kurunda yaşanan artışlardan dolayı ithalatı yapılan ürünlerin varlığı sebebiyle maliyetlerin artması, satın alma gücü paritesinde yaşanan bozulmalar, sektör üzerinde olumsuz bir gidişata sebep olacaktır. Bu tür sebepler sonrası konut talebinde azalmanın görülmesi kaçınılmaz olacaktır. Gayrimenkul sektöründe bir durgunluğun yaşanması direk olarak GMS'ler için bir tehdit unsuru oluşturacaktır.

²²⁵ Makro İnşaat, Kurumsal, Yönetim Kurulu Başkanı'ndan Mesaj, <http://www.makroinsaat.com/kurumsal/tr/baskandan-mesaj>, (09/11/2017).

Bu bağlamda gerek Borsa’da işlem gören sertifikalar bu durumdan olumsuz etkilenecek gerek proje sonunda tali edim itfasında açık arttırma ile ihalesi yapılacak olan bağımsız ünitelere yeterli talep oluşmama durumu tehdit unsurları arasında yer alacaktır.

PMVR3 projesi sertifikası her ne kadar organize bir piyasada alınıp satılıyor olsa da bu durum yüklenicinin taşıdığı riskleri ortadan kaldırmamaktadır. Bu durum izahnamede şu şekilde ifade edilmektedir: “Gayrimenkul diğer yatırım araçlarıyla kıyaslandığında likit bir yapıya sahip değildir ve projelerin nakde dönmesi zaman ve maliyet unsurlarını bünyesinde taşımaktadır. Nakit ihtiyacı oluştuğunda, varlıkların likite dönüşmesi zaman gerektirdiğinden yüklenicinin devam etmekte olduğu diğer işlerinden kaynaklanan finansal yükümlülükleri sebebiyle yüklenici zor duruma düşebilir ve bu durum proje kapsamında bulunan üniteler bakımından fiyat ve satış baskısı oluşturabilir. Bu nedenle yüklenici GMS konu projenin tam ve zamanında tamamlanmamasına sebep olabilir.”²²⁶

Ülkemiz borsası iç siyasal konjoktüre ve jeopolitik gelişmelere karşı oldukça hassas ve kırılgan bir yapıya sahiptir. Yaşanan olumsuz siyasal koşulların getirebileceği kırılganlıklarla birlikte finansal piyasalarda dolayısı ile Borsada oynaklıklar yaşanması söz konusudur. Borsada yaşanabilecek olası bir dalgalanmanın GMS fiyatlarını da etkileyecek olması muhtemeldir. Bu nedenle değer artış kazancı elde etmeyi uman yatırımcılar için borsanın olumsuz bir performans göstermesi bir tehdit unsuru oluşturacaktır.

PMVR3 fiyat grafiğinde görüldüğü üzere sertifikalar halka arzından itibaren bir düşüş eğilimi içerisinde hareket etmektedir. GMS’lerin en büyük tehlikelerinden birisi likit olmayan, işlem hacmi düşük bir piyasa içerisinde işlem görme ihtimalidir. Bu nedenle Piyasa Yapıcı Mekanizmalar oluşturularak bir dizi önlemlerin alınması

²²⁶ TOKİ, İhraççı Bilgi Dokümanı, *İzahname Seti*, 23 Mart 2017, <https://www.toki.gov.tr/AppResources/UserFiles/files/%c4%b0hra%c3%a7%c3%a7%c4%b1%20Bilgi%20D%c3%b6k%c3%bcman%c4%b1.pdf>, (30/12/2017), s.7.

mümkündür. İhraçtan elde edilen fonun bir bölümünün bu işlem için ayrılması bu tehdit unsurunu zayıflatacaktır.

FIRSATLAR

- Son 10 yıl içerisinde gayrimenkul sektörünün büyük ölçekte gelişim göstermesi
- Çeşitli teşviklerle gayrimenkul sektörünün desteklenmesi
- Yeni düzenlenmiş hukuki sistemle gerçekleşen ilk GMS ihracı olması
- PMV3 projesinin gelişime çok açık bir bölgede gerçekleştirilmesi
- Projenin bulunduğu lokasyonda devam eden çok sayıda altyapı projesinin bulunması
- Projenin konusunda uzman bir yüklenici tarafından üstlenilmesi

TEHDİTLER

- Gayrimenkul sektöründe yaşanabilecek olası bir durgunluk
- Yüklenici firmanın inşaatı tamamlayamaması
- Borsada yaşanacak olası dalgalanmalar
- Likit olmayan bir piyasanın oluşma ihtimali
- Olası global finansal krizler
- İnşaat girdi maliyetlerinin artması
- TOKİ'ye sağlanan muafiyetlerin kaldırılması
- Devlet politikalarındaki değişimler

4.8.2. PMVR3 Sertifikasının Güçlü ve Zayıf Yönlerinin Tespiti

GMS ihracında şerefiye talep edilmemesi, sertifika ihraççısı konumunda olan TOKİ'nin projenin tamamlanmaması durumunda garantör pozisyonunda bulunması PMVR3'ün öne çıkan güçlü yönleri arasında nitelendirilebilir.

Daha önceki uygulamalarda sertifika ihraçlarında konutlardaki çeşitli farklılıklar sebebiyle şerefiye talep edildiği ifade edilmişti. PMVR3 projesine konu sertifikalarda şerefiye uygulaması bulunmamakla birlikte konutların birbirlerinden farklılık arz etmeleri durumunda bu farkın sertifika adetlerine yansıtılması söz konusudur. Şerefiyesi yüksek olan daire için daha fazla, şerefiyesi düşük olan daire için daha az sertifika biriktirilecektir. Dolayısıyla asli edim gerçekleştirmek isteyen yatırımcı şerefiye unsuruna gerek kalmadan her bir konut için kaç adet sertifika sahibi olması gerektiğini bilmektedir.

Projenin ilerleme seviyesinin, gerçekleşen asli edimlerin ve proje kapsamında üretilen satışı gerçekleşen veya satışta olan konutların fiyatlarının yatırımcıya KAP aracılığıyla sunulması yatırımcı açısından güven unsuru teşkil etmektedir. Böylece yatırımcı gelecek planlamasını bu bilgiler ışığında yapabilir ve beklentilerini bu bilgilere dayanarak yönlendirebilir. Bu durum yatırımcının doğru, zamanında, eşit olarak bilgilendirilmesini sağlayarak ihracın üstün yönlerden birini oluşturmaktadır.

Tali edim aşamasında açık arttırma ile konutların ihalesi gerçekleştirilmektedir. Tali edimde üç kez açık arttırma yapılmaktadır. İlk açık arttırmada ekspertiz değerinin altında satışın gerçekleşmesi mümkün olmayacaktır. İkinci ihalede yeniden ekspertiz raporu hazırlatılarak bağımsız bölümler tekrar satışa sunulur. Üçüncü ihale yapılması gerektiğinde ise asgari bir bedel tespit edilmeden, bağımsız bölümlerin en yüksek teklifi veren alıcıya satışı gerçekleştirilir. Son açık arttırmada satılamayan bağımsız bölümler mevcut ise, ihraççı satılmayan bağımsız bölümlere karşılık, yatırımcılara sahip olunan sertifikalar oranında ödemeleri gerçekleştirir. Yapılacak olan ödemelerde, son 3 ayda Borsada oluşan ortalama fiyat veya söz konusu fiyatın sağlıklı olmadığı görüşü oluşursa

bu durumda da ekspertiz değeri üzerinden ödemeler gerçekleştirilir. Bununla birlikte satışı gerçekleşmeyen bölümlerin ihraççının ilişkili taraflarına satışı gerçekleştirilebilir.

Yüklenici firmanın projeyi tamamlayamaması durumunda, projenin tamamlanması TOKİ'ye ait olacaktır. Bu durumun tespiti ile birlikte TOKİ bir tamamlatma ihalesi düzenleyerek inşaatın tamamlanmasını temin edecektir. Aynı zamanda projenin zamanında tamamlanmaması durumunda asli edim ve tali edim kullanana yatırımcılara gün bazında hesaplanmak üzere TOKİ tarafından gecikme cezası ödenecektir. Her iki durumda da yatırımcının korunması garanti altına alınmış olacaktır.

PMVR3 projesinin ihraççısının TOKİ olması yatırımcının nezdinde bir güven unsuru oluşturmaktadır. TOKİ'nin konut sektöründe sahip olduğu tecrübe ve bilgi birikimi ile tamamladığı birçok projesi bulunmaktadır. Aynı zamanda bir kamu teşkilatı olması sebebiyle devlet gelirlerinden özel bir bütçeye sahip olması, ihracın güçlü yönleri arasında değerlendirilebilir. Mevzuatta TOKİ, İller Bankası ve bunların bağlı ortaklıklarının ihraççı olması halinde bazı muafiyetlerin var olması ayrıca bu ihracı güçlü kılmaktadır.

Bu muafiyetler şu şekilde ifade edilebilir; bir referans proje bitirmiş olma kriterinden TOKİ, İller Bankası veya bunların bağlı ortaklıkları ve iştiraklerine bir muafiyet sağlanmıştır. Bununla birlikte bağımsız denetime tabi tutulmuş son yıllık finansal tablolarına göre özkaynaklar toplamının ödenmiş ve veya çıkarılmış sermayeden yüksek olması ve derecelendirme kuruluşlarından talebe bağlı olarak, yatırım yapılabilir seviyesinde uzun vadeli derecelendirme notu almış olması hususlarında da muafiyetler bulunmaktadır. Böylece TOKİ'nin gerçekleştirdiği bu ihraçta zaman maliyetine ve bu işlemlerin gerçekleştirilmesi için oluşabilecek olan her maliyetin önüne geçilmiş olmaktadır.

Diğer taraftan, talep edilmesi halinde SPK diğer konularda da bu ihraççılara muafiyet sağlayabilir bu unsurlar PMVR3 projesinin ihraççısının TOKİ olması sebebiyle güçlü olduğu yönler arasında değerlendirilebilir.

Diğer bir üstünlüğün asli edinim hususunda ortaya çıktığı kabul edebilir. Asli edimde konut sahibi olmak isteyen yatırımcılara vazcayma hakkı verilerek bu konuda da yatırımcılara esneklik sağlanması amaçlanmıştır. Asli edimini gayrimenkul satış vaadi imzalayarak gerçekleştiren yatırımcı sözleşme tarihinden 14 gün içerisinde asli edimden vazgeçebilir. Ayrıca sözleşme tarihinden itibaren 24 aya kadar tüketicinin gerekçe göstermeksizin sözleşmeden dönme hakkı da bulunmaktadır. Fakat bu durumda sözleşmenin getirdiği vergi, harç gibi birtakım masrafları ödeme yükümlülüğü ortaya çıkmaktadır.

Vergisel konularda yapılan bazı düzenlemelerde ihracın güçlü yönleri içerisine dahil edilebilir. Konutların ediniminde ev sahiplerinin %1 KDV ödeyecek olması, ayrıca asli edimde tapu harcı ödeyecek olan yatırımcılar için 30 Eylül 2017 tarihine kadar geçerli olmak üzere tapu harçları %2'den, %1,5'a düşürülmüştür.

PMVR3 sertifikasının içerdiği zayıf yönler bakıldığında ise; asli edimin gerçekleşmeme riski ve TOKİ'nin şeffaflık ile ilgili zayıflıklarının öne çıktığı görülmektedir.

Asli edimi talep eden yatırımcılara belirli bir konutun tahsis edilmesinde zaman önceliği esas alınmaktadır. Bu nedenle aynı konut için birden fazla talep durumu oluşması söz konusu olmaktadır. Aynı zaman içerisinde aynı konutun talep edilmesi durumunda TOKİ tarafından kura gerçekleştirilmektedir. Bu durum sertifikaların zayıf unsurlarından biri olarak değerlendirilmektedir.

Diğer taraftan; ihraççının TOKİ olması aynı zamanda bazı zayıf yönlerin oluşmasına da sebep olmaktadır. Bu konuda en önemli risklerden birinin şeffaflık konusunda ortaya çıktığı söylenebilir. TOKİ'nin gelir ve giderlerinin Sayıştay'ın denetimine tabi olması bu sebeple finansal durumunun veya faaliyetleriyle ilgili sonuçlarının değerlendirilmesine imkan verecek bir ticari işletme formatında finansal

tablolarının bulunmaması²²⁷ ve faaliyetleri ve sonuçlarıyla ilgili bildirimde bulunup kamuyu aydınlatma yükümlülüğü taşınamaması, yatırımcıların kurum hakkında bilgi edinme ve yeterli değerlendirme yapma konusunda belirsizlik yaratacağı hususunu beraberinde getirmektedir.

Ayrıca, piyasada fiyatın olumsuz performansına karşın yeterli önlem alınmaması yine olumsuz nitelendirilebilecek konular arasındadır. GMS ihraçlarında herhangi bir getiri garantisi verilmemektedir. Bununla birlikte sertifikaların borsada fiyatlarında yaşanacak olan gerilemelere karşın birtakım önlemlerin alınması mümkün olabilir. Yatırımcının mağduriyetinin önlenmesi kapsamında, getirilerin enflasyona karşı korunması amacıyla herhangi bir önlem alınmamış olması bu sertifikanın zayıf yönlerinden biri olarak değerlendirilebilir. Özellikle Borsa yatırımcısına güven vermek hususunda bu bakımdan bazı eksikliklerin olduğu göze çarpmaktadır. Bu kapsamda dönemsel olarak geri alım fiyatlarının açıklanması piyasada bir taban fiyat oluşumunu sağlayacak ve fiyat düşüşlerinin önüne geçilmesine imkan verecektir.

Bununla birlikte izahnamede belirtildiği üzere TOKİ'nin ihraç edilecek GMS'lerin halka arzında, tali edime konu bağımsız bölümlerin satışa sunulmasında ve satış süreci içerisinde piyasa koşullarına uyumun ve izahnamede belirtilen esaslara uygunluğunun denetiminin ve gözetiminin bizzat TOKİ tarafından yerine getirilecek olması, bir çıkar çatışması varlığının oluşmasına neden olabilecektir.²²⁸

GÜÇLÜ YÖNLER

- Şerefiye Talep Edilmemesi
- Yatırımcıya şeffaf bir piyasa ortamında bilgilendirme sağlanması
- Tali edimde açık arttırma sürecinde alıcı olmama durumuna karşılık önlem

alınmış olması

²²⁷ TOKİ, İhraççı Bilgi Dokümanı, *İzahname Seti*, 23 Mart 2017, <https://www.toki.gov.tr/AppResources/UserFiles/files/%c4%b0hra%c3%a7%c3%a7%c4%b1%20Bilgi%20D%c3%b6k%c3%bcman%c4%b1.pdf>, (30/12/2017), s.7.

²²⁸ TOKİ, İhraççı Bilgi Dokümanı, *İzahname Seti*, 23 Mart 2017, <https://www.toki.gov.tr/AppResources/UserFiles/files/%c4%b0hra%c3%a7%c3%a7%c4%b1%20Bilgi%20D%c3%b6k%c3%bcman%c4%b1.pdf>, (30/12/2017), s.7.

- Projenin tamamlanmaması durumunda TOKİ'nin projeyi üstlenmesi
- Toki'ye sağlanan çeşitli muafiyetler
- Yatırımcının asli edimden vazcayma hakkı
- Konut sahipliğinde %1 KDV avantajı
- Belirli bir tarihe kadar tapu harçlarının düşürülmüş olması

ZAYIF YÖNLER

- Asli edimin gerçekleşmemesi
- TOKİ'nin şeffaflık ile ilişkili zayıflıkları
- Piyasada fiyatın olumsuz performansına karşın önlemlerin alınmamış olması
- Denetimin ve gözetimin TOKİ tarafından yapılacak olması sebebiyle çıkar çatışması ihtimali

Park Maveria III Projesinin SWOT Matrisi bir bütün olarak aşağıdaki tabloda görüldüğü üzere oluşmuştur:

Tablo 15. Park Maveria III Projesinin SWOT Matrisi

FIRSATLAR	TEHDİTLER
▪ Son 10 yıl içerisinde gayrimenkul sektörünün büyük ölçekte gelişim göstermesi ▪ Çeşitli teşviklerle gayrimenkul sektörünün desteklenmesi ▪ Yeni düzenlenmiş hukuki sistemle gerçekleşen ilk GMS ihracı olması ▪ PMV3 projesinin gelişime çok açık bir bölgede gerçekleştirilmesi ▪ Projenin bulunduğu lokasyonda devam eden çok sayıda altyapı projesinin bulunması ▪ Projenin konusunda uzman bir yüklenici tarafından üstlenilmesi	▪ Gayrimenkul sektöründe yaşanabilecek olası bir durgunluk ▪ Yüklenici firmanın inşaatı tamamlayamaması ▪ Borsada yaşanacak olası dalgalanmalar ▪ Likit olmayan bir piyasanın oluşma ihtimali ▪ Olası global finansal krizler ▪ İnşaat girdi maliyetlerinin artması ▪ TOKİ'ye sağlanan muafiyetlerin kaldırılması ▪ Devlet politikalarındaki değişimler
GÜÇLÜ YÖNLER	ZAYIF YÖNLER
▪ Şerefiye Talep Edilmemesi ▪ Yatırımcıya şeffaf bir piyasa ortamında bilgilendirme sağlanması ▪ Tali edimde açık arttırma sürecinde alıcı olmama durumuna karşılık önlem alınmış olması ▪ Projenin tamamlanmaması durumunda TOKİ'nin projeyi üstlenmesi ▪ Toki'ye sağlanan çeşitli muafiyetler ▪ Yatırımcının asli edimden vazcayma hakkı ▪ Konut sahipliğinde %1 KDV avantajı ▪ Belirli bir tarihe kadar tapu harçlarının düşürülmüş olması	▪ Asli edimin gerçekleşmemesi ▪ TOKİ'nin şeffaflık ile ilişkili zayıflıkları ▪ Piyasada fiyatın olumsuz performansına karşın önlemlerin alınmamış olması ▪ Denetimin ve gözetimin TOKİ tarafından yapılacak olması sebebiyle çıkar çatışması ihtimali

SONUÇ VE ÖNERİLER

Ülkemizde gayrimenkul konusunda yerleşmiş bir yatırım algısı söz konusudur. Türkiye, diğer dünya ülkelerine göre kendi toprakları üzerinde inşaat sektörü alanına, hem devlet hem de özel sektör bazında en çok odaklanan ülkelerin başında gelmektedir. Bunun ötesinde Türkiye’de inşaat sektörü ülke ekonomisinin önemli bir parçasını oluşturmaktadır. Her ne kadar 2014 ve 2015 yıllarında üst üste bir daralma süreci yaşamış olsa da halen gayrimenkul sektörüne dair yatırımlar sürmekte ve böylelikle de ülkenin finansal durumu her ne olursa olsun sektöre dair inanç ortaya konmaktadır.

Türkiye’deki son 10 yıllık aktif üretim ortamı düşünüldüğü süre zarfında, ülke için gayrimenkulün yatırım aracı olarak halen çok etkin olduğu fark edilmektedir. Borsa ve döviz gibi yatırım araçlarının ani yükseliş ve düşüşlerinin sürekli yaşandığı Türkiye’de, emtia yatırımının da beklenenden geride bir noktada olması dolayısıyla ülkede halen yatırımcılar için gayrimenkul seçeneği daha fazla ön planda tutulmaktadır. Bu durumda, ülkenin ekonomik şartlarındaki dalgalanmalara istinaden yatırımcıların kendilerini güvenli bir yatırım aracında konuşturma isteğinin büyük bir önemi bulunmaktadır.

Gayrimenkullerin yatırım aracı olmaları konusunda ön plana çıkan noktaları şu şekilde sıralamak mümkündür:

- Gayrimenkul sektörünün ekonominin itici sektörlerinden biri olarak kabul görmesi ve hükümetlerin çeşitli teşviklerle birlikte sektörü destekleyecek hamlelerde bulunması,
- Yoğun nüfus artışıyla birlikte özellikle konut talebinde yaşanan artış ve bu artışla birlikte üretimin canlanması,
- Ulaşım ağlarının genişlemesi ve büyük altyapı yatırımlarıyla birlikte gayrimenkul fiyatlarının hızlı bir şekilde yükselmesi,

- Gayrimenkulde yaşanan hareketlenmenin veya gayrimenkulün sağladığı getirinin uluslararası konjonktürden ziyade ulusal piyasaların gelişimine bağlı olması ve daha risksiz bir yatırım aracı olarak görülmesi,
- Zaman içerisinde gayrimenkule dayalı alternatif yatırım araçlarının çeşitlenmesi,
- Yatırımcıların, aldıkları gayrimenkul ile birlikte, yüksek meblağlar ödemiş olsalar bile, sektörün büyümesi ile sağlaması muhtemel getiriye istinaden hızlı ve büyük beklentilerinin bulunması,
- Geçmiş dönem incelemeleri yapıldığında gayrimenkul yatırımının çoğu alternatif yatırım aracına göre daha iyi getiriler kazandırması ve olağandışı durumlar yaşanmadığı takdirde gayrimenkulün yatırımcısını zarara uğratmadığının tecrübe edilmesi,
- Gayrimenkulün yatırım işlevi dışında sahip olduğu barınma işlevi sayesinde de mutlak suretle ihtiyaç duyulan bir varlık olmasıyla birlikte kira kazancının da önemli bir gelir kaynağını oluşturması.

Bu tür unsurlar göz önünde bulundurulduğu süre zarfında gayrimenkul, mevcut dünya finansal şartları altında yatırımcılar açısından son derece mantıklı bir yatırım aracı olarak gözükmektedir.

Bu noktada gayrimenkul açısından ön plana çıkarılabilecek olan nokta, bu yatırım aracının, diğer yatırım araçları gibi kolay bir şekilde nakde dönüştürülemeyeceğinin bilinmesidir. Kira getirileri hariç, mevcut durumu ile satış açısından uzun bir süre zarfına ihtiyaç duyan gayrimenkul, bu sayede de nakit ihtiyaçlarının anlık olarak karşılanması konusunda etkisiz bir yatırım aracıdır.

Öte yandan gayrimenkul konusunda yatırımcıların çekince yaşaması konusunda etkili olan unsur gayrimenkul ediniminin son derece yüksek meblağlara bağlı olabilmesidir. Çok sık olmamakla birlikte kimi yatırımcılar, uzun vadeli düşünerek,

ellerindeki finans kaynaklarını kullanarak gayrimenkul satın almakta ve bunların zaman içerisinde değeri artmasını beklemektedir. Bölgesel farklılıklar ortaya çıksa da bir gayrimenkulün değer artış sürecinin ortalama beş sene içerisinde yayılacağı ifade edilebilir. Genel olarak her ne kadar gayrimenkul yatırımları için yüksek meblağlara ihtiyaç duyulsa da zamanla çeşitlenen alternatif yatırım araçlarıyla birlikte gayrimenkul yatırım yapılması kolaylaşmaktadır ve eskiye kıyasla daha küçük birikimlerle yatırım yapılması imkanı ortaya çıkmaktadır. Bu duruma en iyi örnek olarak GMS'ler verilebilir.

Ülkemizde gayrimenkul projelerinin finansmanında genellikle özkaynak veya kredi kullandığını görülmektedir. Fakat gerek artan konut ihtiyacının karşılanamaması gerek kentsel dönüşüm projelerinde yeterli kaynak elde edilememesi konut açığı sorununun varlığını sürdürmektedir. Konut finansmanının da uzun vadeli kredilendirme özelliğine sahip olması makroekonomik konjonktür çerçevesinde bir kırılganlık ve dalgalanmaya maruz kalınma riskini de arttırmaktadır.

GMS'ler gayrimenkulün menkul kıymetleştirilmesini sağlayan bir araçtır ve bu çalışmada yapılan SWOT analizi ile elde edilen sonuçlara bakıldığında sahip olunan zayıflıkların geliştirilmesiyle de GMS'lerin ileride sektör açısından vaat veren bir enstrüman olma yönünde olduğu görülmektedir. GMS'ler birçok açıdan bakıldığında çeşitli taraflar açısından büyük bir fayda oluşturmaktadır. Özellikle bağımsız bölümlerin küçük paylara bölünüp sunulması, sektörün yatırım yapılabilirlik özelliğini arttıracak ve sektöre yatırım yapan yatırımcı kitlesini büyük ölçüde geliştirecektir. Bununla birlikte yatırımcılara topraktan projeye ortak olma fırsatı sunacaktır. Konutun ediminin bir bireyin hayatında yapmış olduğu en büyük harcama kalemini oluşturduğu düşünüldüğünde sağlayacağı sosyal fayda da hayati öneme sahip olacaktır.

Faizsiz finans sisteminin bir ürünü olarak ortaya çıkan GMS'ler, likit olmayan gayrimenkul yatırımlarını anlık işlemler yapılabilen ve likidasyonun hemen sağlanabildiği bir Borsa platformuna taşımaktadır. İşlemlerin, denetimin ve gözetimin tam olduğu bir platformda yapılacak olması, asimetrik bilgi sorunu ve fiyatlandırmanın genelde oldukça subjektif olması sebebiyle bu yatırım alanına sıcak bakmayan

yatırımcının da ilgisini çekerek yeni tasarruf sahiplerinin de bu alandan getiri elde etme isteğini de beraberinde getirecektir. Organize piyasada yapılan bu yatırım ile sermaye piyasalarının gelişimi ve derinleşmesi sağlanarak bu alanda da yeni bir enstrüman kazanılmış olunacaktır.

Diğer taraftan GMS'lerin şeffaf, güvenilir piyasada işlem göreceğ olmasının yurtdışından gayrimenkule ve gayrimenkule dayalı türev ürünlere yatırım yapan fonların ve yatırım kuruluşlarının ilgisini çekeceği ve finansman akışının sağlanacağı yeni bir alan oluşacağı görüşünün hakim olduğu görülmektedir.

Önümüzdeki süreç içerisinde uygulamanın başarılı sonuçlanması ve yatırımcı tarafından da gösterilen ilginin kuvvetli olmasıyla da özel sektörün de özellikle kentsel dönüşüm projelerinde piyasadan fon temin etmek için sertifika modelini uygulaması beklenmektedir.

Elde edilen tüm bu veriler ışığında konut sektörünün önümüzdeki dönemlerde de aktif bir pazar yapısına sahip olacağı açıktır. Bu bağlamda doğru politikalar ve stratejiler oluşturulursa ve uygulama sonucu getiri açısından yatırımcıları, finansman anlamında yüklenicileri memnun ederse sertifikaların aktif bir şekilde sermaye piyasalarında uygulanmaya devam edeceği görüşüne ulaşılmıştır.

Elde edilen tüm bulgular ışığında önümüzdeki süreç içerisinde GMS'ler için oluşturulabilecek bazı politikalar, stratejiler ve öneriler şu şekilde ifade edilebilir:

- Sertifikaların işleyişinin ve yatırımcının sağlayacağı faydalarla ilgili olarak modelin tam ve eksiksiz şekilde yatırımcılara anlatılması büyük bir öneme haiz olmaktadır.
- Önümüzdeki süreç içerisinde gerçekleştirilecek olan ihraçlarda da bir kamu garantörlüğü sağlanması yatırımcıların gözünde güven teşkil edecektir.
- Özellikle gelecek ihraçlarda, sertifikaya dayanak olan projelerin yüksek satış kabiliyeti olan ve gelişimde doaygunluğa ulaşmamış bölgelerde yapılacak olması yatırımcı ilgisini canlı tutacaktır.

- Aynı şekilde gelecek ihraçlarda proje yüklenicilerinin marka değeri ve bilinirliği yüksek, kurumsal firmalar olması ihraçları cazip kılacaktır.
- Yabancı yatırımcının ilgisinin çekilebilmesi için ihraçların halka arz edilmiş GYO'lar tarafından gerçekleştirilmesi psikolojik bir güven ortamı oluşturarak ülke dışı finansmanın güçlü olmasını sağlayabilir.
- İşlem görmekte olan yalnızca bir GSM olduğu için, işlemlerin çok sığ bir piyasada gerçekleştiği görülmektedir. Günlük işlem hacimlerinin çok düşük olduğu piyasada, kısa bir süre içerisinde yeni halka arzların gerçekleştirilmesi ve pay senedi piyasaları gibi bir piyasa ile sertifikaya dayanak varlıkların arasında geçiş yapılma gibi argümanların geliştirilmesi yatırımcı için proje seçeneklerini arttıracaktır ve işlem hacmi üzerine olumlu etkisi yaratması beklenebilir.
- Kamu girişimi olmayan ihraççılar için bazı maddelerin esnetilmesi ve TOKİ'ye sağlanmış olan muafiyetler gibi muafiyetler sağlanması bu kuruluşlarında sisteme dahil olmasına imkan sağlar.
- Kanuni düzenlemelerle birlikte vergi konularında daha cazip imkanlar oluşturulabilir. Örneğin asli edimde 30 Eylül 2017 tarihine kadar uygulanan %2'den, %1,5 a çekilen tapu harçları uygulamasının uzatılması sağlanabilir.
- GSM'lerin kentsel dönüşüm kapsamında uygulanması konusunda istisnalar daha fazla arttırılabilir.
- Olası durumlarda yatırımcıların tazmininin nasıl olacağı ve nasıl bir garanti altında olacakları anlaşılabilir ve net ifadelerle yatırımcılara aktarılmalıdır.
- GSM'lerin dayandığı varlığın kamu altyapı projelerinde de ihraç edilmesi hem devletin finansman yükünü azaltacaktır, hem de yüksek yatırımcı ilgisi oluşmasına sebep olabilir. Bu konuya örnek olarak; 3.Havalimanı, Kanal İstanbul, Şehir Hastaneleri verilebilir.
- Sertifikaların borsada oluşabilecek muhtemel fiyat düşüşlerine karşın, bir taban fiyat belirlenebilir ve piyasa yapıcı mekanizmalar oluşturulabilir.

Sonuç olarak, sertifika modelinin ülkemiz sermaye piyasalarında uygulanmasının birçok taraf açısından, ayrıca sosyal ve ekonomik anlamda da oluşturacağı çok sayıda

fayda bulunmaktadır. Buradan hareketle sertifika modelinin ÷lkemiz için elverişli bir model olduğu ifade edilebilir. Bununla birlikte sistemin devamının sağlanması uzun bir s÷re zarfından sonra ilk defa uygulanmış olan Park Maveria III projesi uygulaması sonucunda ulaşılacak olan başarıya bağlı olacaktır. Sonuçların etkin ve başarılı olması ön÷m÷zdeki süreç içerisinde bu modelin uygulanabilirliğini arttırarak sertifikaların sermaye piyasalarında aktif olarak kullanılan bir enstr÷man haline dönüşmesine imkan sağlayacaktır.



KAYNAKÇA

ALAGÖZ Gülistan. **Konut Fiyatlarına ve Kiralara Tünel Dopingi Hürriyet Ekonomi**, 2 Ekim 2016, <http://www.hurriyet.com.tr/konut-fiyatlarina-ve-kiralara-tunel-dopingi-40237840>, (02/10/2016).

AKÇAY, Belgin. **Avrupa Birliği Finansal Entegrasyon Sürecinde İpotekli Piyasalar: Aday Ülke Statüsünde Olan Türkiye'ye Bir Bakış**, Ankara Avrupa Çalışmaları Dergisi, Cilt: 6, No:1, Güz 2006.

AMCA, Figan. **Gayrimenkul Değerlemesi ve Denizli Merkez'de Bir Uygulama**, Denizli: Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, 2016.

Anadolu Ajansı, **Aralık Ayı Enflasyon Rakamları Açıklandı**, 03 Ocak 2017, <http://aa.com.tr/tr/info/infografik/3372>, (03/01/2018).

ASLANOĞLU, Erhan ve ÇELİK, Sadullah. **CNBC-e Tüketici Güven-Tüketim Endeksleri ve Finansal Piyasalar**, Eylül 2007, <https://www.tbb.org.tr/Content/Upload/Dokuman/609/Erhanaslanoglu.ppt>, (11/11/2016).

Appraisal Institute, **Gayrimenkul Değerlemesi**, Erbil TÖRE (çev.), İstanbul: İstanbul Üniversitesi Yayını, Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu No. 2, Yayın No.4487, 2004.

ARAS, Güler. **Türk Sermaye Piyasasında Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Üzerine Bir Değerlendirme**, İktisat Dergisi, Sayı 400, Nisan 2000.

ARSLAN, Yavuz ve KANIK, Birol. **ABD Kira Enflasyonu ve Konut Fiyat Dinamikleri**, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Ekonomi Notları, 10 Ocak 2012, Sayı: 03, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/bc4c7971-f347-4b54-a127-f75687b919f2/EN1203.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACEbc4c7971-f347-4b54-a127-f75687b919f2>, (25/01/2016).

AYAN, Ebubekir. **Gayrimenkul Değerlemesinde Gelir İndirgeme Yaklaşımı Ve Yaklaşımın Türkiye Koşullarında Uygulanabilirliği (Kocaeli Uygulaması)**, Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt 19, Sayı 1, 2010.

AYKAÇ, Burhan. **Kamu Yönetiminde Kriz ve Kriz Yönetimi**, Gazi Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi, Sayı: 2, 2011.

AYPEK, Nevzat. **Konut Finansman ve Yatırım Aracı Olarak Konut Kooperatifleri**, Karınca Dergisi, Yıl: 77, Sayı: 903, Mart 2012.

AYTEKİN, Serdar. **Gayrimenkul Kavramı ve Gayrimenkullerin Kiralanmasında KDV Uygulaması**, Mali Çözüm Dergisi, Sayı: 80, 2007.

AYTEKİN, Sinan ve KAHRAMAN, Eda. **BIST Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Endeksindeki (XGMYO) Şirketlerin Finansal Etkinliklerinin Veri Zarflama Analizi Yöntemi ile Değerlendirilmesi**, Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt: 8, Sayı: 1, 2015.

BBC, **Dünyada Yükselmeyen Gıda Fiyatları Türkiye’ de Neden Artıyor?**, 3 Mayıs 2017, <http://www.bbc.com/turkce/haberler-turkiye-39778361>, (05/05/2017).

BBC, **Türkiye 2015’ te Beklentilerin Üzerinde Büyüdü: 4%**, 31 Mart 2016, http://www.bbc.com/turkce/ekonomi/2016/03/160331_turkiye_2015_gsyh, (18/04/2016).

BETAM, **Büyüme Değerlendirmesi: 2016 2. Çeyrek**, 9 Eylül 2016, <http://betam.bahcesehir.edu.tr/wp-content/uploads/2016/09/Buyume2016Q2.pdf>, (10/11/2016).

BIST, **PMVR3 Sertifika İşlem Fiyatı**, <http://www.borsaistanbul.com/veriler/verileralt/hisse-senetleri-piyasasi-verileri>, (03/01/2018).

Bloomberg HT, <http://www.bloomberght.com/piyasalar>, (13/10/2016).

Bloomberg Veri Terminali, (19/06/2016).

BÜYÜKBAŞ UMUT, Fatma. **Gayrimenkul Değerlemede Şerefiye Kriterlerinin Belirlenmesi ve Şerefiyelendirme Uygulamaları**, İstanbul: İstanbul Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, 2010.

CAN, Gamze. **Türkiye’de Çevrimsel Etkilerden Arındırılmış Cari İşlemler Dengesi**, İktisadi Araştırmalar Bölümü, Haziran 2016, https://ekonomi.isbank.com.tr/UserFiles/pdf/ar_08_2016.pdf, (07/07/2016).

ÇATIKKAŞ, Özgür, ERSOY, Mehmet ve ŞUEKİNCİ, Cafer. **Kat Karşılığı İnşaat Muhasebesi ve Vergi Uygulamaları**, İstanbul: Maliye Hesap Uzmanları Derneği, Eylül 2016.

ÇENGEL, Özgür. **Gayrimenkul Sektöründe Modern Pazarlama Teknikleri Ve Güncel Uygulamalar**, İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, Yıl: 5, Sayı: 9, Bahar 2006/1.

COŞKUN, Yener. **Konut Fiyatları Ve Yatırımı: Türkiye İçin Bir Analiz**, Ankara: Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Nisan 2016, s.202.

COŞKUN, Yener. **Türkiye’de Konut Finansmanı Sorunlar ve Çözüm Önerileri**, İstanbul: Türkiye Bankalar Birliği Yayını, No 310, 2015.

COŞKUN, Yener ve YALÇINER, Kürşat. **Küresel Finansal Kriz ve Piyasa Mekanizmasına Dayalı Konut Finansmanı: Türkiye İçin Bir Değerlendirme**, Finans Politik& Ekonomik Yorumlar Dergisi, Cilt:48, Sayı: 558, 2011.

ÇIKILI, Gökhan. **Türkiye’de Gayrimenkul Sektörü Ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları**, İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, 2010.

ÇIKLER, Yonca. **Emlak Sektöründe Pazarlama Planın Değerlendirilmesi ve Alternatif Pazar Araştırması Sistematiği Önerisi**, İstanbul: İstanbul Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, 2008.

ÇİKOT, Özcan. **Dünyada Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları**, Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği Sermaye Piyasasında Gündem Dergisi, Sayı 109, 1034-8155, Eylül 2011.

ÇİMEN, Duygu. **Yabancıların Taşınmaz Mülk Edinimi**, Hukuk Gündemi, Sayı: 3, 2009.

ÇOLAK, A. Ender ve ALICI, Aşkın. **Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları A'dan Z'ye**, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayını, Yayın No:136, 2001.

Cushman and Wakefield, **Kentsel Dönüşüm Türkiye Araştırma Raporu**, Haziran 2014, <http://www.cushmanwakefield.com.tr/tr-tr/research-and-insight/turkey/turkey-urban-regeneration/>, (12/03/2016).

DAŞKIRAN, Filiz ve BAYDUR, C. Mehmet. **Deprem Riski, Değerleme ve Kentsel Dönüşüm: Mekansal Bir Çözümleme**, Akademik Sosyal Araştırmalar Dergisi, Yıl: 3, Sayı: 18, Aralık 2015.

DEĞİRMENCİLER, Erol. **Kentsel Gelişim Sürecinde Türkiye’de Gayrimenkul Değerleme Sorunları ve Çözüm Önerileri**, Kocaeli: Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Basılmamış Yüksek Lisans Tezi, 2008.

DOĞRUL, A. Rıza. **Gayrimenkul Alım Satımlarında Vergi Kayıp Kaçağı Ve Bunun Önlenmesinde Bilgi Teknolojilerinin Rolü “Konya Örneği”**, Karaman: Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, 2011.

DOĞRUSÖZ, A.Bumin, ONAT, Öznur ve TUNÇEL TÖRALP, Funda. **Gerekçe, Karşılaştırmalı Maddeler, Komisyon Raporları, Önergeler ve Karşılaştırmalı Tabloları ile Türk Ticaret Kanunu (Ticari İşletme, Ticaret Şirketleri Kıymetli Evrak Hükümleri)**, Cilt: I, Ankara: TOBB Yayını, 2011.

DOLUN, Leyla. **İpoteğe Dayalı Konut Kredisi (Mortgage)**, Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş. Yayını, Yayın No: GA/07-06-29, Şubat 2007.

EĞİLMEZ, Mahfi. “Kendime Yazılar”, **İşsizlikten Yola Çıkarsak**, 1 Mayıs 2017, <http://www.mahfiegilmez.com/2017/05/issizlikten-yola-ckarsak.html>, (23/05/2017).

EKİNCİ, Delal. **Başakşehir’in Yeni Merkezi Kayabaşı**, Emlak&Konut Dergisi, Sayı:02, Şubat 2017.

EMLAK KONUT GYO A.Ş., <http://www.emlakgyo.com.tr/tr-TR>.

EMLAK KONUT GYO A.Ş., **Gayrimenkul Değerleme Raporu**, 10 Aralık 2015, http://www.emlakkonut.com.tr/_Assets/Upload/Report/istanbul_tuzla_orhanli_120_ada_1_parsel_eksiz-pdf15122015024508.pdf, (09/03/2016).

EMLAK KONUT GYO A.Ş., **Gayrimenkul ve Konut Sektörüne Bakış**, Haziran 2016, <http://www.emlakkonut.com.tr/tr-TR/kapsamli-gayrimenkul-sektor-raporu-haziran-2016>, (10/09/2016).

EMLAK KONUT GYO A.Ş., **Gayrimenkul ve Konut Sektörüne Bakış**, Eylül 2017, http://www.emlakkonut.com.tr/_Assets/Upload/Images/file/Yatirimci/sektorRaporu/YA_TIRIMCI%20ILISKILERI_SEKTOR%20RAPORU_TR.pdf, <http://www.emlakkonut.com.tr/tr-TR/kapsamli-gayrimenkul-sektor-raporu-haziran-2016>, (25/11/2017).

EMLAK KONUT GYO A.Ş., İstanbul Finans Merkezi, <http://www.emlakkonut.com.tr/tr-TR/istanbul-uluslararası-finans-merkezi>, (10/11/2016).

EMLAK KONUT GYO A.Ş., **Kocaeli Körfez Yarımca (Şuyulandırma) Mahallesi 5 Adet Parsele İlişkin Değerleme Raporu**, Ekim 2016, <http://www.emlakgyo.com.tr/Assets/Upload/Status/korfez-dr-pdf09122016111911.pdf>, (28/11/2016).

Emlak Kulisi, <http://emlakkulisi.com/>.

Emlak Zamanı, **Edirne Emlak Konut Yatırımı İçin Uygun**, 16 Eylül 2016, <http://www.emlakzamani.net/emlak-yatirimi/edirne-emlak-konut-yatirimi-icin-uygun.html>, (10/01/2017).

Enerji Enstitüsü, **Petrol Fiyatları Neden Düşüyor?**, 5 Ocak 2016, <http://enerjiensitüsü.com/2016/01/05/yorum-petrol-fiyatlari-neden-dusuyor/>, (14/06/2016).

ERDOĞDU, Serkan. **Gayrimenkul Değerlemesi**, İzmir: Ege Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, 2012.

ERSAN, Tahir. **Gayrimenkul Sektörünün Yatırım Potansiyeli ve Geleceği**, İzmir: Mekik Yayınları, 2009.

ERSOY, Mehmet ve CANBAZ, Mustafa. **Türkiye’de Sektörel Finansal Tabloların Modellenmesi**, Yayın No:58, İstanbul: Derin Yayınları, 2011.

ERTEM, Cemil ve YIMAZ M., Levent. **Türkiye Konut Sektörü Gelişmeler-Beklentiler**, SDE Raporu, Stratejik Düşünce Enstitüsü Raporu, Kasım 2014.

ES, Muharrem ve ATEŞ, Hamza. **Kent Yönetimi, Kentleşme ve Göç: Sorunlar ve Çözüm Önerileri**, Sosyal Siyaset Konferansları Dergisi, Sayı: 48, 2004.

ESMER, Galip. **Mevzuatımızda Gayrimenkul Hükümleri ve Tapu Sicili**, No:2, Ankara: Tapu Kadastro Vakfı Yayınları, 1998.

EŞKİNAT, Rana. **Türk İnşaat Sektöründe TOKİ'nin Yeri Ve Etkisi**, Eskişehir: EconAnadolu 2011, Anadolu International Conference in Economics II June 15-17, 2011.

Federal Housing Finance Agency, **U.S. House Prices Rise 1.5 Percent in Fourth Quarter**, Şubat 2017, https://www.fhfa.gov/AboutUs/Reports/ReportDocuments/2016Q4_HPI.pdf, (27/02/2017).

Federal Reserve Bank of New York FED, **ABD Konut Fiyatları Endeksi**, <https://www.newyorkfed.org/home-price-index/index.html>, (20/03/2017).

Federal Reserve Bank of New York, **Quarterly Report On Household Debt and Credit**, Şubat 2017, https://www.newyorkfed.org/medialibrary/interactives/householdcredit/data/pdf/HHDC_2016Q4.pdf, (25/03/2017).

Garanti Yatırım, **Türkiye Aralık Enflasyonu**, 2017, <http://www.garantiyatirim.com.tr/arastirma/Inf1216.pdf>, (03/01/2017).

Garanti Yatırım, **İşsizlik Oranları**, 2017, <https://rapor.garantiyatirim.com.tr>, (15/03/2017).

Garanti Yatırım Araştırma, **Günlük Bülten**, Günün Grafiği, (16/07/2016).

Garanti Yatırım Araştırma, **Günlük Bülten**, TCMB Enflasyon Tahmini, (19/02/2017).

Gayrimenkulde Sertifika, **Gayrimenkul Sertifikasının Amacı Nedir?**, <http://gayrimenkuldesertifika.com/>, (03/04/2017).

Gayrimenkulde Sertifika, **Gayrimenkul Sertifikası Nedir?**, <http://gayrimenkuldesertifika.com/>, (03/04/2017).

Gayrimenkulde Sertifika, **Proje Nerede Yapılıyor, Projeye İlişkin Kısa Bilgi Verir Misiniz?**, <http://gayrimenkuldesertifika.com/sorular/proje-nerede-yapiliyor>, (03/07/2017).

Gazete Vatan, **3. Havalimanı Bölgedeki Arsa Fiyatlarını Arttırdı**, 22 Haziran 2016, <http://www.gazetevatan.com/3-havalimani-bolgedeki-arsa-fiyatlarini-artirdi-959087-ekonomi/>, (22/06/2016).

GEMİCİ, Ş. Arıkan. **Gayrimenkul Değerlemesi, Maliyet Yaklaşımına Dayalı Bina Değer Tahmin Yöntemi Ve İstanbul İli İçin Bir Uygulama**, İstanbul: İstanbul Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, 2008.

Goldman Sachs, **Global Investment Report**, 2017, <https://360.gs.com/gir/portal/?action=action.doc&d=31a843b96753438bb88384d47700ab0b>, (22/03/2017).

GÜL, Ekrem ve ERGÜN, Havanur. **Gelişmiş ve Azgelişmiş Ülkelerde Ekonomik Büyüme Dinamikleri: Bir Panel Veri Analizi**, Uluslararası Alanya İşletme Fakültesi Dergisi International Journal of Alanya Faculty of Business, Cilt: 4, Sayı: 1, 2012.

GÜNGÖR, A. Nur. **Yatırım Amaçlı Gayrimenkullerin Muhasebeleştirilmesi**, İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, 2011.

GÜRİZ, Adnan. **Teorik Açıdan Mülkiyet Sorunu**, No:253, Ankara: Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Yayınları, 1969.

GYODER, “GYODER Gösterge”, **Türkiye Gayrimenkul Sektörü 2016**, 3.Çeyrek Raporu, 10 Kasım 2016, Sayı:6, [http://www.gyoder.org.tr/img/mc-content/20161117084306_2661gyoder-rapor-2016-ceyrek-3-tek-sayfali-\(1\).pdf](http://www.gyoder.org.tr/img/mc-content/20161117084306_2661gyoder-rapor-2016-ceyrek-3-tek-sayfali-(1).pdf), (18/12/2016).

GYODER, “GYODER Gösterge”, **Türkiye Gayrimenkul Sektörü 2017**, 1.Çeyrek Raporu, 29 Mayıs 2017, Sayı:8, http://www.gyoder.org.tr/img/mc-content/20170907172416_2550gosterge.pdf, (06/09/2017).

GYODER, “GYODER Gösterge”, **Türkiye Gayrimenkul Sektörü 2017**, 3.Çeyrek Raporu, 17 Kasım 2017, Sayı:10, http://www.gyoder.org.tr/img/mc-content/20171124151357_2583gyoder-gosterge-2017.pdf, (01/01/2018).

GYODER, **Türkiye Gayrimenkul Sektörü Temel Göstergeleri 2013**, 2013, http://www.gyoder.org.tr/img/mc-content/20140620160700_2835temel_gostergeler_2013_1.pdf, (11/11/2016).

Haber 3, **İstanbul Finans Merkezi Konut Fiyatlarını Uçurdu**, 4 Kasım 2016, <http://www.haber3.com/istanbul-finans-merkezi-konut-fiyatlarini-ucurdu-3991835h.htm>, (04/11/2016).

HAN, Nazlı. **Gayrimenkul Piyasası: Kuramsal Çerçeve**, İstanbul: Sigma Yayınları, Özel Sayı, 2012.

HATEMİ, Aybay. **Eşya Hukuku Dersleri**, No:2, İstanbul: Fakülteler Matbaası, 1981.

HAZAR, Adalet. **Varlık Değerleme Yaklaşımları Çerçevesinde Gayrimenkul Değerleme**, 1. Baskı, Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2013.

Hürriyet, **Merkez Bankası Kritik Faiz Kararını Açıkladı**, 26 Nisan 2017, <http://www.hurriyet.com.tr/merkez-bankasi-kritik-faiz-kararini-acikladi-40438927>, (29/05/2017).

HT Ekonomi, **En Fazla Göç Alan Şehir Yine İstanbul**, 22 Şubat 2016, <http://www.haberturk.com/ekonomi/is-yasam/haber/1199281-en-fazla-goc-alan-sehir-yine-istanbul>, (15/03/2016).

ILO, **Dünyada İstihdam Ve Sosyal Durum Eğilimler Raporu**, 2016, http://www.ilo.org/wcm5/groups/public/---europe/---ro-geneva/---ilo-ankara/documents/publication/wcms_447449.pdf, (11/11/2016).

International Federation of Surveys, **A Vision For A Future Cadatral System**, Temmuz 1998, www.fig.net/commission7/.../cad2014_eng.rtf, (05/02/2016).

International Monetary Fund, **Global Financial Stability Report**, Nisan 2017, <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2017/03/30/global-financial-stability-report-april-2017>, (22/05/2017).

International Valuation Standards Council, **Uluslararası Değerleme Standartları**, 1 Mayıs 2006, <http://www.dud.org.tr/images/pdf/degerleme-standartlari-tebligi.pdf>, (19/03/2016).

İLHAN, Bahriye. **Türk İnşaat Sektörünün Girdi- Çıktı Analizi ve İthalata Bağımlılığı**, İstanbul Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2008.

İstanbul Üniversitesi, “İslam İktisadi ve Finansı Uygulama ve Araştırma Merkezi”, **Gayrimenkul Sertifikaları Çalıştayının Ardından**, İslami Finans, Gayrimenkul Sektörü ve Yatırımcı Perspektifinden Gayrimenkul Sertifikaları Çalıştayı, 24 Haziran 2017, İstanbul.

İş Yatırım, **Araştırma Raporları**, <https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/arastirma-raporlari/Sayfalar/default.aspx>.

JLL, **Dünya Sahnesinde İstanbul**, <http://www.jll.com.tr/turkey/tr-tr/arastirma/dunya-sahnesinde-istanbul/>, 2016, (26/02/2017).

JLL, **Gayrimenkul Pazarı Yeniden Şekilleniyor**, Türkiye Ticari Gayrimenkul Pazarı Görünümü Araştırma Raporu, http://www.jll.com.tr/turkey/tr-tr/Research/JLL_GayrimenkulPazarıYenidenSekilleniyor_2015.pdf, Şubat 2015, (03/07/2016).

KAP, **Büyükyalı İstanbul Projesi Değerleme Raporu**, 30 Aralık 2016, <https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/574996>, (01/01/2017).

KAP, **İnşaat İlerleme Raporu Sonucu**, Özel Durum Açıklaması, 28 Aralık 2017, <https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/647514>, (02/01/2018).

KAP, **İstanbul İli Başakşehir İlçesi Kayabaşı Mahallesi Toplu Konut Alanı 876 Ada 2 Nolu Parsel Üzerinde Geliştirilmekte Olan Park Maveria 3 Projesi Kapsamında 31 Adet Dükkan ve 723 Adet Mesken Olmak Üzere Toplam 754 Adet Bağımsız Birim Değerleme Raporu**, *Gayrimenkul Sertifikası-Sermaye Piyasası Aracı Notu Eki Değerleme Raporu*, 26 Mart 2017, <https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/595141>, (06/12/2017).

KAP, **Park Maveria III Gayrimenkul Sertifikası Halka Arz Sonuçları**, *T.C. Toplu Konut İdaresi Başkanlığı-Park Maveria III Projesi Gayrimenkul Sertifikalarının Halka Arzına İlişkin Sonuçlar*, 3 Nisan 2017, <https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/597207>, (07/12/2017).

KAP, **Yatırımcı Raporu**, Özel Durum Açıklaması, 27 Aralık 2017, <https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/647513>, (02/01/2018).

KARABAŞ, Fatma. **Kentsel Dönüşüm Uygulamalarında Gayrimenkul Değerleme Yaklaşımının Bayrampaşa Kentsel Dönüşüm Projesi Kapsamında İrdelenmesi**, İstanbul: Bahçeşehir Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, 2010.

KARABULUT, Elif. **Kriz Belirtilerini Algılama ve Algılanan Krize Karşı Hazırlıklı Olma**, Ulusal Yönetim ve Organizasyon Kongresi, Antalya: Akdeniz Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, 2002.

KARACA, Haydar. **Taşınmaz Mal Değerlemesi Yöntemleri Ve Karşılaştırılması**, İstanbul: İstanbul Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, 2008.

KARATAŞ, Muhammed ve GAVCAR, Erdoğan. **Bazı Meslek Gruplarının Tasarruf Eğilimlerinin Araştırılması (Muğla İli Örneği)**, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt: 3, Sayı: 2, 2001.

KAYA, Fatih. **Gayrimenkul Değerlemeleri ve Değerlemelerin Vergi Üzerindeki Etkileri**, İstanbul: İstanbul Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, 2011.

KIZILOT, Şükrü, SARISU, Ekrem, ÖZCAN, Sezgin ve KIZILOT, Zuhale. **Gayrimenkul Rehberi**, Güncellenmiş 10. Baskı, Ankara: Yaklaşım Yayıncılık, 2013.

KOÇAK, Bilal. **Gayrimenkul Sektörü Umudunu Körfez'e Bağladı**, Ekovitrin, Ekim 2015, http://www.ekovitrin.com/dergi2015/Ekim/3_city.pdf, (18/11/2016).

KÖMÜRLÜ, Rüveyda ve ÖNEL, Hakkı. **Türkiye'de Konut Üretimine Yönelik Kaynak Oluşturma Model Yaklaşımları**, [Elektronik Versiyon] YTÜ Mimarlık Fakültesi E-Dergisi, Cilt: 2, Sayı: 2, 2007.

KÖROĞLU, Abdulkadir. **Gayrimenkul Sertifikası Modeli ve Türkiye'de Uygulanabilirliği**, Gazi İktisat ve İşletme Dergisi, Cilt 2, Sayı 1, 25-42, 2016.

KPMG, **Türkiye ve Dünya Ekonomisinde Makro Gelişmeler**, KPMG International Cooperative, KPMG Bakış Yayını, Mayıs 2017, <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/tr/pdf/2017/05/bakis-6.pdf>, (22/05/2017).

KPMG, **2016' ya Girerken Türkiye ve Dünya Ekonomisinde Makro Gelişmeler**, KPMG International Cooperative, KPMG Bakış Yayını, Ocak 2016, <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/pdf/2016/04/tr-bakis.pdf>, (01/12/2016).

KURÇ, Özgür. **Türkiye'de Konut Finansmanına Yeni Bir Yaklaşım: Mortgage Sistemi**, İstanbul: İstanbul Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, 2005.

Makro İnşaat, “Kurumsal”, **Yönetim Kurulu Başkanı’ndan Mesaj**, <http://www.makroinsaat.com/kurumsal/tr/baskandan-mesaj>, (09/11/2017).

Mega Projeler, <https://megaprojeleristanbul.com/#>, (27/11/2016).

Mevzuatı Geliştirme ve Yayın Genel Müdürlüğü, **Türk Medeni Kanunu**, 8 Aralık 2001, <http://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.4721.pdf>, (17/12/2014).

Milliyet Emlak, **Fiyatlar Hızla Düşüyor**, 25 Ağustos 2015, <http://www.milliyetemlak.com/dergi/fiyatlar-hizla-dusuyor/>, (10/01/2017).

Milliyet, **Kanal İstanbul Bereketi**, 14 Eylül 2016, <http://www.milliyet.com.tr/kanal-istanbul-bereketi--gundem-2310724/>, (14/09/2016).

MUTLUER, Mustafa ve SÜDAŞ, İlkay. **Yabancıların Türkiye’de Mülk Edinimi: Coğrafi Bir Yaklaşım**, Ege Coğrafya Dergisi, Sayı: 14, 2005.

NTV, **Torba Kanun Resmi Gazete’ de Yayımlandı**, 8 Mart 2017, <http://www.ntv.com.tr/ekonomi/torba-kanun-resmi-gazetede-yayimlandi,0plVJDjp-0yIKlbnXAGGwA>, (05/04/2017).

NTV, **Türkiye’nin 2016 Yılındaki Nüfusu Belli Oldu**, 31 Ocak 2017, <http://www.ntv.com.tr/turkiye/turkiyenin-2016-yilindaki-nufusu-belli-oldu,Okmns5MeIk-mi9ATH60iyA>, (31/01/2017).

OĞUZ, Selahattin. **Türkiye’de Borsa Yatırımları ve Yatırım Araçlarının Fonksiyonu**, İstanbul: İTO Yayını, 2013.

ONURLU, Özlem. **Uluslararası Değerleme Standartlarının Türkiye’de Uygulanması Sürecinde Gelir Kapitalizasyonu Yaklaşımının İrdelenmesi**, İstanbul Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2006.

ÖNCÜL, Vedat. **Konut Sektöründe Finansal Destek Sistemi**, Bursa: Oğul Yayıncılık, 2011.

ÖZKUL, Selin. **Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ve Türkiye Değerlendirmesi**, İstanbul: İstanbul Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, 2001.

ÖZORHON, Beliz ve DEMİRKESEN, Sevilay. **Türk Müteahhitlik Hizmetlerinin Uluslararası Rekabetçilik Analizi**, İMO Teknik Dergi, Sayı: 421, 2014, http://www.imo.org.tr/resimler/dosya_ekler/e69813075ea3289_ek.pdf?dergi=648, (22/08/2015).

PARASIZ, M. İlker. **İktisadın ABC'si**, 1. Baskı, Bursa: Ezgi Kitapevi Yayını, 2015.

PWC, **Gayrimenkulde Gelişen Trendler Avrupa 2017**, Kasım 2016, <http://www.pwc.com.tr/tr/basin-odasi/2016-basin-bulteni/gayrimenkulde-gelisen-trendler-avrupa-2017.html>, (24/03/2017).

REİSOĞLU, Safa. **Türk Eşya Hukuku**, 6. Baskı, Ankara: Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Yayınları, 1980.

Resmî Gazete, **Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği**, 5 Temmuz 2013, Sayı:28698, <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/07/20130705-11.htm>, (11/12/2017).

Resmî Gazete, **Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği (VII-128.2)'nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (VII-128.2a)**, 3 Ağustos 2016, Sayı:29790, <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2016/08/20160803-33.htm>, (01/01/2018).

Resmî Gazete, **Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği (VII-128.2)'nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (VII-128.2b)**, 7 Mart 2017, Sayı:30000, <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2017/03/20170307-17.htm>, (30/12/2017).

Resmî Gazete, **Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği (VII-128.2)'nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (VII-128.2c)**, 29 Kasım 2017, Sayı:30255, <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2017/11/20171129-11.htm>, (30/12/2017).

SABUNCU, Yavuz. **Anayasaya Giriş Ek 1982 Anayasası**, Ankara: İmaj Yayıncılık, 2012.

SARI, Suat. **Nakil İlmuhaberini Uygulayacak Bir Cesur Yürek Aranıyor**, İstanbul Ticaret Odası Yayını, 10 Mayıs 2013, <http://www.ito.org.tr/itoyayin/SY0083085.pdf>, (09/04/2016).

Sermaye Piyasası Kurulu, **Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Tanıtım Rehberi**, <http://www.spk.gov.tr/indexpage.aspx?pageid=409&submenuheader=1>, (10/10/2016).

Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu, **Gayrimenkul Değerleme Esasları**, 2017, https://www.spl.com.tr/spl/eep/Specific/OEP/Upload/1014_Gayrimenkul%20Değerleme%20Esasları_2017-1.pdf, (21/02/2017).

Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu, **Genel Ekonomi**, 2017, https://www.spl.com.tr/spl/eep/Specific/OEP/Upload/1008-Genel%20Ekonomi_2017-1.pdf, (21/02/2017).

ŞAHİN, İsmail. **Üçüncü Köprü İle Yıldızı Parlayan Bölgeler**, Sözcü Gazetesi, 30 Ağustos 2016, <http://www.sozcu.com.tr/2016/emlak/ucuncu-kopru-ile-yildizi-parlayan-bolgeler-1371230>, (10/10/2016).

ŞARKAYA, Cansu. **Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Üzerine Bir İnceleme ve Türkiye'ye İlişkin Sektör Analizi**, Sosyal Bilimler Dergisi, Sayı: 1, 2007.

ŞARKAYA İÇELLİOĞLU, Cansu. **ABD'de Konut Finansman Sistemi**, Sosyal Bilimler Dergisi, Sayı: 1, 2011.

ŞAT ZENGİN, A. Göksun ve AŞARKAYA, Ahmet. **İnşaat Sektörü Raporu**, Türkiye İş Bankası İktisadi Araştırmalar Bölümü, İstanbul, Ocak 2016, https://ekonomi.isbank.com.tr/UserFiles/pdf/sr201602_insaatsektoru.pdf, (07/07/2016).

ŞEN, Ali ve ALTAY, Hüseyin, **Finansal İstikrarsızlık Hipotezi Bağlamında Global Finansal Kriz**, Eskişehir Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 10(1), 2010.

ŞİT, Mustafa. **Türkiye’de Turizm Sektörünün İstihdama Katkısı**, Akademik Yaklaşımlar Dergisi, İlkbahar 2016, Cilt: 7, Sayı:1.

Tapu ve Kadastro Genel Müdürlüğü, **Tapu Sicili Tüzüğü**, 17 Ağustos 2013, <http://tkgm.gov.tr/tr/icerik/tapu-sicili-tuzugu>, (25/11/2014).

TATOĞLU, H. Emin. **Gayrimenkul Değerlemesi ve Eryaman/Ankara Bölgesinde Bir Uygulama**, Ankara: Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, 2008.

T.C. Başbakanlık Yatırım Destek ve Tanıtım Ajansı, **Real Estate Sector in Turkey**, 2013, <http://www.invest.gov.tr/tr-TR/infocenter/publications/Documents/GAYRIMENKUL.SEKTORU.pdf>, (16/04/2016).

T.C. İçişleri Bakanlığı Göç İdaresi Genel Müdürlüğü, **Yıllara Göre Düzensiz Göçmen Sayısı**, http://www.goc.gov.tr/icerik3/duzensiz-goc_363_378_4710, (23/04/2017).

T.C. İçişleri Bakanlığı Göç İdaresi Genel Müdürlüğü, **2016 Yılında İkamet İzni Alan Yabancılarda İlk On Ülke**, http://www.goc.gov.tr/icerik3/ikamet-izinleri_363_378_4709, (12/04/2017).

T.C. Kalkınma Bakanlığı, Ekonomik Modeller ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, **Dünya Ekonomisindeki Son Gelişmeler Bülteni**, Temmuz- Eylül 2015, Sayı: 3, <http://www.kalkinma.gov.tr/Lists/DNYA%20EKONOMSINDEK%20SON%20GELMELER/Attachments/39/DEG%20Temmuz-Eylül%202015.pdf>, (16/04/2016).

T.C. Kalkınma Bakanlığı Ekonomik Modeller Ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, **Dünya Ekonomisindeki Son Gelişmeler Bülteni**, Nisan- Haziran 2016, Sayı:2,
<http://www.kalkinma.gov.tr/Lists/DNYA%20EKONOMSNADEK%20SON%20GELMELELER/Attachments/42/DEG%20Nisan-Haziran.pdf>, (19/10/2016).

T.C. Kalkınma Bakanlığı Ekonomik Modeller Ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, **Dünya Ekonomisindeki Son Gelişmeler Bülteni**, Temmuz- Eylül 2016, Sayı:3,
<http://www.kalkinma.gov.tr/Lists/DNYA%20EKONOMSNADEK%20SON%20GELMELELER/Attachments/43/DEG%20Tem-Eylül-12102016.pdf>, (10/11/2016).

T.C. Kalkınma Bakanlığı Ekonomik Modeller Ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, **Dünya Ekonomisindeki Son Gelişmeler Bülteni**, Ocak- Mart 2017, Sayı:1,
<http://www.kalkinma.gov.tr/Lists/DNYA%20EKONOMSNADEK%20SON%20GELMELELER/Attachments/45/DEG%20Ocak-Mart%2004052017.pdf>, (22/05/2017).

T.C. Kalkınma Bakanlığı, **Kalkınma Bakanı Sayın Lütfi Elvan'ın 2016 Yılı İkinci Çeyrek GSYH ve Temmuz Ayı Ödemeler Dengesi Verilerine İlişkin Değerlendirmesi**, 2016,
<http://www.kalkinma.gov.tr/SitePages/GuncelYayinlarForm.aspx?L=904e77ea-ee8e-4414-9f76-88aa7a7e855f&IDKey=825>, (17/11/2016).

T.C. Kalkınma Bakanlığı, **Uluslararası Ekonomik Göstergeler**, 2014,
<http://www.kalkinma.gov.tr/Lists/Uluslar%20Aras%20Ekonomik%20Gstergeler/Attachments/10/Uluslararası%20Ekonomik%20Göstergeler%202014.pdf>, (17/04/2016).

TCMB, <http://www.tcmb.gov.tr/>.

TCMB, **Aylık Fiyat Gelişmeleri**, Ocak Ayı Fiyat Gelişmeleri, 6 Şubat 2017, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/d02e8558-2f0e-4625-b7ad-fc542410ba9b/afiyatocak17.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-d02e8558-2f0e-4625-b7ad-fc542410ba9b-lEiehH2>, (04/03/2017).

TCMB, **Elektronik Veri Dağıtım Sistemi**, <https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket>, (03/01/2018).

TCMB, **Enflasyon Raporu**, Ekim 2016, <http://tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Enflasyon+Raporu/2016/Enflasyon+Raporu+2016-IV/>, (29/11/2016).

TCMB, **Finansal İstikrar Raporu**, Kasım 2016, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/e6b95d5b-a810-464b-b9d9-55c71b95d57b/bolumI-23.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACEe6b95d5b-a810-464b-b9d9-55c71b95d57b>, (05/12/2016).

TCMB, **Finansal İstikrar Raporu**, Kasım 2017, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Finansal+Istikrar+Raporu/2017/Sayi+25/>, (04/01/2018).

TCMB, **Konut Fiyat Endeksi**, 28 Kasım 2016, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/8c36f435-ef59-47e6-af02-9f20b9e613e7/KFE-HKFE.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE8c36f435-ef59-47e6-af02-9f20b9e613e7>, (28/11/2016).

TCMB, **Konut Fiyat Endeksi**, 28 Şubat 2017, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/692434dd-6a9c-4d7e-b4cc-ba37a7b67205/KFE+ARALIK+2016.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-692434dd-6a9c-4d7e-b4cc-ba37a7b67205-lKQkPz>, (01/03/2017).

TCMB, **Para Politikası Kurulu Kararı**, 20 Aralık 2016, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/e61df2ef-d1c1-430c-9504-46878d29e0e6/DUY2016-66.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-e61df2ef-d1c1-430c-9504-46878d29e0e6-lArVo.8>, (16/01/2017).

TCMB, **Temel Ekonomik Gelişmeler**, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Arastirma+Yayinlari/Temel+Ekonomik+Gelismeler>, (31/01/2018).

TEMEL, A. Tuğrul. **Gayrimenkul Yatırım Aracı Olarak Otel Yatırımları: Sütlüce Bölgesinde “Hilton Garden Inn Haliç” Örneği**, İstanbul Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2009.

TEPE, Emre. **İstanbul'da Yeni Gelişen Büyük Ölçekli Konut Yerleşimlerinin Değerlendirilmesi: Büyükçekmece Ve Tuzla Örnekleri**, İstanbul: İstanbul Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, 2010.

Tera Yatırım, **İşsizlik Oranı**, Günlük Bülten, www.terayatirim.com, (16/02/2017).

Tera Yatırım, **Tüketici Güven Endeksi**, Günlük Bülten, www.terayatirim.com, (28/03/2017).

TERZİ, N. Levent. **Emtia Yatırımlarının Riski ve Getiri Potansiyeli**, Finansal Rota, Sayı: 41, 2012.

TMB, **İnşaat Sektörü Analizi: 2016 Zor Bir Yıl Olacak Dünya Türkiye İnşaat Sektörü**, Ocak 2016, http://www.tmb.org.tr/arastirma_yayinlar/tmb_bulten_ocak2016.pdf, (26/07/2016).

TMB, **Türk Yurtdışı Müteahhitlik Hizmetleri**, Nisan 2016, http://www.tmb.org.tr/doc/file/YDMH_Nisan_2016.pdf, (15/07/2016).

TMMOB Makine Mühendisleri Odası, **1900 Sonrası Türkiye’deki Depremler, Türkiye’de Deprem Gerçeği ve TMMOB Makina Mühendisleri Odasının Önerileri Oda Raporu**, http://www1.mmo.org.tr/resimler/dosya_ekler/8273773702779a0_ek.pdf, (09/01/2017).

TOBB, **72. Genel Kurul Ekonomik Rapor**, 2015, <http://www.tobb.org.tr/Documents/yayinlar/2016/72GK/72-Genel-KurulEkonomikRapor2015.pdf>, (21/06/2016).

TOKİ, “Güncel: Gayrimenkul Yatırımında İlk”, **Gayrimenkulde Sertifika Dönemi**, TOKİ Haber Dergisi, Sayı:86, 2017.

TOKİ, “İhraç Bilgileri”, **Park Maveria III Gayrimenkul Sertifikası**, <https://www.toki.gov.tr/ihrac-bilgileri>, (08/09/2017).

TOKİ, “İhraççı Bilgi Dokümanı”, **İzahname Seti**, 23 Mart 2017, <https://www.toki.gov.tr/AppResources/UserFiles/files/%c4%b0hra%c3%a7%c3%a7%c4%b1%20Bilgi%20D%c3%b6k%c3%bcman%c4%b1.pdf>, (30/12/2017).

TOKİ, **İstanbul İli Başakşehir İlçesi Kayabaşı Toplu Konut Alanı 876 Ada 2 Parselde Arsa Satış Karşılığı Gelir Paylaşım İşİ, Gelir Paylaşımı Sözleşmesi**, 6 Nisan 2016, <https://www.toki.gov.tr/AppResources/UserFiles/files/EK-8%20Gelir%20Payla--m-%20S-zle-mesi.pdf>, (11/12/2017).

TUĞRUL, Saim. **Kamu Hukuku Açısından Mülkiyet Hakkı ve Sınırlandırılması**, İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Basılmamış Yüksek Lisans Tezi, 2003.

TURAN, Nurcan. **Gayrimenkul (Emlak) Sektörünün Gelişmesinde ve Konut Sorununun Çözümünde Gayrimenkul İşletme Kooperatifleri ve Gayrimenkul Sertifikaları Modellerinin Alternatif Olarak Değerlendirilmesi**, 3.Sektör Sosyal Ekonomi Dergisi, Cilt: 52, Sayı:2, 2017.

TÜİK, <http://www.tuik.gov.tr/>.

TÜİK, **Adrese Dayalı Nüfus Kayıt Sistemleri Sonuçları 2016**, Haber Bülteni, 31 Ocak 2017, <http://www.tuik.gov.tr/PreHaberBultenleri.do?id=24638>, (31/01/2017).

TÜİK, **Finansal Yatırım Araçlarının Reel Getiri Oranları**, Haber Bülteni, 10 Ocak 2017, <http://www.tuik.gov.tr/PreHaberBultenleri.do?id=24804>, (10/01/2017).

TÜİK, **İstatistiklerle Aile**, Haber Bülteni, 10 Mayıs 2017, <http://www.tuik.gov.tr/PreHaberBultenleri.do?id=24646>, (17/08/2017).

TÜİK, **İş Gücü İstatistikleri Mart 2016**, Haber Bülteni, 15 Haziran 2016, <http://www.tuik.gov.tr/PreHaberBultenleri.do?id=21571>, (16/06/2016).

TÜİK, **İş Gücü İstatistikleri 2016**, Haber Bülteni, 23 Mart 2017, <http://www.tuik.gov.tr/PreHaberBultenleri.do?id=24635>, (25/03/2017).

TÜİK, **Konut Satış İstatistikleri Aralık 2017**, Haber Bülteni, 19 Ocak 2018, <http://www.tuik.gov.tr/PreHaberBultenleri.do?id=24803>, (19/01/2018).

TÜİK, **Nüfus Projeksiyonları 2013-2075**, Haber Bülteni, 14 Şubat 2013, <http://www.tuik.gov.tr/PreHaberBultenleri.do?id=15844>, (24/01/2017).

TÜİK, **Sektörel Güven Endeksleri Mayıs 2017**, Haber Bülteni, 23 Mayıs 2017, <http://www.tuik.gov.tr/PreHaberBultenleri.do?id=24885>, (19/06/2017).

TÜİK, **Yurt İçi Üretici Fiyat Endeksi Aralık 2017**, Haber Bülteni, <http://www.tuik.gov.tr/PreHaberBultenleri.do?id=27707>, (03/01/2018).

TÜREOĞLU, Z. Ergun. **Konut Finansmanı Sisteminde Taşınmaz (Gayrimenkul) Değerlemesi**, Yayın No: 211, Ankara: Girişim Matbaacılık, 2009.

Türkiye İş Bankası, **Aylık Emtia Bülteni**, Temmuz 2017, https://ekonomi.isbank.com.tr/Userfiles/pdf/eb_201707.pdf, (07/01/2018).

Türkiye İş Bankası, “Türkiye İş Bankası İktisadi Araştırmalar Bölümü”, **Enflasyon Gelişmeleri**, Haziran 2016, https://ekonomi.isbank.com.tr/UserFiles/pdf/eg_201606.pdf, (07/07/2016).

Türkiye İş Bankası, İnşaat ve Gayrimenkul I, Mart 2017, https://ekonomi.isbank.com.tr/UserFiles/pdf/rt_201728.pdf, (11/05/2017).

Türkiye İş Bankası, **Yıllara Göre Reel GSYH Büyümesi**, [https://ekonomi.isbank.com.tr/TR/EcoData.aspx?adres=Ekonomik/02 -_yillara_gore_gsyh_buyumesi.html](https://ekonomi.isbank.com.tr/TR/EcoData.aspx?adres=Ekonomik/02_-_yillara_gore_gsyh_buyumesi.html), (10/01/2018).

TÜSİAD, “Ekonomik Araştırmalar Bölümü”, **2017 Yılına Girerken Türkiye ve Dünya Ekonomisi Raporu**, Ocak 2017, <http://tusiad.org/tr/yayinlar/raporlar/item/9592-tusiad-2017-yilina-girerken-turkiye-ve-dunya-ekonomisi-raporu>, (18/04/2017).

United Nations Department of Economic and Social Affairs/Population Division, **World Urbanization Prospects: The 2014 Revision**, 2015, <https://esa.un.org/unpd/wup/Publications/Files/WUP2014-Report.pdf>, (17/11/2016).

USLU, Gül ve UZUN, Bayram. **Kentsel Dönüşüm Projelerinde Deprem Etkisi**, Harita Teknolojileri Elektronik Dergisi, Cilt:6, No:2, (1-11), 2014.

ÜLEV, Salih, SAVAŞAN, Fatih ve SELÇUK, Mervan. **Gayrimenkul Sertifikasının İslam İktisadi Perspektifinden Değerlendirilmesi**, Uluslararası İslam Ekonomisi ve Finansı Araştırmaları Dergisi, Cilt:3, Sayı:2, Temmuz 2017.

ÜREten, Aykan. **Gayrimenkul Değerleme Yöntemleri ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında Değer Tespiti**, Ankara: Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, 2007.

ÜZÜMCÜ, Adem ve KORKAT, Mustafa. **Türkiye’de Gelir Dağılımı Adaletsizliği Ve Yoksullukla Mücadelede Sosyal Yardımların Gelişimi (2003-2012)**, Kafkas Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt: 5, Sayı: 8, 2014.

Vakıf Yatırım, **Günlük Bülten**, 30 Ekim 2012, http://www.vakifyatirim.com.tr/files/news_301014.pdf, (15/11/2017).

Yapı-Endüstri Merkezi, **Türk Yapı Sektörü Raporu 2016**, 28 Şubat 2017, <http://www.yapi.com.tr/TurkYapiSektoruRaporu2016>, (25/05/2017).

YAŞAR EKİCİ, Fatma. **Türk Aile Yapısının Değişim ve Dönüşümü ve Bu Değişim ve Dönüşüme Etki Eden Unsurların Değerlendirilmesi**, [Elektronik Versiyon] The Journal of Academic Social Science Studies, Winter I 2014, http://www.jasstudies.com/Makaleler/1577589038_12-Yrd.%20Do%3%a7.%20Dr.%20Fatma%20YA%5%9eAR%20EK%4%b0C%4%b0.pdf, (09/10/2016).

YILDIZ, Zafer. **Turizmin Sektörünün Gelişimi Ve İstihdam Üzerindeki Etkisi**, Süleyman Demirel Üniversitesi, Vizyoner Dergisi, Cilt: 3, Sayı: 5.

YILMAZ TÜRKMEN, Sibel. **İMKB’de İşlem Gören Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Finansal Etkinliklerinin Veri Zarflama Analizi İle Değerlendirilmesi**, Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, Cilt 31, Sayı 2, 2011.

YÜKSEL, Hasan. **Konut Maliyet Faktörleri Ve Konut Politikaları Kapsamında Türkiye’de Konut Sektörünün Eko-Analizi**, Kastamonu University Journal of Economics & Administrative Sciences Faculty, Vol. 4, Issue 2, 2014.

YÜKSEL, Uygur ve AKBULUT, M. Tolga. **Tüketim Odaklı Mimarlığın Son Yıllardaki Yeni Ürünleri: Rezidanslar**, Megaron Yayınları , Cilt: 4, Sayı: 2, 2009.

ZARİÇ, Sami. **Türkiye’de Kentsel Planlama Ve TOKİ’nin Planlama Yetkilerindeki Genişlemenin Boyutları**, Akademik Bakış Dergisi, Sayı: 28, Ocak – Şubat 2012.

Ziraat Yatırım, “Halka Arz: TOKİ Park Mavera III Projesi Gayrimenkul Sertifikası”, **Halka Arz Raporu**,
[https://ziraatyatirim.com.tr/icerik/halkaarz/PARK_MAVERA/HALKA_ARZ_RAPOR U.pdf](https://ziraatyatirim.com.tr/icerik/halkaarz/PARK_MAVERA/HALKA_ARZ_RAPOR_U.pdf), (17/12/2017).

