

T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
PARA, SERMAYE PİYASALARI VE FİNANSAL KURUMLAR
ANABİLİM DALI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

GAYRİMENKULE DAYALI SERMAYE PİYASASI
ARAÇLARININ TÜRKİYE SERMAYE PİYASASINA
UYGULANMASI

HASAN VEHBİ ARSLANTÜRK

2501140744

TEZ DANIŞMANI
DR. ÖĞR. ÜYESİ MEHMET SABRİ TOPAK

İSTANBUL-2018



T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

YÜKSEK LİSANS
TEZ ONAYI



ÖĞRENCİNİN;

Adı ve Soyadı : HASAN VEHBİ ARSLANTÜRK **Numarası** : 2501140744
Anabilim Dalı/ Anasat Dalı/ Programı : PARA, SERMAYE PİYASALARI VE
FINANSAL KURUMLAR **Danışmanı** : DR. ÖĞR. ÜY. MEHMET SABRİ TOPAK
Tez Savunma Tarihi : 02.08.2018 **Saati** : 16:00
Tez Başlığı : "GAYRİMENKULE DAYALI SERMAYE PİYASASI ARAÇLARININ TÜRKİYE SERMAYE
PİYASASINA UYGULANMASI"

TEZ SAVUNMA SINAVI, İÜ Lisansüstü Eğitim-Öğretim Yönetmeliği'nin 36. Maddesi uyarınca yapılmış,
sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin KABULÜNE OYBİRLİĞİ / ÇOKLUĞUYLA karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATİ (KABUL/RED/DÜZELTME)
1- DOÇ. DR. AHMET MENTEŞ		KABUL
2- DR. ÖĞR. ÜY. MEHMET SABRİ TOPAK		KABUL
3- DR. ÖĞR. ÜY. ARİFSALDANLI		KABUL

YEDEK JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATİ (KABUL/ RED/DÜZELTME)
1- DR. ÖĞR. ÜY. EROL MUZIR		
2- DR. ÖĞR. ÜY. ELÇİN ŞİŞMANOĞLU		

ÖZ

GAYRİMENKULE DAYALI SERMAYE PİYASASI
ARAÇLARININ TÜRKİYE SERMAYE PİYASASINA
UYGULANMASI
HASAN VEHBİ ARSLANTÜRK

Türkiye’de gayrimenkul sektörü, büyümeye olan pozitif katkısı, işsizliği önleyici olumlu etkisi gibi doğrudan ve dolaylı olarak ülke ekonomisi üzerindeki önemli etkileri sebebiyle her dönemde ön planda olan sektörlerden biridir. Sektörün tarafları olan gayrimenkul alıcı ve satıcıları, gayrimenkul projeleri geliştiricileri, gayrimenkul projelerine finansman sağlayanlar, yerel ve genel kamu idareleri yöneticileri, sektörün ekonomi açısından önemini dikkate alarak bu alanda yatırımlar yapmaktadırlar. Gayrimenkulün veya projelerinin finansmanı ciddi büyüklükte sermaye gerektiren unsurlardır. Günümüzde özellikle büyük ölçekli gayrimenkul projelerinin finansmanı söz konusu olduğunda, geleneksel finansman yöntemleri kimi zaman yetersiz kalmakta ve proje geliştiricileri alternatif yöntemler aramaktadırlar. Sermaye ihtiyacı olanların ve fon sahiplerinin buluşma noktalarından biri olan sermaye piyasaları da gayrimenkul veya projelerinin geliştirilmesi alanında özellikle son dönemlerde uygulamaya sunulan farklı sermaye piyasası araçlarıyla finansman probleminin çözümü anlamında alternatifler sağlamaktadır. Bu çalışmada öncelikle dünya ve Türkiye ölçeğinde gayrimenkul sektörü ve sermaye piyasaları incelenmiştir. Gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarından gayrimenkul yatırım ortaklıkları, gayrimenkul yatırım fonları, gayrimenkul sertifikaları ve kira sertifikalarına (SUKUK) ilişkin uluslararası sermaye piyasalarındaki uygulamalar araştırılmış bu enstrümanların Türkiye’de sermaye piyasalarındaki uygulamaları incelenmiştir.

Anahtar Kelimeler: Gayrimenkul Yatırım Fonu, Kira Sertifikası, Gayrimenkul Sertifikası

ABSTRACT
IMPLEMENTATION OF FINANCIAL INSTRUMENTS
BASED ON REAL ESTATE
TO TURKISH CAPITAL MARKETS
HASAN VEHBİ ARSLANTÜRK

Real Estate sector in Turkey is one the leading sector remains forefront due to positive influences directly or indirectly on efficient economic indicators such as positive contributions to the growth and prevent the unemployment. Parties of the sector which are real estate buyers and sellers, real estate project developers and financiers, central-local public administration managers take actions and do investments considering the importance of this sector on citizens and economy. Financing a purchase of real estate or developing real estate projects require an important amount of capital and Money. At the present time, especially in order to develop big scale of real estate projects; project developers are searching for new financing methods because in modern time we obviously see that conventional financing methods remains incapable from time to time financing big real estate projects all over the world. Capital Markets which are the meeting points of capital seekers and fund owners, are providing alternatives by new investment instruments for real estate and projects usage. In this study, especially real estate sector and capital markets are analyzed in Turkey and in the world. The international implementation of capital market financial instruments based on real estate such as real estate investment companies, real estate trusts, real estate investment funds, real estate certificates and lease certificates analyzed and field of applications of this instruments in Turkey are analyzed.

Keywords: real estate investment fund, lease certificate, real estate certificate

ÖNSÖZ

Öncelikle eşime, çocuklarıma ve tüm aileme, tez çalışmam süresince, benden sabrını ve desteğini eksik etmeyen Sn. Dr. Öğr. Üyesi Mehmet Sabri TOPAK hocama, onunla beraber yüksek lisans eğitimim boyunca İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Para ve Sermaye Piyasaları Bölümünde ders almış olduğum tüm diğer hocalarıma, bölüm yöneticisi, bölüm personeli ve bölümdeki arkadaşlarıma teşekkür ederim.

Hasan Vehbi ARSLANTÜRK

İstanbul- 2018

İÇİNDEKİLER

ÖZ.....	iii
ABSTRACT	iv
ÖNSÖZ.....	v
KISALTMALAR LİSTESİ.....	ix
TABLolar LİSTESİ.....	xi
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xii
İÇİNDEKİLER	vi
GİRİŞ	ix

BİRİNCİ BÖLÜM

SERMAYE PİYASALARI

1.1. Sermaye Piyasaları	3
1.1.1. Sermaye Piyasası Tanımı	3
1.1.2. Sermaye Piyasası Araçları.....	5
1.1.3. Menkul Kıymetleştirme	8
1.2. Dünyada Sermaye Piyasaları	9
1.2.1. Dünya Ekonomisinin Genel Görünümü	9
1.2.2. Sermaye Piyasalarının Genel Görünümü	12
1.3. Türkiye’de Sermaye Piyasaları	15
1.3.1. Türkiye’de Sermaye Piyasasının Gelişimi	15
1.3.2. Türkiye’de Sermaye Piyasasına Ait Temel Göstergeler	17

1.3.3.	Türkiye’de Sermaye Piyasalarının Dünyadaki Yeri	23
1.3.3.1.	Sabit Getirili Menkul Kıymetler	24
1.3.3.2.	Pay Senetleri.....	26
1.3.3.3.	Vadeli İşlemler ve Opsiyonlar	29
1.3.3.4.	Yatırım Fonları.....	32

İKİNCİ BÖLÜM

GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ VE GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI

2.1.	Gayrimenkul Sektörü	35
2.1.1.	Gayrimenkul Sektörünün Ekonomi Açısından Önemi	36
2.1.2.	Dünyada Gayrimenkul Sektörü.....	45
2.1.3.	Türkiye’de Gayrimenkul Sektörü	48
2.2.	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları	55
2.2.1.	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Tanımı	56
2.2.2.	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Yapısı	56
2.2.3.	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Ekonomiye Katkısı	66
2.2.4.	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Yatırımcılarına Katkısı	66
2.2.5.	Borsa İstanbul’da İşlem Gören Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları	67
2.2.6.	Dünyada Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları	70

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

GAYRİMENKULE DAYALI SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI

3.1.	Gayrimenkul Yatırım Fonları	77
3.1.1.	Gayrimenkul Yatırım Fonlarının Yasal Çerçevesi Ve Portföy Yapısı	77
3.1.2.	Gayrimenkul Yatırım Fonlarının Faaliyetleri	81
3.1.3.	Gayrimenkul Yatırım Fonu ve Ortaklıkları Arasındaki Farklar	82
3.1.4.	Türkiye’de Gayrimenkul Yatırım Fonlarıyla İlgili Uygulamalar	84
3.2.	Gayrimenkul Sertifikaları	87
3.2.1.	Gayrimenkul Sertifikasının Tanımı	88

3.2.2.	Gayrimenkul Sertifikasının Türkiye Sermaye Piyasalarındaki Yeri....	89
3.2.3.	Gayrimenkul Sertifikalarıyla İlgili Düzenlemeler	92
3.2.4.	Gayrimenkul Sertifikası Modeli ve Uygulama Alanları	95
3.2.5.	Kentsel Dönüşümde Gayrimenkul Sertifikası Modeli	98
3.2.6.	Gayrimenkul Projeleri Finansmanında Gayrimenkul Sertifikası Modeli 100	
3.2.7.	Gayrimenkullere Yatırımda Gayrimenkul Sertifikası Modeli	101
3.2.8.	Gayrimenkul Sertifikası Modelinin Faydaları	102
3.2.9.	Gayrimenkul Sertifikası Modelinin Olumsuz Tarafları	104
3.3.	Kira Sertifikaları.....	104
3.3.1.	Kira Sertifikalarının (Sukuk) Temel Yapısı.....	105
3.3.2.	Kira Sertifikası (Sukuk) Çeşitleri.....	108
3.3.3.	Kira Sertifikası (Sukuk) İhracı Uygulamaları	113
3.3.4.	Türkiye’de Kira Sertifikaları (Sukuk).....	115
3.3.5.	Dünyada Kira Sertifikaları (Sukuk)	116
SONUÇ		119
KAYNAKÇA		125

KISALTMALAR LİSTESİ

a.g.e.	:	Adı Geçen Eser
AB	:	Avrupa Birliği
ABD	:	Amerika Birleşik Devletleri
BDDK	:	Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurumu
BIS	:	Uluslararası Ödemeler Bankası
BİST	:	Borsa İstanbul
DB(WB)	:	Dünya Bankası
DİE	:	Devlet İstatistik Enstitüsü
DPT	:	Devlet Planlama Teşkilatı
ECB	:	Avrupa Birliği Merkez Bankası
FED	:	Federal Reserve Depository (ABD Merkez Bankası)
GOÜ	:	Gelişmekte Olan Ülkeler
GPYS	:	Gayrimenkul portföy yönetim şirketi
GS	:	Gayrimenkul Sertifikası
GSYH	:	Gayri Safi Yurtiçi Hâsıla
GÜ	:	Gelişmiş Ülkeler
GYF	:	Gayrimenkul Yatırım Fonu
GYO	:	Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
GYODER	:	Gayri Menkul Yatırım Ortaklıkları Derneği
IMF	:	Uluslararası Para Fonu

İMKB	:	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KAP	:	Kamuyu Aydınlatma Platformu
MKK	:	Merkezi Kayıt Kuruluşu
OECD	:	Avrupa Ekonomik İş Birliği Teşkilatı
OPEC	:	Petrol İhraç Eden Ülkeler İşbirliği Teşkilatı
OVP	:	Orta Vadeli Program
SAGP	:	Satın alma Gücü Paritesi
SPK	:	Sermaye Piyasası Kurulu
TCMB	:	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TKFE	:	Türkiye Konut Fiyat Endeksi
TOKİ	:	Toplu Konut İdaresi
TSPB	:	Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği
TÜFE	:	Tüketici Fiyat Endeksi
TÜİK	:	Türkiye İstatistik Kurumu
TYKFE	:	Türkiye Yeni Konut Fiyat Endeksi
UN	:	Birleşmiş Milletler
USD	:	ABD Doları
VKS	:	Varlık Kiralama Şirketi
WFE	:	World Federation of Exchange (Dünya Borsalar Birliği)
Yİ-ÜFE	:	Yurt İçi Üretici Fiyat Endeksi

TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 1.1 : Dünya Ekonomisine İlişkin Seçilmiş Makro Göstergeler (2017).....	11
Tablo 1.2 : İşlem Gören Şirketlerin Piyasa Değeri (milyon \$-2016).....	13
Tablo 1.3 : Dünya İşlem Hacimleri (milyon \$-2016)	13
Tablo 1.4 : Vadeli İşlem Ve Opsiyon Sözleşmeleri İşlemleri (Milyon Adet-2016) ..	14
Tablo 1.5 : Dünyada İşlem Gören Şirket Paylarının Piyasa Değeri (Milyon \$-2015)14	
Tablo 1.6 : Türkiye Ekonomisine İlişkin Makro Göstergeler (2016)	18
Tablo 1.7 : Sabit Getirili Menkul Kıymet Stoku (2016)	24
Tablo 1.8 : Sabit Getirili Menkul Kıymetler İşlem Hacimleri (2016)	25
Tablo 1.9 : Dünya Borsalarının Piyasa Değeri (2016).....	27
Tablo 1.10 : Dünyada Borsalara Kote Şirket Sayısı (2016).....	28
Tablo 1.11 : Dünya Borsaları İşlem Hacimleri (2016)	29
Tablo 1.12 : Dünyada Vadeli İşlem ve Opsiyon Sözleşmeleri İşlem Hacmi (2016) .	30
Tablo 1.13 : Dünyada Vadeli İşlem Sözleşmeleri İşlem Hacmi (2016)	31
Tablo 1.14 : Dünyada Opsiyon Sözleşmeleri işlem Hacmi	32
Tablo 1.15 : Dünyada Menkul Kıymet Yatırım Fonları (2016).....	33
Tablo 1.16 : Dünyada Yatırım Fonlarının Türlerine Göre Dağılımı (2016).....	34
Tablo 2.1 : Harcamalar Yöntemiyle Cari Fiyatlarla GSYH (2017).....	50

Tablo 2.2 : Türkiye’deki GYO’ların Aktif Toplamları Ve Piyasa Değerleri (2017) .	68
Tablo 2.3 : Dünyada Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (2010)	71
Tablo 3.1 : Türkiye’de Kurulu Bulunan Gayrimenkul Yatırım Fonları (2017)	86
Tablo 3.2 : Türkiye’de Gerçekleşen Kira Sertifikası (Sukuk) İhraçları (2017)	116

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1 : Borsa İstanbul’da Şirketlerin Piyasa değeri (2018)	19
Şekil 1.2 : Şirketlerin Piyasa değerinin Milli Gelire Oranı (2016)	20
Şekil 1.3 : Dünya Borsaları İşlem Hacmi / Piyasa Değeri Oranı (2016)	21
Şekil 1.4 : Borsa İstanbul Toplam İşlem Hacmi (Milyar TL - 2016)	22
Şekil 1.5 : İşlem Hacmi Dağılımı (2016)	22
Şekil 2.1 : Dünya Konut Fiyat Endeksi (2016)	45
Şekil 2.2 : Ülkelere Göre Konut Fiyat artışları (2015).....	46
Şekil 2.3 : Türkiye Nüfus Projeksiyonu (2017)	47
Şekil 2.4 : İnşaat Sektörünün Cari Fiyatlarla GSYH’dan Aldığı Pay (2017)	51
Şekil 2.5 : GYO Endeksi BİST Endeksi Karşılaştırması (2018)	69
Şekil 3.1 : GYF İşleyişi.....	85
Şekil 3.2 : Kira Sertifikası İşleyişi	107
Şekil 3.3 : Dünya Sukuk İhraçları (2015)	118
Şekil 3.4 : Sukuk İhraçlarının Ülkelere Göre Dağılımı (2015).....	118

GİRİŞ

İnsanlar yaşamlarını sürdürebilmek amacıyla, insanlık tarihinin başlangıcından bugüne kadar, barınabilecekleri ortamların arayışına girmişlerdir. Bu ihtiyaç ilk başlarda çoğu zaman sadece sığınılacak bir ortam bulabilme gereksiniminden kaynaklanmıştır. Buradan yola çıkarak konut, "bir ya da birkaç ev halkının yaşaması için yapılmış, insan yaşamı için gereken uyuma, yemek pişirme, soğuktan ve sıcaktan korunma, yıkanma ve ayakyolu gibi temel gereksinme konularında kolaylıkları bulunan barınak" olarak tanımlanmaktadır.¹ Bundan sonraki aşamada insanoğlunun ihtiyacının sadece barınmadan ibaret olmadığı, elde ettiklerini veya üretmiş olduğu ürünleri saklayabileceği türden yapıların da bir gereklilik olduğu gerçeği ortaya çıkmıştır. Bunu, malların veya ürünlerin başkalarıyla değiştirilebileceği veya alınıp satılabileceği ticari alanların oluşturulması takip etmiştir. Bu tür ticari alanlar da malların veya ürünlerin doğrudan sergilenerek alım satım işlemlerinin yoğun olarak gerçekleştiği ilk dönem alışveriş merkezlerini ortaya çıkarmıştır. Günümüz ticaret hayatında ise, sadece teşhir edilen ürünlerin alım satımlarının gerçekleştiği alışveriş merkezlerinin yanında, hiçbir mal veya ürün ile doğrudan temas kurmadan, sadece iletişim araçlarını kullanarak ticaret hayatının devam ettiği veya hizmet sektörüyle ilgili işlemlerin yapıldığı ofis ortamları yaygınlaşmıştır. Son aşamada ise insan hayatının geri kalan tüm diğer yönlerini kapsayan ihtiyaçlarını oluşturan; sağlık tesisleri, kültürel etkinliklerin yer bulduğu tesisler, ibadethaneler, eğitim alanları gibi birçok türde yapıların oluşturduğu yaşam alanları yani kentler gelişmiştir.² "Gayrimenkul" olarak tanımlanan ve "taşınmaz" anlamına gelen değer; mülkiyet hakkıyla kişilere, kurumlara veya kamuya ait olabilen özel alanlar olarak kabul edilmiştir. Diğer bir anlatımla konut, dünyanın her yerinde insan yaşamında en önemli yeri tutan fiziksel bir varlık ve insan yaşamıyla

¹ Ruşen Keleş ; "**Kentbilim Terimleri Sözlüğü**" , TDK Yayınları, Sevinç Basımevi, Ankara, 1990, s.79.

² İlhan Tekeli , "**Kent, Kentli Hakları, Kentleşme ve Kentsel Dönüşüm**" , Tarih Vakfı Yurt Yayınları, Ekim 2011, s.18.

kenetlenmiş bir olgudur.³ Nitekim günümüzde de kırsal alanda veya şehir hayatında, çevremize baktığımızda hemen hemen herkesin fikir yürütebildiği, tartışma açabildiği, insanların ilgisini çeken ve her kesimin bir noktadan ilişkili olduğu sektör olarak gayrimenkul sektörü hepimizin karşısına çıkmaktadır. Gayrimenkul sektörünün önemini sadece insan hayatında gayrimenkulün tuttuğu yer ile ifade etmek tabii ki yeterli olmayacaktır. Gayrimenkul projeleri çok önemli sermaye yatırımları gerektiren, söz konusu yatırımları yapanlar için önemli gelir fırsatları oluşturduğu gibi aynı zamanda çok önemli riskleri de beraberinde getiren yatırımlardır. Özellikle şehirleşmesini tamamlamış gelişmiş ülkeler ve şehirleşmenin hızla devam ettiği devam ettiği gelişmekte olan ülkelerdeki yüksek arsa maliyetleri bu tür projelerdeki risklerin artmasına sebep olmaktadır. Gayrimenkulde, yakın dönemde çok önemli sektörel gelişmeler kaydedilmiş ve diğer sektörler de gelişmenin ve büyümenin etkisinde kalmıştır. Bunun oluşturduğu etki gayrimenkul sektöründe yeni ürünlerin ortaya çıkmasına, yine gayrimenkule dayalı yeni tür finansal araçlarla ilgili arayışların da artmasına neden olmuştur. Özellikle yükselen küresel risklerle birlikte yurtiçi değişkenlere göreceli olarak daha bağlı hareket ettiği düşünülen gayrimenkul, bireysel yatırımcılar için önemini korumaya devam etmiştir. Gayrimenkul sektörünün büyümesiyle ve sektöre duyulan ilginin artmasıyla birlikte gayrimenkulün ve gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarının türevlerinin ortaya çıktığı ve bu türev ürünlerin hukuksal zemininin de zaman içerisinde oluşturularak sermaye piyasalarında uygulamasına başlanıldığı görülmüştür.⁴ Gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarından gayrimenkul yatırım ortaklıkları, gayrimenkul yatırım fonları, gayrimenkul sertifikaları ve kira sertifikaları (SUKUK), günümüz uluslararası ve Türkiye sermaye piyasalarında, artık daha sıklıkla duyulan ve proje geliştiricileri ve aynı zamanda alıcılar için alternatif imkanlar sunan enstrümanlar olarak karşımıza çıkmaktadırlar.

³ Şengül Gür Öymen ; “**Konutta Yaşam Niteliğini Belirleyen Boyutlara Genel Bir Bakış**” , DPT Nitelikli Konut Araştırması, C.4, Ankara, 1995, s.1.

⁴ Zehra Zeynep Gümrükçüoğlu, Mehmet Ersoy ; “**Bir Sermaye Piyasası Aracı Olarak Gayrimenkul Sertifikası: Park Mavera Iı Projesi Üzerine Bir İnceleme**” , Yorum-Yönetim-Yöntem Uluslararası Yönetim-Ekonomi ve Felsefe Dergisi , Cilt: 5 , Sayı: 2 , ss: 43-60

BİRİNCİ BÖLÜM

SERMAYE PİYASALARI

1.1. Sermaye Piyasaları

Ülke ekonomileri açısından Sermaye piyasalarının önemi, âtıl durumda ve küçük ölçekli olarak değerlendirilebilecek birikimlerin, sermaye piyasaları aracılığıyla fon arayışı içinde olanlara ulaştırılması ve büyük yatırımların ihtiyaç duydukları kaynakların sağlanmasıyla, ülke ekonomisi için faydalı yatırımlara dönüşmesindedir. Sermaye piyasaları, gelişmekte olan ülkelerde, birikimlerin artmasına ve yatırıma dönüşmesine yardımcı olurken, bireyler yönünden bakıldığında, küçük tasarrufların daha verimli alanlarda kullanılmasıyla gelir elde etme imkânı da sağlamaktadır.

1.1.1. Sermaye Piyasası Tanımı

Sermaye piyasaları, fon arzının ve fon talebinin, orta vadeli veya uzun vadeli olmak üzere birbirleriyle buluştuğu ve karşılandığı piyasadır. Yatırım yapmak isteyenlerin, sermaye piyasalarında yer alma nedeni, bazen projeleri için finansman kaynağı bulmak, bazen de mevcut sermayelerinin daha da güçlü hale getirmek istemeleridir.⁵ Sermaye piyasaları enstrümanları ise, Sermaye Piyasası Kanununun⁶ 3.maddesinde de belirtildiği şekliyle “Menkul kıymetler ve türev araçlar ile yatırım sözleşmeleri de dâhil olmak üzere Kurulca bu kapsamda olduğu belirlenen diğer sermaye piyasası araçlarını” kapsamaktadır. Sermaye piyasasına daha kapsamlı bir tanım getirmek gerekirse, sermaye piyasası, “yatırımcılar, tasarruf sahipleri ve sermaye piyasası araçlarıyla aralarındaki fon akımını sağlayan aracı kurum ve bankalar, yatırım ortaklıkları ve yatırım fonları gibi aracı ve yardımcı kuruluşlardan oluşan modern finansman sistemi” olarak ele alınmaktadır.⁷ Bu kapsamda bir yıldan kısa vadeli fonların transferi para piyasası işlemi, vadesi bir yıldan daha uzun

⁵ Mikail Altan ; “**Fonksiyonlar ve İşlemler Açısından Bankacılık**” , Beta Basım Yayım,. İstanbul , 2001.

⁶ Kanunlar ; “**6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu**” , Resmi Gazete Sayı 28513 , 2012

⁷ Mustafa Aşkın ; “ **İkibinli yıllardaki Türk sermaye piyasası ve aracı kuruluşların performans gelişimi**” , Yüksek Lisans Tezi , Marmara Üniversitesi , Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü , 2006

kaynakların kullanımıysa sermaye piyasası işlemleri olarak değerlendirilebilir. Sermaye piyasalarında, gerçekleştirilen işlemlerden en önemlileri, likidite sağlanması, riskin farklılaştırılması, işletmelerle ilgili bilgilere zamanında ulaşabilme, işletmelerin denetimi gibi ana başlıklarla özetlenebilir.

Sermaye piyasalarının aktif olarak faaliyet göstermesi, uzun vadede geliştirilmekte olan projelerin barındırdığı riskleri aza indirmekte ve aynı zamanda da projelere maliyet açısından, maliyetleri düşürücü yönde etki yapmaktadır. Bu piyasalarda, yatırım yapanların talep ettikleri uzun vadeli kaynak talebi karşılanabildiği gibi, diğer taraftan da kaynaklara sahip olanlara, bulundurdıkları portföylerde farklılaşmaya gitme alternatifi sağlanmaktadır. Projeler içinde getirisi yüksek olması beklenenler, çoğunlukla diğer projelerle karşılaştırıldığında riski daha yüksek olanlardır. Kaynak bulabilme açısından sadece yerel piyasalarla yetinilmeyen, uluslararası düzeyde faaliyet gösteren küresel sermaye piyasalarında riskin farklılaştırılmasıyla dağıtılan risk sayesinde, her düzeyde riski barındıran projelerin de kaynak bulması kolaylaşmaktadır. İşletmelerin şeffaflığını artıran sermaye piyasaları, işletmelerin kontrol edilebilirliğinin sağlanması yoluyla ekonomide kaynakların paylaşımını daha iyi hale getirmektedir. Yönetici performansı işletmenin performansı ile ölçüldüğünden, sermaye piyasalarında payların performanslarından işletme de aynı zamanda denetlenebilmektedir.⁸ Sermaye piyasasının küçük tasarruf sahipleri ve büyük projelerin finansına aracılık fonksiyonuna ilave olarak, toplumda sermayeyi tabana yayarak gelir dağılımındaki bozulmaya olumlu yönde katkıda bulunması, ilave olarak zorunlu kıldığı raporlama standartlarıyla, kimi ülkelerde yaygın hale gelen ve çözülmesi gereken en önemli problemlerden biri olan kayıt dışılıkla savaşta büyük öneme de sahiptir.⁹ Sermaye piyasalarının iki temel aktörü vardır: Piyasalardan kaynak talebinde bulunan ekonominin birçok alanında faaliyet gösteren farklı kesimler ve piyasalara kaynak

⁸ Alövsat Müslümov ve Güler Aras ; “ **Sermaye piyasalarının gelişmesinde kurumsal yatırımcıların rolü: OECD ülkeleri ve Türkiye örneği** ”, Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği , İstanbul , 2003

⁹ DPT ; “ **Finansal hizmetler özel ihtisas komisyonu raporu. Dokuzuncu Kalkınma Planı: 2007-2013** ” , Yayın No: DPT: 2704 - ÖİK: 659 , 2007

sağlayan yatırımcılardır. Kamuya ait borçlar, kamu kesiminin kaynak ihtiyacını gösterirken, kamu borçlanması, kamuya ait kurumlarca ihracı yapılan, önceden belirlenmiş bir faiz oranını ve yapılan borçlanmanın geriye ödenmesine ilişkin şartları da barındıran hazine bonoları veya devlet tahvilleri aracılığıyla gerçekleşir. Faaliyetlerini sermaye piyasalarında sürdürmekte olan işletmelerse, vadesi olabildiğince uzun ve mümkünse sürekli ve düzenli olarak kaynak sağlayabilmek hedefiyle çeşitli finansal ürünlerin ihracını gerçekleştirirler. Gelen taleplere cevap vermek üzere, arzı gerçekleştiren tarafındaki tüm bireysel veya kurumsal yatırımcılar birikimlerini söz konusu finansal araçlara yönlendirerek sermaye piyasalarındaki fon sağlayan kesimi temsil ederler.¹⁰

1.1.2. Sermaye Piyasası Araçları

Sermaye piyasası araçları “Menkul kıymetler ve türev araçlar ile yatırım sözleşmeleri de dâhil olmak üzere Kurulca bu kapsamda olduğu belirlenen diğer sermaye piyasası araçlarını” kapsamaktadır.¹¹ Tanım olarak menkul kıymet “Ortaklık veya alacaklılığı gösteren, belirlenmiş bir meblağı temsil eden, aynı zamanda yatırım aracı olarak ta kullanılan, dönemsel gelir getiren kıymetli evraktır.” Diğer sermaye piyasası araçları denildiğindeyse “sayılan menkul kıymetler dışında” kalan ve şartları SPK tarafından belirlenen evraklar ifade edilir. Bununla beraber nakit para bir sermaye piyasası aracı değildir. Bono, poliçe, çek gibi evraklar da sermaye piyasaları araçları dışında tutulmaktadır. Bu durumda, tanım olarak sermaye piyasaları enstrümanları aşağıdaki gibi özetlenebilir:

Hisse (Pay) Senetleri; İhracı anonim ortaklıklar tarafından yapılan, ortaklara ait sermayenin payını gösteren, değerli evrak özelliğine sahip pay senetleridir. Hisse senetleri nama yazılı olabilecekleri gibi hamiline de olabilirler, bu özellik, senetlerin devir şeklini de belirler. Nama yazılmış pay senetleri, belirlenmiş bir isim adına yazılmıştır. Devredilebilmesi, temlik yoluyla, ilave olarak ciro yoluyla veya teslim

¹⁰ İsmet Bolat ; “ **Sermaye piyasası ve yatırım fonları mevcut durum, sonuç ve çözüm önerileri.**” , Yüksek Lisans Tezi. Kahramanmaraş Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü , 2006

¹¹ Kanunlar ; “**6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu**” , Resmi Gazete Sayı 28513 , 2012

yoluyla olabilir. Bu pay senetlerini borsadan satın alan kişi, bunu ortaklığın pay senedine işler. Anonim ortaklıklarda hamiline yazılmış olan pay senedinin mülkiyeti, o senetleri bulundurandadır.¹²

Oydan Yoksun Hisse Senetleri: Ortaklıkların, eğer ana sözleşmelerde belirtilmişse, sermaye artırımıyla ihracını yapabilecekleri, temettü alabilmede ve iflas durumunda tasfiye hesabından yararlanma ayrıcalığı veren, oy hakkı olmayan hisse senetlerinin ihracını yapabilirler. Ortaklığın yönetiminin başkaları tarafından ele geçirilmesini istemediği için sermaye piyasalarına girmek istemeyen şirketlere alternatif sağlayabilmek ve küçük ölçekli tasarruf sahiplerinin asıl olarak şirketin yönetiminde söz sahibi olmaktan ziyade ağırlıklarını duyurmak değil de yapacağı kârından faydalanmak amacıyla ortaklıklara katılabilmeleri düşüncesiyle bu sermaye piyasası aracı ortaya çıkmıştır.

Tahviller: TTK'da tahvil, “anonim ortaklıkların borç para bulabilmek için çıkardıkları senetler” olarak tanımlanır. Devlet kurumları da kanunlar tarafından kendilerine verilen yetkilerle tahvil ihraç edebilmektedirler. Tahviller, karşı tarafa alacaklılık hakkını doğuran bir menkul kıymettir. Tahvile yatırım yapanlar, yatırımlarının karşılığı olarak, önceden belirlenmiş orandaki faiz tutarını ve anapalarını, yine belirlenmiş bir vade sonunda ihracı gerçekleştirenden alırlar. Tahvil türlerinden olan kâra iştirakli tahvil ve hisse senedi ile değiştirilebilir tahvillerin ihracı da SPK tarafından yayınlamış olan farklı tebliğlerle düzenlenmiştir.

Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgeleri: Sermaye Piyasası Kurulu'ndan onay almak koşuluyla, yatırımcılar açısından kara ve aynı zamanda zarara da ortak olacak şekilde, ortaklıklar tarafından menkul kıymet ihracı yapılabilir ve bu menkul kıymetler halka arz edilerek satılabilir.¹³

¹² Selim Çavuş ; “ Türkiye’de Fon Akımlarının Kontrolü: Sermaye Piyasalarında Bankalar ve Holdingleri ” , Yüksek Lisans Tezi , İTÜ , Sosyal Bilimler Enstitüsü , 2010

¹³ Fatih Onan ; “ Dünyada Faizsiz Bankacılığın Doğuşu, Türkiye’deki Katılım Bankacılığının Gelişme Süreci Ve Konvansiyonel Bankacılıktan Farkları ” , İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 2016

Katılma İntifa Senetleri: Söz konusu senetler, satın alanlara, genel kurullarda oylamaya katılma veya genel kurul iptaline ilişkin dava açabilme gibi ortaklığa ilişkin tüm hakları vermez. Bu tür senetlerin yatırımcıları yalnızca, ortaklığın kârından belirli bir payı alabilme ve iflas durumu oluşması halinde tasfiyeden yararlanabilme benzeri bazı finansal hakları sağlar. Bu tür senetlerin yatırımcıları, şirketin ortağı değil de şirketin karından ve bazı mali haklardan yararlanabilen üçüncü kişiler pozisyonundadırlar. Bununla beraber intifa senetlerini satın alanlar finansal bazı hakları kullanabilmelerine rağmen zarar oluşması durumunda etkilenmezler.¹⁴

Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler: Ortaklıkların sabit varlıkları, kredileri, alacakları, sözleşmeleri teminat olarak kabul edilebilen kıymetlerdir. Tüm bunların finansal kuruluşlar tarafından çeşitli sınırlamalara tabi olacak şekilde halka arz edilebilmesi amacıyla ihracı gerçekleştirilebilen ıskontoya konu borç senetleridir.

Finansman Bonoları: Şirketlerin, oluşan kısa süreli borçlanma ihtiyacına çözüm bulmak, halka arzının yapılarak ya da halka arzı gerçekleşmeden ihracını yapabildikleri menkul kıymet özelliklerini barındıran evraklardır.

Bankalara ait Bonolar ve Banka Garantili Bonolar: Bankalara ait bonolar, bankaların finansal piyasalardan fon bulabilmek amacıyla ihracını gerçekleştirdikleri menkul kıymetlerdir. Bankalardan kredi kullanmış olan şirketlerin, borçlu sıfatına haiz olarak düzenlemiş oldukları ve alacaklı olan bankalara vermiş oldukları senetler esas alınarak, kredileri kullandırmış bankalarca kendi garantilerini kapsayacak şekilde ihracını yapmış oldukları menkul kıymetlere Banka Garantili Bonolar denir.

¹⁴ Figen Büyükakın, Ersan Bilal ; “Finansal Krizlere Karşı Sukukun Uygulanabilirliği Üzerine Bir Değerlendirme” , Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi , Cilt 8 , Sayı 14 , Ocak 2016

Gayrimenkul Sertifikaları: İhraç edenlerin, geliştirilecek projelerin veya geliştirilmekte olan projelerin finansmanına kaynak sağlayabilmek amacıyla çıkarmış oldukları menkul kıymetlerdir.¹⁵

Menkul Kıymetler Dışında Kalan Sermaye Piyasaları Araçları: Şartlarının Sermaye Piyasası Kurulu tarafından belirlenmiş olduğu ve Menkul kıymetlerin haricinde kıymetli evraklardır. Nakit, bono, çek, poliçe bu gruplandırmanın dışında kalır.¹⁶

1.1.3. Menkul Kıymetleştirme

Aracılığı ortadan kaldırma, finansal aracılığın değişimiyle ilgili önemli bir gelişme olmakla birlikte, aynı zamanda menkul kıymetleştirme de, küreselleşme sürecinin finansal faaliyetlerin üzerindeki değişime olan en önemli katkılarından biridir. Menkul kıymetleştirme denildiğinde, fon sağlamanın menkul kıymetler yoluyla gerçekleştirilmesi belirtilmektedir. Burada kredi veya diğer varlıkların, alıma ve satıma konu kağıtlara, yani, menkul kıymetlere dönüştürülmesi söz konusudur. Menkul kıymetleştirme, finansal alacakların şeklini ve aynı zamanda aracılık yapma şeklini değiştirmiştir. Finansal sistemlerde, fon akışları, sistemde finansal araçların kullanılıp kullanılmadığına göre endirekt veya direkt olmak üzere iki farklı şekilde olabilir.¹⁷ Dolaylı finansman, son borçlanıcı ve borç veren arasında belirli finansal araçların bulunmasıdır. Banka kredileri buna iyi bir örnek olarak verilebilir. Son borçlanıcı ile borç verenin arasında aracı kullanılmaması durumu Doğrudan finansmanda geçerlidir. Yükümlülüklerin mali piyasalar aracılığıyla doğrudan değişimi gerçekleşir. Buna hisse senedi, tahvil, finansman bonusu gibi menkul kıymetlerin alımı ve satımı örnek olabilir. Dolaylı finansmanda, fon kaynağı olan mevduat sahibi, alacağını bankaya karşı olarak iddia ederken, kredinin banka tarafından satılmış olduğu kesimle herhangi bir ilişkisi bulunmamaktadır. Banka her iki kesimle de muhatap olmaktadır. Menkul kıymetleştirme durumunda ise menkul

¹⁵ SPK ; “Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği (VII-128.2)” , Resmi Gazete , 05.07.2013

¹⁶ Gürel Konuralp ; “Sermaye Piyasaları: Analiz, Kuramlar ve Portföy Yönetimi” , Alfa Yayınları , 2005

¹⁷ Ali Alp ; “Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye” , İMKB Yayınları , İstanbul , 2002

kıymeti satın alan taraf, alacağını ihraççı şirketten iddia etme hakkına sahiptir. Böylece sistemde aracı bulunmamaktadır. Mali kurumlar tarafından "underwriting" yapılması durumunda bile, bu kurumlar, fon satan tarafla fon satın alan taraf arasındaki ilişkilere hizmet ederler. Bu durum iki taraf arasındaki alacaklılık borçluluk ilişkisini değiştirmemektedir.¹⁸

Bu durumun sonucu olarak; Direkt finansman, doğrudan menkul kıymet ihracıyla gerçekleştirilebileceği gibi, kredinin krediyi veren mali kurum tarafından veya başka bir mali kurumca, verilmiş olan kredileri esas alarak ihraç edilmesini de anlatmaktadır. Örnek olarak, ipotēge dayalı menkul kıymetler ve aynı zamanda varlığa dayalı menkul kıymetler, dolaylı finansman olarak başlamış bir finansman şeklinin sonradan doğrudan finansmana dönüştürülmesini (menkul kıymetleştirilmesini) sağlamaktadır. Mevcut koşullarda, finans piyasalarında doğrudan finansman, dolaylı finansmana göre daha çok tercih edilmektedir. Bu sürece de menkul kıymetleştirme adı verilmektedir.¹⁹

1.2. Dünyada Sermaye Piyasaları

Dünyadaki fon hareketleri, ülkelerin fiziksel sınırlarını aşmış durumdadır. Bununla beraber, tanımlamalarda değişiklik bulunmamaktadır. Uluslararası fon hareketlerinde bir yıldan az vadeli işlemler para piyasalarını, bir yıldan daha uzun vadeli olduğu durumda uluslararası sermaye piyasaları ifade edilmektedir.

1.2.1. Dünya Ekonomisinin Genel Görünümü

2007 yılındaki global kriz ortamı sonrası, ABD ekonomisindeki olumsuz etkilerin ortadan kalkmaya başlamasını takiben, Amerikan Merkez Bankasının uygulamakta olduğu para politikası, 2013 yılı içinde normalleşmeye doğru gidişin işaretlerini yaymaya başladı. Finans sektöründe varlık alımına ilişkin işlemleri 2014 Ocak ayı itibarı ile azaltmaya başlayan ABD, yine 2014 yılının Ekim ayı itibarı ile

¹⁸ Ali Alp ; “Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye” , İMKB Yayınları , İstanbul , 2002

¹⁹ Zübeyir Turan , “Finansal Piyasalar ve Küreselleşme” , Mevzuat Dergisi, sayı:162, 2011

alımını tamamen durdurur. Merkez Bankası, yine aynı yılın Ekim ayında varlık alımını sonlandırmıştır. ABD merkez bankasının parasal genişleme konusundaki durdurma yönlü kararı ve piyasalarda oluşmuş olan beklentilerle 2014 yılı içinde kurdaki hareketlilik, gelişmekte olan ülkeler açısından daha da belirginleşmişti. Bunun sonucunda da bu ülkelere yatırım yapmak isteyenlerin risk iştahları, ayrıca sermayenin bu gruptaki ülkelere akışı da ciddi oranda düşmüştür. Gelişmekte olan ülkelerin temelini oluşturduğu, global ekonomik görünümdeki geçtiğimiz 5 yıla görülen yavaşlamanın, 2015 yılı içinde de aynı şekilde devam etmesi sonucunda, IMF'nin verileri doğrultusunda büyümeye ait oranlar, global ekonomik kriz sonrası bugüne kadar ki en düşük seviyelere gelmiştir. ABD merkez bankasının, 2017 yılının Aralık ayında gerçekleştirdiği son toplantıda da politika faizini yüzde 1,25 - 1,50 aralığına yükseltme kararı alarak, 2018 ve 2019 yıllarına yönelik 25 baz puanlık üçer faiz artışı beklentisini koruduğunu belirtmiştir.²⁰ Tüm bu gelişmelerin bir sonucunda, gelişmekte olan ülkelerin para birimlerinin hareketliliğini sürdürmesi, jeopolitik alanda görülen tehlikeli olabilecek riskler, bu ülkeler açısından sermayenin çekiciliğinin azalmasına neden olmuştur.²¹ IMF verilerine bakıldığında ABD ekonomisindeki büyüme oranı 2015 yılına göre % 1 azalırken, buna karşın AB üyesi ülkelerde ve Japonya'da nispeten kabul edilebilir bir düzelme görülmüştür. Tüm değerlendirmelerin sonrasında, gelişmiş ülkeler açısından 2016 yılı, ortalama %1,7 oranında büyümenin görüldüğü bir yıl olmuştur. Çin, büyümesinin oranını korumayı başarırken, petrol fiyatlarında görülen yükselişle, petrol üreticisi konumundaki Rusya'da daralmanın boyutu azalmıştır. Tüm verilerin sonucunda da %4,1'lik oran ile gelişmekte olan ülkelerin geçmiş yıla kıyasla büyüme gösterdiği değerlendirilmektedir. Tablo 1.1'de de görüldüğü gibi global ekonomide görülen büyüme yüzdesinin % 3,1 seviyesinde olduğu değerlendirilmektedir.²²

²⁰ Anadolu Ajansı ; **"FED faizleri artırdı"** , 13 Aralık 2017 , <https://www.ntv.com.tr/ekonomi/fed-faizleri-artirdi,dllDjbXaGkWS0Zk3amr3jA> , Erişim : 22 Aralık 2017

²¹ TSPB ; **" Türkiye Sermaye Piyasaları 2015 yılı Raporu "** , Mayıs 2016

²² Sıla Özşümer ; **"IMF Küresel Ekonomi Raporu"** , İzmir Ticaret Odası Yayınları , Nisan 2016

Tablo 1.1 : Dünya Ekonomisine İlişkin Seçilmiş Makro Göstergeler (2017)

	2012	2013	2014	2015	2016
GSYH Büyüme Oranları, %					
Dünya	3.5	3.4	3.5	3.4	3.1
Gelişmiş Ekonomiler	1.2	1.3	2.0	2.1	1.7
ABD	2.2	1.7	2.4	2.6	1.6
Avro Bölgesi	-0.9	-0.3	1.2	2.0	1.7
Gelişmekte Olan Ekonomiler	5.4	5.1	4.7	4.2	4.1
Brezilya	1.9	3.0	0.5	-3.8	-3.6
Çin	7.9	7.8	7.3	6.9	6.7
Hindistan	5.5	6.5	7.2	7.9	6.8
Rusya	3.5	1.3	0.7	-2.8	-0.2
Türkiye	4.8	8.5	5.2	6.1	2.9
Enflasyon, Yıllık TÜFE, %	3.9	3.3	2.9	2.9	3.1
Gelişmiş Ekonomiler	1.7	1.3	0.7	0.5	1.5
ABD	1.8	1.3	0.5	0.7	2.2
Avro Bölgesi	2.2	0.8	-0.2	0.2	1.1
Gelişmekte Olan Ekonomiler	5.8	5.0	4.7	4.7	4.4
Brezilya	5.8	5.9	6.4	10.7	6.3
Çin	2.5	2.5	1.5	1.6	2.1
Hindistan	9.9	8.2	5.3	5.3	4.9
Rusya	6.6	6.5	11.4	12.9	5.4
Türkiye	6.2	7.4	8.2	8.8	8.5
İşsizlik Oranı %					
Gelişmiş Ekonomiler	8.0	7.9	7.3	6.7	6.2
ABD	8.1	7.4	6.2	5.3	4.9
Avro Bölgesi	11.4	12.0	11.6	10.9	10.0
Gelişmekte Olan Ekonomiler					
Brezilya	7.4	7.2	6.8	8.3	11.3
Çin	4.1	4.1	4.1	4.1	4.0
Rusya	5.5	5.5	5.2	5.6	5.5
Türkiye	8.4	9	9.9	10.3	10.9
Genel Yöretim Brüt Borç/GSYH,%					
Gelişmiş Ekonomiler	106.7	105.3	104.7	104.4	106.5
ABD	103.4	105.4	105.2	105.6	107.4
Avro Bölgesi	91.4	93.7	94.4	92.6	91.3
Gelişmekte Olan Ekonomiler	37.3	38.5	40.4	44.3	47.3
Brezilya	62.2	60.2	62.3	72.5	78.3
Çin	34.3	37.0	39.9	42.6	46.2
Hindistan	69.1	68.5	68.6	69.6	69.5
Rusya	11.8	13.1	15.6	15.9	17.0
Türkiye	33.9	32.4	30.0	29.0	29.3
Kaynak: IMF WEO Nisan 2017, Hazine Müsteşarlığı Veriler, TÜİK.					

Ancak işsizlik söz konusu dönemde de Avrupa Birliği'nde ciddi bir problem halinde ortaya çıkmakta, bilhassa gençler arasında işsizliğin boyutu giderek artmaktadır. Bu durum, sorun olarak devam etmekte, yapısal ve daha uzun süreli işsizlik özellikle genç yaştaki nüfusu etkilemektedir. 2015 yılında, gelişmiş ülkelerdeki enflasyon oranı %0,5 seviyesinde olmuştur. Enflasyon oranının 2016 yılı içinse %1,5'e çıktığı değerlendirilmektedir. Buna karşın, gelişmekte olan ülke ekonomilerinde, 2015 yılı için %4,7 olarak gerçekleşen enflasyon oranı 2016 yılında %4,4'e düşmüştür.²³ 2016 yılı içinde ABD'deki işgücü nispeten iyileşmesini sürdürmüş, işsizlik oranı da 2008 yılındaki küresel kriz öncesi oranlara yaklaşmıştır.²⁴

1.2.2. Sermaye Piyasalarının Genel Görünümü

2016 yılında Dünya Borsalar Federasyonu (WFE) üyesi borsalar kapsamında işlem gören şirket paylarının toplam piyasa değeri 2015 yılına göre % 4,4 artarak 70 trilyon ABD Dolarına yükselmiştir. İşlem gören şirket sayısı 2015 yılına göre % 0,1 düşüş göstererek 51.602'ye gerilemiştir. Tablo 1.2'deki verilerden de görülebileceği gibi, piyasa değerinde Amerika bölgesinde % 10,8 artış gerçekleşirken, Asya bölgesinde % 0,7'lik bir değer kaybı olmuştur. WFE üyesi 73 borsanın pay endeksinin 51'i pozitif 22'si negatif getiri ortaya çıkarmıştır. Pozitif getirisi olan endekslerin ortalama getirisi % 14 olarak gerçekleşirken, negatif getiri sağlayan endekslerin ortalamasıysa % -5 civarında olmuştur.

²³ GYODER , “Türkiye Gayrimenkul Sektörü 2017” , sayı :10 , Kasım 2017

²⁴ Cemil Erarslan , Emin Timurtaş ; “Avrupa Borç Krizinin Seçilmiş Ülke Örnekleri Üzerindeki Etkileri” , Gazi İktisat ve İşletme Dergisi , sayfa 17-54 , 2015

Tablo 1.2 : İşlem Gören Şirketlerin Piyasa Değeri (milyon \$-2016)

	2015	2016	%
Amerika	27.969.007	30.989.868	10,8
Asya Pasifik	23.215.373	23.053.792	-0,7
Avrupa-Afrika-Orta Doğu	15.921.247	16.040.777	0,8
Toplam	67.105.627	70.084.436	4,4
Kaynak : Dünya Borsalar Federasyonu (WFE)			

Tablo 1.3’de belirtilen, 2016 yılı pay piyasası işlem hacimleri ve borçlanma araçları piyasaları işlem hacimleri incelendiğinde dünya piyasalarında 2015 yılı verilerine göre pay piyasası işlem hacminin % 25 azalış gösterdiği görülmektedir. Diğer taraftan borçlanma araçları piyasası işlem hacmi % 3 artmıştır.

Tablo 1.3 : Dünya İşlem Hacimleri (milyon \$-2016)

	2015	2016	%
Pay Piyasaları	113.774.400	85.405.322	-24,9
Borçlanma Araçları Piyasaları	17.849.756	18.374.769	2,9
Kaynak : Dünya Borsalar Federasyonu (WFE)			

Organize türev piyasalardaki 2016 yılı işlem miktarı, Tablo 1.4’de incelendiğinde, vadeli işlem sözleşmelerinde 2015 yılına göre % 3,7 artış, opsiyon sözleşmelerinde ise % 23,7 düşüş görülmektedir. 2016 yılında vadeli işlem sözleşmeleri içinde en çok emtia sözleşmeleri işlem görürken, opsiyon sözleşmeleri içinde pay endeksi sözleşmeleri ilk sırada yer almaktadır. Borsa yatırım fonu vadeli işlem sözleşmeleri 2016 yılında bir önceki yıla göre % 105 artış ile önemli bir gelişim göstermiştir.²⁵

²⁵ Borsa İstanbul , “2016 yılı Faaliyet Raporu” , 2017

Tablo 1.4 : Vadeli İşlem Ve Opsiyon Sözleşmeleri İşlemleri (Milyon Adet-2016)

	2015	2016	%
Vadeli İşlem Sözleşmeleri	13.401	13.901	3,7
Emtia	4.872	6.006	23,3
Pay Endeksi	2.799	2.554	-8,8
Faiz	2.637	2.339	-11,3
Döviz	2.089	2.191	4,9
Pay	1.002	806	-19,5
Borsa Yatırım Fonu	2	5	105
Opsiyon Sözleşmeleri	10.038	7.656	-23,7
Pay Endeksi	3.890	2.727	-29,9
Pay	3.573	2.550	-28,6
Borsa Yatırım Fonu	1.360	1.033	-24
Döviz	452	647	43,1
Faiz	574	511	-10,9
Emtia	188	187	-0,7
Kaynak : Dünya Borsalar Federasyonu (WFE)			

Tablo 1.5’de görülebileceği gibi, 2015 yılında Dünya Borsalar Federasyonu (WFE) üyesi borsalarda işlem gören şirket paylarının toplam piyasa değeri 2014 yılına göre % 6 azalarak 63 trilyon ABD Dolarına düşmüştür. İşlem gören şirket sayısı 2014 yılına göre % 3,1 artış göstererek 45.923’e yükselmiştir.

Tablo 1.5 : Dünyada İşlem Gören Şirket Paylarının Piyasa Değeri (Milyon \$-2015)

	2014	2015	%
Amerika	30.269.000	27.943.103	-7,7
Asya Pasifik	21.081.883	23.141.192	9,8
Avrupa-Afrika-Orta Doğu	15.487.636	11.374.764	-24,2
Toplam	66.838.520	62.819.059	-6,0
Kaynak : Dünya Borsalar Federasyonu (WFE)			

Piyasa değerinde Asya Pasifik bölgesinde % 9,8 artış gerçekleşirken, Avrupa, Afrika, Ortadoğu (EAME) bölgesinde % 24’lük bir değer kaybı olmuştur. WFE

üyeyi 63 borsanın pay endeksinin 26'sı pozitif 37'si ise negatif getiri ortaya koymuştur. Pozitif getirili endekslerin ortalama getiri oranı %14 olurken, negatif getirisi olan endekslerin ortalaması oranıysa % -11 civarında olmuştur.²⁶

1.3. Türkiye’de Sermaye Piyasaları

Sermaye piyasalarıyla ilgili Türkiye’deki gelişmelerin seyri, 15. Yüzyılda ilk olarak faaliyetlerine başlayan Batı borsaları kadar eskiye dayanmasa da Osmanlı Devleti dönemindeki borsa faaliyetleriyle başlamıştır. Günümüzde de sermaye piyasaları denildiğinde akla ilk olarak borsacılık faaliyetleri gelmiştir.

1.3.1. Türkiye’de Sermaye Piyasasının Gelişimi

Osmanlı Devleti döneminde borsacılık aktiviteleri incelendiğinde dikkat geçen noktalardan ilki, o dönemde İstanbul’da faaliyetlerine start veren Galata Borsası olmuştur. Avrupa borsalarında 19. yüzyılın son döneminde görülen önemli gelişmeler, Galata Borsası’nın kurulma aşamasında büyük etkiye sahiptir. O dönemde Avrupa ülkelerinde kurulmuş olan şirketler tarafından ihraç edilmiş hisse senetlerinin ve tahvil senetlerinin, azınlıkların da etkili olmasıyla İstanbul ve Osmanlı’nın farklı bölgelerinde piyasalarda yer bulması, tüccarlarca da alınması ve satılabilmesi ve diğer çeşitli nedenlerle beraber borsa faaliyetlerine başlanılabileceği düşüncesi Osmanlı’da da olmuştur.²⁷ Özellikle Kırım Savaşı’yla beraber, dış piyasalardan kredi alınması zorunluluğu ortaya çıkmıştır. Alınan kredilerle, devlet tahvilleri çıkarılmış ve hisse senetleriyle ilgili işlemler yürütülmüş ve sonucunda da Osmanlı Devleti’nde 1866 yılında “Dersaadet Tahvilat Borsası” adıyla ilk borsanın kuruluşu gerçekleşmiştir. 1904 sonrasında da borsanın yeniden düzenlemesi çalışmaları hız kazanmıştır. 1906 yılına gelene kadar süren borsayla ilgili yenileştirme çalışmalarının sonucunda, yıl içinde ilan edilen “nizamname” ile

²⁶ Borsa İstanbul ; “2016 yılı Faaliyet Raporu” , 2017

²⁷ Murtaza Köse ; “Osmanlıda Borsa ve Galata Bankerlerinin Devletin Mali Yapısındaki Yeri” , Atatürk Üniversitesi Türkiyat Araştırmaları Enstitüsü Dergisi, S.18, Erzurum 2001

“Dersaadet Tahvilât Borsası”, “Esham ve Tahvilat Borsası” şeklinde değiştirilmiştir.²⁸

Sonrasında yaşanan savaşlar piyasalarda olumsuz etkiler oluşturmuştur. 1. Dünya Savaşı ve Kurtuluş Savaşı, piyasaları negatif yönde etkilemiştir. Cumhuriyet döneminde, kapitülasyonların kaldırılarak, dış ülke kökenli şirketlerin tümünün kamulaştırılması, parasal denetime başlanması ve İstanbul’da bulunan “Esham ve Tahvilat Borsası”nın Başkente taşınmasıyla, ilk kuruluşu Osmanlı dönemine dayanan sermaye piyasası çalışmaları da böylece son bulmuştur. Türkiye’de bu alanda tekrar kıpırdanış 60’lı yıllarda “hürriyet tahvilleri” ve “tasarruf bonolarının” piyasalarda yer almasıyla başlamıştır. “Tasarruf bonoları” 1980’li yıllarda tümüyle piyasalardan kalkmıştır. Bununla beraber, bir menkul kıymetler piyasası tekrar hayata geçirilmiştir. Başlangıçta halka açık şekilde kurulmuş veya sonrasında halka açılmış olan ortaklıklar başarılı olarak büyüdükçe, bu tür şirketlerin hisseleri piyasada faaliyet gösteren tüccarlarca alınmaya ve kar amaçlı satışlarının yapılmasına hız verilmiş, öncesinde halka açık olmayan, aile ortaklığı hüviyetinde kurulmuş olan birçok kuruluş; vefatlar ve sonrasında verasetler sebebiyle halka arz edilmiş ortaklıklara dönmüştür. 70’li yıllar içinde büyük şirketler de halka arz edilmiş olmanın getirdiği olumlu yönleri fark ettiklerinde, çok sayıda ortağa sahip olan yeni ortaklıklar kurulmuştur. Sonrasında da 1981 yılının temmuzunda 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu yürürlüğe girmiştir. Bununla beraber, bütün sermaye piyasası kurumlarını denetlemek üzere 13 Ocak 1982’de Sermaye Piyasası Kurulu kurulmuştur.²⁹ SPK, Türkiye’de ilk olarak kurulan düzenleyici ve aynı zamanda denetim yapan bir üst kurul olarak kurulmuştur. Sermaye Piyasası Kurulunun bağımsız yapısı farklı üst kurulların da oluşmasına emsal teşkil etmiş ve sonrasında 1997 yılında Rekabet Kurumu, 2000 yılında Bankacılık Devlet Denetleme Kurulu, 2001 yılında da EPDK gibi farklı bağımsız kurullar kurulmuştur. 1984 yılına gelindiğinde de Menkul

²⁸ Mehmet Beşirli ; “Osmanlı’da Borsa: Dersaadet Tahvilat Borsası’ndan, Esham ve Tahvilat Borsası’na Yeni Düzenleme Girişimleri” , Fırat Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, C.19, S.1, Elazığ 2009, s. 185

²⁹ SPK ; 11.7.1996 tarih ve 33 sayılı toplantıda alınan 959 sayılı Sermaye Piyasası Kurulu kararı.

Kıymetler Borsalarının kuruluşuna yönelik kanun hükmünde kararname çıkarılmıştır.³⁰ İlk çalışmaları 1984 yılında başlayan “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası” Özal’ın çaldığı gong ile 1986’da işleme açılmıştır. Yabancılar 1989 yılında yatırım imkânı getirildi. 90’daki körfez krizi bu dönem de Borsa’yı etkileyen en büyük olay olarak tarihe geçti. 1993’te İMKB’de bilgisayar aracılığıyla alım ve satım işlemleri başladı. 1994 yılında seans sayısı 2’ye çıkarıldı. Bu dönemle ilgili bir diğer önemli nokta ise ortaya çıkan ekonomik krizle 17 aracı kurumun iflas etmesi oldu. 1995 yılına gelindiğinde İMKB İstinye’de yapımı tamamlanan yeni binasına taşındı. 1997 yılı başlarında 100 bine puana dayana borsada radikal bir adım atılarak endeksten 2 sıfır çıkarıldı. Borsa İstanbul, sermaye piyasasında borsaları bir çatıda toplayarak, SPK tarafından esas sözleşmesinin Sermaye Piyasası Kurulu tarafından onaylanması sonrasında, Bakan onayıyla 3 Nisan 2013’te faaliyet izni aldı. 2013 Mayıs ayında İMKB endeksi, Borsa İstanbul (BİST) olmuştur.³¹

1.3.2. Türkiye’de Sermaye Piyasasına Ait Temel Göstergeler

Türkiye sermaye piyasalarındaki büyüme, ekonomik gelişmeye paralel olarak yıllar içinde gerçekleşmiştir. Ekonominin durumunu belirleyen temel veriler; nüfus ve istihdam, milli gelirdeki büyüme, ihracat ve ithalat büyüklükleri, enflasyon olarak sıralanabilir. Tablo 1.6’da 2012-2016 yıllarına ait söz konusu veriler sıralanmıştır.

³⁰ Olcay Işık ; “Hukuki Açıdan Borsa ve Borsa Türleri” , Yalova Ü., Hukuk Fakültesi Dergisi , 2012

³¹ Ömer Faruk Aktaş ; “Türkiye’de Borsanın Kısa Tarihi : İMKB’den BİST’e” , Yeni Şafak , <http://www.yenisafak.com/bilgi/turkiyede-borsanin-kisa-tarihi-imkben-biste-tarihi-zirve-2726963/istanbul-finans-merkezi-105880> , 2017 , Erişim : 21.12.2017

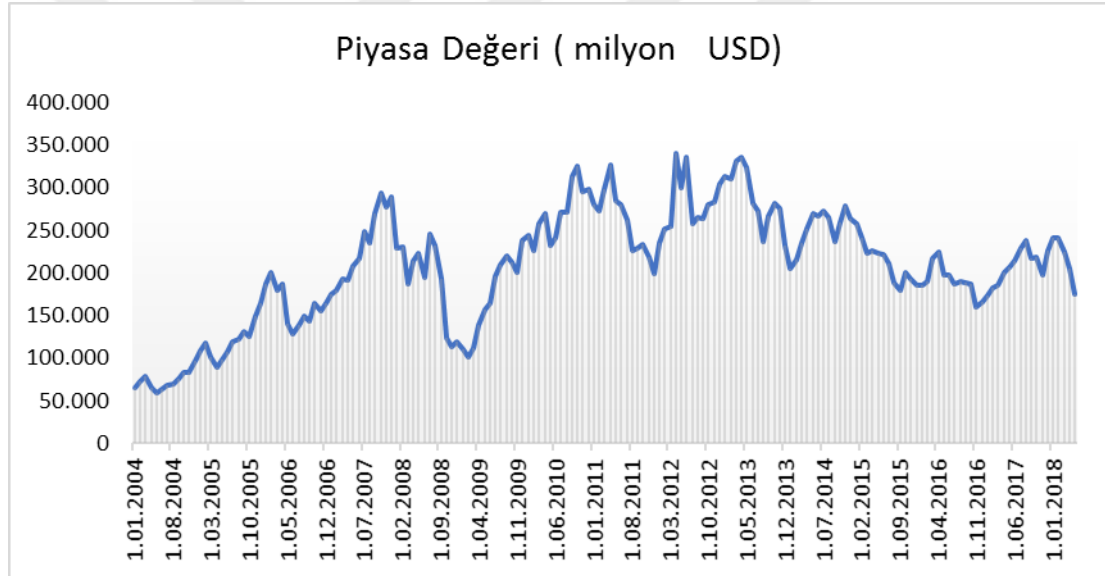
Tablo 1.6 : Türkiye Ekonomisine İlişkin Makro Göstergeler (2016)

	Birim	2012	2013	2014	2015	2016
Nüfus ve İstihdam						
Nüfus	Mn.	75.6	76.7	77.7	78.7	79.8
İstihdam Edilen (ortalama)	Mn.	23.9	24.6	25.9	26.6	27.2
İşgücüne Katılım (ortalama)	%	47.6	48.3	50.5	51.3	52
İşsizlik (ortalama)	%	8.4	9.0	9.9	10.3	10.9
Milli Gelir						
GSYH	Myr. TL	1,570	1,810	2,044	2,338	2,591
GSYH	Myr. \$	871	950	935	861	857
GSYH Reel Değişim	%	4.8	8.5	5.2	6.1	2.9
Yerleşik Hane halkı Tüketimi	%	3.2	7.9	3.0	5.5	2.3
Devletin Nihai Tüketimi	%	6.8	8.0	3.1	4.1	7.3
Gayri Safi Sabit Sermaye Oluşumu	%	2.7	13.8	5.1	9.2	3.0
Mal ve Hizmet İhracatı	%	14.9	1.1	8.2	4.2	-2.0
Mal ve Hizmet İthalatı	%	0.7	8.0	-0.4	1.7	3.9
Dış Denge						
İhracat (FOB)	Myr. \$	152.5	151.8	157.6	143.8	142.6
İthalat (CIF)	Myr. \$	236.5	251.7	242.2	207.2	198.6
İhracat / İthalat	%	64.5	60.3	65.1	69.4	71.8
Dış Ticaret Dengesi	Myr. \$	-84.1	-99.9	-84.6	-63.4	-56.1
Cari Denge	Myr. \$	-48.0	-63.6	-43.6	-32.1	-32.6
Net Doğrudan Yatırım (Net)	Myr. \$	9.5	9.3	5.8	12.5	9.1
TCMB Rezervleri (altın dahil)	Myr. \$	119.2	131.0	127.3	110.5	106.1
Dış Borç Stoku	Myr. \$	339.5	389.8	401.9	396.1	404.2
Enflasyon, Yıllık Değişim						
TÜFE	%	6.2	7.4	8.2	8.8	8.5
ÜFE	%	2.5	7.0	5.4	5.7	9.9
Mali Göstergeler						
Bütçe Gelirleri	Myr. TL	332.5	389.7	425.4	482.8	554.4
Faiz Dışı Giderler	Myr. TL	313.5	358.2	398.8	453.3	533.4
Faiz Dışı Bütçe Dengesi	Myr. TL	19.0	31.4	26.5	29.5	21.0
Faiz Giderleri	Myr. TL	48.4	50.0	49.9	53.0	50.2
Bütçe Dengesi	Myr. TL	-29.4	-18.5	-23.4	-23.5	-29.3
AB Tanımlı Gen. Yön. Brüt Borç Stoku	Myr. TL	512.1	556.9	585.7	643.0	732.8
Döviz Kurları						
Dolar Kuru (yıl sonu)	\$ / TL	1.78	2.13	2.33	2.92	3.52
Avro Kuru (yıl sonu)	Avro/TL	2.35	2.93	2.83	3.18	3.71
Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, TCMB, TÜİK						

Borsa İstanbul'daki şirketlerin tamamının toplam piyasa değerleri 2015 yılı sonu itibarıyla 552,3 milyar TL seviyesindeyken, 2016 yılı sonu itibarıyla 614,1 milyar TL'ye yükselmiştir.³²

Şekil 1.1'deki Dünya Bankası verileri ile Borsa İstanbul'un tarihsel gelişimi incelendiğinde, 1993 yılında halka açık şirketlerin tamamının piyasa değerlerinin toplamı 36,6 milyar \$ iken, 2016 yılı sonu itibarı ile şirketlerin toplam piyasa değeri 171,8 milyar \$ 'a ulaştığı görülmektedir.³³

Şekil 1.1 : Borsa İstanbul'da Şirketlerin Piyasa değeri (2018)



Kaynak : Bloomberg

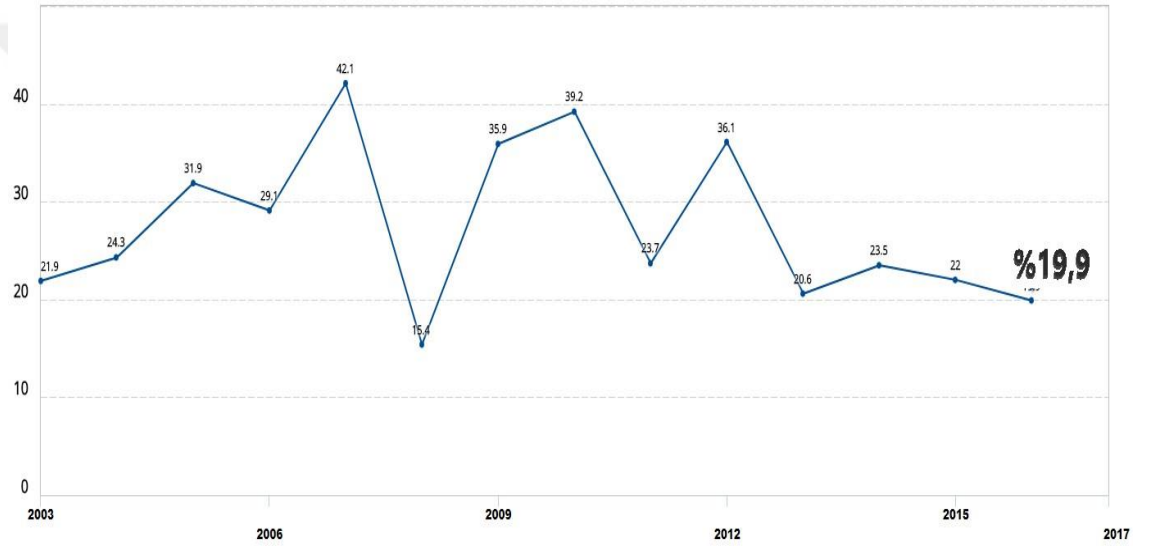
Yine Dünya Bankası kaynaklı olmak üzere, İstanbul Borsasındaki halka açık tüm şirketlerin piyasa değerlerinin toplamının milli gelire oranı da sermaye piyasalarında oluşan değişimin bir göstergesi olarak kabul edilmektedir. Türkiye açısından Şekil 1.2'de gösterilen bu veriyi incelediğimizde; 1993 yılında Borsa

³² SPK ; "Sermaye Piyasası 2016 Yılı Faaliyet Raporu" , Mart 2017

³³ Dünya Bankası ; "Borsa İstanbul'da İşlem Gören Şirketlerin Piyasa Değeri Raporu" , <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD?end=2016&locations=TR&start=1993&view=chart> , Erişim : 22.12.2017

İstanbul’da (İMKB) işlem gören şirketlerin piyasa değerleri toplamının milli gelire oranı % 20,32 iken, 2016 yılı sonuna geldiğimizde bu oran % 19,89 olarak gerçekleşmiştir. Oranlar incelendiğinde, küçük de olsa bir düşme olduğu görülmektedir. Bu azalmanın temel sebebinin 1993 yılından bugüne kadar, milli gelirden önemli ölçüde yükselme olmasına karşın, aynı dönemde, şirket halka arzlarının sınırlı kalması etkili olmuştur.³⁴

Şekil 1.2 : Şirketlerin Piyasa değerinin Milli Gelire Oranı (2016)



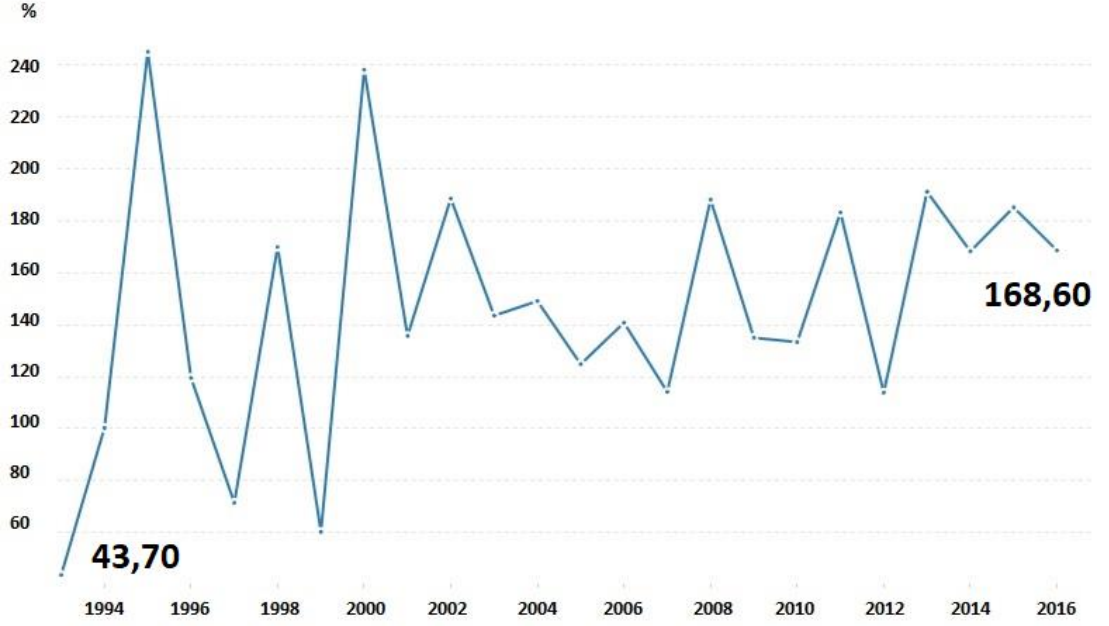
Kaynak :Dünya Bankası

Dönem içerisinde borsalarda gerçekleşen işlem hacminin, şirketlerin aynı dönemdeki toplam ortalama piyasa değerine oranını gösteren değer, dünyada, finansal sektör açısından önemli göstergelerden bir başkasıdır. Bu verilere Şekil 1.3’de baktığımızda da 1993 yılında, işlem hacminin, şirketlerin aynı dönemdeki toplam ortalama piyasa değerine oranı % 43,70 iken, 2016 yılı sonunda söz konusu

³⁴ Dünya Bankası ; “Borsa İstanbul’da İşlem Gören Şirketlerin Piyasa Değerinin Milli Gelire Oranı Raporu” , <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS?locations=TR> , Erişim : 22.12.2017

oran % 168,60 olarak gerçekleşmiştir. Orandaki bu yükseliş, son dönemde işlem hacminin dikkate değer şekilde yükselmiş olduğunun göstergesidir.³⁵

Şekil 1.3 : Dünya Borsaları İşlem Hacmi / Piyasa Değeri Oranı (2016)

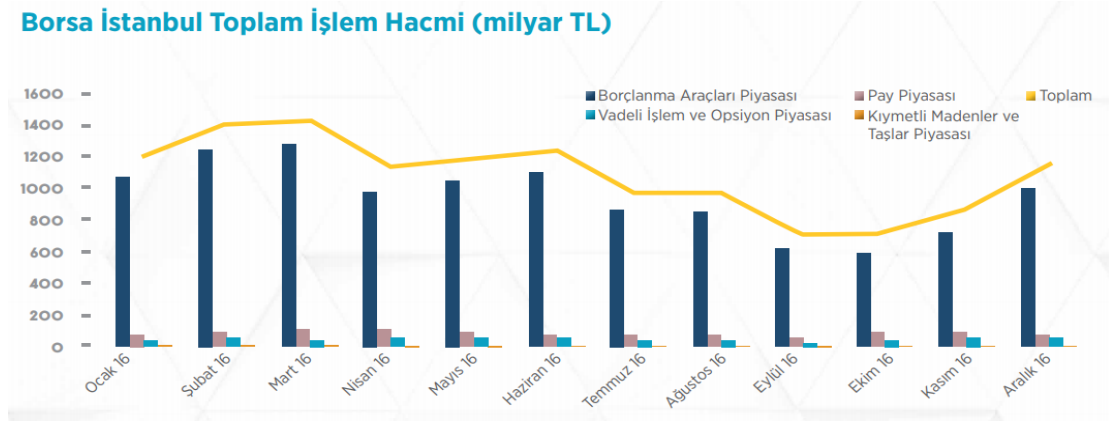


Kaynak :Dünya Bankası

Tüm bu verileri dikkate aldığımızda 2015 yılında 11,90 trilyon TL olarak gerçekleşen Borsa İstanbul piyasaları toplam işlem hacmi 2016 yılında % 9,4 oranında artış göstererek 13,02 trilyon TL olduğu Şekil 1.4'den de görülmektedir.

³⁵ Dünya Bankası ; "İşlem Hacminin Şirketlerin Piyasa Değerine Oranı Raporu" , <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.TRNR?locations=TR> , Erişim : 22.12.2017

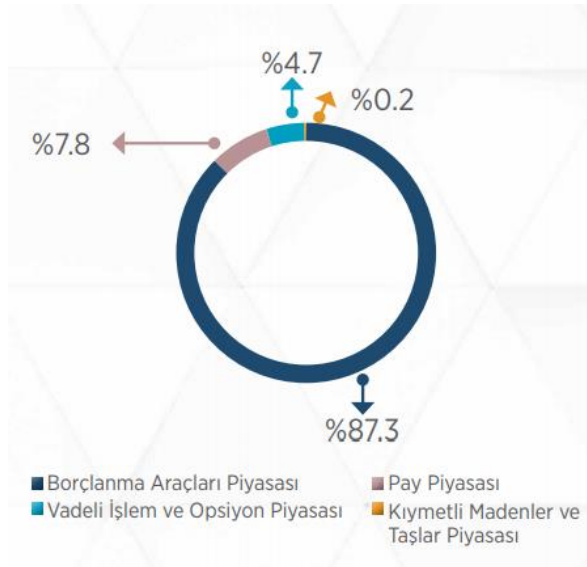
Şekil 1.4 : Borsa İstanbul Toplam İşlem Hacmi (Milyar TL - 2016)



Kaynak: Borsa İstanbul 2016 Faaliyet Raporu

Şekil 1.5’de gösterildiği gibi, Borsa İstanbul’da halen işlem hacminin çok büyük bir kısmını, yaklaşık % 87’sini Borçlanma Araçları Piyasası oluşturmaktadır. Bunu sırasıyla “Pay Piyasası”, ayrıca “Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası” ve son olarak ta “Kıymetli Taşlar Piyasası” işlemleri takip etmektedir.³⁶

Şekil 1.5 : İşlem Hacmi Dağılımı (2016)



Kaynak: Borsa İstanbul 2016 Faaliyet Raporu

³⁶ Borsa İstanbul ; “Borsa İstanbul 2016 Yılı Faaliyet Raporu” , 07.04.2017

BIST 100 endeksi, 2016 yılında değişken bir seyir göstermiştir. Yıl içerisinde Ocak ayında 68.230 ile en düşük değerini alan endeks, Nisan ayı ortasında 86.931 puan ile yılın en yüksek değerini almıştır. Endeks, yıllık bazda %8,9 değer kazanarak 2016 yılını 78.139 puandan kapatmıştır. 2016 yılında sektör endeksleri incelendiğinde en fazla getiri sağlayan sektör, %57,8 değer artışı ile spor sektörü olmuştur. İkinci sırada ise %52,4 değer artışı ile metal ana sektörü endeksi yer almıştır. Diğer taraftan gıda içecek endeksi %7,2 ve ticaret endeksi % 5,3 gerileyerek en fazla düşüş gösteren endeksler olmuştur.³⁷

1.3.3. Türkiye’de Sermaye Piyasalarının Dünyadaki Yeri

Küresel piyasalardaki belirsizliklerin ve dünya jeopolitiğine ilişkin oluşan risklerin ön plana çıktığı son yıllarda, ülkelere ait para birimlerinde hareketlilikler yükselirken, petrol fiyatlarında görülen hızlı düşüşler dünya piyasalarını olumsuz yönlerde etkilemektedir. Dünya Borsalar Federasyonu tarafından, dünya çapındaki 61 borsadan derleyerek ortaya koyduğu verilere göre, dünyada borsalarında işlem görmekteki şirketlere ait piyasa değerleri toplamı, 2015 yılı bitiminde geçmiş yıla nispeten az da olsa azalarak 67 trilyon \$ seviyesinde gerçekleşmiştir. Aynı yıl borsa Türk Lirasına göre % 16 değerini kaybederken, dolarla karşılaştırıldığında kaybın ise yaklaşık % 33 olduğu görülmüştür. Bu düşüşlerle dünya ölçeğindeki borsalar değer kaybı ile dünya ölçeğindeki borsalar arasında en kötü 5. Borsa olmuştur. Borçlanma araçları işlem hacmi açısından incelemesi yapılan borsalar için de toplamda gerçekleşen işlemlerin hacmi geçmiş yıla göre %13 oranında düşerek 17 trilyon \$’a kadar gerilemiştir. Toplam vadeli işlemler ve opsiyon sözleşmeleri hacimleriye 2015 yılı içerisinde %22 oranında azalmış ve 1,7 katrilyon \$ olarak gerçekleşmiştir. Borsalarda işlemleri görülmekte olan türev ürünlerin hacimlerinin %76’sı vadeli işlemlere ilişkin sözleşmelere aittir. 46 farklı devletten elde edilen bilgilere bakıldığında, bu devletlerdeki faaliyette buluna fon toplam büyüklükleri 2015

³⁷ Borsa İstanbul ; “Borsa İstanbul 2016 Yılı Faaliyet Raporu” , 07.04.2017

yılında geçmişe göre çok fazla değişkenlik göstermeyerek 37 trilyon \$ olarak gerçekleşmiştir.³⁸

1.3.3.1. Sabit Getirili Menkul Kıymetler

Uluslararası Ödemeler Bankası tarafından 40 devlete ait iç piyasada ve dış piyasada ihracı gerçekleşen sabit getiriye sahip menkul kıymetler stokları verileri derlenmektedir. 2016 yılı eylül ayı bilgileri dikkate alındığında 95 trilyon \$ değerine ulaşan dünyadaki borçlanmaya ilişkin araçlardaki stoklarının yaklaşık %40'ını ABD tahvilleri oluşturmaktadır. Asya ülkelerinden, Japonya %15 ile ve Çin de %10 oranlarla ABD'yi izlemektedirler. Tablo 1.7 incelendiğinde, listede bulunan ilk 10 sıradaki devletlerin tahvil ve bono stoklarının dünyanın toplam stoklarının yaklaşık %89'ına ulaşan bir büyüklüğe sahip olduğu görülmektedir. Türkiye'de ise söz konusu oran yüzde 79 olarak hesaplanmaktadır.

Tablo 1.7 : Sabit Getirili Menkul Kıymet Stoku (2016)

Ülke		Finansal Kuruluşlar	Finans Dışı Kuruluşlar	Kamu	Toplam
1	ABD	15,074	5,836	16,736	37,865
2	Japonya	2,701	747	10,504	13,952
3	Çin	3,52	2,598	3,283	9,401
4	Birleşik Krallık	2,693	571	2,69	5,959
5	Fransa	1,489	641	2,051	4,182
6	Almanya	1,457	170	1,833	3,46
7	İtalya	844	140	2,09	3,074
8	Kanada	616	442	1,155	2,214
9	Hollanda	1,663	90	377	2,131
10	Avustralya	1,096	213	619	1,928
34	Türkiye	48	8	214	271
Toplam		36,285	12,457	45,605	94,577
Kaynak: BIS (Uluslararası Ödemeler Bankası (Bank for International Settlements))					

³⁸ TSPB ; "2016 yılı Faaliyet Raporu" , Mayıs 2017

Dünya Borsalar Federasyonu, sabit getiriye sahip menkul kıymetler için borsalarda gerçekleşen işlem bilgilerini yayınlamaktadır. Tablo 1.8’de gösterilen, 2016 yılı için gerçekleşen işlemlerin toplam hacminin, geçmiş yıl dikkate alındığında yüzde 6 yükselerek 18 trilyon \$ olduğu görülmüştür. İspanya Borsası işlem hacminde 6,9 trilyon \$ değeriyle birinci durumda bulunmaktadır. Kore borsası 2,8 trilyon \$, onu izleyen Londra borsasıysa 2 trilyon \$’lık toplam işlem hacimleriyle İspanya borsasını izlemektedir. Londra Borsası Grubu olarak tabir edilen, İtalya ve İngiltere borsalarını kapsayan borsa, 16.000’i aşan tahvil adediyle, işlem görmekte olan tahvil adedinde birinci konumdadır. Uluslararası işlemler açısından oldukça hareketli olan Londra Borsası grubunda yabancı kote tahvil adedi 7.000’i aşmıştır.³⁹

Tablo 1.8 : Sabit Getirili Menkul Kıymetler İşlem Hacimleri (2016)

Ülke Borsaları		SGMK Hacmi milyar \$	Özel	Kote SGMK Kamu	Yabancı	Toplam
1	BME İspanya Borsası	6,875	2,641	320	9	2,970
2	Kore Borsası	2,843	7,276	5,409	0	12,685
3	Londra Borsası Grubu	1,976	8,901	221	7,083	16,205
4	Johannesburg Borsası	1,850	1,289	164	213	1,666
5	Nasdaq OMX (Avrupa)	1,712	5,383	312	1,996	7,691
6	Norveç Borsası	713	1,765	141	5	1,911
7	Kolombiya Borsası	417	585	151	3	739
8	Şanghai Borsası	399	3,089	1,620	0	4,709
9	Taipei Borsası	269	1,157	0	362	1,519
10	Tel Aviv Borsası	228	655	30	0	685
11	Borsa İstanbul	218	519	55	26	600
Toplam		18,313	59,955	17,923	66,499	145,192
Kaynak : WFE						

Bunların içinde, Eurobond ve ayrıca özel sektöre ait borçlanma araçlarını içeren yabancı Sabit Getirili Menkul Kıymet adedi 66.000 adetten fazladır. Sıralamada, 218 milyar \$ tutarında işlem hacmine ulaşan Sabit Getirili Menkul

³⁹ TSPB ; “2016 yılı Faaliyet Raporu” , Mayıs 2017

Kıymet işlemleriyle Borsa İstanbul listede 11. Konumdadır. Gerçekleşen işlem hacminin büyük bir bölümü devlet tahvillerinde oluşmaktadır.

1.3.3.2. Pay Senetleri

Dünya Borsalar Federasyonunca, pay senetleri açısından, 58 ülkeyi kapsayan ve 63 borsadan alınan verilerin incelenmesi sonucunda, çeşitli başlıklarda aşağıdaki sıralama yapılmıştır:

Endeks Getirileri açısından veriler değerlendirildiğinde 2016 yılı sonu itibarı ile ABD doları üzerinden en fazla getiri elde eden borsa % 63 oranındaki artışıyla Brezilya Borsası olmuştur. %52 oranındaki artışı ile Peru Borsası da en fazla değerlendirilen ikinci borsa olurdu. %49 artış oranıyla Moskova Borsası bu borsaları takip etmiştir. Nijerya Borsası 2016 yılını %42 azalış oranıyla son sırada tamamlamıştır Mısır Borsası, 2016 yılı verilerine göre %23 düşüşle sıralamada sondan 2. Olmuştur. Borsa İstanbul ise dolar üzerinden %10 oranındaki düşüşle 2016 yılında seçili 82 borsa içinde 68. sıradadır.

Piyasa Değeri açısından durumu inceleyecek olursak, öncelikle 2015 yılında, dünyadaki borsaları, FED politikaları sonucunda dolarda görülen güçlenme ve emtia fiyatlarının zayıflığı etkilemiştir. 2016 yılına geldiğimizdeyse, ABD'deki başkanlık seçimleri, İngiltere'nin AB'den ayrılma kararı, Suriye'de yaşanan savaş ve global ekonomik büyüme konusundaki endişeler borsalar üzerinde belirleyici olmuştur. Tablo 1.9'da belirtilmiş olduğu gibi, 2016 yılında global borsaların piyasa değeri 2015 yılıyla karşılaştırıldığında yaklaşık %4 oranında artarak 70 trilyon \$ seviyesinde oluşmuştur. Dünya borsalarını piyasa değerlerini dikkate alarak sıraladığımızda, 2015 yılıyla karşılaştırdığımızda, sıralamada çok farklı bir değişiklik gerçekleşmediği tespit edilmiştir. Birinci durumdaki New York Borsası, geçmiş yıl dikkate alındığında %10 oranında artarak ilk sıradaki yerini korumuştur. New York Borsası, hemen sonrasındaki Nasdaq ile birlikte 27 trilyon \$'ın üzerindeki piyasa değerleriyle ABD borsalarında işlem gören şirketlerin, dünyadaki borsaların piyasa değerlerinin toplamının yaklaşık %39'una isabet ettiği görülmektedir. Avrupa'daki borsaların en büyüğü, 3,5 trilyon \$ değerine sahip olan ve İtalyan Borsasını da içeren

Londra Borsası Grubu olmuştur. Asya kıtasında, Uzakdoğu ülkeleri arasında Japonya'nın 5 trilyon \$ ile borsalar sıralamasında 3. olduğu anlaşılmaktadır.

Tablo 1.9 : Dünya Borsalarının Piyasa Değeri (2016)

	Borsa İsmi	Ülke	Piyasa Değeri (Milyar \$)	Piyasa Değeri Payı	Piyasa Değeri / GYSH
1	New York Borsası	ABD	19,573	28.0%	107.2%
2	Nasdaq OMX	ABD	7,779	11.1%	42.6%
3	Japonya Borsa Grubu	Japonya	5,062	7.2%	118.7%
4	Şanghai Borsası	Çin	4,104	5.9%	36.1%
5	Londra Borsası Grubu	İngiltere, İtalya	3,496	5.0%	74.6%
6	NYSE Euronext (Avrupa)	Hollanda, Belçika, Fransa, Portekiz	3,493	5.0%	91.2%
7	Şenzhen Borsası	Çin	3,217	4.6%	28.3%
8	Hong Kong Borsası	Hong Kong	3,193	4.6%	1013.4%
9	TMX Grubu	Kanada	2,042	2.9%	134.5%
10	Deutsche Börse	Almanya	1,732	2.5%	50.7%
32	Borsa İstanbul	Türkiye	158	0.2%	20.0%
	Toplam*		69,897	100.0%	95.1%
Kaynak: IMF, TÜİK, WFE					
*Toplam değere Ulusal Hindistan borsası çifte kotasyondan dolayı dahil edilmemiştir.					

Borsa İstanbul'a bakıldığında, 2016 yılında dolar olarak hesaplandığında şirketler için oluşan toplam piyasa değerinin, geçmiş yıllar karşılaştırıldığında %16 oranında düşerek 158 milyar \$ seviyesinde gerçekleştiği görülmektedir. Dünyadaki borsalar içerisinde İstanbul Borsasının konumu incelendiğinde, piyasa değeri sıralamasına bakıldığında 2015 yılı içinde 32. konumda olan Borsa İstanbul'un 2016 yılı içinde de sıralama içerisindeki yerinin değişmediği görülmektedir. Dünyadaki belirli borsaların piyasa değerlerinin toplamının, 2016 yılı bitiminde, yine aynı ülkelerin Gayri Safi YH'ya oranı, yüzde 95 olmuştur. Türkiye milli gelirinin yaklaşık beşte birine denk gelen Borsa İstanbul piyasa değeri yaklaşık 158 milyar \$ seviyesindedir.⁴⁰

⁴⁰ TSPB ; "2016 yılı Faaliyet Raporu" , Mayıs 2017

Tablo 1.10’da verilen borsada işlem gören şirket sayısı verilerine göre; 2016 yıl sonu itibarı ile incelenen borsalarda işlem gören şirket sayısında 2015 yılı ile kıyaslandığında küçük bir yükselişle 49.060 adet şirket sayısına ulaşılmıştır.

Tablo 1.10 : Dünyada Borsalara Kote Şirket Sayısı (2016)

	Borsa İsmi	Şirket Sayısı	Yerli Şirketler	Yabancı Şirketler	Toplamdaki Payı
1	Bombay Borsası	5,821	5,820	1	11.9%
2	Japonya Borsası	3,541	3,535	6	7.2%
3	BME İspanya Borsası	3,506	3,480	26	7.1%
4	TMX Grubu	3,419	3,368	51	7.0%
5	Nasdaq OMX	2,897	2,509	388	5.9%
6	Londra Borsası Grubu	2,588	2,111	479	5.3%
7	New York Borsası	2,307	1,822	485	4.7%
8	Avustralya Borsası	2,095	1,969	126	4.3%
9	Kore Borsası	2,059	2,039	20	4.2%
10	Hong Kong Borsası	1,973	1,872	101	4.0%
24	Borsa İstanbul	381	380	1	0.8%
	Toplam	49,060	46,063	2,997	100.0%
Kaynak : WFE					

Bombay Borsası değerlendirilen borsalar içinde şirket sayısı açısından en yüksek olanıdır. Bu şirketlerin büyük çoğunluğunu yerli şirketler oluşturmaktadır. New York borsası ve Londra Borsası, uluslararası finansın merkezleri olarak, işlem gören yabancı şirket sayısı ve oranı en yüksek iki borsadır. Borsa İstanbul, piyasalarda işlem gören 381 adet şirketle, 2016’da, değerlendirmede 24. sırada bulunmaktadır. Borsa İstanbul’da yalnızca 1 adet yabancı kökenli ortaklık işlem görmektedir.

Borsaların işlem hacimlerine Tablo 1.11’de bakıldığında, ABD borsaları lider konumda 2016 yılını tamamlamışlardır. 2016 yılında gerçekleşen işlem hacimleri açısından Borsa İstanbul’un durumuna bakıldığında, 331 milyar \$’a ulaşmış olan büyüklüğüyle sıralamada bir kademe geriye giderek 22. Konumda bulunmaktadır.

Tablo 1.11 : Dünya Borsaları İşlem Hacimleri (2016)

	Borsa İsmi	İşlem Hacmi (Milyar\$)	İşlem hacmi Payı	Hacim/Piyasa Değeri
1	Nasdaq OMX	31,944	27%	821.3%
2	New York Borsası	19,737	17%	201.7%
3	BATS ABD	13,683	12%	-
4	Şenzhen Borsası	11,673	10%	725.8%
5	BATS Chi-x Avrupa	7,694	7%	-
6	Şanghay Borsası	7,535	6%	367.2%
7	Japonya Borsa Grubu	5,618	5%	222.0%
8	NYSE Euronext	2,760	2%	158.1%
9	Londra Borsası Grubu	2,286	2%	130.7%
10	Kore Borsası	1,688	1%	263.3%
24	Borsa İstanbul	331	0.3%	420.2%
	Toplam	116,700	100%	166.6%
Kaynak: WFE				

Borsada gerçekleşen işlem hacimlerinin toplamının, hisse senetlerinin piyasa değerlerinin toplamına oranı, söz konusu piyasanın canlılığına ve nakit akışına dair işaret niteliğinde de değerlendirilebilir. Hisse senetlerinin devir hızı olarak ta tanımlanabilen bu rakamın büyüklüğü, canlılığın ve nakit akışının yüksek olduğu bir piyasaya işaret ederken, bununla beraber bu borsada işlem gerçekleştiren yatırımcıların mevcut varlıklarını nispeten kısa süreli şekilde değerlendirdiklerine işaret etmektedir. Değerlendirme sonunda çıkan sonuç, ABD Nasdaq %821 oranıyla, en canlı ve hareketli piyasa; Şenzen Borsasıysa % 726'lık devir hızıyla ikinci en canlı ve hareketli borsalardır. %420 oranındaki devir hızıyla Borsa İstanbul ise değerlendirmede 3. sıralamada bulunmaktadır.

1.3.3.3. Vadeli İşlemler ve Opsiyonlar

Dünya Borsalar Federasyonunca, 60 farklı borsanın, işlem görmekte olan vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerine ilişkin veriler değerlendirilmektedir. ABD doları türünden verilen işlem hacimleri, temsili değerleri (notional value) ifade etmektedir. Tablo 1.12'de gösterilen 2016 yılı içinde gerçekleşen türev işlemlerin

toplam hacimleri, yıllık dönemde %8 yükselerek 1,8 katrilyon \$ olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 1.12 : Dünyada Vadeli İşlem ve Opsiyon Sözleşmeleri İşlem Hacmi (2016)

	İşlem Miktarı (Milyon Adet)	İşlem Hacmi (Milyar\$)
Vadeli İşlem Sözleşmeleri	15,598	1,360,803
Faiz	2,635	1,087,079
Hisse Senedi Endeksi	7,362	122,420
Emtia	2,496	119,223
Döviz	2,283	27,482
Hisse Senedi	817	4,581
Borsa Yatırım Fonu	5	17
Opsiyon Sözleşmeleri	8,523	431,694
Faiz	565	330,947
Hisse Senedi Endeksi	2,680	84,797
Emtia	253	7,672
Döviz	3,056	4,763
Hisse Senedi	647	2,832
Borsa Yatırım Fonu	1,322	685
Kaynak: WFE, Borsa İstanbul		

Dünyadaki Organize işleyen borsalardaki toplam türev ürünlerdeki işlemlerin %76'ya yakını vadeli işlemlerdeki sözleşme türlerinde yapılmaktadır. Aynı süreçte, işlem yapılan sözleşme adedi %9 oranında yükselerek 24 milyar adede çıkmıştır. Kontratların, dayanak varlıkları dikkate alınarak incelendiğinde, vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinde, faiz kontratlarının büyük oranda önemli yer aldığı görülmektedir. Tablo 1.13'de sonuçları görülebilen karşılaştırmada, geçmiş yıla benzer şekilde, CME Grubu, 1 katrilyon \$ tutarındaki hacim büyüklüğüyle birinci kademede yer almaktadır. Dünyada gerçekleşen işlem hacimlerinin toplamının %75'i söz konusu grup tarafından gerçekleştirilmektedir. İncelemeyi, Borsa İstanbul açısından değerlendirdiğimizde, vadeli işlemlerin toplam işlem hacmi 2016 yılında 131 milyar \$ olarak gerçekleşmiştir. Vadeli işlemlerin toplam hacmi açısından

sıralamada, Türkiye geçmiş yıldaki sırasından 1 sıra daha geri giderek 26. Sıralamada yer bulmuştur.⁴¹

Tablo 1.13 : Dünyada Vadeli İşlem Sözleşmeleri İşlem Hacmi (2016)

	Borsa İsmi	İşlem Hacmi (Milyar \$)	Toplamdaki Payı (%)
1	CME Grubu	1,025,444	75.4%
2	ICE Türev (Avrupa)	107,967	7.9%
3	Deutsche Börse	66,946	4.9%
4	Avustralya Borsası	34,357	2.5%
5	Londra Metal Borsası	19,633	1.4%
6	Montreal Borsası	14,606	1.1%
7	BM&FBOVESPA	13,638	1.0%
8	Şanghay Tür. Bor.	12,254	0.9%
9	Japonya Borsası	10,197	0.7%
10	Dalian EB-Çin	8,855	0.7%
26	Borsa İstanbul	131	0.0%
	Toplam	1,360,805	100.0%
Kaynak: WFE, Borsa İstanbul			

Dünyadaki organize borsalardaki opsiyon işlemleri Tablo 1.14’de belirtilmiştir. Belirtilen listede CME grubu, 354 trilyon \$ tutarındaki işlem hacmi ile sırada yer almaktadır. CME grubu borsalarında, toplam işlemlerin yaklaşık %82’sinin gerçekleştiği görülmektedir. Sıralamada, ilk üç borsada, tüm gerçekleşen işlemlerin %95’i yapılmaktadır. Opsiyon sözleşmeleri işlemleri açısından Borsa İstanbul’a bakıldığında, geçen yıla göre işlem hacmi geçen seneye kıyasla %200 yükselerek 4,1 milyar \$ tutarında oluşmuştur. Bu sonuçla, incelenmiş olan borsalar sıralamasında, 32 borsa arasından, Borsa İstanbul işlem hacimlerindeki artış açısından 21. Sıralamada yer almıştır.

⁴¹ TSPB ; “2016 yılı Faaliyet Raporu” , Mayıs 2017

Tablo 1.14 : Dünyada Opsiyon Sözleşmeleri işlem Hacmi

Borsa İsmi		İşlem Hacmi (Milyar \$)	Toplamdaki Payı (%)
1	CME Grubu	354,252	82.1%
2	Kore Borsası	35,234	8.2%
3	Deutsche Börse	18,170	4.2%
4	Ulusal Hindistan Borsası	10,737	2.5%
5	Hong kong	2,666	0.6%
6	ICE Türev (Avrupa)	2,473	0.6%
7	Tayvan Tür. Bor.	2,317	0.5%
8	BM&FBOVESPA	1,130	0.3%
9	OMX Nordic	1,051	0.2%
10	Londra Metal Borsası	929	0.2%
23	Borsa İstanbul	4.1	0.0%
Toplam		431,696	100.0%
Kaynak: WFE, Borsa İstanbul			

1.3.3.4. Yatırım Fonları

Borsa yatırım fonlarına ilişkin ve yatırım ortaklıklarına ilişkin veriler, EFAMA yatırım fonları tarafından, 46 ülkeden toplanarak yayınlamaktadır. Tablo 1.15’de sıralandığı şekliyle, 2016 yılında, bu ülkelerde işlem gören fon değerlerinin toplamı 40 trilyon \$ olmuştur. Bu değer 2015 yılıyla kıyaslandığında %9 artışı ifade etmektedir. Yatırım fonlarının hacminde toplam değer 19 trilyon \$’a ulaştığı ABD, dünyadaki sıralamada birinci durumdadır. 19 trilyon \$’lık bu değer, dünya çapındaki yatırım fonlarının toplam hacminin %47’sine isabet etmektedir.

Tablo 1.15 : Dünyada Menkul Kıymet Yatırım Fonları (2016)

	Ülke	Yatırım Fonları (Milyar \$)	Toplamdaki Payı	Yatırım Portföyü/ GSYH
1	ABD	18,868	46.7%	101.7%
2	Lüksemburg	3,901	9.7%	6483.2%
3	İrlanda	2,198	5.4%	863.1%
4	Almanya	1,894	4.7%	54.6%
5	Fransa	1,880	4.7%	76.3%
6	Avustralya	1,613	4.0%	134.3%
7	Japonya	1,511	3.7%	54.7%
8	İngiltere	1,460	3.6%	110.5%
9	Çin	1,228	3.0%	10.8%
10	Brezilya	1,061	2.6%	69.1%
34	Türkiye	12	0.0%	1.6%
	Toplam	40,364	100.0%	63.7%
Kaynak: ICI, IMF, TÜİK				

Tablo 1.16’da detayları verilen yatırım fonlarının türlerine göre dağılımı listesi incelendiğinde, dünyada Lüksemburg, vergi avantajları yönünden ve operasyonel anlamda sunduğu olanaklar sebebiyle, yatırım fonu ve yatırım ortaklığı benzeri kolektif yatırım kuruluşları açısından bir merkez konumundadır. Avrupa’daki birçok fon, bu nedenle, bu ülke merkezli olarak kurularak, sonrasında hisseleri farklı birçok ülke bulunan yatırım yapmak isteyenlere satılabilmektedir. Milli geliri yaklaşık 60 milyar \$ olan ülke, fonların hacmiyse 4 trilyon \$ olarak gerçekleşmiştir. İrlanda da Lüksemburg örneğinden yola çıkarak, çeşitli fırsatlar oluşturarak kolektif yatırım şirketleri açısından alternatif merkez olabilmeyi amaçlamaktadır. Bilgileri incelenen ülkelerin ilk 10’unun portföylerinin toplam hacmi, tüm portföylerin toplam hacminin yaklaşık %88’ine tekabül etmektedir. 2016 yılı itibarı ile, Türkiye’de bulunan yatırım fonlarının portföylerinin değeri ise 2015 yılı ile kıyaslandığında dolar bazında %4 düşerek 12 milyar \$ seviyesinde gerçekleşmiştir.

Tablo 1.16 : Dünyada Yatırım Fonlarının Türlerine Göre Dağılımı (2016)

	Pay Senedi	Tahvil Bono	Değişken Karma	Para Piyasası	Anapara Korumalı	Gayri menkul	Diğer
ABD	56%	22%	7%	14%	0%	0%	0%
Lüksemburg	29%	31%	22%	9%	0%	1%	8%
İrlanda	26%	20%	4%	23%	0%	1%	25%
Almanya	15%	25%	45%	0%	0%	8%	6%
Fransa	17%	14%	18%	19%	1%	7%	22%
Avusturya	38%	6%	0%	0%	0%	0%	56%
İngiltere	45%	13%	9%	1%	0%	2%	31%
Japonya	90%	10%	0%	0%	0%	0%	0%
Çin	8%	17%	24%	50%	0%	0%	1%
Brezilya	5%	59%	20%	7%	0%	2%	8%
Kanada	32%	13%	52%	2%	0%	0%	1%
Türkiye	3%	52%	8%	29%	1%	0%	7%
Toplam	42%	22%	13%	12%	0%	1%	8%
Kaynak : EFAMA							

Yatırım fonlarının ülkelerdeki portföy dağılımına yönelik istatistiklerin yayınlandığı Eylül 2016 tarihli yukarıdaki tabloda, yatırım fonlarının hacimleri en fazla olan ülkelerde bulunan portföylerin dağılımları sıralanmıştır. %90 oranla Japonya, pay senetlerine yatırım yapanların en yüksek olduğu ülkedir. Yatırım fonları açısından, dünyadakilerin %50'sinin bulunduğu ABD'de, pay senedi fonları %56'lık bir orana sahiptir. Bunun yanında, İrlanda, Avusturya, Fransa, İngiltere gibi bazı ülkelerin fon dağılımında önemli bir bölümün “Diğer” kategorisi altında olduğu görülmektedir. Dünya geneli dikkate alındığında toplam fonlar bulunan pay senedi içeren fonlarının payı yaklaşık %42'dir. Bunun aksine, Türkiye'de mevcut menkul kıymet içeren fonlarının sadece %3'ünü pay senedi fonları oluşturmaktadır. Sonuç olarak, Türkiye'ye bakıldığında, fonlara ait portföylerin büyük bir kısmının, sabit getiriye sahip fon portföylerinden oluşmaktadır.⁴²

⁴² EFAMA ; “European Fund and Asset Management Association, Annual Report 2015” , https://www.efama.org/Publications/Public/Annual%20Reports/351765_LR_WEB_AnnualReport_EFAMA_2015.pdf , Erişim : 22.12.2017

İKİNCİ BÖLÜM

GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ VE GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI

2.1. Gayrimenkul Sektörü

Toplumun en temel ihtiyaçlarından biri olan barınma ihtiyacını karşılayan gayrimenkul, sektör itibarı ile ekonomik ve sosyal hayatın içinde ciddi bir ağırlığa sahip olmuştur. Gayrimenkul sektörünün içerdiği tüm risklere rağmen devlet ve özel sektör her zaman gayrimenkul sektöründe önemli ölçüde yer almış, çoğu zaman devlet de gayrimenkul sektörün gelişimi açısından destekler pozisyonunda olmuştur. Bunun temel sebeplerinden birisi de gayrimenkul sektörünün istihdam açısından tüm diğer sektörler dikkate alındığında çok önemli bir ayrıcalığa sahip olmasıdır. Bu ayrıcalığın sebebi de, gayrimenkul sektörünün, kendisiyle beraber 250 e yakın farklı sektörü etkileme gücüne sahip olmasıdır.⁴³ Bunların arasında çimento, hazır beton, demir, tuğla, beyaz eşya, mobilya vs.. gibi çok fazla sektörü kolaylıkla saymak mümkündür. Bu kadar çok farklı sektörü etkileyebilen gayrimenkul sektörü, bu özelliği sebebiyle istihdam oluşturmada çok önemli bir konumda bulunmaktadır.⁴⁴ Oluşturulan istihdam, eğitim seviyesi olarak çoğunlukla en az eğitilmiş kişilerin çalıştırıldığı bu sektörde en alt noktadan başlayarak, her kademede olmak üzere teknikerinden mühendislerin de dâhil beyaz yakalıları grubuna kadar çeşitli düzeylerde eğitim seviyelerine sahip insanlara iş bulabilme imkânı sağlamaktadır. Ülkelerin işsizlik sorununa çözüm olarak çoğu zaman inşaat sektörünün ve dolayısıyla gayrimenkul sektörünün bilinçli olarak harekete geçirilmesiyle yeni istihdam alanları oluşturulabilmiştir. İşsizliğin azaltılmasında önemli rol oynayan sektör, bununla büyümeye de katkıda bulunmaktadır. İnşaat sektörü olarak tanımlanan sektörün büyük bir kısmını da aslında konut endüstrisinin ağırlıkta

⁴³ İNTES, Türkiye İnşaat Sanayicileri İşveren Sendikası, “İnşaat Sektörü Raporu” , Nisan 2017

⁴⁴ Cemil Ertem ve Levent Yılmaz ; “ Türkiye Konut Sektörü Gelişmeler Beklentiler” , 2014

olduğu gayrimenkul sektörü oluşturmuştur. Dolayısıyla inşaat sektöründeki büyüme oranlarının gayrimenkul sektörü büyüme oranlarıyla benzerlik gösterdiği bir gerçektir. Türkiye’de ve dünya ekonomisinin itici güçlerinden olan inşaat sektörünün, bu sektörün içine gayrimenkul sektörünü de katabiliriz, 2016 yılı dikkate alındığında sektörün küresel ekonomiden aldığı pay yaklaşık %10-12’ler seviyesindedir. Kıyaslamayı Türkiye için yaparsak, inşaat sektörünün Türkiye’de Gayri Safi YH içinde aldığı pay ise yaklaşık %8-9’la gerçekleşen dünya ortalamasının biraz altındadır. Bununla beraber, gelişmekte olan ülkelerde, inşaat sektörünün büyüme oranları gelişmiş ülkelerde gerçekleşen ortalama değerlerin üzerinde seyretmektedir. İnşaat sektörü açısından değerlendirme yapıldığında, 2025 yılı öngörülerine baktığımızda, sektörün ekonomi üzerindeki etkisinin yaklaşık olarak; %16 ila %17 arasındaki seviyeyi gelişmekte olan ülkelerde yakalayacağı, %10 seviyesineyse gelişmiş ülkeler açısından ancak ulaşılabilceği tahmin edilmektedir.⁴⁵ Dolaylı yoldan etkilenen onlarca değişik sektörü de dikkate aldığımızda ülke büyümesine katkı olarak gayrimenkul sektörü çok önemli bir yere sahiptir.

2.1.1. Gayrimenkul Sektörünün Ekonomi Açısından Önemi

Amerika’da konut balonu, hisse balonu ile birlikte 90’ların ortalarında ortaya çıktı. O yıllarda hisselerin beklenmedik boyutlarda artışıyla varlıklı insanların artışı, tüketimi de arttırdı ve 90’lı yılların ortalarında %5 olan gelir tasarruf oranı 2000 yılında %2’ye kadar düştü. Talepteki bu artış, ilk olarak fiyatlarda artışa neden oldu. Fiyatlardaki artış trendi ise insanları daha fazla ev almaya yöneltti. Robert Schiller’ın ev fiyatlarıyla ilgili data serisi, gerçek konut fiyatlarının 1895-1995 arası neredeyse sabit olduğunu göstermektedir. Fakat 2002’ye kadar konut fiyatları enflasyona ayarlı olarak %30 arttı. Bunun yanında kira fiyatlarının %10’dan az artmış olması bunun bir konut balonu olduğunun göstergesi olarak değerlendirildi.

⁴⁵ Aslı Sezgin ve Ahmet Aşarkaya ; “ İnşaat Sektörü “, İktisadi Araştırmalar Bölümü, İş Bankası, 2017

Ev sahibi olmak ve kiralamak için fiyatların artışı, 90'ların ortasından sonuna kadar konut yapımını da arttırdı. 2002'ye gelindiğinde konut yapımı 3 yıl öncesine göre %25 daha fazlaydı. Kiralamalara bakıldığında ise, fazla arz kiralanamamış konut oranını %9 rekor seviyeye çıkardı. Bu oran 90'ların ortasında %7,5 seviyesindeydi. Amerika'daki konut balonu, Japonya'da olduğu gibi hisse fiyatlarının düşmesiyle benzer şekilde konut fiyatlarının da önemli ölçüde düşeceği beklenirken, tam tersine Amerika'da hisse fiyatlarının çöküşü, insanları yatırımlarını konut alımına yönlendirmeleriyle daha da hareket kazandırdı. Bunun yanında bu dönemde Merkez Bankası'nın düşük tuttuğu faiz oranları da bu hareketi hızlandırdı.⁴⁶

Konut sektöründeki arz fazlası hareketi 2007'de kendini göstermeye başladı. 2006 yılında rekor, bu sefer boş olan kiralık konutlar için değil, satılmayan konutlar için kırıldı. Bu da olayı bu sefer tam tersine çevirerek konut fiyatlarını aşağı doğru çevirdi. Ev kredisi kullanan insanlar bu krediyi ödemekte güçlük yaşamaya başladılar. Kimi evini gönüllü haczettirdi, kimi ise bu durumu borçla kapatıp evlerini ellerinde tutmaya çalıştılar. Fakat düşen ev fiyatları buna imkân vermedi. Elden çıkarılan evler ile birlikte, piyasada daha da fazla arz ortaya çıktı. Haczedilen evlerle birlikte fiyatlar daha da düştü. Aynı problem talep tarafını da etkiledi. Bankalar ev kredileri için %20-25'e varan peşinat talep etmeye başladılar. 2007 yılının sonunda, gerçek konut fiyatları %15 oranında düşmüştü. En büyük değer patlaması yaşayan bölgelerde bu oran %20'leri aştı. Fiyat düşüş ivmesi hızlandıkça, 2008'in başlarında yıllık olarak %30'lar seviyesine ulaştı. Bu konut balonu varlıklarında 7 trilyon doların kaybı anlamına geliyordu ve kabaca her bir ev sahibi için 100.000 dolar demekti.

Konut fiyatlarının alışılagelmişin dışında artmaya başlamasıyla, finansal araçlar da bu artışı destekleyebilmek adına yeniliklere gitmeye başladılar. 90'ların ortalarına kadar sabit oranlı mortgage kullanılırken, konut fiyatlarının hızlı artışıyla,

⁴⁶ Dean Baker , “ **The Housing Bubble and the Financial Crisis** “ , real-world economics review, issue no. 46, 20 May 2008, s 73-81

değişken faizli mortgage çeşitlerini ortaya çıkarmıştır. Bu tarz krediler sabit oranlılara göre çok daha riskli olmasına rağmen, bu süreçte yaygınlaşarak 2004-2006 arasında %35'e yakın oranda sıçrama yapmıştır. Bu kredilerin sabit oranlılara göre güvenlik sağlamaması yanında bir de iki yılın sonunda faiz oranları yükselmese bile alınan kredi oranları yükselebilmekteydi.⁴⁷

Subprime adı verilen, genel olarak kredi geçmişi kötü insanlara verilen kredi bu dönemde çok yaygınlaşmıştır. Subprime konut kredisi verilen insanlar, düzenli bir işi olmayan veya daha önce temerrüde uğramış insanlardı ve bu krediler normal kredi faiz oranlarına göre %2-4 oranında daha yüksekti. 2002 yılında %9 oranında olan subprime krediler 2005 yılında yüzde %25'e kadar yükselmiştir. Subprime kredilerle birlikte bu dönemde artan bir kredi türü ise "Alt-A" kredilerdir. Bu kredi türü ise, subprime ile prime (güçlü kredi geçmişine sahip insanlara verilen) arasında bir türdür. Ya böyle bir kredi geçmişine (ne iyi ne kötü) sahip insanlara ya da gelir ve varlık belgelerini layıkıyla sunamayan insanlara verilir. Bu nedenle "liar loans" olarak da adlandırılır ve subprime kredilere göre daha yüksek miktarda yatırımlara öncülük ettiği ve tam olarak finansal durumlarını ortaya koymamış insanlara verildiği için daha büyük tehlike arz etmektedir. Konut balonunun oluşumu sürecinde, bu iki kredi türü toplamda piyasanın %40'ını ele geçirmişti ve bu iki risk düzeyi yüksek kredinin, piyasada bu denli yer tutması konut piyasası için ciddi bir problemli. Fakat siyasi liderler ve konut sektörü uzmanları bunu görmek yerine, konut edinme oranlarındaki yükselişleri kutlamayı tercih ettiler. Yüksek riskli kredilerde yükseliş evin finansmanını sağlamak adına her alanda verilen yersiz teşvikler nedeniyle gerçekleşti. İlk olarak gereksiz teşvikler değerlendirme süreçlerinde göze çarpmaya başladı. Emlak için değerlendirme yapan insanlar, birer spekülör olarak çalışmaya başladılar ve bankalar bu insanları işe almaya başladı. Konut kredilerinin kullanımda uygulanması gereken denetimin yetersiz olması nedeniyle, konut edinme

⁴⁷ Bankacılık Denetleme Düzenleme Kurumu, Strateji Daire Başkanlığı, " **ABD Mortgage Krizi** " , Ağustos 2008

amacıyla kullanılması gereken krediler, konut spekülâtorlûğü yapmak amaçlı kullanılmış ve sistemde aksamalar görûlmeye başlanmıştır.⁴⁸

Teşviklerin baş gösterdiği daha önemli bir konu ise ikincil piyasadaki menkul kıymetleştirme işlemleri idi. Mortgage sağlayıcıları kredi alacak kişinin şartları sağlayamayacağını bilmelerine rağmen, kredi alımını onaylamak için bu piyasayı kullanmaya başladılar. Mortgage sağlayıcıları ikincil piyasalara mortgage dağıtırken risk başlangıçta hiç büyük değildi ve amaç mümkün olduğunca fazla mortgage sağlamaktı. Sonraki adım bankaların bunları Mortgage Banked Securities (MBS)'ye aktarması ve ikincil piyasalara aktarımı oluyordu. Bunu yaparken aynı zamanda kredilendirme kuruluşlarından yüksek not almaları gerekiyordu. Kredilendirme kuruluşları için ise yüksek not dağıtmak müşteri kazanmak manasına geliyordu. İkincil piyasaya aktarılan borçlar ve kredilendirme kuruluşlarının dağıttığı yüksek notlarla üretilen temeli zayıf mortgage kredileri piyasayı giderek içi boş çıkmaz bir hale sürükledi. Bu sistemin yaygınlaşması yeni finansal araçların ortaya çıkmasına sebep oldu. Collateralized debt obligations (CDO) bunun içinde MBS ile diğer varlıkların karışık bulunduğu bir örneğiydi. CDO temelsiz verilen mortgage kredisini bu kredi şeklinde var olan bazı varlıkların arkasına gizleyerek, bankaların yüksek not alabilmelerine yardımcı oluyordu. Bunula birlikte bir başka farklı yöntem olarak da Citigroup ve buna benzer bazı bankalar “structured investment vehicles (SIVs)” adında sadece CDO’lar dağıtan bağımsız şirketler geliştirdiler. Bu ilişki taraflar için para kazanmak anlamına geldiği için kredilendirme sistemi getirildiğinde düşük olan kredi notları bu atmosferde geçmişin aksine yükselme gösterdi. The Bank of International Settlement 2007 Haziran ayında piyasadaki yaklaşık CDO değerini 45 trilyon dolar olarak açıkladı.⁴⁹

ABD’de oluşan konut balonu 2006 yılının ortalarında çözülmeye başladı. Bu özellikle subprime piyasasında oranların yükselmesine neden oldu. En büyük

⁴⁸ Murat Birdal ; “Bir Krizin Anatomisi : ABD Mortgage Piyasasının Kurumsal Yapısı ve Krizin Dinamikleri” , Anadolu International Conference in Economics June 17-19, 2009

⁴⁹ Faruk Demir, Ayşegül Karabıyık ; “ABD Mortgage Krizi” , BDDK Çalışma Tebliği , Sayı : 3 , Ağustos 2008

sorunlar bu piyasada ortaya çıktı çünkü bu krediye sahip insanlar nüfusun en korunmasız bölümünü oluşturuyordu. Mortgage kredilerini ödemekte güçlük çekmeye başladıklarında, bunun karşısında borçlarını sübvansedecek bir gelirleri yoktu. Subprime kredilerin iyice kötüye gittiği 2006-2007 yıllarında, bu krediler daha çok giderleri karşılamak, mortgage kredilerini ödemek için kullanılmaya başlandı. Fakat bunun da sonucunda bu krediyi kullananların birçoğu evlerini kaybettiler.

Bu finansal gerileme ve bankaların yaptığı haciz işlemleri sonrasında piyasaya sürdükleri evlerle birlikte 2007 sonbaharı ve 2008 kışında hacizli satılık evlerle normal satılık evlerin sayısı neredeyse birbirine denk olduğu görülmüştür. Talep de buna paralel olarak gerilemiştir. Bankaların 2 sene öncesine göre kredi vermekte güçlük çıkarmaya başladığı görülmüştür. Ödenemeyen krediler sonrasında hacizlerle edinilen evlerde, arz fazlasının yarattığı fazladan fiyat düşüşüyle birlikte bankaları da zora sokmuştur. 2006 yılında kredi almak için uygun görülen insanlar, bu zamanın standartlarına göre kredi alamamaya başladılar. 2008 Case-Shiller 20 City endeksine göre konut fiyatları yıllık %20'den fazla oranda gerilemiştir.⁵⁰ Las Vegas, Los Angeles ve Phoenix gibi şehirlerde ise bu oranın %30'u geçtiği görülmüştür.

Bu dönemde, dünya üzerinde birçok banka konut piyasasının çökmesiyle ilişkili 200 milyar dolardan fazla kayıp ilan etmiştir. Toplamda ise bu rakam 1 trilyon doları aşmıştır. Kaydedilen zararlar daha fazla bankanın batmasına ve ikincil mortgage piyasasının belkemiği olan Fannie Mae ve Freddie Mac üzerinde ciddi bir baskıya yol açmıştır.⁵¹

İktisat tarihinde görülen ve yaşanan ekonomik çalkantılar, dünya için kritik dönemeçler olarak değerlendirilir. 1929 yılında yaşanan “Büyük Buhran” ve onu takip eden dünya mali piyasalarında görülen ciddi farklılaşma süreci, klasik iktisat

⁵⁰ S&P Dow Jones Indices, Mc Graw Hill, “**S&P/Case-Shiller Home Price Index**” , Eylül 2014

⁵¹ Dean Baker ; “**The Housing Bubble and the Financial Crisis**” , real-world economics review, issue no. 46, 20 May 2008, s 73-81

okulları öğretilerine alternatif olarak Keynes'in geliştirdiği önlemlerin göz önünde bulundurulması bu dönem içindedir. Krizlere sebep olmuş etkenler ve krizlerin akabinde görülen ekonomik çerçeve, konuyla ilgili araştırma yapanlara ilham vermiş ve çözmeye yönelik yöntemler üretilmiştir. Dünya mali piyasaları "Büyük Buhan"ın sonrasındaki en önemli ve ciddi mali çöküşü 2008 yılı başlangıcıyla tecrübe etmiştir. Güven ortamı, dünya ekonomisinde ve ABD ekonomisinde derinlemesine yara almış ve kriz ortamının negatif etkisi ekonomilerin çoğunu sarsmıştır. Krizin kaynağı olarak değerlendirilen ABD gayrimenkul piyasaları, ekonomideki artların bozulmasıyla, kişisel ve aynı zamanda kurumlara ait kredilerin geriye ödenmesinde problemler görülmeye başlamıştır. Söz konusu gayrimenkul piyasasındaki problemler hızla finansal piyasaları da etkileyerek, ilerleyen zamanla reel piyasalar üzerinde de etkili olmuş, kriz ve buhran gelişmekte olan veya gelişmiş bütün ekonomilere yayılmıştır.⁵²

2007 yılı içinde, Ağustos ayı başlangıcında, ABD'de, gayrimenkul sektöründeki borçlanmalara ilişkin krizle ortaya çıkan mali problemler, 2008 ile beraber 4.Çeyrek ve sonrasında global çapta, çeşitli ekonomilerin krize girmesine sebep olmuştur. 2008 yılında başlayan dünya çapındaki ekonomik kriz, ABD bankası Lehman Brothers 'ın 2008 yılının Eylül ayı içinde iflas etmesi ile daha da büyümüş ve pek çok dünya ekonomisinde zincirleme reaksiyona neden olarak tüm ekonomileri olumsuz etkilemiştir. Sermaye Piyasalarında pay senetleri fiyatları düşüşe geçmiş, açık pozisyonda yakalanan bankalar iflas eşiğine kadar gelmiş ve hükümetin mali piyasalara müdahale etmesi zorunluk haline gelmiştir. Bankalar arası piyasada, bankaların birbirlerine, işveren veya tüketicilere kredi vermemeye başlaması tüketimi azaltmış, piyasada satışların düşmesine neden olmuş ve ardından da üretimde çok ani düşmelerin görülmesine sebep olmuştur. Mali piyasalardaki fonların dolaşım hızıyla reel sektördeki büyüme birbiriyle uyumlu olmamış ve problemlerin çözülmesi eş zamanlı olarak sürdürülememiştir. ABD Merkez Bankasının risklerin değişken

⁵²Amir Shoham ve Joseph Pelzman ; "A Review of the Crises" , Global Economy Journal 11 (2):5-5, Haziran 2011

ortamıyla mücadeleye için gerek duyulan tedbirleri zamanı geldiğinde almaması, risk primlerindeki yükselmenin yeterince izlenmemesi, zayıf şeffaflık, kredi kalite sınıflandırmasının düşmesi, piyasada gerçekleşen takas-saklama işlemlerindeki gerçekleşen noksanlıklar ve benzeri nedenler finansla ilgili sermaye piyasalarında görülen ana uygulama noksanlıkları olarak sayılabilir. Diğer taraftan arzı gerçekleşen enstrümanlara talebin zayıf kalmasıyla ve bu sebeple uzun vadeli faiz oranlarında çok ciddi düşüşler görülmüştür.⁵³

Konut sektörü ve emlak piyasaları yani gayrimenkul sektörü, ABD’de ortaya çıkan krizin temel nedeni şeklinde ön plana çıkarılmaktadır. “Büyük Durgunluk” adı verilen ve yaşanan bu büyük ekonomik krize, konut sektörünün ve emlak piyasalarının neden olduğu düşüncesi şaşkınlık verici olarak karşılanmıştır. O kadar ki, ABD’de, piyasalardaki tüm gelişmelerin sürekli olarak kayıt altında tutulduğu gayrimenkul piyasalarında oluşan değişimlerin negatife yöneldiği nispeten görülebiliyordu. Uzmanlara göre gayrimenkul piyasasında bir “balon” oluşmuştu ve bu problemin çözümünde geç kalınmıştı. Problemin temelinde, faizlerin düşük oranlarda seyretmesinden faydalanmak isteyen tüketicilerin, gayrimenkul satın alma isteklerinin kamçılanmış olması vardır. Finans piyasalarında faaliyet gösteren birçok kuruluş da tüketicilere gayrimenkul alabilme konusunda, alternatif olabilecek yeni araçlar sunmuşlardır. 2006 yılı sonlarına doğru kredilerin yapısı sabit faizden değişken faize dönüşünce ve hane halkının gelirleri ise aynı dönemde artmayınca, kredi geri dönüşlerinde zorluklar ortaya çıkmıştır.⁵⁴

İnşaat sektöründe arz fazlası oluşmuş ve bu arz fazlası talebin üzerinde gerçekleşmiştir. Kredi borçluları, borçlarını ödeyemez, borçlulara kredi veren

⁵³ Alan Greenspan ; “Did the Fed Cause the Housing Bubble?” , Wall Street Journal, Mart 2009 , <https://www.wsj.com/articles/SB123811225716453243> , Erişim : Aralık 2016

⁵⁴ Efsender Korkmaz ve Arzu Tay ; “Küresel Kriz , Türkiye’ye Etkileri ve Çözüm Önerileri” , www.esfenderkorkmaz.com, 05.12. 2010.

bankalar da zararlarını karşılayamaz hale gelmişlerdir.⁵⁵ ABD’de nakit akışının bol olduğu 2000 ile 2006 yılları arasında, menkul kıymetleştirme aracılığıyla bireyler olması gerekenden fazla kredi kullanmışlardır. Riskin kurumlar arasında paylaşımı, her kesimin yüksek getiriye sahip olma iştahı, bankalar açısından yasal sermaye yükümlülüklerinin sağlanması noktasında sağlanan kolaylıklar, risk üstlenmeden veya daha fazla miktarda mevduata gereksinim olmadan, yeni kredilerin bankalar tarafından finansmanlarının sağlanabilmesi, menkul kıymetleştirmenin sermaye piyasaları açısından önünü açan unsurlardır. Bu konuyla ilgili olarak eski ABD Merkez Bankası Başkanlarından FED Başkanı Greenspan, kredilerin, krizlerin tek kaynağı olmadığını, ana sebebin, kredilerin ambalajlanarak yeniden satılmasının en büyük sorun olarak karşılarına çıktığını belirtmiştir.⁵⁶

Finansal piyasalarda işaretlerini veren kriz, zamanla reel sektöre de sıçramış; özellikle gelişmiş ülke ekonomilerinde nispeten durgunluk emareleri görülmüştür. Finans piyasalarında baş gösteren tedirginlik ve kriz spekülasyonları tüketicileri baskı altına almış ve “tüketici güveni” kaybolmuştur.⁵⁷

Gerçekten de reel sektörün dinamosu olarak kabul edilen inşaat sektöründe belirgin bir durgunlaşma ve hatta gerilemeler yaşanmıştır. Konutların inşası oldukça yavaşlamış, ilk veya ikinci el satışlarda da düşüşler yaşanmıştır. Yeni konut satışlar verileri incelendiğinde, tarihte 1963’ten bu yana görülen en düşük adetler gerçekleşmiştir. 2005 yılının Temmuz ayında, 1.389.000 olan konut satış adetleri % 70 oranında bir düşüş göstererek 2008 yılının Ekim ayında 419 bin adet olarak gerçekleşmiştir. Kriz ortamından benzer oranda etkilenmiş olan ikinci satışları 2005 yılı Eylül ayında 7.250.000 adet iken, % 31 oranında bir düşüş göstererek 2008

⁵⁵ Olivier Blanchard , Jaime Cruana ve Reza Moghadam ; “Initial Lessons of the Crisis” , <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/020609.pdf>

⁵⁶ Doğan Alantar ; “Küresel Finansal Kriz : Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Değerlendirme” , http://finanskulup.org.tr/assets/maliyefinans/81/Dogan_Alantar_Kuresel_Finansal_Kriz_Nedenleri_Sonuc_lari_MFY81.pdf , 2009

⁵⁷ Alan Auerbach, Gale G.William ; “The Economic Crisis and the Fiscal Crisis: 2009 and Beyond” , Tax Notes, Vol. 125, No. 1, 2009

yılıının Ekim ayında 4.980.000 adet olarak gerçekleşmiştir. Yüksek istihdam sağlayan bir alan olan gayrimenkul sektöründe problemlerin baş göstermesi, işsizliğe, bununla beraber de bireylerin borçluluklarının yükselmesine neden olmuştur. Sonrasında da gayrimenkul fiyatlarında hızlı bir düşüş görülmüş, konut kredisi borçlarının geri ödemelerinin yapılamamasından kaynaklanan suçların ve sonuç olarak ta mahkemelerde dava dosyalarının fazlalaşmasına sebep olmuştur. Vadesinde ödenmeyen borç tutarları, 2006 yılı 2.çeyreğinde % 4,4 seviyesindeyken, 2008 yılı, 4.çeyreğinde % 7,88 olarak gerçekleşmiştir. Belirtilen süreç içinde takipteki borç oranı % 1,89 seviyesinden % 5,17 seviyesine yükselmiştir. Görülen oran ABD’de konut sektöründe ciddi bir krizin yaşandığının göstergesi olmuştur.⁵⁸

Aslında, krizden çıkış dinamiklerinin krizi oluşturan sebeplerin içerisinde olduğu düşünülebilir. ABD’de konutlarda fiyatların bir seviyeye kadar düşmesiyle özellikle dış etkilerle oluşabilecek konuta ait talebin, bankalar ve diğer tüm mali sistemi daha da likit bir duruma geçmesine imkân sağlayacaktır. Bu süreçte ABD Merkez Bankası FED’in ve farklı büyük merkez bankalarının, mali sisteme likidite sağlamasıyla hızlandırıldığında, bu belirli ölçüde bir toparlanma sağlayabilir. Birleşmelerle ve bununla beraber devralmalarla finansal sistemde gerçekleşen konsolidasyon da içinden geçilen bu sürece olumlu katkı sağlayabilir. Bu aşamada üstesinden gelinmesi gereken en önemli sorun, global kredi mekanizmasının, yalnızca bankalar arası sistemde değil, reel sektörü de içerecek şekilde yeniden çalışır pozisyona getirilmesidir. Diğer taraftan dolarda görülen değer artışı ve petrol fiyatlarında görülen düşüş, pozitif bir servet etkisine neden olarak harcamaları artırabilir. Bu da sonuç olarak krizin etkisinden çıkışı kolaylaştıracak bir etkidir. Fakat çalışmalar ortaya çıkarmıştır ki konut kredisinin sebep olduğu krizler, pay

⁵⁸ Ercan Sancak ve Erkan Demirbaş ; “Küresel ekonomik kriz ve Türkiye konut sektörüne etkileri” , Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 2011

piyasasındaki krizler veya kredi daralmasının sebep olduğu diğer tür krizlere çeşitlerine göre biraz daha uzun sürmektedir.⁵⁹

2.1.2. Dünyada Gayrimenkul Sektörü

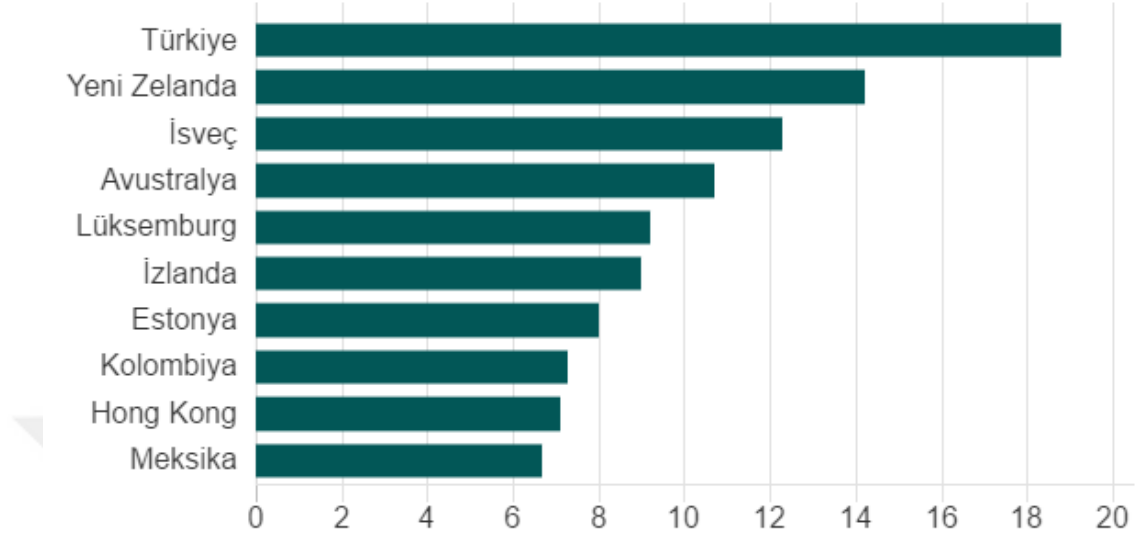
Dünyada gayrimenkul sektörünün içinde bulunduğu durum incelendiğinde, ülkemizde de görülen gayrimenkul piyasalarındaki yükseliş eğiliminin devam ettiği görülmektedir. 2008 yılında yaşanan dünya çapında krizin önemli ölçüde negatif etkilediği gayrimenkul sektörü, Şekil 2.1 ve Şekil 2.2’de görülebileceği üzere, bu yıldan sonra yeniden yükselişe geçmeye başladığı ve 2015 yılı sonu itibarı ile fiyat endeksinin yukarı yönlü olduğu görülmektedir. Bununla beraber dünya ölçeğinde konut endeksinin 2007 yılı sonu itibarı ile ulaştığı zirve noktasına henüz ulaşmadığı görülebilmektedir.

Şekil 2.1 : Dünya Konut Fiyat Endeksi (2016)



⁵⁹ Doğan Alantar ; “Küresel Finansal Kriz : Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Değerlendirme” , http://finanskulup.org.tr/assets/maliyefinans/81/Dogan_Alantar_Kuresel_Finansal_Kriz_Nedenleri_Sonucclari_MFY81.pdf , 2009

Şekil 2.2 : Ülkelere Göre Konut Fiyat artışları (2015)

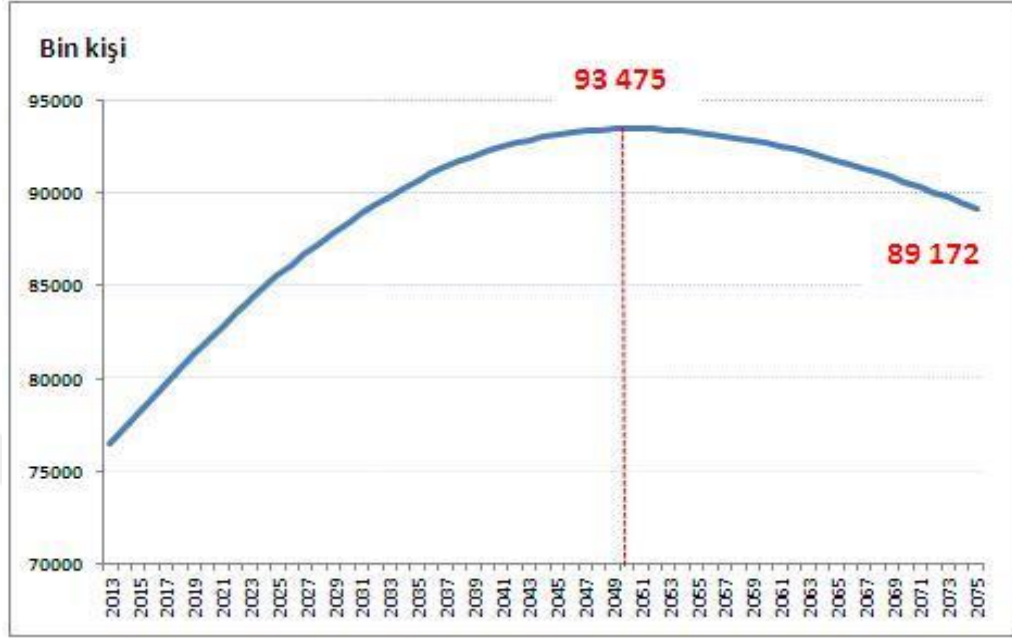


Kaynak: Knight Frank Küresel Konut Fiyat Endeksi 2015

Gayrimenkul sektöründe dünya genelinde görülen hareketliliğin temel sebeplerinden belki de en önemlisinin dünyada nüfus artışının halen devam ediyor olmasıdır. Nüfus artışının yanında dünyadaki şehirleşmenin de gayrimenkul sektöründeki bu canlılığın devam etmesinde ve önümüzdeki uzun vadeli bir dönemde de devam edecek olmasında bir etkidir. Birleşmiş Milletler 'in şehirleşmeyle ilgili tahminlerine göre 2050 yılında dünya nüfusunun 9,3 milyara ulaşacağı tahmin edilmektedir. Bu rakam 2000 yılında 6,1 milyar olan dünya nüfusunun sadece 50 yıllık bir dönemde %50 artacağına işaret etmektedir. 9,3 milyar insandan 6 milyarının biraz üzerinde insan topluluğunun ise şehirlerde yaşayacağı öngörülmektedir. Buna karşın aynı dönemde şehir dışı olarak tabir edebileceğimiz kırsal alanda yaşayacak insan sayısı ise yaklaşık 3 milyar civarında olacaktır. Bu da şehirlerde kırsal alanda yaşayanlardan 2 kat daha fazla insanın yaşayacağı anlamına gelmektedir.⁶⁰ Şekil 2.3'de gösterildiği gibi, Türkiye nüfusunun ise 2050 yılında 93,5 milyona ulaşacağı tahmin edilmektedir.

⁶⁰ Birleşmiş Milletler ; "2050 Dünya Nüfus tahmini raporu" , 2016

Şekil 2.3 : Türkiye Nüfus Projeksiyonu (2017)



Kaynak : TÜİK, Nüfus Projeksiyonları

Özellikle Asya, Afrika ve Güney Amerika’da şehirleşme ve dolayısıyla gayrimenkule ihtiyaç diğer bölgelere oranla çok daha fazla olacak ve orta sınıf gelir grubuna sahip olacak insanların konut ihtiyacı bu bölgelerde çok daha hızlı şekilde artacaktır.

Kendisiyle ilintili birçok farklı alt sektörün gelişmesine katkı sağlayan ve yüksek istihdam oluşturma potansiyeli olan inşaat sektörü, ülke ekonomisine ve büyümeye katkı veren sektörlerin en başında gelmektedir. İnşaat sektörü, ülke ekonomisinde, büyümenin yüksek olduğu zamanlarda, görülen ekonomik büyümenin fazlasında performans sergileyen, buna karşın ülke ekonomisinin yavaşlama gösterdiği dönemlerindeyse diğer sektörlerle karşılaştırıldığında daha süratli tempoda küçülebilen bir özelliğe sahiptir. 2016 yılı boyunca global ekonomik büyüme yüzde 3,1 seviyesindeyken, inşaat sektöründe gerçekleşen büyümeye, gelişmekte olan ülkeler ekonomilerindeki nispeten güçsüz hareketliliğin inşaat sektörünü etkilemesi ve durgunluğa sebep olması nedeniyle yüzde 2,8 olan global büyüme oranının aşağısında kalmıştır. İnşaat sektörü, dünyada, global ekonomiden 2016 yılında yüzde

10-12 seviyesinde pay almaktayken, 2025 yılı itibarıyla inşaat sektörünün ekonomideki payının, gelişmekte olan ülkelerde yaklaşık yüzde 16-17, ayrıca gelişmiş ülkelerdeyse bu oranın yüzde 10 düzeyinde olacağı öngörülmektedir.

İnşaat sektörünün büyüklüğüne bakıldığında, gelişmekte olan ülkelerdeki sektörün büyüklüğü 2012 yılından sonra gelişmiş ülkelerin üzerinde seyretmiştir. İnşaat sektörü açısından, gelişmekte olan ülkeler içinde, Çin ve Hindistan'ın, 2016 yılında da sektör büyümesi yönünden en fazla katkı veren ülkelerden olduğu değerlendirilmektedir.⁶¹ Dünyada gerçekleşen inşaat sektörüyle ilgili harcamaların 2016'da, 2015 yılına göre yüzde 3,2 yükselişle 10.03 trilyon USD olarak gerçekleşmiştir. Harcamalar açısından ise dünyada inşaat sektöründe, 2015 yılına göre yükseliş görülse de geçmiş döneme göre artışın hızı yavaşlamıştır. İnşaat sektöründe, gelişmiş ülkelerdeki harcamalarda belirli bir toparlanma kaydedilirken, gelişmekte olan ülkelerdeki inşaat sektörü büyümesinin ivmesinin azalmakta olduğu tespit edilmiştir. 2017 yılı için yapılan global büyüme tahminlerinde, 2016 yılı dikkate alındığında, iyimserliğin daha fazla olması sebebiyle, dünyada inşaat sektöründeki büyümenin de geçmişe performansının daha iyi olacağı beklenmektedir. İnşaat harcamaları, 2016 yılında 10 trilyon USD iken, söz konusu rakamın 2017 yılında 10.4 trilyon USD düzeyinde gerçekleşeceği düşünülmektedir. Dünyadaki inşaat malzemeleri pazarınınsa 2016 yılında yüzde 3,2 büyümüşken 2017 yılında yüzde 4 büyüyebileceği ve hacmin de 7.3 trilyon USD'ye ulaşabileceği beklenmektedir.⁶²

2.1.3. Türkiye'de Gayrimenkul Sektörü

İnşaat sektörü farklı birçok sektörle ilişkili durumda olan sektörlerden biri konumundadır. Gerçekleştirilen inşaat faaliyetleri, talep yönünde, yapı malzemeleri

⁶¹ Başak Candemir , Berna Beyhan ; “İnşaat Sektöründe Sürdürülebilirlik : Yeşil Binalar ve Nanoteknoloji Stratejileri” , İMSAD Yayınları, Kasım 2012

⁶² Ayşe Özden ve Maral Haçikoğlu ; “İnşaat Sektörü” , Ekonomik Araştırmalar Departmanı , A&T Bank, 2017

imalatını etkilerken, arz tarafında ise birçok mal ve hizmet üretimi amacıyla gerekli altyapıyı sağlar. Bununla beraber, istihdam yaratma potansiyeli en fazla olan sektörlerden biridir. Teknolojideki tüm gelişmelere rağmen işgücünün yoğun bir oranda kullanılmaya devam edildiği sektör olarak, kentsel alanlarda vasıfsız işgücü istihdamı açısından büyük önem taşıdığı söylenebilir. İnşaat sektörü açısından, ekonomik anlamda “sürükleyici” sektör olarak değerlendirilebilmesi için hem ileri hem de geri bağlantılarının çok güçlü gerçekleşmesi gerekir. Girdilerin ve çıktılarının analiz sonuçlarına dayanan çalışmalar sonucunda, gelişmiş ekonomilerdeki gelişmiş sanayi sektörü ve aynı zamanda hizmet sektörünün varlıklarından dolayı ileri bağlantıların, gelişmekte olan ekonomilerdeyse farklı olarak geri bağlantıların daha güçlü olduğu görülmektedir. Aynı şekilde, Türkiye de, geri bağlantıların güçlü olarak kabul edildiği, ileri bağlantıların ise nispeten zayıf olarak değerlendirildiği bir ekonomi olarak dikkat çekmektedir.⁶³

Türkiye ekonomisi 2002’den başlamak üzere 2008 yılına kadar 6 yıl sürekli pozitif büyüme göstererek ciddi bir başarı yakalamıştır. 2008 yılının başlangıcıyla görülmeye başlanan ABD’de yaşanan mortgage krizi ve sonuçlarının devam ettiği süreçteyse sadece 2009 yılında yüzde 4,8 oranında negatif büyüme yani küçülme yaşamıştır. Gayri Safi YH’daki büyüme oranı 2009 yılındaki yaşanan kriz sonrası süreçte hızlı bir şekilde tekrar toparlanırken, son yıllarda Türkiye ekonomisinde canlılık devam etmiş ve Tablo 2.1’de belirtildiği gibi Türkiye 2017 yılını % 7,30 gibi yüksek bir büyüme performansı ile tamamlamıştır.

⁶³ Gülay Dinçel ; “Büyüme Bağlamında İnşaat Sektörü” , TSKB Araştırma Bölümü Yayını , Ocak 2015

Tablo 2.1 : Harcamalar Yöntemiyle Cari Fiyatlarla GSYH (2017)

Yıl	GSYH (milyon TL)	Kişi Başı Gelir (TL)	GSYH (milyon Dolar)	Kişi Başı Gelir (Dolar)	Büyüme (%)	Yıl İçi Ortalama Kur (Dolar/TL)
2014	2.044.466	26.489	798.987	12.112	5,17	2,19
2015	2.338.647	29.899	861.879	11.019	6,03	2,75
2016	2.608.526	32.904	862.744	10.883	3,30	3,04
2017	2.212.254*	-	615.643*	-	7,30	3,64
Kaynak : TÜİK, Borsa İstanbul 2017 Faaliyet Raporu , * 9 Aylık						

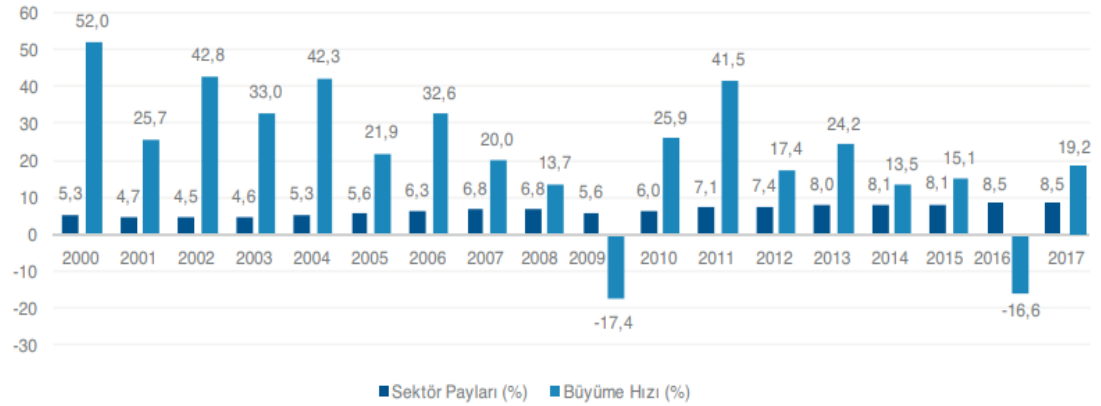
Diğer taraftan, ABD Federal Merkez Bankası tarafından faiz artırımına ilişkin belirsizlikler, bunun yanında yaşanan jeopolitik gelişmeler ve ayrıca dış talep tarafında yaşanan zayıf seyir, toparlanma anlamında riskler içermektedir. Büyüme düzeylerindeki yaşanan gelişmelere bağlı olmak üzere milli gelir ve özellikle kişi başına düşen milli gelir açısından ciddi başarılar elde edilmiştir. Uluslararası Para Fonu ve Dünya Bankası'ndan elde edilen verilere göre kişi başı milli gelir, 2002 yılı içinde 3.337 \$ düzeyindeyken, 2008 yılı içinde yaklaşık 10.231 \$ düzeyine kadar ulaşmıştır. 2010 yılını takip eden dönemden sonra ise kişi başı milli gelir dar bir bantta seyretmiştir. Türkiye ekonomisinde 2000'li yıllar sonrası uygulamaya geçirilen istihdamı artırıcı ekonomik politikalarla, yaşanan işsizlik sorunuyla ilgili ciddi başarılar elde edilmiştir. Fakat, ABD Kredi Krizi ve sonrasındaki süreçte işsizlik düzeyi TÜİK tarafından yayınlanan verilerine göre yüzde 13 düzeyine kadar yükselmiştir. Son dönemdeki veriler dikkate alındığında yine TÜİK verilerine göre 2018 yılın Ocak ayında % 10,8 olarak gerçekleşmiştir.⁶⁴ TÜFE, verilere göre, 2016 yılının Mayıs'ında geçmiş yılın Mayıs'ına göre % 6,58 düzeyinde artmış olup⁶⁵, bu düzey TCMB'nin hedeflediği enflasyon olan % 5 seviyesinin üstünde yer almaktadır.

⁶⁴ Türkiye İstatistik Kurumu, "İşgücü İstatistikleri, Ocak 2018"

⁶⁵ Türkiye İstatistik Kurumu, "Haziran 2016 Tüketici Fiyat Endeksi Raporu"

Bu seyir enflasyondaki yukarı yönde eğilimin sürme olasılığını da arttırmaktadır. 2000’li yılların başlangıcıyla birlikte enflasyon düzeyinde görülen hızlı düşüşler faiz seviyelerinde de aşağı doğru hareketlenmeyi beraberinde getirmiştir. Böylece, mesela, 2001’de yıllık olarak yüzde 55 olan konut kredi faizi, 2014 yılına gelindiğinde yüzde 11’e kadar azalmış, 2015 yılının Eylül ayı itibariyleyse yüzde 14 düzeylerine kadar artmıştır. Son dönemde yaşanan yüksek hızlı nüfus artışı, küçülen aile yapısı, kentleşmenin artışı, gelir düzeylerinin yükselmesi ve yaşam kalite standartlarının yükselmesi sebebiyle, gayrimenkule olan talep te artış göstermektedir. Diğer yandan etki düzeyi düşse de geçmiş Şekil 2.4’de gösterilen, geçmiş 10 yılın verileri incelendiğinde, inşaat sektörünün ortalama yüzde 7,2 oranında Türkiye ekonomisine katkıda bulunduğu görülmektedir.

Şekil 2.4 : İnşaat Sektörünün Cari Fiyatlarla GSYH’dan Aldığı Pay (2017)



Kaynak : TÜİK

İnşaat sektörü ve temelinde konut inşası ve bağlı alt sektörler ekonomik açıdan en önemli unsurlardır.⁶⁶ Türkiye’de inşaat ve konut sektörü özellikle son 15 yılı kapsayan dönemde hızlı bir gelişme göstermiştir. İnşaat ve konut sektörünün makroekonomik açıdan önemi oluşturduğu çarpan etkisinden kaynaklanmaktadır.

⁶⁶ Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Derneği, “Türkiye Gayrimenkul Sektörü 2016 yılı 4.Çeyrek Raporu”, 2016

250'ye yakın alt sektörde hareketliliğe sebep olan sektör, büyümeye ve istihdama önemli ölçüde katkıda bulunmaktadır. İnşaat ve konut sektörlerinin anlatılan 'çarpan' etkileri, ülkelerin ekonomik görünümünde ve bununla da kalmayıp, 2008 yılındaki küresel kriz ortamında da kendini gösterdiği şekliyle, dünya ekonomisinde ciddi bir olumlu etkiye sahip olmuştur. İnşaat ve konut sektörü makroekonomik ve mikroekonomi şartlarından hayli etkilenmektedir. Söz konusu koşullarda oluşabilecek farklılaşmayı da üzerinde en yoğun hissetmekte olan başlıca sektörlerdendir. Sektördeki "duyarlılığı" ve "eğilimleri" analiz edebilmek için global ve yerel makroekonomik oluşumların çok iyi incelemesi gereklidir. Sektör, risk algısı, gelecek beklentisi, beğeni gibi ölçülmesi daha zor olan ve ekonomik gelişmelerin dışında kalan değişkenlerden de etkilenebilmektedir.

İnşaat sektörünün ve tüm bileşenlerini oluşturan değişkenlerin dikkatlice ve belirli bir süreçte sürekli bir biçimde analiz yapılması gerekliliği açıktır. Bazı durumlarda ağırlıkları nispeten daha düşük olan değişkenlerin oluşturduğu etki yüksek olabilirken, zaman zamansa doğrudan etki oluşturan parametrelerin etkisi daha fazla olabilmektedir. Toplumda tartışma konularından biri de konut fiyatlarının seyridir. Konut fiyatlarında oluşan artış ve azalışlar, oluşan fiyatların doğru seviyelerde olması, gayrimenkul sektörü dışında, ekonominin tümü açısından belirleyici bir işaret niteliği barındırmaktadır. Merkez Bankaları ve bununla beraber iktisat politikalarını uygulayanlar için söz konusu durum büyük bir önem arz etmektedir.⁶⁷ Varlık fiyatlarıyla ilgili analiz yapabilmek için birçok iktisat ve finans yöntemi olmakla beraber tüm şartlarda geçerli olabilecek "mutlak doğru" olarak değerlendirilebilecek bir yöntem oluşturmak mümkün olmamaktadır. Bunun ana sebebi ölçülebilmesi nispeten daha zor olan, insana ve insana bağlı davranışlardan kaynaklanan nedenlerin, zamanla baskın hale gelmesidir. İlave olarak, gayrimenkul projelerinin birbirlerinden büyüklük, geliştirildiği yer ve sosyal imkanlar gibi birçok farkları içermesi homojen bir karşılaştırma yapma imkanı vermemektedir.

⁶⁷ T.C. Merkez Bankası İstatistik Genel Müdürlüğü, "Konut Fiyat Endeksi" , Haziran 2017

Türkiye’de konut talebi ve buna bağlı olarak ta arz birbirini karşılar duruma gelmiştir. Yıllık olarak yaklaşık 1 milyonun üzerinde adet konut satışı gerçekleşmektedir. Bununla beraber yine yıllık yaklaşık yeni 600 bin konut gereksinimi devam etmektedir. TÜİK istatistikleri dikkate alındığında; hane halkları adedi yaklaşık 19,5 milyon civarındadır. Ortalama hane halkı büyüklüğünün de 3,8 kişi olduğu hesaplanmaktadır. Konut sahipliği oranı 2006 yılında yaklaşık yüzde 60,9 iken 2013 yılına gelindiğinde bu oranın yüzde 61 seviyesinde oluşmuştur. Nüfus büyümesinden kaynaklı ‘doğal’ konut talebi dikkate alındığında, konut sahipliğinin benzer bir oranda kalması, konut sahipliğinin önümüzdeki dönemlerde artma potansiyeli olduğunu bir göstergesidir. Ayrıca, konut amortisman sürelerine bakıldığında, Türkiye genelinde sürenin yaklaşık 15 ile 20 yıl arasında seyrettiği görülebilmektedir.⁶⁸

Türkiye’de gayrimenkul sektöründe orta gelir grubuna ve orta alt gelir grubuna ait konut ihtiyacı halen kuvvetli bir şekilde devam etmektedir. Orta üst gelir grubu ve lüks sınıftaysa talebin diğer segmentlere göre daha yavaş olduğu ifade edilebilir. Ancak fiyat artışları konusunda, dönemsel olarak görülebilecek dalgalanmalar, bir ‘konut fiyatlarında çöküş’ veya ‘konut fiyatlarında balon’ olarak adlandırılmamadır. Bölgelere göre farklılık gösterebilen fiyatlardaki ani yükselişlerin, belirli bölgelere ilişkin özel sebepler kaynaklı olabileceği ve genel fiyat artışı veya düşüşü oluşturmayabileceği unutulmamalıdır.

Fiyatlar, tüm varlık tipleri için ne sürekli olarak yükselecek ne de sürekli olarak düşecektir. Bu sebeple gerek ülkemizle alakalı gerekse gayrimenkul sektörüyle ilgili, istikrarlı büyüme, dinamik ve canlı yapı devam ettiği sürece, orta vadede büyüme eğilimi devam edecektir. Fakat, büyüme hızı ve oranı yaşanabilecek farklı iç ve dış gelişmelere bağlı olmak kaydıyla yıllardan yıllara farklılık gösterebilecektir.

⁶⁸ Mustafa Aşkın, Bahadır Dalkılıç ; “Emlak Konut Sektör Raporu” , Eylül 2015

Genel olarak Türk Gayrimenkul ve İnşaat sektöründeki gelişmeleri etkileyen ve gelecekte de etkileme ihtimali olan sebepleri şu şekilde ifade edebiliriz; Yabancı yatırımcıların sektöre ilgisinin artarak sürmesi, Türkiye'nin çevresindeki ve ilişkide bulunduğu ülkelerin jeopolitik önemin sürmesi, Konut kredisi faizlerindeki hareketlilik ve yukarı yönlü gidişe rağmen gayrimenkul yatırımcılarının zaman zaman faiz artışına karşı hassasiyetinin çok fazla olmaması, faizin getirdiği maliyetin, daha hızlı artan konut fiyatları tarafından karşılanabilmesi beklentisi, İstanbul'un dünya çapında bir marka şehir olması ve sonucunda dünyanın dört bir tarafından yatırımcının ilgisini çekmesi, Körfez geçiş köprüsü, 3.Boğaz geçişi köprüsü, İstanbul'da inşa edilen tüp geçit projeleri, inşası devam eden 3. Havaalanı, yeni inşa edilen metro ve raylı sistem projeleri ve Kanal İstanbul gibi mega projeler oldukça dikkat çekmektedir. ulaşım imkanlarının gün geçtikçe artması sonucunda büyük şehir çeperlerinin büyümesi, kentsel dönüşüm ve sonunda geliştirilen düzenlemelerin hayata geçirilmesinin sürmesi, Sektörle ilişkili işletmelerin gün geçtikçe daha profesyonel yönetilmelerinin oluşturduğu faydalar, köyden kente süren göç hareketi, Türkiye nüfus ortalamasının genç bir nüfus olması sebebiyle oluşan doğal talep, çekirdek aile yapısının farklılaşarak ailelerin daha küçük hale gelmesi, evlenme ve boşanmalar sebebiyle oluşan konut ihtiyacı, 2001 Krizi sonrasında hızla büyüyen milli gelir ve finansal yenilikler, arz ve talep yönlü gayrimenkul piyasalarının gün geçtikçe kurumsallaşması ve esnekliğinin oluşması, gayrimenkul fiyatlarındaki hareketlenmeleri izleyen yatırım yapanların fiyat artış hızı nispeten daha az bölgelerdeki potansiyel sebebiyle bu bölgelerden de konut almaya hız vermesi, gayrimenkul alımını ve tasarrufu artırmayı teşvik etmek amacıyla alınan önemlerin gayrimenkul sektöründe canlılığa sebep olması, olarak ifade edilebilir.

Detaylı olarak ifade edildiği gibi, Türkiye gayrimenkul piyasasını etkileyen ana etkenler nüfus artış hızı, iç ve dış göç, gayrimenkulün yatırım yapılabilir bir araç olarak değerlendirilmesi sebebiyle talep hala güçlü kalabilmektedir. Özellikle de iç piyasadaki yerli yatırımcılar tarafından bakıldığında, aynı anda kira geliri elde ederek düzenli şekilde gelir sağlanması, bunun yanında da gayrimenkulün değer artışıyla reel getiri elde edilebilmesi, doğru taraflarca geliştirilen projelerde oluşan talebi mevcut arzın üzerine çıkarmaktadır. Gayrimenkul sektöründe arz miktarın ve talep

miktarı üzerinde etkili olan pek çok sebep bulunmaktadır. Bu sebeplerden en önemlileri içinde projenin konumu, mimari özellikleri, sosyal donatı alanları ve ulaşım imkanları gibi alıcıların karar vermelerini etkileyen unsurlar bulunmaktadır. Fakat bunlarla birlikte oluşan talep açısından ve ayrıca arz edilenin satışının kolaylığı açısından, konut finansmanında kolaylıklar sunulması başka şartlar ne olursa olsun büyük ölçüde alım yapma kararını çabuklaştırmaktadır.

Oluşan talebin gelecekte de canlılığını koruyabilmesi ve gayrimenkul sektörünün ihtiyaç duyabileceği fonu uygun maliyetlerle karşılayabilmesi amacıyla, finansal enstrümanların geliştirilmelerine ve ayrıca desteklenmelerine ihtiyaç vardır. Oluşan fiyatlardaysa daha makul ve dengeli bir yüseli gözlenebilir. Fakat ekonomileri etkileyen talep düzeyinde geçici dalgalanmalar yaratabilir. Türkiye genelinde gayrimenkul fiyatlarının ortalamadan az yükseldiği bölgelerde gelecekte yatırım yapmak amaçlı talep yükselişi görülebilir.⁶⁹

2.2. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları

SPK'ya göre GYO'lar için “gayrimenkullere, gayrimenkul projelerine, gayrimenkule dayalı haklara ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilen, belirli projeleri gerçekleştirmek ya da belirli bir gayrimenkule yatırım yapmak amacıyla kurulabilen ve izin verilen diğer faaliyetlerde bulunabilen, gelirleri kurumlar vergisinden istisna tutulmuş (Kurumlar Vergisi Kanunu Md. 5/1-d-4) sermaye piyasası kurumlarıdır.”⁷⁰ Gayrimenkul yatırım ortaklığının amacı, getiri potansiyeli yüksek gayrimenkullere ve gayrimenkul projelerine yatırım yapmak, portföyündeki gayrimenkullerden kira geliri ve gayrimenkul alım satım kazancı elde etmektir.” Tanımlaması yapılmaktadır.

⁶⁹ Mustafa Aşkın, Bahadır Dalkılıç ; “Emlak Konut Sektör Raporu” , Eylül 2015

⁷⁰ Sermaye Piyasası Kurulu ; “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-5” , Ankara, Mart 2007 Sh: 4

2.2.1. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Tanımı

GYO'lar, portföylerindeki gayrimenkullerin alım ve satımından kar elde edebilmekte ve hesap döneminin sonunda, elde edilen bu karı kendi ortaklarına kar payı olarak dağıtarak bu suretle elde edile geliri yatırımcılarına dağıtabilmektedirler. Bu şekilde GYO hisselerine yatırım yapan ve ortak haline gelenler, gayrimenkullerin getirilerinden, doğrudan olmasa da dolaylı yoldan faydalanmaktadır. Yatırımcılar, GYO'ların kar paylarına ortak olmakla beraber, bu gayrimenkul yatırım ortaklıklarının hisselerinin, borsalarda gerçekleşen muhtemel fiyat yükselmelerinden de faydalanabilmeleri mümkündür.

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, yalnızca gayrimenkule dayalı bir portföyün işletilebilmesi faaliyetleri çerçevesinde çalışma yapabilirler. Bu nedenle de gayrimenkul yatırım ortaklıkları aktif varlıkları arasında makineler ve ekipmanlar bulunduramazlar. Bunun yanında, inşaat yapım işlerini üstlenemez, fakat inşaatını başka yüklenicilerin sürdürdüğü projelere finansman sağlama imkanına sahiptirler. Mevcut Şirketlerin, halihazırdaki faaliyetlerini gayrimenkul yatırım ortaklıklarının yapabileceği faaliyetlere çevirmesi şartıyla gayrimenkul yatırım ortaklıklarına dönüşebilmeleri mümkündür. Farklı bir anlatımla; GYO'lar, çeşitli gayrimenkul yatırımlarına finansman sağlayabilmek amacıyla kurulabilirler.⁷¹

2.2.2. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Yapısı

GYO'ların hedefi, kazanç elde etme ihtimali fazla olan gayrimenkullere veya projelerine yatırımlar yaparak, GYO'ların portföylerinden alım ve satım kazancı veya kira getirisi elde etmeye çalışmak, böylece kira veya alım ve satım getirileri elde etme yoluyla yüksek bir karlılığa ulaşmaktır. Bu çeşit projelerin, önemli miktarlarda fon kaynağına ihtiyacı vardır. Bu büyüklükte finansman kaynağı ihtiyacını karşılama imkânı olabilecek şirket sayısı ise oldukça sınırlıdır. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları bu ölçekteki büyük gayrimenkul projelerini

⁷¹ Belgin Akçay ; “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları” , İşletme ve Finans Yayınları, 1999, Yayın No: 5., Ankara

gerçekleştirilebilmesine imkân verecek tarzda bir finansman yöntemi uygulayarak, pay senetleri karşılığında yeterli kaynak bulunabilmesini ve böylece büyük bir finansman yükünün yüklenici şirketlerin üzerlerinden kaldırılmasını sağlamaktadırlar.⁷²

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının hisse senetlerine yatırım yapmayı tercih eden yatırımcılar, borsada işlem yapma yeterliliğine sahip bir yatırım kuruluşuna gerekli talimatı ileterek, istedikleri gayrimenkul yatırım ortaklıklarının hisse senetlerini satın alabilirler. Ayrıca, gayrimenkul yatırım ortaklıklarına halka arzları sırasında da (birincil piyasada) yatırım yapabilmek imkân dahilindedir. Bu amaçla, sirküler duyurularını takip etmek ve gerekli başvuruları yapmak yeterlidir. Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının hisse senetlerinin halka arz edilmesi sürecinde ve bunun sonrasında yatırımcıların gerekli bilgileri elde edebileceği bazı kaynaklar bulunmaktadır. Esas Sözleşme, Şirketlerin kuruluşlarına ilişkin, TTK ve SPK mevzuatları kapsamında hazırlanan ve şirketlerin ticaret unvanları, amaçları ve faaliyet konuları, süreleri, yetkili organı gibi konu başlıklarını kapsayan bir belgedir. Şirketler, esas sözleşmelerinin tescilleri ile tüzel kişiliklerini kazanırlar. İzahname, halka arzlarda şirketlere ortak olmayı planlayan yatırımcılara şirketlerin amaçları, süreleri, ticaret unvanları, tescil tarihleri ve numaraları, halka arz edilmesi planlanan hisse senetlerinin miktarları ve yüzdesi, şirketlerin faaliyetleri ve yaptığı yatırımlar, şirketlerin mali tabloları türünden çeşitli konularla ilgili bilgi verebilmeyi hedefleyen bir kamuyu aydınlatma aracıdır. Sirkülerler, Şirketleri hisse senetlerini satın alarak şirketlere ortak olabilecek yatırımcıların, halka arzlara çağrılabilmesi amacıyla yayınlanan duyuru türüdür. İzahnameler ve sirkülerler, başvuru yapılabilecek yerlerde yatırımcıların incelemelerine açık olarak tutulurlar ve ilave olarak, KAP ile şirketlerin web sitelerinde de yayımlanırlar. Mali tablolara gelince, GYO'lar, SPK'nın finansal raporlamalarla ilgili uygulamaları çerçevesinde, finansal tablolarını hazırlarlar ve kamuya açıklarlar. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, hisse senetlerinin

⁷² Gökhan Çıkılı ; “Türkiye’de Gayrimenkul Sektörü ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları” , Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Ana Bilim Dalı, Para Banka Programı, Yüksek Lisans Tezi, 2010

halka arzının gerçekleştiği hesap dönemleri itibariyle, sürekli olarak bağımsız denetime tabidirler. Bunun sonucunda da şirketlerin 6. ay sonu ve 12. ayın bitimi tarihli mali tabloları, SPK tarafından yetki verilmiş olan bağımsız denetim kuruluşlarınca denetlenmektedirler. Yönetim Kurullarına ait Faaliyet Raporları, tüm GYO'lar, 3'er aylık periyotlar itibarı ile hazırlarlar. Faaliyet raporlarında, portföylerinde bulunan varlıkların ekspertiz raporu özet bölümlerine, son 3 aylık süreç ile ilgili gelişmelerin özetlerine, devam eden projelere ilişkin olarak halihazır durum, bitirilme oranı ve zamanı, tahmini gerçekleşme durumu, gibi ek açıklamalara, portföylerde bulunan varlıklardan kiralama yapılanların detaylı bilgilerine, ortaklıkların mali tablolarına ve ayrıca son olarak da portföy sınırlamaları kontrolüne ait bilgilendirmelere yer verilir. Yönetim kurulu faaliyet raporları, SPK'nın finansal raporlamalarla ilgili uygulamalarında belirlenen süre içinde yayınlanır. Faaliyet raporları aynı anda ortaklıkların merkezlerinde ve web sayfalarında yatırım yapanların detaylı inceleyebilmesi için yayınlanır. Bununla beraber, talep edilmeleri durumunda harcaması şirketler tarafından karşılanabilmek üzere yatırımcılara da gönderilebilir. Bu raporlar en az 10 yıl süreli olarak ortaklıklar tarafından saklanır.⁷³ GYO'ların web sayfalarında bulunan "sürekli bilgilendirme formları" aracılığıyla da belirtilen belgelerin tamamına ulaşılabilir. Özel Durum Açıklamaları, SPK düzenlemeleri doğrultusunda açıklanması zorunlu konular özel durum açıklamaları aracılığıyla kamuya duyurulur. Ara dönem finansal raporlar, üçer aylık periyotlarla hazırlanır, düzenlenen ara dönem ve yıllık finansal raporlar, elektronik ortamda imzalanarak kamuyu aydınlatma platformunda gayrimenkul yatırım ortaklıklarınca yayınlanır.⁷⁴ Gayrimenkul yatırım ortaklığı yatırımcılarının, TTK' dan doğan; elde edilen kardan, hissesine isabet eden miktarı almaya, Şirketin tasfiyesi durumunda tasfiyeden pay almaya şirketin sermaye kendi kaynaklarından sermaye artırımını yapması durumunda bedelsiz pay almaya, rüçhan hakkı almaya, şirketin Genel Kuruluna katılmaya muhalefet etmeye veya öneride bulunmaya Genel Kurullarda oy

⁷³ Sermaye Piyasası Kurulu , "Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği (II-14.1)", Resmi Gazete , Sayı :28676 , 13 Haziran 2013

⁷⁴ Sermaye Piyasası Kurulu ; "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-48.1)", Resmi Gazete , Sayı :28660 , 28 Mayıs 2013

kullanmaya, şirketin faaliyetleriyle ve hesaplarıyla bilgi almaya inceleme yapmaya yetkileri vardır. Hisse senedi satın alarak Gayrimenkul yatırım ortaklıklarına ortak olan yatırımcıların hedefi; bireysel ve büyük olmayan miktardaki tasarruflarıyla büyük ölçekli kaynaklara ihtiyaç duyulan gayrimenkul sektöründe yatırım yapabilme imkanına ulaşmak ve bu sektörün getirilerinden doğrudan olmasa da faydalanmaktır.⁷⁵

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının işleyişine gelince, farklı birçok kuruluşun birliktelik ve uyum içerisinde çalışması esasına dayalı bir işleyiş söz konusudur. Bu yapı içerisinde bulunan kesimler ve üstlendikleri görevler sırasıyla belirtilmektedir; Müteahhitler, Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının portföylerinde bulunan projelerin inşaa ve yapım çalışmalarını üstlenen kişi ve kuruluşlardır. İşletmeciler; gayrimenkul yatırım ortaklığıyla yaptığı bir anlaşma kapsamında ortaklık mülkiyetindeki veya kiralanmış olan ticari depolar, hastane, iş merkezleri, oteller, alışveriş merkezleri, ticari parklar, konutlar ve bu özellikteki gayrimenkulleri ticari amaçla işleten kuruluşlardır. Danışman Şirketler; Gayrimenkul yatırım Ortaklarıyla gerçekleştirdiği bir anlaşma kapsamında ortaklıklara ait projelerin geliştirilmesi ve kontrol hizmetlerinin yapılmasını da kapsayan, portföylerinin geliştirilebilmesi ve çeşitli yatırım olanaklarının araştırılması doğrultusunda hizmet sunan şirketlerdir. Gayrimenkul Değerleme Şirketleri ise; SPK düzenlemeleri çerçevesinde gayrimenkul projelerine, gayrimenkule dayalı haklara ve gayrimenkullere gerektiğinde değerleme hizmeti verebilecek şirketler listesi içerisinde ismi geçen şirketlerdir.

Değerleme, değerleme hizmeti; hiçbir kısıtlama ve baskı olmadan, alıcıların tam ve tarafsız olarak bilgilendirildiği bir durumda, mülkiyet haklarının satılabilir olduğu en fazla peşin satış tutarının tespit edilmesi çalışmasıdır. Değerleme yapılması çalışmasında maliyet yaklaşımı, piyasa değeri, getiri oranı

⁷⁵ A.Ender ÇOLAK, Askın ALICI ; “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları A’dan Z’ye”, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No: 136, Ankara, Ekim,2001 s: 35-36

yaklaşımlarından bir tanesi yöntem olarak seçilmek zorundadır.⁷⁶ Gayrimenkul Değerleme Hizmetinin neleri kapsadığını incelersek, Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının; gerçekleştirdikleri faaliyetlerin büyük bir kısmında ve birçok farklı birçok işlem için, SPK listesi içerisinde bulunan ve gayrimenkul değerleme hizmeti veren şirketlere, işlemleriyle ilgili varlıkların ve hakların değerlerini ve güncel kira tutarlarının tespitini yaptırma yükümlülükleri vardır.

Bunlardan başlıca olanları; Portföylerinde bulunan gayrimenkullere ait, gayrimenkullere bağlı hakların ve gayrimenkullere bağlı projelerin alımları veya satımları, Portföylerinde bulunan gayrimenkullerin kiralanması durumu, Kiralanmak üzere gayrimenkullerin kiralanması durumu, Portföylerinde bulunan gayrimenkuller içinden kiralaması yapılanların kira anlaşmalarının yeniden hazırlanması veya sürelerinin değiştirilmesi, gayrimenkullere ait ipoteklerinin kabul edilmesi, gayrimenkullere bağlı projelerde inşaatlara başlanabilmesi için, hukuki prosedürlere riayet edildiğinin ve gerek duyulan evrakların eksiksiz ve doğru biçimde var olduğunun tespiti, portföye SPK tarafınca değerlemesinin yapılması uygun olacak diğer varlıkların da alınması veya portföyden çıkarılması, Şirket portföyünde bulunan ve ortaklığa ait hesap periyodunun son 3 ayı içinde herhangi bir sebeple güncel değerleri tespit edilmemiş varlıkların yılsonlarındaki güncel değerlemesinin yapılması, portföylerinde bulunan gayrimenkullerin, gayrimenkullere bağlı hakların ve gayrimenkullere bağlı projelerin özelliklerinin veya cinslerinin değiştirilmesi, şirketlere ayni sermaye konulması olarak belirtilebilir.

Portföylerindeki gayrimenkullerden alım veya satım veya kira getirisi elde kazanan Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, yıl sonlarında elde ettikleri karın pay sahiplerine nakit temettü şeklinde dağıtabilecek ve gayrimenkul değer artışı kazancını pay sahiplerine ileten bir aracı vazifesi görecektir diğer yandan büyük tutarlı gayrimenkulleri satın alacak nakdi olan pay sahipleri ile gayrimenkullerin

⁷⁶ Herdem Belen ; “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Faaliyetlerinin Medenî Hukuk Açısından Değerlendirilmesi” , 1.bs.,İstanbul , Beta , Eylül 2002

istenildiği anda güncel değerinden müşteri bulamama riskini üstlenmek ve kaynaklarını farklılaştırarak sadece tek bir yatırım aracına bağlı olmamak endişesiyle gayrimenkul satın almaktansa gayrimenkul yatırım ortaklığına yatırım yapmayı tercih edebilecektir.⁷⁷

TTK'ya göre GYO'lar, yeni bir anonim ortaklık statüsünde kurulma durumu olabileceği gibi, öncesinde farklı amaçlarla kurulan anonim şirketleri mevcut esas sözleşmelerini SPK tebliğlerine uyacak şekilde değiştirmeleri sonucunda gayrimenkul yatırım ortaklıklarına "dönüşmeleri" de mümkündür. Her durumda da GYO ların kuruluşlarının veya dönüşümlerinin SPK tarafından uygun kabul edilmesi gerekir. SPK onay süreci sonrasında, Gümrük ve Ticaret Bakanlığı'na değişiklik amaçlı izin talebiyle başvuru yapılır. Bakanlık tarafından değişikliğe ait iznin verilmesinin ardından Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, kuruluşlarının veya esas sözleşmelerinin değiştiğiyle ilgili genel kurul kararlarının tescili sonrası ortaklık sermayeleri kullanarak şirkete ait portföylerini oluştururlar.

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları şeklinde kuruluşu gerçekleşen veya sonrasında esas sözleşmelerinde değişikliğe gitmek suretiyle gayrimenkul yatırım ortaklıklarına dönüşen şirketlerin hisselerinin halka arzının yapılarak satılabilmeleri için kuruluşları sonrası veya esas sözleşme tadilinin ticaret siciline tescili sonrasındaki 3 ay zaman sürecinde faaliyetlerinin sürdürebilmesi amacıyla ihtiyaç duyulan mekânsal , donanımsal ve insan kaynakları açısından ihtiyaç duyulan personeli sağlamaları ve gerekli yapılanmayı oluşturmaları genel müdür atamalarının yapılması, portföye alınacak varlıklarla ilgili taahhütlerin yerine getirilmesi SPK tarafından belirlenen halka arz başvurusu formu ve forum içinde belirtilen evrakları düzenleyerek en az sermayelerinin %25'ine tekabül eden paylarının halka arz

⁷⁷ Kürsat Tuncel ; “**Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ; Türkiye Uygulaması**” , Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Ankara 1997, s: 74

edilmesiyle ilgili izahnamenin onaylanabilmesi amacıyla SPK ya başvurmaları gereklidir.⁷⁸

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, alımdan veya satımdan kâr elde etmek için veya kiralamalardan getiri kazanmak için; alışveriş merkezi, konut, arsa, arazi, lojistik merkezi, otel, ofis, depo, park, hastane, lojistik merkezi ve diğer benzer nitelikteki gayrimenkullerin alımını gerçekleştirebilir satışını yapabilir kendisi kiralayabilir veya kiraya verebilirler. Mülkiyetlerine ait arsalar veya arazilerin yanında kat karşılığı veya gelir paylaşımı arsa satış anlaşmaları yaptığı farklı kişilerin mülkiyetindeki arsalarla proje geliştirebilir veya bu tür projelere yatırım yapabilirler. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, Hastane, otel ve benzeri faaliyetlerin yapılabilmesi için farklı donanımlara ihtiyaç duyulan gayrimenkullerin, kiraya verilmesinden önce ihtiyaçlarını giderme amaçlı çalışma yapabilirler. Aracılık faaliyeti olmayacak şekilde çeşitli sermaye piyasaları araçlarının alım ve satımını yapabilirler. Takasbank ile para piyasaları veya ters repo işlemi yapabilirler. TL veya dış ülkelerin paraları türünden mevduat hesapları veya katılım hesabı açtırabilirler. Sermaye piyasaları araçlarının ödünç verme işlemini gerçekleştirebilirler. SPK'nın ilgili düzenlemeleri kapsamında, imzalanacak bir sözleşmeyle herhangi bir zamanda portföylerinde bulunan sermaye piyasası araçlarının piyasa şartlarındaki değerlerinin azami yüzde 50'sini, yeterli teminatların karşılanması şartıyla ödünç verebilirler.

İşletmecilik faaliyeti yapan şirketlere, farklı GYO'lara, Yap / İşlet / Devret projeleri geliştirilmesi çerçevesinde kurulmuş olan çeşitli şirketlere, belirlenmiş gayrimenkullerin veya gayrimenkullere bağlı hakların portföylere alınabilmesi amacıyla sınırlandırılmış olarak faaliyet alanı sadece gayrimenkul olan, bununla beraber yurt dışında kurulmuş olan şirketlere, gayrimenkullerin veya gayrimenkullere bağlı hakların güncel değerinin, iştirak edilmesi planlanan şirketlerin finansal tablolarında bulunan aktif toplam büyüklüğünün en az yüzde

⁷⁸ Sermaye Piyasası Kurulu , “**Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin İlişkin Esaslar Tebliği (III-48.1)**” , Resmi Gazete , Sayı :28660 , 28 Mayıs 2013

75'ine tekabül eden Türkiye'de kurulu bulunan şirketlere, portföyleri içinde bulunan ve / veya bulundurulması düşünülen gayrimenkuller, gayrimenkullere bağlı haklar veya projeler için altyapı inşası işlerinin; ilgili düzenlemelerde belirtilen hukuki yükümlülükler sebebiyle sadece bu işlerin yapılabilmesi için limitli olacak şekilde kuruluşu yapılmış veya kuruluş işlemleri süren şirketlerce yapılmalarının zorunlu olması durumunda, bu tür şirketlere iştirak edebilirler. Riskler karşısında korunma sağlayabilmek için swap işlemleri veya forward işlemi gerçekleştirebilirler, ayrıca opsiyon sözleşmeleri hazırlayabilirler, menkule dayalı olmayan vadeli işlemler sözleşmesi satın alabilirler.⁷⁹ Kat karşılığında veya gelir paylaşımı ile gerçekleştirilen projelerde, projelerin inşa edileceği arsaların sahipleri tarafından ortaklıklara, bedelsiz olarak veya düşük bir bedel karşılığında ortaklıklar lehlerine üst hakları tesisi yapılması veya arsaların devrinin yapılması halinde, projelere teminat olabilmeleri amacıyla, arsa sahipleri adına şirket portföylerinde bulundurulmuş taşınmazlara ipotek veya benzer şekilde hakların tesisini gerçekleştirebilirler. İlave olarak, gayrimenkul projelerinin, gayrimenkullerin ve gayrimenkullere bağlı hakların satın alma işleminin gerçekleştirilmesi sırasında sadece bu tür işlemlerin finansmanda kullanılmak üzere veya yatırımlar amacıyla kredi temini için portföylerdeki varlıklar üzerlerinde ipotek, rehin veya benzer diğer sınırlı aynı hakların tesisini yapabilirler.

Kısa vadeli fon taleplerini veya portföyleriyle alakalı oluşan maliyetleri karşılayabilmek amacıyla, hesap dönemleri sonunda hazırlanarak kamuya açıklanan finansal tablolarda bulunan konsolide olmayan öz kaynaklarının 5 katına kadar ulaşan kredilerin kullanımını yapabilirler. Sermaye piyasaları mevzuatlarındaki limitler kapsamında borçlanma araçlarının ihracını yapabilirler. SPK uygulamaları kapsamında gayrimenkul sertifikaları veya varlık teminatlı menkul kıymetler ihracını yapabilirler. Sadece bir projenin gerçekleştirilmesine yönelik olmak üzere, bir veya daha çok ortakla adi ortaklık oluşturabilirler. Mevcut uygulamalarda GYO'ların

⁷⁹ Sermaye Piyasası Kurulu , “**Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin İlişkin Esaslar Tebliği (III-48.1)**” , Resmi Gazete , Sayı :28660 , 28 Mayıs 2013

kurumlar vergisi oranı % 0 dır. GYO'ların vergilendirilmesi konusunda GYO'ların hisselerinin halka arz edilmesi hususundaki izahnamelerden bilgi alınması imkanı vardır. GYO'ların merkezlerinden veya web sayfalarında bulunan “sürekli bilgilendirme formları” ndan izahnamelere ulaşmak mümkün olmaktadır.

Bunların yanında Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının hiçbir şekilde yapamayacakları bazı faaliyetler de mevcuttur. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının öncelikle ABD de kurulmalarının başlıca sebebi de bu tür şirketlerle ilgili gayrimenkullere yatırım yapabilme hususundaki kanuni sınırlamalardır.⁸⁰ Türkiye’de de SPK tarafından, GYO'ların yapamayacakları faaliyetler belirlenmiştir. Bunlardan bazılarını sıralayacak olursak; GYO'ların, bankacılık kanunu hükümlerinde belirtildiği gibi mevzuat toplama veya mevzuat toplama işlevini verecek işlemleri yapmaları yasaklanmıştır. Yönetmeliklerce izni tanımlanan işlemler haricinde ticaret sanayi veya ziraat gibi faaliyetlerde bulunmaları yasaklanmıştır. GYO'lar gayrimenkullerin inşasını kendileri yapamaz ve bu sebeple personeller veya ekipmanlar bulunduramazlar fakat sürdürülen projeleri kontrollük işlemleri ortaklık tarafından yapılacaksa, bu sebeple personel istihdamı gerçekleştirebilirler. Alışveriş merkezi, Hastane, ticari depolar, otel, iş merkezi, ticari parklar konut siteleri ve benzeri özelliklerdeki taşınmazları ticari gelir elde etmek amacıyla işletmesini yapamaz ve bu sebeple personel istihdamı gerçekleştiremezler. Fakat ortaklıklar, kendi portföylerinde kira getirisi kazanmak amacıyla gayrimenkuller bulundurması durumunda bu gayrimenkullerle ilişkili olarak temizlik, güvenlik ve benzeri özellikteki hizmetlerle kendi portföylerinde bulunan gayrimenkullerin veya gayrimenkul projelerin pazarlanması amacıyla veya değerlerinin arttırılması amacıyla yapılabilecek reklam ve promosyon çalışmaları sebebiyle istihdamı yapılacak personel bu çerçevede değerlendirilemez. Kendi personelleri aracılığıyla portföylerine konu olabilecek projeler dışında tutunmak üzere farklı kişi veya şirketlere proje geliştirilmesi projelerin kontrolü fizililite yapılması yasal izinlerinin

⁸⁰ Özkan Susar ; “Tüm Yönleri _le Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları” , Adalet Yayınevi, Ankara 2004 s: 15bilite yap

takip edilmesi ve benzeri hizmetler veremezler. Kredi kullandıramazlar, SPK'nın finansal raporlamayla ilgili tebliğlerinde belirtilen ilişkili taraflarla hiçbir mal veya hizmet alımı veya satımı işlemlerine dayanak olmayan borçlanma veya alacaklılık ilişkisine girmeleri yasaklanmıştır. Belgelere dayanak olmayan veya piyasa fiyatlarına ciddi oranda farklılık ihtiva eden harcamalar veya komisyon ödemeleri yapamazlar. Sıklıkla kısa süreli, gayrimenkullerin alımını satımını yapamazlar.

Bazı faaliyetleri ise sınırlandırılmıştır⁸¹. Bu sınırlamalara gelince; Herhangi bir ortaklıkta sermayenin veya oy hakkının yüzde 5'ten daha yüksek orana sahiplik etmeleri mümkün değildir. İlave olarak bu amaçla yaptıkları yatırımların bütünü, aktif toplamlarının yüzde 10'u aşamaz. Altın, kıymetli madenler, ve diğer emtialar veya bunları dayanak alan vadeli işlemler sözleşmelerine yatırım yapmaları yasaklanmıştır. Açığa satış yapamazlar krediye konu olan menkul kıymetlerin işlemleri gerçekleştiremezler ve sermaye piyasaları araçlarını geri vermek üzere ödünç olarak almaları mümkün değildir. Türev ürünleri ait sermaye piyasası araçlarıyla, korunma amaçlı işlemler dışında işlem yapamazlar. Varlıkların değerlerinin yüzde 3'ünün üzerinde komisyon ücreti ödemesi yapamazlar hiçbir durumda, üzerlerinde sınırlamalar olan varlıklara veya haklara yatırım yapmaları yasaklanmıştır. Portföy sınırlaması olarak da gayrimenkullere veya gayrimenkullere bağlı haklara veya geliştirilen gayrimenkul projelerine, kendi aktifliğinin toplam değerinin asgari yüzde 51'i oranında yatırımda bulunmaları zorunludur. Sermaye piyasaları araçları takas bank yasaları ve tersrepo işlemleri ile iştiraklerinin tamamına aktif toplamlarının en fazla yüzde 49'u oranında, bu varlıkların içinde bulunan yatırım amacıyla TL veya yabancı para türünden mevduat veya katılma hesapları varsa aktif toplamlarının azami yüzde 10'u oranında yatırım yapmaları mümkündür. Yurtdışındaki gayrimenkullere veya yurtdışındaki gayrimenkullere dayalı sermaye piyasaları araçlarını ve çalışma konuları sadece gayrimenkuller olan yabancı şirketlere aktif toplamlarının en fazla yüzde 49'u oranında yatırım yapmaları mümkündür.

⁸¹ Sermaye Piyasası Kurulu , “**Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin İlişkin Esaslar Tebliği (III-48.1)**” , Resmi Gazete , Sayı :28660 , 28 Mayıs 2013

2.2.3. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Ekonomiye Katkısı

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, büyük ölçekli konut projeleri, alış veriş merkezleri, iş merkezleri gibi nispeten ölçeği daha büyük olan gayrimenkul projelerine finansman amaçlı kaynak temin eder. şirketlerin, bu büyüklükteki projeleri geliştirebilmeleri amacıyla ciddi ölçekte finansman kaynağına ihtiyaçları vardır. Bu oluşan durum, çoğunlukla kendilerine ait özkaynakları yeterli olmayan şirketler açasından katlanılması gereken faizi ifade eden kredi kullanma yoluyla finansman yapılması demektir. Bununla beraber, bu nitelikteki projeler, paydaşlardan gayrimenkul yatırım ortaklıklarına ait payların satın alınması karşılığında toplanacak nakit tutar ile finansman yapma imkânı sağlar. Bu şekilde şirketlerin finansman bulma zorunluluğu önemli ölçüde azaltmış olur. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları tarafından uygulaması yapılabilecek arazilerin geliştirilmesine yönelik projeler (ticaret merkezleri, uydu kentler, turizm ve eğlence merkezi projeleri v.b.) ile düzensiz kentleşme ve çarpık yapılaşmanın büyük bir problem haline gelen şehirlerimizde, bu sorunların büyümesinin önemli ölçüde önüne geçilmiş olunur.⁸² Bir gayrimenkulün alınması veya bir gayrimenkul projesinin ne tür bir finansman yöntemi ile finanse edileceği fikri, projelerin ölçeğine, kullanım amacı ve inşaat izinlerine, şirketlerin kar etme potansiyeline, finansmanın maliyetinin büyüklüğüne bağlıdır. Devletlerin konut veya gayrimenkul sektöründeki problemleri kamuya ait bir sorun olarak değerlendirmesi sonucunda uygulamaya koyulan vergi avantajları, gayrimenkullerin ve projelerinin finansmanı alanında gayrimenkul yatırım ortaklıklarını çekici duruma getirmektedir.

2.2.4. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Yatırımcılarına Katkısı

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarına yatırım yapanlar çerçevesinden bakıldığındaysa, gayrimenkullere ve gayrimenkullere bağlı yapılan yatırımların, kişiler üzerinde, psikolojik ačıdan da güven sağlayan bir etken olduğu inkâr

⁸² Gamze Gökçe , “Gayrimenkul Yatırım Fonları, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Gayrimenkul Sertifikaları ve Gayrimenkul Hazine Taşınmaz Mallarının Bu Yollarla Değerlendirilmesi” , Maliye Bakanlığı Milli Emlak Genel Müdürlüğü Yayın No: 98, Ankara-1998

edilmemektedir. Bununla beraber, farklılaştırma yoluyla risklerin düşürülebilmesi, yatırımların borçlanarak finansmanlarının yapılabilmesi veya amortismanlarının ayrıştırılabilmesi gibi noktalar yatırım yapanlar için gayrimenkullere yapılan yatırımı çekici kılan noktalardır. Yatırım yapanlar, gayrimenkul yatırım ortaklıklarına ait payları borsada satıyor olabilmelerine ilave olarak, mevcut paylarının borsada oluşması muhtemel fiyat yükselişlerinden de yararlanabilme imkânlarına sahiptirler. İlave olarak, şirketlerin portföyleri gayrimenkul sektöründe uzmanlaşmış kişilerce yönetileceğinden, kişilerin kendi başlarına yatırım yapmalarından daha etkili neticeler elde edilebilmektedir. Gayrimenkul yatırım ortaklıklarına yatırım yapanların bir bölümünün de yabancı aracı kurumlar ve kuruluşlar olduğu bilinmektedir. Bu tür şirketler, gelişmekteki ülkelerin gayrimenkul sektörlerinde oluşan getirilerden faydalanabilmek için, ikincil piyasalarda organize olarak işlem görebilen gayrimenkul yatırım ortaklıklarının hisse senetlerini satın almayı, doğrudan gayrimenkule yapılacak bir yatırıma tercih edebilmektedirler. GYO'lar nispeten küçük birikimleriyle yatırım yapanlara, daha büyük ölçekli gayrimenkul projelerinin getirilerinden fayda sağlama imkânı sunarlar, ayrıca menkul kıymetleştirilen gayrimenkullerin ve projelerin sermaye piyasalarında likidite edilmeleri ve böylece büyük sermaye birikimi gerektiren gayrimenkul projeleri açısından finansman kaynağı olma ve diğer taraftan da sermaye piyasalarının gelişimine katkı sağlamaya dek bir çok avantajı bulundurmaktadır.⁸³

2.2.5. Borsa İstanbul'da İşlem Gören Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları

Tablo 2.2'de belirtildiği gibi, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, finansal tablolarındaki bilanço değerlerinden aktif büyüklüklerinin ortalama % 49 oranında düşük fiyata işlem görmektedirler.⁸⁴

⁸³ Mihrican Güven ; “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Hisse Senetlerinin Verimini Etkileyen Faktörler Üzerine İMKB’de Bir Uygulama” , İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Para, Sermaye Piyasası ve Finansal Kurumlar Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2006 s: 10-12

⁸⁴ GYODER , Gösterge Türkiye Gayrimenkul Sektörü 2017 3.Çeyrek Raporu , Sayı : 10 , İstanbul

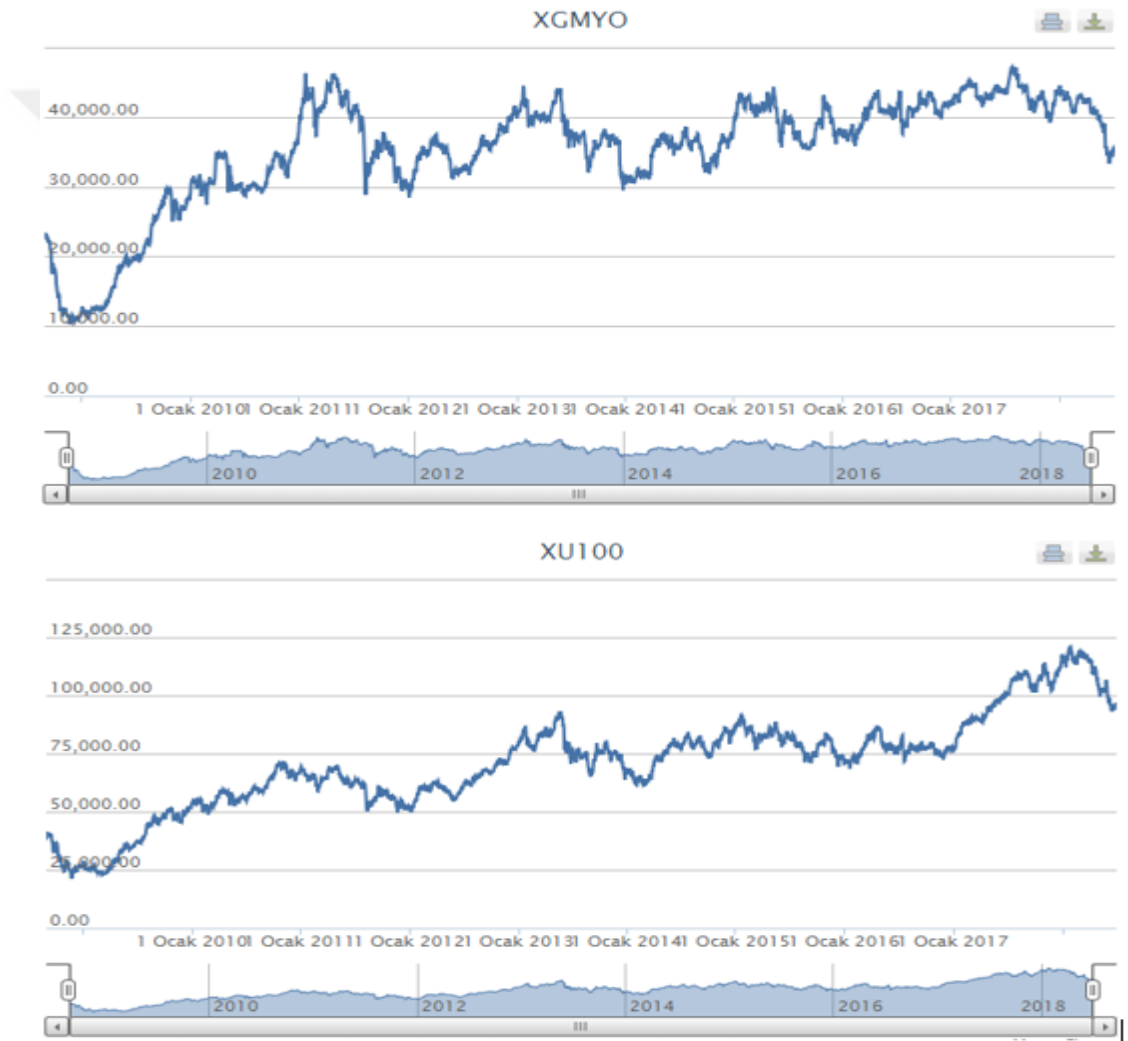
Tablo 2.2 : Türkiye’deki GYO’ların Aktif Toplamları Ve Piyasa Değerleri (2017)

	Ortaklığın Ünvanı	Aktif Toplamı (TL)	Piyasa Değeri (TL)
1	AKFEN GYO	1.103.619.994	263.120.000
2	AKİŞ GYO	4.022.319.219	1.328.983.817
3	AKMERKEZ GYO	238.250.329	796.704.320
4	ALARKO GYO	717.753.654	438.386.681
5	ATA GYO	67.942.945	99.275.000
6	ATAKULE GYO	325.472.401	279.720.000
7	AVRASYA GYO	143.077.027	372.960.000
8	DENİZ GYO	205.277.758	107.500.000
9	DOĞUŞ GYO	1.134.412.346	1.032.544.214
10	EMLAK KONUT GYO	20.456.862.000	11.172.000.000
11	HALK GYO	1.915.457.339	829.500.000
12	İDEALİST GYO	8.377.381	26.100.000
13	İŞ GYO	5.121.066.054	1.352.350.000
14	KİLER GYO	1.794.075.720	386.880.000
15	KÖRFEZ GYO	144.825.132	133.980.000
16	MARTI GYO	479.313.062	51.700.000
17	MİSTRAL GYO	287.433.543	198.900.000
18	NUROL GYO	1.888.261.432	407.200.000
19	ÖZAK GYO	2.044.283.978	537.500.000
20	ÖZDERİCİ GYO	509.623.840	176.000.000
21	PANORA GYO	766.878.485	348.870.000
22	PERA GYO	211.359.013	87.318.000
23	REYSAŞ GYO	1.554.784.330	248.460.001
24	SERVET GYO	321.599.765	180.440.000
25	SİNPAŞ GYO	2.283.066.128	420.000.000
26	TORUNLAR GYO	10.853.139.000	2.460.021.072
27	TSKB GYO	431.610.314	94.500.000
28	VAKIF GYO	1.053.245.908	632.610.000
29	YAPI KREDİ GYO	79.608.020	110.800.000
30	YENİ GİMAT GYO	1.832.843.544	1.326.796.800
31	YEŞİL GYO	1.982.716.127	176.336.780
Toplam		63.978.555.788	26.077.456.685

Kaynak : GYODER , Gösterge Türkiye Gayrimenkul Sektörü 2017 3.Çeyrek Raporu

Tablodan da görüleceği gibi, BİST100’de işlem gören GYO’ların aktif büyüklüğü 64 milyon TL’ye ulaşmış olmasına rağmen, piyasa değerleri toplamı ise 26 milyon TL civarındadır.⁸⁵ BIST 100 Endeksi ile GYO endeksini Şekil 2.5’de karşılaştırdığımızda (XGMYO), gayrimenkul yatırım ortaklıklarının özellikle son 1 yıldır, Borsa İstanbul endeksinden negatif yönde ciddi ayrıştığını görebiliriz.

Şekil 2.5 : GYO Endeksi BİST Endeksi Karşılaştırması (2018)



Kaynak : Borsa İstanbul

⁸⁵ Borsa İstanbul ; “XGMYO Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Endeksi”

2.2.6. Dünyada Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları

Belçika'nın Brüksel şehrinde faaliyet gösteren ve çalışmalarını kâr amacı gütmeyen sürdüren bir kuruluş olan Avrupa Halka Açık Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Birliği, Avrupa'da faaliyet gösteren Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının katılımlarıyla ortaya çıkmış ortak bir platformu teşkil eder. EPRA; çeşitli raporlamalara yönelik standartlar, sektöre ilişkin etik kurallar ve sektöre ait uygulamalar gibi farklı konularda çeşitli politikalar oluşturmaktadır. İlave olarak, sektöre ilişkin çeşitli çalışmaları ve farklı araştırmaları da sürdüren EPRA, dünya ölçeğinde, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları sektörünün ulaştığı büyüklüklere yönelik tahminlerini de yayınlamaktadır. Tablo 2.3'de gösterilen, EPRA'nın yayınlamış olduğu 2010 yılının temmuz ayına ait yapmış olduğu çalışmalara göre Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları sektöründeki en yüksek pay Amerika Birleşik Devletleri'ne aittir. ABD'de faaliyetlerini sürdüren 173 adet farklı GYO'nun piyasa değerleri toplamı 207 milyar Sterlinken, ABD'nin global ölçekte yüzde 53 oranında payı vardır. Amerika Birleşik Devletleri'ni sırasıyla ilk olarak Avustralya, ikinci olarak Fransa, üçüncü olarak Japonya ve sonrasında da İngiltere takip etmektedir. Türkiye'de faaliyetlerini sürdüren 15 adet Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının 2010 yılının temmuz ayına göre piyasa değerleri, dünya genelindekilerin toplamalarının yüzde 1'inin daha altındadır. Son dönemlerde Türkiye'de faaliyet gösteren gayrimenkul yatırım ortaklıklarının halka arz edilebilmelerinin önündeki bürokratik ve prosedürlere ilişkin basitleştirmeye yönelik faaliyetler sonrasında, Türkiye'de faaliyetlerini sürdüren GYO'ların toplam piyasa değeri 2017 yıl sonu 26,5 milyar TL'ye ulaşmıştır. 2010 yılı haziran ayı itibarıyla 483 GYO şirketinin toplam piyasa değeri 390 milyar £'dur.

Tablo 2.3 : Dünyada Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (2010)

Ülke	Şirket Sayısı	Piyasa Değeri Milyar ₺	Dünya Piyasasındaki Payı
ABD	173	207	53,1
Avusturya	60	44	11,2
Fransa	44	38	9,6
Japonya	36	21	5,4
İngiltere	19	21	5,4
Kanada	35	17	4,3
Singapur	21	15	3,7
Hollanda	7	7	1,8
Hong Kong	7	7	1,7
Belçika	14	4	1,0
Güney Afrika	5	3	0,7
Malezya	14	2	0,5
Yeni Zelanda	8	2	0,4
Türkiye	15	1	0,3
Tayvan	8	1	0,3
Almanya	2	0	0,1
Yunanistan	2	0	0,1
İtalya	1	0	0,1
Güney Kore	6	0	0,1
Tayland	6	0	0,1
Toplam	483	390	100
Kaynak : EPRA			

Bununla beraber, 2016 yılı son dönemi itibarı ile tüm dünyada gayrimenkul yatırım ortaklıklarının toplam piyasa değeri 1,7 trilyon \$ büyüklüğe ulaşmıştır. Ulaşılan bu büyüklük, 2010 yılında tüm dünyada gayrimenkul yatırım ortaklıklarının 743 milyar \$ olan büyüklüğüyle karşılaştırıldığında, yaklaşık % 150'ye ulaşan bir büyüme görülmektedir.⁸⁶

⁸⁶Earnst Young ; “Global Perspectives : 2016 REIT Report” ,
[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/global-perspectives-2016-reit-report-ey/\\$File/ey-global-perspectives-2016-reit-report.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/global-perspectives-2016-reit-report-ey/$File/ey-global-perspectives-2016-reit-report.pdf)

a) Amerika Birleşik Devletleri'nde GYO'ları

İlk GYO'lar, faaliyetlerine 1960 yılı içerisinde çıkarılan kanunlarla ABD'de başlamıştır. Bu yeni uygulamaya konulan düzenlemeler sonrasında, 1961 yılında, ilk 6 aylık dönem içerisinde, 15 adet farklı Real Estate Investment Trust (REIT), Amerikan Sermaye Piyasası Kurulu'na (SEC)'e başvuruda bulunmuş ve bu 15 adet ortaklığın 5'inin yaptığı başvurular kabul edilmiştir. Başvuruları kabul edilen, 5 adet REIT'in toplamdaki ihraç miktarları 33 milyon doların üzerine çıkmıştır.⁸⁷ 2010 yılının temmuz ayı itibarı ile ABD'de faaliyet gösteren 173 adet gayrimenkul yatırım ortaklığının toplam piyasa değerleri 207 milyar £ civarındayken, bu tutar dünyadaki gayrimenkul yatırım ortaklıklarının piyasa değerlerinin %53'üne denk gelmektedir. ABD'de gayrimenkul yatırım ortaklıklarının bir veya birden fazla yöneticiler aracılığıyla yönetiliyor olması ve bu gayrimenkul yatırım ortaklıklarının paylarının da devredilebilir niteliğe sahip olması gerekmektedir. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları için belirlenmiş asgari sermaye miktarı bulunmamaktadır. Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının, asgari 100 ortağa sahip olması gerekmektedir. Fakat, 5 ve 5'ten düşük sayıdaki pay sahibi, ortaklığın %50 hissesinden daha yukarısına sahiplik yapmamalıdır. Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının hisseleri; imtiyazlı veya adi pay senetleri gibi farklı türlerde oluşturulabilmektedir. Diğer yandan, gayrimenkul yatırım ortaklıkları için bir borsada işlem görme zorunluluğu aranmamaktadır. Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının portföylerindeki varlıkları, asgari yüzde 75'ini gayrimenkuller, hazineye ait olan menkuller veya nakit değerlerde bulundurmaları zorunludur. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, ABD'den farklı ülkelerde de gayrimenkullere de yatırım yapabilirler. Gelirlerininse asgari yüzde 75'inin, gayrimenkullere ait kira gelirleri veya konut kredisi (mortgage) faizlerinden elde edilme zorunluluğu vardır. Buna ilave olarak, gelirlerinin asgari yüzde 95'iye gayrimenkuller ve temettü ile faiz gelirlerinden oluşmak zorundadır. Bunun dışındaki faaliyetlerden elde edilen gelirler yüzde 5'i geçemez. ABD'de gayrimenkul yatırım ortaklıkları, kendilerine ait portföylerinde, gayrimenkullerin sahibi olabilir, bunları

⁸⁷ A. Ender Çolak ve Aşkın Alıcı ; “**Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları A’dan Z’ye**”, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No: 136, Ankara, Ekim 2001

işletebilir, yönetebilir ve projelerini geliştirebilirler. Bun dışında eğer üçüncü taraf şirketler için gayrimenkul projeleri geliştirirlerse, elde ettikleri gelir yüzde 5’lik faaliyetlerin dışında elde edilen gelir kapsamlarında değerlendirilir. Ancak gayrimenkul yatırım ortaklıkları, gayrimenkul projelerini geliştirme veya alma ve satma işlemlerini, vergiye tabi tutulan iştirakler aracılığıyla yapabilirler. ABD’de gayrimenkul yatırım ortaklıklarının, yıllık dağıtılabilir karlarının asgari yüzde 90 oranında kısmını nakit temettü olarak dağıtmaları zorunludur. ABD’de değer artışından kaynaklanan kazançların ortaklara dağıtılması mecburi değildir, fakat, oluşan gelir kurumlar için kurumlar vergisine tabidir. ABD’de gayrimenkul yatırım ortaklıklarının dağıttığı temettüler gelirler vergisinden düşülebilmektedir. Kalan tutarsa, kurumlar vergisine hukukuna tabidirler. Değer artışlarından doğan kazançlar doğrudan doğruya kurumlar vergisine hükümlerine tabidirler. Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının iştirak olarak ortak oldukları şirketlere herhangi bir muafiyet uygulanmaz, kurumlar vergisi hükümlerine tabidirler. ABD’de faaliyet gösteren gayrimenkul yatırım ortaklıkları, yabancı ülkelerden elde ettikleri gelirler için ödedikleri stopaj tutarları sebebiyle bir iade tutarı almazlar.⁸⁸

b) İngiltere’de GYO’ları

İngiltere’de gayrimenkul yatırım ortaklıklarıyla ilgili düzenlemeler 2007 yılında uygulamaya konulmuştur. Bu tarih öncesiyse emlak sektöründeki şirketler borsalarda işlem görebiliyordu. Fakat vergisel yönden bu tür şirketlerin gayrimenkul yatırım ortaklıklarına göre belirli dezavantajları vardı. Şirketler, elde ettikleri gelirler üzerinden kurumlar vergisine tabiyken, yatırım yapanlar da temettü gelirleri üzerinden gelir vergisi ödenmekteydi. Haziran 2017 tarihi itibarı ile borsada işlem görmekte olan 44 adet gayrimenkul yatırım ortaklıklarının toplam piyasa değerleri 60,8 milyar Euro iken, global ölçekte yüzde 5,23 oranında paya sahiptir.⁸⁹

⁸⁸ Özcan Çikot ; “**Dünyada Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları**” , Sermaye Piyasasında Gündem , sayı:109 , Eylül 2011

⁸⁹ EPRA , “**Global REIT Survey 2017**” , http://prodapp.epra.com/media/Global-REIT-Survey-complete_1508858723450.pdf , Erişim : 26.12.2017

İngiltere’de gayrimenkul yatırım ortaklığı şeklinde faaliyet sürdürebilmek için gayrimenkul yatırım ortaklıklarının sahibi olan şirketlerin yatırım ortaklıkları olarak, İngiliz düzenleyici kurumlarının tanıdığı borsalardan birinde işlem görüyor olması gerekmektedir. Gayrimenkul yatırım ortaklıklarında pay senetleri için geçerli olan kotasyona ait şartlar aranmaktadır. Bir gayrimenkul yatırım ortaklığının, en az 5 veya daha fazla sayıda ortağa sahip olması gerekmektedir. Asgari %35’ini halka arz etmiş şirketler halka açık şirketler olarak kabul edilmektedir. Gayrimenkul yatırım ortaklıklarında, farklı şirketler yüzde 10’dan daha yüksek bir orana ve oy kullanma oranına sahip olmamalıdır. Fakat, bu konuyla ilgili yabancı yatırımcılar açısından bir sınırlama getirilmemiştir. Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının “Kraliyet Vergi İdaresi” tarafından tanınmış olan borsalardan birinde işlem görüyor olması gerekmektedir.⁹⁰ İngiltere’de gayrimenkul yatırım ortaklıkları için yalnızca kiralama gelirleri ve gayrimenkullerin satışlarından elde edilebilen gelirler vergi uygulamasından muaf kabul edilir. Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının elde ettikleri net dönem kârlarının asgari yüzde 75’i gayrimenkullerin kiralanması faaliyetlerinden oluşmalı ve Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının varlıklarının asgari yüzde 75’i gayrimenkullerin kiralanması faaliyetlerinde kullanılmak zorundadır. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları asgari 3 değişik gayrimenkule sahip olmalıdırlar. Bu gayrimenkullerden hiçbir tanesinin değeri toplam portföy büyüklüğünün %40’ını aşmamalıdır. Yatırıma konu varlıklar dünyanın farklı bölgelerinde, konaklama veya ticaret amacıyla kullanılan gayrimenkullerden oluşabilir. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, kiralama faaliyetlerinden kazandığı gelirlerin % 90’ını ilgili dönem sonrası 1 yıl içinde dağıtmak zorundadır. Diğer yandan, değer artış kazançlarından kaynaklanan gelirleri temettü olarak dağıtmak zorunlu değildir. Kira gelirlerinden elde edilen kazançlar veya değer artışından elde edilen kazançlar İngiltere’de kurumlar vergisine konu edilmezler. Diğer elde edilen gelirlerse ilgili dönemdeki yüzde 28’lik kurumlar vergisi oranına tabidirler. Ayrıca Gayrimenkul yatırım ortaklıkları tarafından projelendirilen gayrimenkullerin 3 yıl içinde satışının gerçekleşmesi durumundaysa, vergiye tabi duruma gelirler. İngiltere’de

⁹⁰ KOTEDER , “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Sektör Raporu” , Mart 2011

gayrimenkullerin değerlerinin artmasından doğan kazançları ve kira getirileri dışındaki gelirler yüzde 20 oranında stopaja tabidir. Fakat, tam mükellef durumundaki yerli şirketler, emeklilik fonu faaliyeti yapanlar ve hayır amaçlı dernekler bu tür stopaj kesintisi uygulamasından muaftır.⁹¹

c) GYO'ları açısından Seçilmiş Ülkelerin Karşılaştırması

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları uygulamaları konusunda bilgi verilen ülkeler incelendiğinde, birbirlerinden oldukça farklı olan uygulamalar görülebilmektedir. Türkiye'de faaliyet gösteren Gayrimenkul yatırım ortaklıkları anonim şirket statülerinde kurulabilirken, ABD'de bununla ilgili bir sınırlama bulunmamaktadır, ABD dışındaki ülkelerdeyse yatırım ortaklıkları şeklinde kurulmaktadır. Ülkelerin birçoğunda, Gayrimenkul yatırım ortaklıkları açısından belirli bir başlangıç sermayesi şartı bulunmazken, İngiltere'de borsada işlem görme şartı, Türkiye'deyse, Sermaye Piyasası Kurulu düzenlemeleri gereği başlangıca ilişkin belirli ve asgari bir sermaye gerekmektedir. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları konusunda Türkiye'deki uygulamalarda özellikle kurucularına ilişkin çeşitli koşullar aranırken; ABD ve İngiltere'de farklı olarak ortakların sayıları konusunda farklı kriterler bulunmaktadır. ABD'de Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının borsalarda işlem görmesi zorunluluğu bulunmazken, diğer farklı ülkelerde bu şekilde bir zorunluluk vardır. Ülkelerin düzenlemeleri gayrimenkul yatırım ortaklıklarının yaptıkları yatırımlar için de çeşitli kısıtlamalar getirilmiştir. Bu kısıtlamalar içinde yatırım yapma niyetinin gayrimenkullerden kira gelirleri ve değer artışından doğan kazanç elde etmek olması, varlıklarının en az belirli bir kısmının gayrimenkullere ayrılması gibi farklı hususlar bulunmaktadır. Yatırım yapanlara dağıtılması söz konusu temettü ile ilgili farklılıklar da bulunmaktadır. Türkiye'deki uygulamada dağıtılması mümkün temettü oranı asgari % 20 civarında iken, ABD ve İngiltere'de ise bu oranın yüzde 90 seviyesine çıktığı görülmektedir. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları için birçok ülkede ciddi vergi avantajları bulunmaktadır. İncelemesi

⁹¹ EPRA , “Global REIT Survey 2017” , http://prodapp.epra.com/media/Global-REIT-Survey-complete_1508858723450.pdf , Erişim : 26.12.2017

yapılan ÷lkelerde gayrimenkul yatırım ortaklıklarına vergisel açıdan bir istisna getirilmiştir. Türkiye’deki gayrimenkul yatırım ortaklıkları kurumlar vergisinden ve stopaj kesintisinden muaftır, ABD’de ise gayrimenkul yatırım ortaklıkları dağıttıkları temettü kadar muafiyet elde etmektedirler. İngiltere’de ise gayrimenkul yatırım ortaklıkları kiralardan elde ettikleri gelirler ve değır artışlarından oluşan kazançları açısından kurumlar vergisinden muaftırlar.⁹²



⁹² Özcan Çıkot ; “**Dünyada Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları**” , Sermaye Piyasasında Gündem , sayı:109 , Eylül 2011

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

GAYRİMENKULE DAYALI SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI

3.1. Gayrimenkul Yatırım Fonları

SPK tarafından hazırlanan gayrimenkul yatırım fonları rehberinde GYF “nitelikli yatırımcılardan katılma payları karşılığında toplanan paralarla, pay sahipleri hesabına inançlı mülkiyet esaslarına göre Sermaye Piyasası Kurulu (Kurul) tarafından belirlenmiş varlık ve işlemlerden oluşan portföyü işletmek amacıyla portföy yönetim şirketleri ve gayrimenkul portföy yönetim şirketleri tarafından süreli veya süresiz olarak kurulan ve tüzel kişiliği bulunmayan malvarlığıdır”⁹³ şeklinde tanımlanmaktadır

3.1.1. Gayrimenkul Yatırım Fonlarının Yasal Çerçevesi Ve Portföy Yapısı

Gayrimenkul yatırım fonlarına ilişkin düzenlemeler, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun 54. maddesi çerçevesinde SPK tarafından hazırlanan “Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-52.3)” ile düzenlenmiştir.⁹⁴

İlgili tebliğde Gayrimenkul Yatırım Fonlarının portföylerine alabilecekleri varlıklar ve işlemler olarak; Gayrimenkulleri ve gayrimenkullere dayalı haklarını, Özelleştirme çalışmaları kapsamına alınan dahil olmak üzere Türkiye’de kurulu bulunan anonim ortaklıkların paylarını, özel sektöre veya kamuya borçlanma araçlarını, Türk Parasının Kıymetinin Korunması Hakkındaki 32 sayılı Karar⁹⁵

⁹³ SPK , “Gayrimenkul Yatırım Fonu Rehberi” , <http://www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/1212> , Erişim : 27.12.2017

⁹⁴ SPK , “Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-52.3)” , 28871 Sayılı Resmi Gazete , 3.1.2014

⁹⁵ Bakanlar Kurulu Kararı , “Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 sayılı Karar” , 20249 Sayılı Resmi Gazete , 11.8.1989

hükümleri kapsamında alımları ve satımları yapılması mümkün olan yabancı kuruluşlara ait özel sektöre veya kamuya ait borçlanma araçlarını ve ortaklıkların paylarını, Vadeli mevduatlara ait hesapları veya katılma hesaplarını, Yatırım fonlarına ait katılma paylarını, Repo veya ters repo işlemlerini, Kira sertifikalarını ve gayrimenkul sertifikalarını, Varantları ve sertifikaları, Takasbank üzerinden gerçekleşen para piyasası işlemlerini, Türev sermaye piyasası araç işlemlerinin nakit teminatlarını ve primlerini, Sermaye Piyasası Kurulunca onaylanan özel hazırlanmış yabancı yatırım araçlarını ve ikraz iştirak senetlerini ve Sermaye Piyasası Kurulunca uygun değerlendirilen diğer farklı yatırım araçlarını saymak mümkündür.

Gayrimenkul yatırım fonları portföylerinde bulunan belirtilen varlıkların yönetiminde belirli kısıtlamalar getirilmiştir:

a) Gayrimenkul yatırım fonlarının toplam portföy değerlerinin asgari %80'inin gayrimenkullere ait yatırımlardan oluşturulması zorunluluktur. Belirtilen oranın tespitinde; gayrimenkul yatırım ortaklıkları tarafından ihracı yapılmış olan sermaye piyasaları araçları, ilgili mevzuatlara ilişkin kurallar çerçevesinde düzenlenen finansal tablolarında bulunan aktiflerinin toplam değerinin asgari %75'i gayrimenkullere ait yapılan yatırımlardan oluşmuş ortaklık hisseleri, farklı gayrimenkul yatırım fonlarına ait katılma payları ve gayrimenkul sertifikaları da hesaba katılmıştır. İlgili mevzuatlarına göre düzenlenen finansal tablolarında bulunan aktif değerlerinin toplamalarının sürekli şekilde asgari %75'i gayrimenkullere ait yatırımlardan oluşan anonim şirketlerin paylarına, gayrimenkul yatırım fonu toplam değerinin azami yüzde 20'si seviyesinde yatırım yapılabilirler.

b) Tek başlarına, gayrimenkul yatırım fonu toplam değerinin %20'sinin üzerinde olan gayrimenkullere ait yatırımlar toplamı, fon toplam değerinin %60'ının üzerinde olamaz. Sadece belirlenmiş bir gayrimenkule yapılacak yatırım için veya belirlenmiş bir sektör içinde faaliyetini sürdürecekt fonlar için söz konusu kısıtlama uygulanmaz.

c) Üzerlerinde ipotek olan veya gayrimenkullerin değerlemesini etkiler nitelikte olabilecek herhangi bir şerh olan arazi, arsa, bina ve benzeri nitelikte gayrimenkuller

veya gayrimenkullere bağı hakların değerleri toplamı fonun toplam değerinin %30'unu geçemez.⁹⁶

Gayrimenkul yatırım fonuna ait katılma paylarının nitelikli yatırımcılara satışının başlanıldığı tarih sonrasında, en fazla 1 yıl içerisinde fonun portföy büyüklüğünün asgari 10.000.000 TL'ye çıkması ve katılma payları sahiplerinden alınan miktarın ilgili tebliğde belirtilmiş olan portföy sınırlamaları kapsamında yatırıma dönüştürülmesi zorunludur. Sermaye Piyasası Kurulu bu miktarı her yıl tekrardan düzenleyebilir. Bu durumda tekrardan düzenlenmiş miktar, Sermaye Piyasası Kurulu Bülteninde ilan edilir. Gayrimenkul yatırım fonlarına ait katılma payları yalnızca nitelikli yatırımcı statüsündeki yatırımcılara satılır. Gayrimenkul yatırım fonunun katılma payını ihraç edebilmesi için Kurul tarafından belirlenen şartlara uygun şekilde hazırlanmış ihraç belgesi ve standart formula, yine Kurul tarafından talep edilen diğer farklı bilgiler ve evraklarla beraber fon kurucusunca Kurula başvuru yapılır. Gayrimenkul yatırım fonunun katılma payına ait ihraç talebinin, içtüzüğün tescili sonrası, fon işleyişi amacıyla gerekli mekân, muhasebe sistemi, teknik donanım ve ihtiyaç adedince personellerin atamasının yapılmış olması kaydıyla, azami 6 ay içerisinde yapılması zorunluluktur. Bu süre içerisinde, Sermaye Piyasası Kuruluna başvurunun yapılmamış olması durumunda, içtüzük, fon kurucusunca ticaret sicilinden düşürülür. Ticaret sicilinden düşürülmeye ilişkin evraklar 6 iş günü içerisinde Sermaye Piyasası Kuruluna gönderilir. Katılma paylarına ait ihracın gerçekleştirilmesi için fonun ihracına ait evrakın Kurul tarafından onayının yapılması zorunludur. Katılma paylarına ilişkin ihraç amacıyla ilave olarak izahname düzenlenmez.

Gayrimenkul yatırım fonu katılma paylarının yatırımcılara sunumu, ihraca ilişkin belgenin, Sermaye Piyasası Kurulunca onaylanması sonrasında içtüzük, ihraca ilişkin belge ve eğer varsa yatırımcılar için bilgi formlarındaki esaslar çerçeve olarak kabul edilerek ve ihraç belgesinde belirtilmiş olan satış başlangıcı tarihiyle beraber,

⁹⁶ SPK , “Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-52.3)” , 28871 Sayılı Resmi Gazete , 3.1.2014

yine ihraç belgesinde ilanı yapılmış olan dağıtım kanalları kullanılarak yapılır. Gayrimenkul yatırım fonu katılma paylarının satışı karşılığı yatırım yapanlardan toplanmış olan para ile ihraç belgesinde belirtilmiş olan esaslar temel alınarak yatırımların gerçekleştirilmesi gereklidir.

Fonlara ilişkin bilgilendirme evrakları; fon içtüzüğünden, ihraç belgesinden ve eğer varsa yatırımcılar için bilgi formundan oluşmaktadır.

Fon içtüzükleri ; Gayrimenkul yatırım fonu katılma paylarının sahipleriyle kurucular, portföy saklayıcıları ve portföy yöneticileri aralarında fona ait portföylerin inançlı mülkiyet esasları temel alınarak işletiminin gerçekleştirilmesini, saklanmalarını ve vekalet akdi esasları uyarınca yönetimlerini düzenleyen bir sözleşmelerdir. İçtüzüklerin standartları Sermaye Piyasası Kurulu tarafından belirlenir.

Fon ihraç belgeleri ; Gayrimenkul yatırım fonunun niteliğini ve satışına ilişkin şartlarını yatırımcılara ifade eden belgelerdir. İhraç belgeleri standartları Sermaye Piyasası Kurulu tarafından belirlenir.

Yatırımcı bilgi formları ; Gayrimenkul yatırım fonunun yapılarını, yatırım stratejilerini ve risklerini belirten özet şeklinde hazırlanan formlardır. Kurucular, bu formların içtüzüklere ve ihraç belgeleriyle tutarlılığından, içeriklerinin doğru olduğundan, güncel bilgileri içerdiğinden ve formlarda bulunan hatalı, yanıltıcı veya tam olmayan bilgiler sebebiyle oluşan zarardan sorumlu olurlar. Yatırımcı bilgi formu standardı Sermaye Piyasası Kurulu tarafından oluşturulur.

Bu evraklara ilave olarak, Gayrimenkul yatırım fonları, Sermaye Piyasası Kurulunun finansal raporlamalarla ilgili uygulamaları çerçevesinde hazırlanmış olan finansal tablolarından da fona ait portföyün yapısı hususunda bilgi alabilirler.

Kurucular, Gayrimenkul yatırım fonlarından katılma payı satın alan yatırımcıların haklarının korunmasını sağlamak üzere fonun temsilinden, yönetiminden, yönetiminin denetlenmesinden ve fon faaliyetlerinin içtüzüğe ve ihraç belgesine uygun şekilde sürdürülmesinden sorumludurlar. Kurucular, fonların sahip

olduğu varlıklarda, kendi adlarına ve fon hesaplarına mevzuatlara ve içtüzüğe ve ihraç belgelerine uygun şekilde hareket etmeye ve bu işlemlerden kaynaklanan hakları kullanmaya yetkilidirler.

Kurucular isterlerse, portföylerine ilişkin yönetim hizmetlerini, imzalayacakları bir sözleşmeyle, farklı portföy yönetim şirketlerinden veya farklı gayrimenkul portföy yönetim şirketlerinden alabilirler.

Vergilendirme konusunda ise, yatırımcıların GYF bünyesinde elde ettikleri gelirlerin Gelir Vergisi Kanunu'nun genel hükümleri uyarınca mı yoksa Geçici 67. Maddesi çerçevesinde mi vergilendirileceği tartışmalıydı.⁹⁷ Rehber Taslağı kapsamında yatırımcıların GYF'den elde ettikleri gelir ve kazançlar "Gelir Vergisi Kanunu'nun Geçici 67. Maddesi" kapsamında değerlendirilmektedir. Bu kapsamda, tam ve dar mükellef gerçek kişilerce elde edilen bu kazanç ve gelirlerin hepsi %10 oranında, tam ve dar mükellef kurumlarca edinilen kazanç ve gelirler ise %0 oranında stopaja tabidir.⁹⁸

3.1.2. Gayrimenkul Yatırım Fonlarının Faaliyetleri

Gayrimenkul yatırım fonlarının yapabilecekleri:

- Alımlardan veya satışlardan kar veya kira getirisi kazanmak üzere; otel, depo, park, lojistik merkezi, arazi, arsa, konut, alışveriş merkezi, ofis, hastane ve benzerleri türünden gayrimenkulleri, gayrimenkullerin üst haklarını veya devre mülklerin irtifak haklarını satın alabilirler, satabilirler, kiralayabilirler, kiraya verebilirler ve satın almayı veya satmayı vaat edebilirler. Fonun toplam değerinin asgari yüzde 80'inin gayrimenkullere ilişkin yatırımlardan oluşturulması zorunludur.

⁹⁷ Emre Kartaloğlu ; "Yeni Bir Finansal Enstrüman, Yeni Bir Vergi Sorunu, Gayrimenkul Yatırım Fonları" , Vergi Sorunları, Ocak 2015, Sayı 316

⁹⁸ PWC Türkiye ; "Bankacılık ve Sermaye Piyasaları Bülteni" , Sayı :2017/4, 10.04.2017

- Fona ait toplam değerin azami % 20'sini mevduat ve menkul kıymetlerde değerlendirebilir.
- Fon toplam büyüklüğünün en fazla %20'si kadarıyla borsada işlem görmeyen ancak aktif toplamının en az %75'i gayrimenkullerden oluşan şirketlerin hisselerini alabilir.
- Fonun toplam büyüklüğünün en fazla %50'si oranında kredi kullanabilir.
- TOKİ, İller Bankası, belediyeler ve bunların iştirakleri tarafından gerçekleştirilen projelerden inşaat aşamasındaki bağımsız bölümleri satın alabilir, satın almayı vaad edebilir.

Gayrimenkul yatırım fonlarının yapamayacakları:

- TOKİ, İller Bankası, belediyeler ve bunların iştirakleri tarafından gerçekleştirilenler dışında, inşaat aşamasındaki (yapı kullanma izni olmayan) bir gayrimenkule yatırım yapamaz.
- Sahip olduğu arsa üzerinde inşaat yapamaz, yaptıramaz, bu arsayı kat karşılığı veya gelir paylaşımı yöntemiyle müteahhit firmalara veremez (arsayı sadece satabilir).
- Sahip olduğu gayrimenkulleri kendisi işletemez.
- Yurtdışında gayrimenkul yatırımı yapamaz.
- Devamlı şekilde kısa süreli olacak şekilde gayrimenkullerin alımını ve satımını yapamaz.⁹⁹

3.1.3. Gayrimenkul Yatırım Fonu ve Ortaklıkları Arasındaki Farklar

Gayrimenkul yatırım fonları, Sermaye Piyasası Kurulunca taşınması gereken şartların belirlenmiş olduğu kolektif yatırım aracıdır. Esas anlamda gayrimenkul yatırım ortaklıklarına benzer olmakla beraber, farklı yönü tüzel kişiliği bulunmayan

⁹⁹ Murat Parmakçı ; “İlk Bakışta Gayrimenkul Yatırım Fonları” , PRM Finans Blog , <https://www.prmfinans.com/single-post/2017/03/19/ilk-bakista-gayrimenkul-yatirim-fonlari> , Erişim : 27.12.2017

bir yapıya sahip olmasıdır.¹⁰⁰ İlave olarak, sahip oldukları kaynaklarını yatırıma dönüştürme, gayrimenkul yatırım ortaklıklarına benzer olan gayrimenkul yatırım fonları; yine aynı şekilde, yatırımcıların talebiyle, yeni fonların paylarının satışını yapabilmektedirler. Fakat gayrimenkul yatırım ortaklıklarından ayrıldığı nokta, gayrimenkul yatırım fonları ihraç ettikleri payları, yatırım yapanların talebi üzerine belirli zaman dilimlerinde geriye almaktadırlar.

Gayrimenkul yatırım fonlarını sadece aracı kurumlar, bankalar, emeklilik fonları, portföy yönetim şirketleri veya sigorta şirketleri oluşturabilirken, gayrimenkul yatırım ortaklıkları açısından kurucularla ilgili belirlenmiş bir kısıtlama bulunmamaktadır. Ayrıca gayrimenkul yatırım fonlarında pay senedi düzenlenmemektedir. Pay senedi yerine katılımcıya fonlara ne oranda payla iştirak ettiğini gösteren katılma belgeleri verilir.

Gayrimenkul yatırım fonlarında katılımcılar/yatırımcılar istedikleri durumda sahip oldukları fonları geri satmaları mümkünken, gayrimenkul yatırım ortaklıklarında hisselerin adedi belirli olduğundan, gayrimenkul yatırım ortaklıklarına ait hisse satın almak veya satmak isteyenler, payları kendilerine satacak veya kendilerinden almaya talipli farklı yatırımcılar bulmak zorundadırlar. Katılma belgelerinin fona geri satılıp nakit hale getirilmesi mümkünken, pay senetlerininse yalnızca borsa aracılığıyla satışı olanaklıdır. Katılma belgelerinin, fon kurucuları aracılığıyla, ATM makineleri aracılığıyla satın alınması mümkündür. Pay senetleriye sadece borsa üzerinden, aracı kurumlar tarafından iletilen talimatlarla alınabilir.

Gayrimenkul yatırım fonları, fonun tüm değerini aynen olduğu gibi katılma belgesine yansıttığından, gayrimenkul yatırım ortaklıklarına kıyasla yatırım yapanlar için nispeten daha avantajlı oldukları değerlendirilmektedir, çünkü, gayrimenkul yatırım ortaklıkları anonim şirketlerdir, bu sebeple kar dağıtımına ilişkin politikalarda serbesttirler. Netice olarak, gayrimenkul yatırım ortaklıkları daha az

¹⁰⁰ Kürşat Tuncel ; “Gayrimenkul Yatırım Fonu Nedir” , <http://www.kursattuncel.com/2014/10/gayrimenkul-yatirim-fonu-nedir/> , Erişim : 27.12.2017

nakit kâr payı dağıtmayı ve böylece ortaklığın büyümesini öncelik olarak belirleyebilirler. Şirketin elde ettiği karın şirket bünyesinde kalması, periyodik olarak belirli miktarda temettü geliri beklentisindeki yatırım yapanların hoşuna gitmeyebilir. Böyle bir durum, gayrimenkul yatırım ortaklıklarına yatırım yapanların kazançlarının sadece borsada oluşan fiyat değişimiyle sınırlı olması demektir. Buna karşın, gayrimenkul yatırım fonları şirket olmadıklarından kâr payı dağıtmazlar. Kazanılan karın tümü ve varlıklardaki oluşan değer artışı kaynaklı kazanç, fona ait portföyün değerine olduğu gibi ilave edilir ve yatırım yapanların katılma belgelerinin fona iade edilmesi durumunda yapılmış olan yatırımlar karşılığındaki bütün karın tamimiyle tahsilini yapabilirler. Bununla beraber, fon katılma belgelerinin nakte çevrilmesi ancak fon kurucusu aracılığıyla gerçekleşir. Bu sebeple fon katılma belgeleri sahiplerinin, borsada pay senedi işlemlerindeki gibi spekülasyona dayalı fiyat artışlarından faydalanma ihtimali yoktur.¹⁰¹

3.1.4. Türkiye’de Gayrimenkul Yatırım Fonlarıyla İlgili Uygulamalar

Gayrimenkul yatırım fonlarının gelişimlerini incelediğimizde, GYF’ler ilk defa 1938 yılında İsviçre’de ve 1959 yılında Almanya’da uygulamaya konulmuştur. Avrupa Birliği’nin 12 ülkesinde Gayrimenkul yatırım fonlarına ilişkin uygulamalar başlanmıştır. Son dönemde büyük ölçüde ilerleme kaydeden

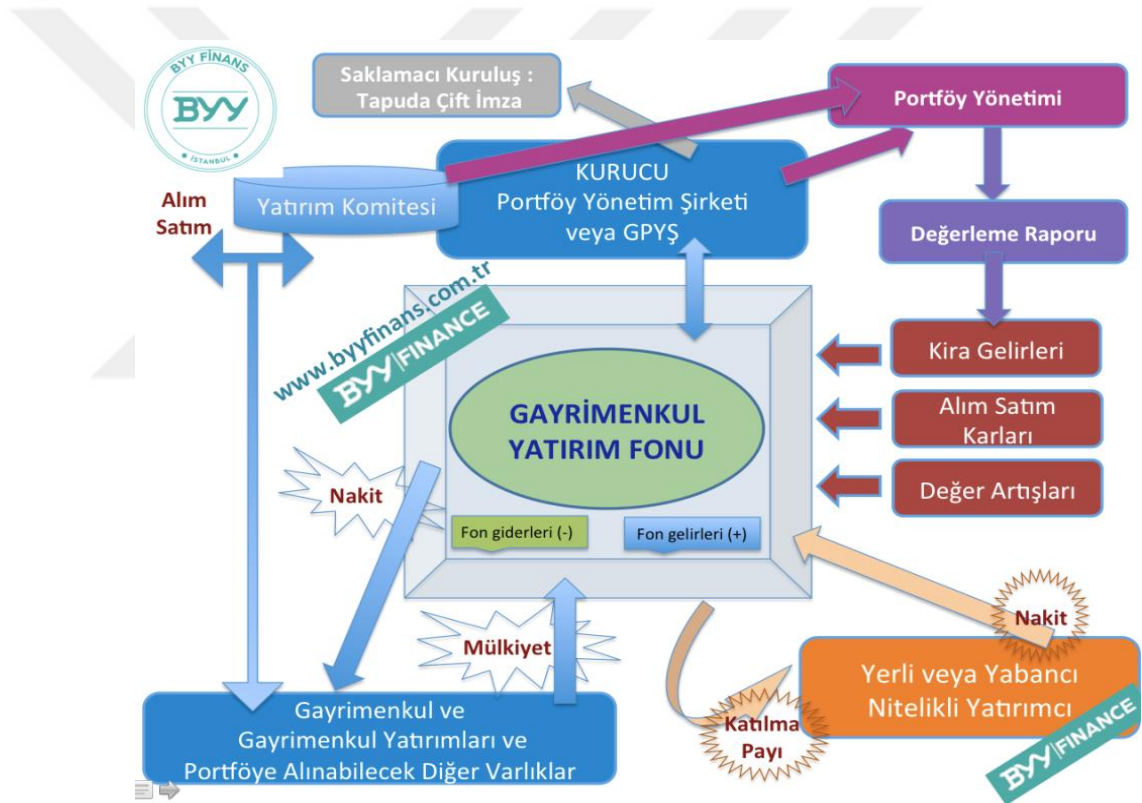
Avrupa Birliğinde Gayrimenkul yatırım fonları içinde bulunduğumuz son dönemlerde ciddi ölçüde büyüme göstermiştir. 2006 yılında yaklaşık 110 milyar Euro civarındaki Gayrimenkul yatırım fonlarının değeri, 2009 yılına geldiğimizde yılsonunda 209 milyar Euro ‘ya yükselmiştir. Fonların adediyse yine aynı dönemde 774 adete yükselmiştir. 2013 yılı son döneminde, Investment Property Databank veri tabanında bulunan fonların ulaştıkları değerler ABD’de 108 milyar dolar, Avrupa

¹⁰¹ Kürşat Tuncel ; “Gayrimenkul Yatırım Fonu Nedir” , <http://www.kursattuncel.com/2014/10/gayrimenkul-yatirim-fonu-nedir/> , Erişim : 27.12.2017

ülkelerinde 74 milyar dolar ve Asya-Pasifik ülkelerinde 40,3 milyar dolar olmuştur.¹⁰²

Gayrimenkul yatırım fonları Türkiye'de ilk olarak 2012 yılında konu edilmiştir. SPK tarafından 2014'de çıkarılan “Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği” ile Gayrimenkul yatırım fonlarının kuruluşları, işleyişleri ve yaptıkları faaliyetlerle ilgili temeller de tespit edilmiştir. Bu işleyiş, Şekil 3.1'de kısaca belirtilmektedir.

Şekil 3.1 : GYF İşleyişi



Kaynak : BYY Finans

¹⁰² Vedat Oruç ; “Dünyada ve Türkiye’de Gayrimenkul Yatırım Fonları” , <http://www.hukukihaber.net/dunyada-ve-turkiyede-gayrimenkul-yatirim-fonlari-makale,4133.html> , Erişim :22.12.2017

Bu aşamada, 2017 yılı Aralık ayı itibarı ile, kurulmuş olan veya faaliyetlerine başlama iznine sahip olan Gayrimenkul yatırım fonları Tablo 3.1’de belirtilmiştir :

Tablo 3.1 : Türkiye’de Kurulu Bulunan Gayrimenkul Yatırım Fonları (2017)

Türkiye’de Kurulu Bulunan Gayrimenkul Yatırım Fonları
Ak Portföy Yönetimi A.Ş. Birinci Gayrimenkul Yatırım Fonu
Ak Portföy Yönetimi A.Ş. SOFAZ Türkiye Özel Gayrimenkul Yatırım Fonu
Omurga Gayrimenkul Portföy Yönetimi A.Ş. Karma Birinci Gayrimenkul Yatırım Fonu
Arz Gayrimenkul Ve Girişim Sermayesi Portföy Yönetimi A.Ş. Birinci Gayrimenkul Yatırım Fonu
Arz Gayrimenkul Ve Girişim Sermayesi Portföy Yönetimi A.Ş. İkinci Gayrimenkul Yatırım Fonu
Arz Gayrimenkul Ve Girişim Sermayesi Portföy Yönetimi A.Ş. Üçüncü Gayrimenkul Yatırım Fonu
Re-Pie Gayrimenkul Portföy Yönetimi A.Ş. Anadolu Stratejik Gayrimenkul Yatırım Fonu
Re-Pie Gayrimenkul Portföy Yönetimi A.Ş. Milenyum Gayrimenkul Yatırım Fonu
Ünlü Portföy Yönetimi A.Ş. Birinci Gayrimenkul Yatırım Fonu
Re-Pie Gayrimenkul Portföy Yönetimi A.Ş. Novada Tokat Gayrimenkul Yatırım Fonu
Re-Pie Gayrimenkul Portföy Yönetimi A.Ş. Novada Söke Gayrimenkul Yatırım Fonu
Re-Pie Gayrimenkul Portföy Yönetimi A.Ş. Novada Akhisar Gayrimenkul Yatırım Fonu
Kalender Gayrimenkul Portföy Yönetimi A.Ş. Konutfon Gayrimenkul Yatırım Fonu
Kalender Gayrimenkul Portföy Yönetimi A.Ş. Trakya Gayrimenkul Yatırım Fonu
Logos Portföy Yönetimi A.Ş. Birinci Gayrimenkul Yatırım Fonu
Albaraka Gayrimenkul Portföy Yönetimi A.Ş. One Tower Gayrimenkul Yatırım Fonu
Albaraka Gayrimenkul Portföy Yönetimi A.Ş. Batışehir Gayrimenkul Yatırım Fonu
Albaraka Gayrimenkul Portföy Yönetimi A.Ş. Dükkan Gayrimenkul Yatırım Fonu
Albaraka Gayrimenkul Portföy Yönetimi A.Ş. Flora Gayrimenkul Yatırım Fonu
İş Portföy Yönetimi A.Ş. Birinci Gayrimenkul Yatırım Fonu
24 Gayrimenkul Portföy Yönetimi A.Ş. Al Zamil Gayrimenkul Yatırım Fonu
24 Gayrimenkul Portföy Yönetimi A.Ş. Turyap Gayrimenkul Yatırım Fonu
24 Gayrimenkul Portföy Yönetimi A.Ş. Primo Gayrimenkul Yatırım Fonu
24 Gayrimenkul Portföy Yönetimi A.Ş. Al Zamil Kira Getirili Gayrimenkul Yatırım Fonu
24 Gayrimenkul Portföy Yönetimi A.Ş. Portakal Çiçeği Gayrimenkul Yatırım Fonu
Ünlü Portföy Yönetimi A.Ş. İkinci Gayrimenkul Yatırım Fonu
Kaynak : SPK

Gelinen noktada, dünya ölçeğinde gelişmiş piyasalarda sıklıkla kullanılmakta olan Gayrimenkul Yatırım Fonları, Türkiye’de de sermaye piyasalarında çeşitli örneklerle ortaya çıkmış ve uygulamalarını görmek mümkün olmuştur. 29 Kasım 2017 tarihi itibarı ilk kez Albaraka Portföy Yönetiminin kurucusu olduğu üç farklı gayrimenkul yatırım fonları, Borsa İstanbul’da işlem görmeye başlamışlardır.¹⁰³

One Tower, Dükkân ve Batışehir GYF’ları, "ALBTS", "ALONE" ve "ALDUK" kodlarıyla, “Nitelikli Yatırımcı İşlem Pazarı”nda işlem yapmaya başladılar.

İşlemleri başlamış olan fonların biri Batışehir GYF, 295 bin adet paya ve 320 milyon TL portföy varlığına sahiptir. Büyük çoğunluğu konutlardan oluşan 379 bağımsız bölümü kapsamakta ve süreli fon oşeklinde olmak üzere 10 yıllığına kurulmuştur. Yatırım fonlarının diğeri olan Onetower GYF’nin pay adedi 395 bin adettir ve portföyünün büyüklüğüse 413 milyon TL’dir. Bu fon da süreli fondur ve 7 yıl süre için kurulmuştur. 390 bin adet paya ve 402 milyon TL portföy büyüklüğüne sahip olan Dükkân GYF de bu fonların sonuncusudur.

Dünyadaki örnekleri dikkate aldığımızda, gelecekteki 5 yıllık süre içinde Türkiye’de fonların toplam yatırımlarının büyüklüğünün 50 milyar TL’ye çıkması öngörülmektedir. Bununla beraber gayrimenkul yatırım fonlarının yatırımcıları ikna ederek kaynak bulmaları ve bulunan kaynağın gayrimenkul satın alınmasında verimli şekilde kullanılması için henüz zaman olduğu değerlendirilmektedir.¹⁰⁴

3.2. Gayrimenkul Sertifikaları

Türkiye’de uygulaması 1989 yılında gerçekleşen konut sertifikası, yeni dönemdeki gayrimenkul sertifikaları uygulamalarının esasını teşkil etmektedir. O

¹⁰³ Borsa İstanbul ; “Gong Al Baraka Portföy’ün Gayrimenkul Yatırım Fonları İçin Çaldı” , Duyurular Arşivi, <http://www.borsaistanbul.com/duyurular/2017/11/30/gong-albaraka-portfoy-un-gayrimenkul-yatirim-fonlari-icin-caldi> , Erişim : 27.12.2017

¹⁰⁴ Vedat Oruç ; “Dünyada ve Türkiye’de Gayrimenkul Yatırım Fonları” , <http://www.hukukihaber.net/dunyada-ve-turkiyede-gayrimenkul-yatirim-fonlari-makale,4133.html> , 2015 , Erişim:22.12.2017

dönemde Konut sertifikaları uygulamaları ve daha sonrasında uygulamaya konulan sonrasında gayrimenkul sertifikaları uygulamaları beklenen talebe maalesef ulaşamamıştır. Gayrimenkul sertifikalarının temel esası, geliştirilen projelere kaynak bulunabilmesi ve mevduat sahiplerinin gayrimenkulleri doğrudan satın almadan, projelerin değer artışlarına veya gelirlerine ortak olmaları temeline dayanmaktadır. Gayrimenkul sertifikaları yatırım amaçlı veya dönemin sonunda asli edim ile gayrimenkulün doğrudan sahipliğini edinme esasıyla satın alınabilmektedir. Borsa İstanbul'da işlem görmekte olan gayrimenkul sertifikaları, istenildiğinde anında nakde çevrilebilmektedir.

Barındırdığı özellikler göz önünde bulundurulduğunda, gayrimenkul sertifikaları, ihraç edenler yönünden ve yatırım yapanlar yönünden çeşitli avantajlara sahiptirler. İhraç edenler için alternatif bir finansman kaynağı olan Gayrimenkul sertifikaları, yatırım yapanlar açısından ise gayrimenkullerin getirilerinden pay alabilme imkânı oluşturmakta ve gayrimenkul sektörüne olan ilginin yükselmesine, sektörün gelişmesine, şeffaflaşmasına ve daha güvenli bir yatırım ortamının oluşmasına imkân sağlamaktadır. Bununla beraber, kentsel dönüşüm projelerinin yapılabilmesinde uygulanabilecek farklı bir yöntem olarak alternatif oluşturmaktadır.¹⁰⁵

3.2.1. Gayrimenkul Sertifikasının Tanımı

Gayrimenkul sertifikaları, ihracı gerçekleştirenlerin, inşası yapılacak veya inşası sürmekte olan gayrimenkul projelerine finansman sağlamak üzere; ihracı gerçekleşen gayrimenkul projesinin, önceden belirlenmiş bağımsız bölümlerine ait veya bağımsız bölümlere ait belirlenmiş bir alanın birimine işaret eden nominal değerleri birbirine eşit sermaye piyasaları araçlarıdır. Gayrimenkul sertifikalarının ihraç edilebilmesine yönelik usuller ve temel esaslar Sermaye Piyasası Kurulunca tespit edilir. Sermaye Piyasası Kurulunca tespit edilen esaslarla ilgili olarak, ihraççılara belirli muafiyetler tanınabilir veya öngörülmüş olan esaslardan daha farklı

¹⁰⁵ Abdülkadir Köroğlu ; “Gayrimenkul Sertifikası Modeli ve Türkiye’de Uygulanabilirliği” , Gazi İktisat ve İşletme Dergisi , 2016

esaslar tespit edilebilir. Gayrimenkul sertifikalarının itfaları gerçekleşinceye dek, gayrimenkul sertifikalarının ihraç edilmesi karşılığında sağlanan fonla gayrimenkul sertifikalarına konu edilmiş olan bağımsız bölümler, ihracı gerçekleştiren kuruluşunun yönetimin veya denetlenmesinin kamu otoritelerine geçmesi durumunda bile amacından farklı olarak tasarruf edilemez, rehin edilemez, teminat anlamında verilemez. Kamuya ait alacakların tahsil edilmesi amacıyla bile üzerlerinde haciz işlemi gerçekleştirilemez, iflası istenemez ve sertifikalarla ilgili olarak ihtiyati tedbir gibi bir karar alınamaz.¹⁰⁶

3.2.2. Gayrimenkul Sertifikasının Türkiye Sermaye Piyasalarındaki Yeri

Türkiye’de ilk olarak konut sertifikası 1989 yılında, gayrimenkul sertifikasıysa ilk olarak 1995 yılı içinde sermaye piyasalarına ait düzenlemeler içerisinde kendine yer bulmuştur. Konut sertifikaları, gayrimenkul sertifikalarının ortaya çıkmasına dayanak olmuştur. Konut Sertifikaları, konut projesi geliştirilmesine kaynak olabilmesi amacıyla, değeri brüt 1 m2 değerinde olacak konut ile aynı değerde düzenlemesi yapılmış bir menkul kıymettir. Konut sertifikalarını satın alan sınırlı tasarrufa sahip yatırımcılar daha uzun vadede konuta sahip olma imkânı elde etmektedirler. Konut sahibi olmak isteyen ve sertifika alan yatırımcılar, almayı düşündükleri konutların eşdeğer metrekaresine isabet eden sertifikalara sahip olduklarını belgelediklerinde, konutlara sahip olabilmektedirler. Böylece; birikimlerinin büyüklüğü tek başına bir konuta sahip olmaya imkanı olmayanlar, sertifikaya konu konutu parça parça alabilmekte, bununla beraber değer artışından da getiri elde etmeleri mümkün olmaktadır. Konut sertifikaları, borsalarda satılarak nakde dönüştürülebilmekte ve anda da birikimlerin konut maliyetlerindeki yükselişe karşı koruma altına alınmasını sağlamaktadır.¹⁰⁷

¹⁰⁶ SPK , “6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu” , 30/12/2012 tarih ve 28513 sayılı Resmi Gazete

¹⁰⁷ Nevzat Aypek ; “Konut Finansman ve Yatırım Aracı Olarak Konut Kooperatifleri” , Karınca, Sayı : 903 , 2012

Konut sertifikalarının ilk uygulaması, TOKİ tarafından 1989 yılında gerçekleştirilmiştir. Çıkarılan konut sertifikaları “İstanbul Halkalı Toplu Konut Sertifikaları”dır. Bu sertifikaların 250 bin metrekaresi için İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında işlem görmeye başlamıştır. Fakat, ihraç edilme tutarının yüksekliği, konut alımında belirli bir şerefiye talep edilmesi, konut sahibi olabilmek için 5 yıl bekleme zorunluluğu gibi sebepler dolayısıyla umulan sonuç elde edilememiş ve uygulamanın devamının gelmesi mümkün olmamıştır.¹⁰⁸ Bunun sonrasında SPK, 1995 yılı içinde gayrimenkul sertifikası uygulamalarını konu edinmiştir.

Gayrimenkul sertifikaları, inşası yapılacak veya yapılmakta olan gayrimenkul projelerine finansman sağlamak amacıyla, projenin gerçekleştirilmesini taahhüt eden ve sertifikalarla getirilen yükümlülükleri yapmakla yükümlü anonim ortaklıklarca ihracı gerçekleştirilen menkul kıymetlerdir. Gayrimenkul sertifikaları, küçük ölçekli birikimleri gayrimenkul sektörüne çekerek sınırlı gelire sahip kesimlerin de konut sahibi olabilmelerine imkân verir. Sertifika sahipleri, sertifikaları ihraç eden ortaklıklara yeterli sayıda sertifikalarıyla müracaat ettiklerinde, sertifika adedine eşdeğer talep ettikleri bağımsız bölümün sahipliğini sağlayabilmektedirler.¹⁰⁹ Sertifikaları satın alanlar, konutun mülkiyetini almak istemezlerse veya mülkiyeti elde etmek için yeterli sayıda sertifika biriktirememişlerse, projenin sonunda inşa edilen bağımsız bölümlerin satışlarından toplanan miktar, sertifikalara yatırım yapanlara, sertifikalarının karşılığı olarak dağıtılır. Sermaye Piyasası Kurulu tarafından, gayrimenkul sertifikalarına ilişkin ilk çalışma 1995 yılındaki “Gayrimenkul Sertifikalarının Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri: III, No: 19)” olmuştur. Sonrasında 1996 yılının 3 Haziran’ında, İMKB’de “Gayrimenkul Sertifikaları Pazarı” faaliyetlerine başlamıştır. Türkiye’deki gayrimenkul sertifikaları uygulamalarının ilki, yine 1996’da “Türkiye Emlak Bankası

¹⁰⁸ Leyla Dolun; “İpoteğe Dayalı Konut Kredisi (Mortgage)”, Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş. Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Müdürlüğü, Ankara, Şubat 2007

¹⁰⁹ Nevzat Aypek; “Konut Finansman ve Yatırım Aracı Olarak Konut Kooperatifleri”, Karınca, Sayı : 903, 2012

A.Ş.” aracılığıyla, İstanbul’un Anadolu yakasında, Ataşehir ilçesindeki konut projesine kaynak bulabilmek amacıyla ihracı gerçekleşmiştir. 382 adet bağımsız bölüm için ihracı gerçekleşen, her biri 10 TL nominal değere sahip gayrimenkul sertifikalarının halka arzı gerçekleşmiş ve bu halka arzın sonrasında, 03.06.1996 gününden başlayarak, borsada “Gayrimenkul Sertifikaları Pazarı”nda işlemlerine başlamıştır. Sonrasında da sertifikaların vadelerinin sona erme tarihi olan 31.10.1997 gününün öncesinde, 28.10.1997 gününde sertifikaların işlem görmelerine son verilmiştir. Toplamda 2 bin 268 kişi, yine toplam 2.713.790.-TL değerindeki yatırımını gayrimenkul sertifikalarına yöneltmiştir.¹¹⁰

Gayrimenkul finansmanı amaçlı uygulanan yalnızca birer defa uygulanabilme imkanı elde eden konut sertifikaları ve gayrimenkul sertifikaları, 5 yıl vade ile Emlak Bankası ve TOKİ tarafından ihraçları gerçekleşmiştir. Söz konusu ihraçlarda, getiri bakımından incelendiğinde, her 2 sertifikanın getirileri de ihracı yapan kuruluşlarca dönemsel olarak tespit edilmiştir. Konut sertifikalarında, Devlet İstatistik Enstitüsünce ilanı yapılan TÜFE endeksi dikkate alınmak suretiyle sertifikaların fiyatlarının tespiti söz konusuysen, gayrimenkul sertifikalarının ihraç edilmesini belirleyen Tebliğ’de, konut sertifikalarındakine benzer şekilde ihraççı kuruluşça seçilecek bir endeks belirlenmemiş, sadece ihraç edence belirlenir şeklinde belirtilmiştir. Sonucunda da her iki sertifikanın fiyatları da piyasa şartlarında oluşmamış, ihraççı kuruluşlar tarafından her ay belirlenerek ilan edilmiştir.¹¹¹ Bunun sonucunda da getiriler, oluşan fiyatlar, uzun vadeler ve şerefiye uygulanması gibi hususlar sebebiyle konut sertifikalarında yaşandığı gibi gayrimenkul sertifikaları açısından da ilgi yeterince oluşmamı ve uygulamaların devamının gelmesi mümkün olmamıştır. Fakat, geçen yirmi yılın üzerindeki bir zaman dilimi sonrasında,

¹¹⁰ Kudret Vurgun ; “Yeni Şehirleşme ve Kentsel Dönüşüm Projelerinin Sermaye Piyasası Yoluyla Finansmanı: Gayrimenkul Sertifikaları” , Kurumsal Yatırımcı TKYD, 36-39, , 2011 , Erişim tarihi: 12.11.2015, <http://tkyd.org.tr/T/data/sayi14.pdf>

¹¹¹ Belgin Akçay ; “Avrupa Birliği Finansal Entegrasyon Sürecinde İpotekli Piyasalar: Aday Ülke Statüsünde Olan Türkiye'ye Bir Bakış” , Ankara Avrupa Çalışmaları Dergisi, 6 (1), 19-47 , 2006

gayrimenkul sertifikaları yeniden Türkiye'nin gündeminde yer almış ve sermaye piyasalarıyla ilgili düzenlemelerde yer bulmuştur.

3.2.3. Gayrimenkul Sertifikalarıyla İlgili Düzenlemeler

Türkiye ekonomisinin gelişmesi, Türkiye sermaye piyasalarının gelişmesi üzerinde de geçmişten günümüze, olumlu yansımalar oluşturmıştır. Gayrimenkul sektöründe ve özellikle de konut edinimine kaynak sağlanabilmesinde önemli değişimler gerçekleşmiştir. Gün geçtikçe sayıları artan gayrimenkul sektörüyle ilgili yatırımların ve konut ihtiyacının giderilmesine yönelik yeni uygulamalara ve sermaye piyasalarına yönelik yeni araçlara ihtiyaç duyulmuştur. Dünyadaki diğer uygulamalar da incelenerek Türkiye'de konut finansmanına yönelik yeni bir sisteminin alt yapısı oluşturulmuştur.

5582 sayılı Kanun¹¹² ile Sermaye Piyasası Kanunu, İcra ve İflas Kanunu, Toplu Konut Kanunu, Vergi Kanunları, Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun ve Finansal Kiralama Kanunlarında belirli değişikliklere gidilmiş, müteahhitler, ipotek sağlayan kuruluşlar, yatırımcılar ve tüketicilerin birbirleriyle ilişkileri yeniden organize edilmiştir. İlave olarak, konut finansmanına ilişkin yenilikçi düzenlemelerin önü açılmıştır. Bu şekilde, ipoteğe dayalı konut finansmanının altyapısı oluşturularak sistemin gelişimi sağlanmış, yeni sermaye piyasaları araçlarının kullanılması ve konut finansmanına dayalı varlıkların menkul kıymetleştirilmesiyle kaynak temin etme imkânı oluşmuştur. 6362 sayılı yeni “Sermaye Piyasası Kanunu”nun uygulamaya koyulmasıyla, gayrimenkul ve varlık finansmanlarıyla ilgili yeni düzenlemeler hızlanmıştır.

İpoteğe dayalı konut finansmanı konulu yeni düzenlemeleri, gayrimenkul sertifikalarıyla ilgili yeni düzenlemeler takip etmiştir. Gayrimenkul sertifikalarıyla

¹¹² Kanunlar ; “5582 sayılı Konut Finansmanı Sistemine İlişkin Çeşitli Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun” , 06.03.2007 tarih ve 26454 sayılı Resmi Gazete

ilgili gerçekleştirilen düzenlemeler çerçevesinde ihraçlarla ilgili usuller ve esaslar tekrardan gözden geçirilmiştir. Tebliğin 3. Maddesinde¹¹³ “gayrimenkul sertifikası, 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 menkul kıymeti ifade eder” denilmektedir.

Getirilen yeni uygulamayla ihracı gerçekleştirenlerde arsanın mülkiyetine sahip olması zorunluluğu aranmakla beraber, gayrimenkul sertifikalarının halka arz işlemi istenirse nitelikli kabul edilen yatırımcılara doğrudan satılarak ihraç gerçekleştirilebilir. Her şartta gayrimenkul sertifikalarının borsalarda işlem görüyor olması zorunluluk olarak benimsenmiştir. Gayrimenkul sertifikalarının gerçekleştirilen ihraçlarından toplanan fonlarsa, düzenlenen inşaatın ilerlemesine ilişkin tutanaklar doğrultusunda söz konusu projenin bitirilme yüzdesine göre ihracı yapana transfer edilecektir. Gayrimenkul sertifikalarının ihracı projenin belirlenmiş bağımsız bölümleri için olabileceği gibi bağımsız bölümlerin belirlenmiş birim alanlarına isabet edecek şekilde de ihraçları gerçekleştirilebilir. Gayrimenkul sertifikası ile gerçekleşen ihraçlarda, bağımsız bölümlerin her birinin kaç adet gayrimenkul sertifikası ile alınabileceğinin belirlenmiş olması şarttır. Hak sahibinin asli edimi yerine getirmek istemesi durumunda, yatırım yapanlardan aynı alana sahip olan bağımsız bölümler için çeşitli sebeplerle (kat, blok, malzeme farkı, cephe) şerefiye talebinde bulunabilir.

Gayrimenkul sertifikalarının ihraç miktarı büyüklüğü, tebliğ¹¹⁴ ile, geliştirilen projenin değerlendirme raporunda belirtilmiş tüm satış değerinin %50’sini geçemeyeceği fakat, ihracın banka garantili olması durumunda bu sınırın hariç tutulacağı kuralı konulmuştur. Gayrimenkul sertifikalarının itfa şartı, asli veya tali edimin yerine getirilmesiyle gerçekleşir. Ihracı gerçekleştiren, izahnamede belirtilmesi durumunda,

¹¹³ SPK ; “ **Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği (VII-128.2)** ” , 05.07.2013 tarih ve 28698 sayılı Resmi Gazete

¹¹⁴ A.g.e.

proje bitiminden evvel, ihracı gerçekleştirenin belirlemiş olduğu fiyat veya borsadaki işlem fiyatından gayrimenkul sertifikalarını geri alarak itfayı yapabilir. Tali edim seçeneğini tercih eden yatırımcılara en az gayrimenkul sertifikasının ihraç bedelinin ödenmesi şarttır. Tebliğin 3. Maddesi asli edimi, ihracı gerçekleştiren tarafça, gayrimenkul sertifikası sahibinin adına, mülkiyet tesisinin gerçekleştirilmesi ve sonucunda da konu bağımsız bölümün hak sahibine teslimi şeklinde tanımlar. Tali edimiye, toplanmış gayrimenkul sertifikalarına isabet eden tutardaki bağımsız bölüm satışlarının gerçekleştirilmesi ve toplam tutarın sertifikalara sahip olanlara paylarıyla orantılı şekilde paylaştırılmasını tanımlar. Tebliğ içeriğinde ilave olarak, banka garantisi zorunluluğu, halka arz işlemlerinde, asli edimlerin veya tali edimlerin uygulanması amacıyla getirilmiştir. Söz konusu Banka garantisinin içeriğiye, projenin bittiği zamanki ortalama alan birimi için satış tutarı olan itfa bedelinin yatırım yapanlara ödenmesini kapsamaktadır. Bu tutarın her halükârda gayrimenkul sertifikasının ihraç tutarından az olmayacağı belirtilmiştir. Fakat, TOKİ, İller Bankası AŞ ve iştirakleri tarafından ihracı yapılacak veya bu kuruluşlara ait arsalarda inşa edilecek projelere kaynak sağlayabilmek için yüklenicilerce gerçekleştirilen ihraç işlemlerindeyse bankaların garanti zorunluluğu kaldırılmıştır.

Yürürlüğe giren yeni tebliğ ile eski tebliğ¹¹⁵ uygulamadan kaldırılmıştır. Yeni getirilen düzenlemelerin, Gayrimenkul sertifikalarıyla ilgili, özellikle inşaat sektörü açısından oluşabilecek soru işaretlerinin yatırım yapanlar aleyhine gelişmelerle sonuçlanmasının, verilen güvencelerle bankacılık sektörü tarafından azaltılmaya çalışıldığını ortaya çıkarmaktadır. Gayrimenkul sertifikasıyla getirilmek istenen sistemin, Türkiye’deki konut sektöründe, proje geliştirme ve mülk sahibi olabilme yöntemlerini tam olarak karşılayacak bir sistem olabilmekten uzak bir uygulama görüntüsündedir. Yoğun kuralların uygulama zorunluluğunun görüldüğü Tebliğ’in, gayrimenkul sektöründeki dalgalı seyir ve kaynak bulma zorluğu sebebiyle, çalışmalarında esnekliği ön planda tutan inşaat sektörü açısından ne kadar teşvik

¹¹⁵ SPK ; “Gayrimenkul Sertifikalarının Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği ” , 20.7.1995 tarih ve 22349 sayılı Resmi Gazete

edici olduğu tartışmaya açık bir konudur.¹¹⁶ Getirilmiş olan yenilikçi yasal uygulamalara rağmen gayrimenkul finansmanında problemin çözülmesinde ve gayrimenkullere yapılan yatırımların reel ekonomiye yönlendirilmesinde arzu edilen sonuca ulaşamamıştır. Bu sebeple, gayrimenkul sertifikasının, yeniden uygulamaya geçirilebilmesi doğrultusunda 2016 yılında Başbakanlık tarafından “Gayrimenkul Sertifikası Modeli” çalışması yapılmıştır.

Yapılan çalışmalar sonrasında Gayrimenkul Sertifikalarına ilişkin tebliğde yeni düzenlemeler yapılmış ve 7 Mart 2017 tarihinde Resmi Gazetenin 30000 sayılı nüshasında “Gayrimenkul Sertifikaları Tebliğı (VII-128.2.)’nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (VII-128.2b)” ilan edilmiştir.

3.2.4. Gayrimenkul Sertifikası Modeli ve Uygulama Alanları

“64. Hükümet 2016 Yılı Eylem Planı”¹¹⁷ kapsamında “Gayrimenkul Sertifikası Modeli”nin takip eden altı ay içinde uygulamaya konulması doğrultusunda zorunlu düzenlemelerin gerçekleştirileceğı Başbakanlık’ça 10 Aralık 2015 tarihinde ilan edilmiştir. Eylem planında belirtilen hususların başında; kentsel dönüşüme tabi bölgelerde mevcut hakların transfer edilebilmesine imkân verebilmesi amacıyla Gayrimenkul Sertifikası ile konut edinebilme seçeneğine ilişkin modelin iyileştirileceğı ve modelin, kazanılmış hakların tespiti, alımları veya satımları gibi hususları içereceğı ifade edilmiştir. Ayrıca, çalışmaya dahil kurumların; Çevre ve Şehircilik Bakanlığı, Türkiye Değerleme Uzmanları Birliğı, TOKİ, SPK, Maliye Bakanlığı, Hazine Müsteşarlığı, Türkiye Belediyeler Birliğı, KONUTDER ve GYODER olacağı ve modelle ilgili mevzuatınsa Sermaye Piyasası Kurulu’nca bitirileceğı belirtilmiştir. Bu çalışmaların sonucunda 29 Kasım 2017’de yeni bazı değişiklikleri içeren “Gayrimenkul Sertifikaları Tebliğı (VII-128.2.)’nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (VII-128.2c)” yayınlanmıştır.

¹¹⁶ Coşkun, Yener ; “Türkiye’de Konut Finansmanı: Sorunlar ve Çözüm Önerileri” , TBB , 2015

¹¹⁷ T.C. Başbakanlık ; “64.Hükümet 2016 Yılı Eylem Planı” , 10.12.2015

Türkiye’de gayrimenkul sektöründe ve bilhassa konut sektörü projelerine finansman sağlamada genel olarak banka kredileri, şirketlerin özvarlıkları veya ipotek dayanaklı enstrümanlar kullanılmaktadır. Fakat bu enstrümanlar gayrimenkul projelerinin veya konut sektöründeki projelerin veya kentsel dönüşümle ilgili projelerin yeterli kaynağa ulaşmasında verimli olamamıştır. Bu sebeple konut problemi halen mevcudiyetini sürdürmekte ve problemi çözmeye yönelik arayışlar sürmektedir. Buna ilave olarak tasarruf alışkanlığının yeterince gelişmemiş olması ve bu tasarrufların ekonomik hayata aktarılamaması kaynak sıkıntısına neden olmaktadır. Sonuç olarak da yabancı kaynağa olan talebi de yükseltmektedir.

İlave olarak, konut sektöründe kaynaklar, genellikle daha uzun vadeli finansman kullanıma ayrıcalığına ve ekonomilerde oluşması muhtemel kırılganlıklara karşı hassasiyet barındırmaktadır. Kredi borcuna giren kişilerin gelirler veya yaptıkları harcamaların değişmesine sebep olabilecek, piyasa, likidite, enflasyon, doğal afet ve döviz kuru risklerin ortaya çıkması sistemde aksaklıkların ortaya çıkmasına sebep olur. Bir yandan, yatırım yapanlar kısa bir dönem öncesinde görülen ekonomik olumsuzlukların oluşturduğu güvensizlik ortamı sebebiyle nakit veya nakite yakın enstrümanlarda bulunmayı tercih etmektedirler, diğer taraftan, öncelikle bankacılık sektörü olmak üzere aracılarda toplanan fonların ağırlıklı vadesi de çok kısa süreli gerçekleşmektedir. Tasarruf etme alışkanlığı % 12 seviyelerine kadar azalmış Türkiye’de bankaların kullandırabildiği konut kredileri bilanço değerlerinin çok sınırlı bir bölümünü oluşturmaktadır.¹¹⁸

Mevduatların dolaylı olmadan gayrimenkul projelerinde yatırıma dönüştürülmesinin bir yöntemi de gayrimenkul sertifikalarıdır. Gayrimenkul sertifikaları, gayrimenkul projelerinin beklenen getirilerinden faydalanma fırsatı verdiğinden, yatırım yapanları daha da fazla tasarruf etmeye ve geliştirilen gayrimenkul projelerinde paydaş olarak yer almaya teşvik edecektir. Bunun sonucunda da yabancı ya da yerli olsun yatırım yapmak isteyenlerin ilgi göstermesini

¹¹⁸ Niyazi Erdoğan ; “**Kentsel Dönüşümde Finansal Alternatifler**” , Ufuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 2 (4), sayfa 35-42. , 2013

sağlayarak gayrimenkul projelerine finansman bulunmasını sağlayacaktır. İlave olarak, güven ortamı oluşması ve borsalarda kolayca ve hızlıca ikincil piyasalarda işlem yapılabilmesine olanak vermesi gibi avantaj oluşturan taraflarının da olması yatırım yapanlarda olacaktır. Bu nedenle, gayrimenkul sertifikalarındaki şeffaflık, güvenilirlik ve kurumsallaşmış bir yapıya ait olmaları nedeniyle yurtdışında gayrimenkullere ve türevlerine yatırımlarını yönlendiren fonların dikkatini çekeceği ve Türkiye'ye önemli kaynak akışı oluşacağı yönündeki yorumlar ağırlık kazanmıştır. Özetle, konut probleminin temelinde yatan temel sebep kaynağın yeterince bulunamıyor olmasıdır. Gayrimenkul projelerinin geliştirilebilmesi ve kentsel dönüşümle ilgili yeni projelerinin gerçekleştirilebilmesi, tüm bunların sonucunda da konut probleminin çözümlenebilmesi amacıyla farklı finansal kaynaklar gerekmektedir. Bu sebeple, gayrimenkul sertifikası da bu tür projelerin kaynak bulmaları açısından ciddi bir alternatif yöntem olarak dikkate alınmalıdır. Bu sebeple de gayrimenkul sertifikası modeliyle ilgili uygulamaların kolaylaştırılması, sermaye piyasalarında ve gayrimenkul sektörü içinde yer bulması sağlanmalıdır. Başarıya ulaşabilecek bir Gayrimenkul sertifikası modeli, her kesimin ve tarafın beklentilerine uygun gerçekleştirilecek yasal düzenlemelere esneklik ve pratiklik sağlanmasıyla olabilecektir.¹¹⁹

Gayrimenkul sertifikası modelinin, ihracı gerçekleştirenlerce geliştirilen gayrimenkul projeleri için kaynak bulma doğrultusunda, fon sahiplerince de yatırım amaçlı veya gayrimenkul edinebilme hedefiyle kullanılabilmesi ve kentsel dönüşüm projeleri için de uygulanabilmesi imkan dahilindedir.

Türkiye'de gayrimenkul projelerine kaynak bulunması veya konut alımı için kaynak bulunmasıyla ilgili, günümüzdeki ve geçmişteki uygulamalar doğrultusunda gerçekleştirilen yasal düzenlemeler irdelendiğinde, yeterli yasal alt yapı için eksiklik olmadığı görülebilir. Bu sebeple gerek ihracı gerçekleştirenler gerek yatırım yapanlar açısından gayrimenkul sertifikaları modelinin, sermaye piyasaları ve gayrimenkul

¹¹⁹ Niyazi Erdoğan ; “**Kentsel Dönüşümde Finansal Alternatifler**” , Ufuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 2 (4), sayfa 35-42. , 2013

sektöründeki mevcut yapının uygun olması sebebiyle Türkiye’de uygulanır ve geliştirilebilir bir model olarak değerlendirilmektedir.

3.2.5. Kentsel Dönüşümde Gayrimenkul Sertifikası Modeli

Türkiye’de kentsel dönüşüm çalışmalarına alt yapı olması amacıyla kanun¹²⁰ çalışmaları yapılmış ve gerekli kanunlar çıkartılmıştır. İlgili kanunla, “afet riski altındaki alanlar ile bu alanlar dışındaki riskli yapıların bulunduğu arsa ve arazilerde, fen ve sanat norm ve standartlarına uygun, sağlıklı ve güvenli yaşama çevrelerini teşkil etmek üzere iyileştirme, tasfiye ve yenilemelere dair usul ve esaslar” tespit edilmiştir. İlgili kanunun ilanı sonrasında, devlet tarafından veya özel sektöre geliştirilen projeler aracılığıyla kentsel dönüşüm çalışmaları hızlanarak devam etmektedir. Türkiye’deki yaklaşık olarak 18 milyon adet konutun yüzde sekseninin riskli konut statüsünde olduğu düşünülmekte ve 20 yıl içinde ilgili kanun çerçevesinde 6,5 milyona yakın konutun yenilenmek üzere yıkılacağı hesaplanmaktadır. Bu çalışmanın mali büyüklüğünse yıllık 20 milyar ABD dolarına ulaşacağı tahmin edilmektedir. Bu nedenle hedeflere ulaşılabilmesi çok önemlidir ve kentsel dönüşüm açısından gerekli kaynağın bulunabilmesi çözüme yardımcı olacaktır. Bu problemin çözülmesinde gayrimenkul sertifikası seçeneğinin de uygulanabilir olduğu değerlendirilmektedir. Kentsel dönüşüm projelerinde, eski konutların sahiplerine birim alan karşılığında gayrimenkul sertifikaları ücret alınmadan dağıtılabilir. Örnek olarak 100 m2 büyüklüğünde bir konut sahip olana 100 tane gayrimenkul sertifikası verilebilir ve sonucunda da mülkiyet sahiplerinin hakları korunmuş olacaktır. Fakat asıl önemli nokta, yenileme çalışmalarına maliyetine ilişkin kaynağın nereden bulunacağıdır. Yenilenecek konutların dönüşüm masraflarına mülkiyet sahiplerinin de katkıda bulunması gerekmektedir. Maliyetin mülkiyet sahiplerince doğrudan kendi imkanlarınca veya borçlanarak karşılanması zorunluluğu ortaya çıkmaktadır. Ama, her mülkiyet sahibinin söz konusu masrafı karşılayacak tasarrufu veya borçlanabilme imkanı

¹²⁰ Kanunlar ; “6306 Sayılı Afet Riski Altındaki Alanların Dönüştürülmesi Hakkında Kanun” , 31.5.2012 tarih ve 28309 sayılı Resmi Gazete

olmayabilir. Kentsel dönüşüm alanı üstünde, eskiden bulunan konut adedinden daha yüksek adette konut inşasıyla bu problem çözümlenebilir. Örnek olarak, kentsel dönüşüme tabi olacak 50 adet konut dönüştürülme masrafı, ek olarak 30 adet yeni konut inşa edilerek karşılanabilir. Yeni inşa edilecek konutlar, yüklenici tarafından ilave olarak yapılacak 30 adet konut adına gayrimenkul sertifikası ihracı yapılarak fon temin etme yolu tercih edilebilir. Bu şekilde eski mülkiyet sahipleri de dönüşüm masraflarını üstlenmeden yeni konutlara kavuşmuş olurlar. İlave olarak inşa edilecek konutlar ise yatırım yapmak isteyenlere veya konut ihtiyacı olanlara sertifikalar aracılığıyla satılacaktır.¹²¹ Kentsel dönüşüm projesinin, eski konutların bulunduğu alanda gerçekleştirilmesi durumunda, eskiden mevcut olan konutlardan daha fazla sayıda konut yapımı ve sonucunda da kat adetlerinin artışı demektir. Bu şekilde bir uygulamanın yapılabilmesi hukuksal ve teknik çerçeveden de incelenmelidir. Fakat, kentsel dönüşüm, yeni belirlenmiş bir lokasyonda ve büyük ölçekli proje olarak yapılacaksa gayrimenkul sertifikası gibi bir model uygulamak kolay bir yöntem olarak görülmektedir. Bütün durumların dikkate alınması ve eski mülkiyet sahiplerinin hak kaybına uğramaması için de gereken düzenlemeler yapılmalıdır. Farklı bir nokta da yatırım yapanlardan aynı alana sahip konutlar içinde farklı nedenlerden dolayı şerefiye farkı olabileceği ve bu şerefiyenin istenebileceğidir. Bu durumda şerefiyesi yüksek olan konutların sertifikalarının adedi yükseltilebilir. Örnek olarak, 75 adet sertifikayla, şerefiyesi istenmeyen zemin kattaki 75 metre karelik bir konuta sahip olunurken, üst katlarda 75 metre karelik bir konut için 100 adet sertifika istenebilecektir. Veya 100 adet sertifikayla, şerefiye istenmeyen zemin katta 125 metre karelik konut sahibi olunabilecektir. Sertifika sahibi olanlar, sahip oldukları sertifikalara isabet eden veya proje devam ederken sahip olacakları yeni sertifikalarla, sertifikalarının adedini yükselterek, almayı arzu ettikleri gayrimenkulün sahipliğine ulaşabileceklerdir. Veya, borsalarda işlem görmekte olan gayrimenkul sertifikalarının satışını yaparak nakite dönebileceklerdir. Bununla beraber, proje bitirildiğinde normal koşullarda gayrimenkulün değeri

¹²¹ Abdülkadir Köroğlu ; “ **Gayrimenkul Sertifikası Modeli ve Türkiye’de Uygulanabilirliği** ” , Gazi İktisat ve İşletme Dergisi , 2016

yükselebileceğinden, gayrimenkul sertifikalarının da değeri artacaktır. Bu şekilde gayrimenkul sertifikası satışlarından da sermaye kazancına ulaşma imkanı doğabilecektir.

Kentsel dönüşümün asıl amacının özellikle konut sektöründeki ihtiyacın karşılanması olduğundan, yatırım yapma esası ikincil hedef olarak düşünülmektedir. Bu sebeple, kentsel dönüşümde, eski mülkiyet sahiplerinin, dönüşümü en az maliyetle ve hatta imkan varsa hiçbir maliyete katlanmadan yapabilmelerine imkan verecek çalışmalar gerçekleştirilmeli ve gayrimenkul sertifikası modeli bu yönde gelişimini sürdürmelidir. Sonuç olarak, hem eski mülkiyet sahipleri, hem projelerin yüklenici firmaları, hem de kamu otoritesi belirli bir kazanç elde etmelidir. Bunun tersinin gerçekleşmesi durumunda, eski dönemlerdeki gibi gayrimenkul sertifikalarına olan ilgi çok sınırlı kalabilir veya tamamen ortadan kalkabilir.

3.2.6. Gayrimenkul Projeleri Finansmanında Gayrimenkul Sertifikası Modeli

Büyük çaplı gayrimenkul projelerinin özellikle toplu konut projelerine kaynak sağlamada gayrimenkul sertifikaları modeli yenilikçi bir yöntem şeklinde değerlendirilebilir. Projeler başladığında gayrimenkul sertifikalarının halka arzı gerçekleşir ve sertifikalar nitelikli yatırımcılar tarafından satın alınır. Sertifikaların ihracının gerçekleşebilmesi için arsanın mülkiyetinin ihraç edende bulunma şartı mevcuttur. Bankaların garantör olmadığı ihraç işlemlerinde gayrimenkullerin satış tutarının yüzde 50'si tutarında ihraç işlemi gerçekleştirilebilmektedir. Benzer şartlar sertifikaya olan ilgiyi azaltabilir. Mülkiyetlerinde Arsa bulunanlar, gayrimenkul sertifikası ihraç etme zorunluluğu olmadan da projelerin başlangıç aşamasında gayrimenkul satışları yaparak kaynak bulabilmektedirler. Bu sebeple gerçekleştirilecek düzenlemeler, tüm tarafların görüşleri göz önünde bulundurularak değerlendirilmelidir. Gayrimenkullerin veya konutların kaynak bulunarak finanse edilmesi problemi yalnızca bir yöntemin uygulamaya konulmasıyla çözümlenebilecek bir problem değildir. Yaygınlıkla kullanılmakta olan ipoteğe dayalı gayrimenkul finansmanı yöntemiyle kısmi çözümler bulunabilmiştir. Bu nedenle, gayrimenkul sektöründe yenilikçi yöntemlere ve yenilikçi mali

enstrümanlara gereksinim bulunmaktadır. Gayrimenkul sertifikası modeli, bu yenilikçi yöntemlerden biri olarak tercih edilebilir.

3.2.7. Gayrimenkullere Yatırımda Gayrimenkul Sertifikası Modeli

Gayrimenkullere ait bölümlerin belirlenmiş birim alanına, örnek olarak 1 m²sine isabet eden gayrimenkul sertifikaları, yatırım amaçlı veya konut edinmek üzere edinilebilir. Projenin bitimi süreci boyunca, gerekli sertifikaları piyasadan satın alanlar, gayrimenkule sahip olabilme fırsatı yakalarlar, yatırım amaçlı sertifika satın alanlarsa değer artış kazancı elde ederler. Böylece sınırlı birikime sahip olanlar, yeni gayrimenkullere ait projelerin bir bölümüne belirli alan karşılığında gayrimenkul sertifikaları satın alıp yatırıma yönelebilecek ve sertifikanın değerinin yükselmesinden faiz oluşmadan menfaat sağlayabilecektir. Borsalarda işlemleri gerçekleşecek olan sertifikaların ikinci el piyasalarda alınarak satılabilecek ve istenildiğinde nakde dönüştürülebileceklerdir. Bu şekilde, yatırımcılar isterlerse projelerin bitmesini beklemeyerek, istediklerinde, borsalarda sertifika satışı yapabilecek veya projelerin bitişi sonrasında yeterli adette sertifika biriktirebilmişse gayrimenkulle ilişkili bağımsız bölümün sahibi olacak veya bağımsız bölümün satışı sonrasında edinilen kazançtan sahip olduğu sertifika oranına göre pay alabilecektir. Sertifikaların elden çıkarmanın farklı bir yöntemi de ihracı gerçekleştirenlerin geri sertifika satın almasıyla da gerçekleştirilebilecektir. Türkiye'deki gelişmiş ve yüksek getirilere ulaşabilen inşaat sektörünün bulunması gerek sınırlı birikime sahip olanlar açısından gerekse kurumsal ölçekte yatırım yapanlar ve ilave olarak yabancı yatırımcılar yönünden de gayrimenkul sertifikalarını dikkat çekici yatırım araçlarından biri haline sokmaktadır.

Gayrimenkul sertifikaları sadece yatırım yapmak için olmamakla beraber bir gayrimenkule veya konuta sahip olabilmek için de satın alınabilir. Fakat, kiralık bir konutta oturan ve sınırlı bir gelire sahip olan kişiler için bu çok zor bir ihtimal olarak görülmektedir. Çünkü sınırlı gelire sahip kişilerin gayrimenkule sahip olabilmeleri uzun vade gerektiren bir süreci kapsar. Gayrimenkul projelerinin bitirilme süreleri bu şekilde uzun vade gerektirmeyeceğinden, kiralık bir konutta ikamet eden kişilerin kirayla beraber, konut sahipliği için yeterli adette sertifikayı satın alabilmesi oldukça

zordur. Bu yöntemdense, çoğunlukla uygulanan yöntemle, yani, bitmiş bir konutu banka kredisıyla satın alarak, kira ödemektense krediye ait taksitleri ödemeyi tercih edecektir. Ancak, birikim sahipleri bankaların açmış oldukları konut destek birikim hesaplarında yüzde 25 oranında peşinatlarını biriktirebilmeleri durumunda devlet desteği alabilmeleri uygulamalarıyla gayrimenkul sertifikaları uygulamaları ilişkilendirilebilir. Devletin desteğini artırılması da sınırlı gelire sahip olanların da konut satın alabilmeleri demektir.

Türkiye’de iki ana gayrimenkule ilişkin problem bulunmaktadır. İlki, deprem riski içeren yapıların dönüşümü, diğeryse, çoğunlukla sınırlı birikime sahip olanların yaşayabilecekleri konutlarının olmaması problemidir. Bu yönden incelendiğinde, gayrimenkul sertifikalarına ilişkin modelin, kentsel dönüşüm projelerinde uygulaması mümkün olabilecek bir model olarak değerlendirilirken, sınırlı gelire sahip olanlar açısından konut satın alabilme imkânı tanıma yönünden uygulama zorluğu olduğu değerlendirilmektedir. Bununla beraber, daha fazla gelire sahip olanlar yönünden veya belirli bir birikim sahibi olan kişilerinse, banka kredisine ihtiyaç kalmadan, gayrimenkul sertifikalarını toplayarak konut sahibi olabilmeleri imkanı vardır.¹²²

3.2.8. Gayrimenkul Sertifikası Modelinin Faydaları

Gayrimenkul Sertifikası Modelinin ihraç edenler ve yatırım yapanlar açısından barındırdığı faydalar yönünden değerlendirildiğinde sosyal ve ekonomik taraftan çok çeşitli avantajlarının olduğu ifade edilebilir. Bu bölümde, sermaye piyasalarında gayrimenkul sertifikası kullanılmasının içerdiği avantajlar, tüm kesimler yönünden dikkate alınarak başlık olarak özetlenmiştir.

Gayrimenkul Sertifikası modeliyle ihraç yapanlar yönünden avantajlar; gayrimenkullere ait projeler için kaynak bulunmasında farklı bir alternatifi barındıran

¹²² Abdülkadir Köroğlu ; “ Gayrimenkul Sertifikası Modeli ve Türkiye’de Uygulanabilirliği ” , Gazi İktisat ve İşletme Dergisi , 2016

bir model olması, kişisel veya profesyonel yatırım yapanlar dahil büyük bir yatırımcı grubuna hitap eden bir araç olması, gayrimenkul sertifikalarının borsalarda işlem yapması, iç ve dış yatırımcı kitlesine rahatlıkla ulaşabilmesi, gayrimenkullerin satış aşamasında elastikiyet getiren yenilikçi pazarlama stratejisi olması şeklinde sıralanabilir. Gayrimenkul Sertifikası modelinin yatırım yapanlar yönünden avantajlarıysa; birikime sahip olanlar açısından alternatif yatırım aracı olması, gayrimenkullere ait projelere birim alan temelinde katılımın sağlanabilmesi, konut sahipliğine imkân tanınması, projelerde oluşabilecek değer yükselişinden gelir edinme imkânı sağlaması ve satın alabilme gücünü koruması, borsalarda işlem görmesi ve böylece rahatlıkla nakit haline dönüştürülebilmesi, serbest piyasalar ortamında, şeffaf ve güvenilir işlemlerin gerçekleştirilebilmesi, faize duyarlı kesimler için faiz barındırmayan bir sermaye piyasaları enstrümanı olması, devletin güvencesine ve ayrıca vergisel avantaja sahip olması, hem kişisel hem de profesyonel kurumsal yatırımcılar tarafından kullanabilmesinden söz edilebilir.

Gayrimenkul Sertifikalarının sosyal ve ekonomik avantajları da; Birikimlerin yatırım alanına yönelmesi, kentsel dönüşüm projeleri için, pratik ve hızlı finansman imkanı sağlaması, konut probleminin çözülmesinde katkılar sağlayabilmesi, gayrimenkullerin ve konutların finansmanları probleminin çözülmesinde rolü bulunması, projelere dikkat çekilmesine sebep olabilmesi, yeni projelerin geliştirilebilmesi ve sektörün gelişimine katkı sunması, yurtdışı kökenli yatırımcılar açısından ilgi çekici bir model olarak ülkeye döviz akışı oluşturmaları, resmi olması sebebiyle kayıt dışılığın önüne geçilmesinde etkin olabilmesi, sektörün ve sermaye piyasasının canlanmasında etkin olabilmek için ülkenin finansal yapısının güçlenmesinde katkı sağlaması önemli başlıklardır.¹²³

¹²³ Abdülkadir Köroğlu ; “ **Gayrimenkul Sertifikası Modeli ve Türkiye’de Uygulanabilirliği** ” , Gazi İktisat ve İşletme Dergisi , 2016

3.2.9. Gayrimenkul Sertifikası Modelinin Olumsuz Tarafları

Gayrimenkul sertifikaları açısından değerlendirme yapıldığında, birçok avantajlı yönü yanında çeşitli dezavantajlı durumları da bulunmaktadır. Gayrimenkulün değerinin düşebilme riskleri, umulandan daha az getiriye bulabilme riskleri mevcuttur. Gayrimenkullerin veya projelerin değerlerinin düşebilme riskleri, sertifikanın nominal değerlerinin korunabilmesiyle azalabilir. Tahmin edilen getirilerin az olabilme riskleriyse güvenli bilinen şirketlerin kaliteli projelerin tercih edilmesiyle azaltılabilir. Farklı riskler açısından, projelerin çeşitli sebeplerle geç tamamlanması veya hiçbir zaman tamamlanamama ihtimalleridir. Bu tür risklerin her birine yasal cezalar veya bankalar tarafından garanti uygulanarak önlem alınabilir.

3.3. Kira Sertifikaları

Kira sertifikaları, her çeşit varlığın veya hakların finansmanlarını sağlayabilmek için varlık kiralama şirketlerince ihracı yapılan ve sahip olanların bu varlıklardan veya haklardan kazanılan gelirden hisseleri nispetinde hakka sahip olabilmelerine imkân veren menkul kıymetlerdir. Tanımlamada yer bulan “hak”; kira sertifikalarının ihraç edilmesinin dayanağı tüm hakları, “varlık” ise kira sertifikalarının ihraç edilmesinin dayanağı “haklar” hariç tüm varlıkları tanımlar. VKŞ’ler yani “Varlık kiralama şirketleri” (VKŞ), kira sertifikaları ihracını yapmak amacıyla anonim şirket statüsünde kurulan sermaye piyasaları kurumlarıdır. Varlık kiralama şirketlerince ihracı gerçekleşen kira sertifikalarının elektronik ortamdaki izlemeleri kayden Merkezi Kayıt Kuruluşu tarafından yapılır. Kira sertifikalarının ihracı, tahsisli olabileceği gibi, profesyonel nitelikli yatırımcılara arzı yapılmak şeklinde de ihraç edilebilirler.

Kira sertifikası; Yönetim sözleşmesine, Sahipliğe, Ortaklığa, Alım-satıma veya Eser sözleşmelerine dayanak olacak şekilde veya belirtilenlerin beraber kullanılmasıyla Varlık kiralama şirketlerince ihraç edilebilir.¹²⁴

Sahiplik esaslı sertifikası, üçüncü kişilere veya kaynak kuruluşa kiralanmak amacıyla veya Varlık kiralama şirketlerince idare edilmek için Varlık kiralama şirketlerince kaynak kuruluşlardan devir alınacak varlıklara veya haklar kaynak sağlamak amacıyla ihraç edilirler.

Yönetim sözleşmesi esaslı kira sertifikasının, kaynak kuruluşun sahip olduğu varlıklar veya hakların vade süresince kiralanabilmesi de dâhil, Varlık kiralama şirketleri lehlerine yönetilmeleri sonucunda kazanımların sözleşmelerin gerekleri çerçevesinde Varlık kiralama şirketlerine aktarılmalari amacıyla ihracı yapılır.

Alıma ve satıma bağlı kira sertifikasının, varlıkların veya hakların Varlık kiralama şirketlerince satın alındıktan sonra belirlenmiş niteliklere sahip şirketlere çeşitli vadelerle satışı işlemlerinde varlıkların veya hakların alımlarının finansmanına kaynak bulmak amacıyla ihracı yapılır.

Ortaklığa dayalı kira sertifikasının, Varlık kiralama şirketlerinin ortak girişimlere ortak olabilmelerini sağlamak üzere ihracı yapılır.

Eser sözleşmelerine bağlı kira sertifikası, Varlık kiralama şirketlerinin işin sahibi olarak tarafı olunan eser sözleşmesi çerçevesinde eserin meydana getirilebilmesini sağlayabilmek için ihracı yapılır.

3.3.1. Kira Sertifikalarının (Sukuk) Temel Yapısı

Sukuklar, varlık senetleri veya menkul kıymet haline getirilmiş varlıklar olarak tanımlanır. Farklı senetlerden ayıran özelliği, belirlenmiş bir varlığa endekslenmiş şekilde ihraç edilir. Bu sebeple sukuk ihraç edecek borçlu açısından bir

¹²⁴ Figen Büyükakın, Ersan Bilal ; “Finansal Krizlere Karşı Sukukun Uygulanabilirliği Üzerine Bir Değerlendirme” , Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi , Cilt 8 , Sayı 14 , Ocak 2016

varlığa sahip olunması öncelikli şarttır. Sukuklar sahipliğe ilişkin hakları işaret ederler. Sukukların temel özelliklerinden biri farklı İslami finans çeşitlerindeki benzer şekilde gerçek ticaret veya yatırım ilişkilerini esas alır. Projeler, varlıklar veya bilanço endeksli şeklinde hazırlanabilmektedirler.¹²⁵ Devletler için veya anonim şirketler için belirli bir faiz oranı karşılığında borçlanabilecekleri finansal araçlar bulunmaktadır. Tahviller ve hazine bonoları bu araçlardan iki tanesidir. Bu şekilde faizden gelir kazanmak arzu edenlere yatırım alternatifi sağlanmış olunacaktır. İslâmî hassasiyetleri olan şirketlerin finansal işlemler aracılığıyla nakit bulmaları ve bunun yanında da faizsiz kazanç sağlamak arzu edenlere de farklı bir yatırım enstrümanı sunabilmek için sukuk ihraçları gündeme gelmiştir. Sukuğun temel esası, ticari varlıkların menkul kıymet haline getirilerek sertifikalar şeklinde satışlarının yapılmasıdır. Sukuk sertifikalarından satın alanlar belirli bir varlığa bulundurdukları sertifika adedi orantısında ortak olmuş olurlar. Sonucunda da belirtilen varlıktan elde edilen gelir de sertifika sahiplerine ait olur. Sukuk açısından farklı bir tanımlama da “İslami Finansman için Muhasebe ve Denetim Organizasyonu” tarafından yapılmıştır: “Sukuk, ihraç edildikten sonra eşit değerleri temsil eden; ihraçtan elde edilen tutarların önceden planlanan şekilde yatırım yapıldığı; yapılan yatırım türüne göre duran varlıklar ve benzerleri üzerindeki haklar ve payların temsil edildiği ya da bir projede ya da özel bir yatırım faaliyetinde ortaklık hakkı veren sertifikalardır.”¹²⁶ Bir çerçeveden bakıldığında, sukuk, piyasalarda kullanılmakta olan bononun zıttı bir ürün olarak değerlendirilmemektedir. Geleneksel olarak kullanılan bono, faiz içeren bir borçlanma aracıdır. Sukuk ise varlığı dayanak alan bir finansal araçtır. Sukuk açısından bir faiz getirisi söz konusu değildir fakat buna karşın ihracı yapanların varlıklarına sahip olma hakkı sunar.¹²⁷

Uygulamalarda en çok “icare sukuku” kullanılmaktadır. İcare sukukunun işleyişi şu şekilde özetlenebilir; Varlık kiralama şirketleri sukuk ihracı yaparlar,

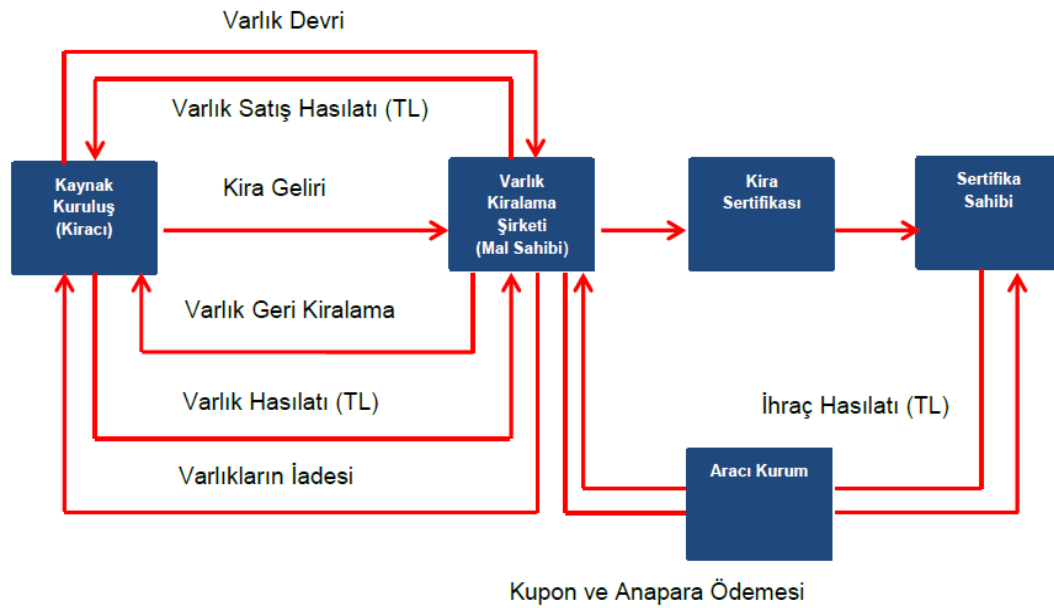
¹²⁵ Hüseyin Tunç ; “**Katılım Bankacılığı Felsefesi Teorisi ve Türkiye Uygulaması**”, Nesil Yayınları, İstanbul, 2010. p 152

¹²⁶ Accounting and Auditing Organization for Islamic Financials : 2005

¹²⁷ S.R. Vishwanath, Azmi Sabahuddin ; “**An overview of Islamic Sukuk bonds**” , The Journal of Structured Finance, 14(4), 58-7. ,2009

yatırım yapmak isteyenler sukuk satın alırlar, sonrasında, kaynak kuruluş sahip olduğu varlığı varlık kiralama şirketlerine satar, varlık kiralama şirketinden varlığın satışına ilişkin bedeli alır, sonrasındaysa, varlık kiralama şirketleri, kaynak kuruluşlardan aldıkları varlıkları yeniden kaynak kuruluşlara kiralarlar, bu kiralama sonucu dönemsel kira geliri ortaya çıkar ve varlık kiralama şirketi bu kirayı alır, alınan kira sukuk satın alanlara varlıklardaki ortaklıkları esas alınarak paylaştırılır, varlık kiralama şirketleri satın almış oldukları varlıkları ilk başta anlaşılmış olan vade sonunda kaynak kuruluşlara geri satarlar, varlıkların tüm satışına ilişkin bedel sukuk sahiplerine ortaklıkları esas alınarak dağıtır.¹²⁸ Kira Sertifikasında (Sukukta) İş Akışı Şeması Şekil 3.2’de gösterilmiştir.

Şekil 3.2 : Kira Sertifikası İşleyişi



Dünyada, katılım bankacılığına ait ürünlerin ulaştığı büyüklükler ve derinlikte, öngörülmeven yükselişler görülmüştür. İslami tahvil yani Sukuk, bunun

¹²⁸ İshak Emin Aktepe ; “Sorularla Katılım Bankacılığı” , TKBB, Yayın No:4 İstanbul, 2012.

yanında islami sigorta yani tekaful, varlık yönetimi, risk fonları, ve kurumsal finansman alanlarında önemli adımlar atılmaktadır.¹²⁹

Dünyadaki tekaful şirketlerinin 2005 yılında yönetmiş oldukları prim tutarı 2 milyar dolar olurken, bu tutar 2015 yılı itibarıyla 15 milyar dolara ulaşmıştır.¹³⁰

Türkiye de faizsiz bankacılık sisteminin hızlı gelişmekte olduğu bölgede yer alırken, ürün farklılığı olmaması sebebiyle, doğan fırsatlardan gerektiği şekilde verimli yararlanamamaktadır. Buna karşın, katılım bankacılığı sektöründe dünyadaki beş ana pazarlardan bir tanesi olduğu değerlendirilen Türkiye sukuk pazarı; altyapı, inşaat, enerji gibi alanlard dikkate alındığında Asya ülkelerindeki ve Körfez ülkelerindeki yatırımcıların ilgisini çekmektedir.

Türkiye’deki sukuk yani kira sertifikalarına olan talep miktarının 8 ila10 milyar \$ aralığında gerçekleştiğini, arz miktarının 2,4 milyar \$ seviyelerinde olduğunu ifade eden “Ernst & Young Global İslami Bankacılık Merkezi Başkanı Ashar Nazim”, “Sukuk ürünlerine büyük bir talep var ama yeterli arz yok. Yeni ürünler sunulursa Türkiye’de Toplam pazarın yüzde 15’ini alabilir. 30 milyar dolar aktif büyüklüğe sahip olan Türkiye’deki katılım bankacılığının 100 milyar dolara 2020 yılında gerçekleşeceğini ve Türkiye’nin sadece konvansiyonel bankacılıkta değil, katılım bankacılığında da finans merkezi olabileceğini” belirtmektedir.

3.3.2. Kira Sertifikası (Sukuk) Çeşitleri

Sukukların, her türü İslam hukuku altyapısına dayalı; icare, muşaraka, mudaraba, istisna, selem ve murabaha olmak üzere farklı çeşitleri vardır. Bunlardan en yaygını, bilineni ve uygulaması olanı icare sukuktur. İcare sukukun dünya sukuk uygulamalarının %50’sini oluşturduğu tahmin edilmektedir.

¹²⁹ Ali Polat ; “Finansal Yenilik ve Açılımları İle Katılım Bankacılığı” , Katılım Bankacılığı, Dünya Uygulamalarına İlişkin Sorunlar-Fırsatlar; Türkiye İçin Projeksiyonlar, TKBB Y. No:1, İstanbul, 2009

¹³⁰ Milliman Research Report ; “Globak Takaful Report 2017”, Market Trends in Takaful, July 2017, <http://www.milliman.com/uploadedFiles/insight/2017/Takaful-2017-full-report.pdf>

(a) İcare Sukuk (Kira sertifikası).

İcare sukuk, özellikle projelerin finansmanları amacıyla uygulama bulan en sık kullanılan çeşittir. İcare sukuku temelinde leasing işlemi gibi değerlendirilebilir. Sukukun vadesi geldiğinde kiralayan tarafa kiralanmış olan varlığın satışını alma hakkı verilmektedir.¹³¹

Genel anlamda icare sözleşmelerinde kiraya verenler ve kiralayanlar karşılıklı olarak aralarında bir ilişki kurmaktadır. Bu ilişkide taraflardan biri kiraya vermeyi ve taraflardan ikincisi de belirli bir süre boyunca belirli bir kira bedelini ödeme sorumluluğunu almışlardır. Tarafların arasındaki ilişki, bu sebeple, dayanağı “borç” ilişkisi olan bir ilişki olmamaktadır.¹³² İcare sukukunun İslam şeriatına uygunluğu bazı alimlerce tartışma konusu da olmuştur.¹³³ Sukuka yatırım yapanlara faize benzer yöntemlerle sabit bir kira ödemesinin yapılıyor olması, piyasadaki bilinen bonolara yatırım yapanlara sabit bir getirinin ödenmesini çağrıştırmaktadır. Bu sebeple bazı İslam alimlerine göre ihraç süreleri ve kira ödemeleri yönünden değerlendirildiğinde icare sukuk ihracının İslam şeriatı hükümlerine göre uygun olmadığını düşünen din adamları da bulunmaktadır.

(b) İstisna Sukuk (Üretim Sertifikaları)

İstisna anlaşmaları aslında üretime dair anlaşmalardır. Anlaşma kapsamında satıcı taraf, belirlenen fiyat ve vade içinde belirli bir ürünün tespit edilen ölçülerde ve nitelikler dikkate alınarak üretimi sorumluluğunu yüklenir. Alıcı taraf, bu şartlarda anlaşılmış olan taksitlerle tutarın ödenmesi veya bütün tutarın üretimin

¹³¹ Ahmed Alvi , Ahmed Mohammed , Ghazal Khan ; **“A Comprehensive Study of the International Sukuk Market”** , International Islamic Financial Market, , Sukuk Report,1st edn, 2009

¹³² Zohra Jabeen , Tarik Javied ; **“Sukuk: Sharia’h and regulatory Implications Sukuk –Structures”** , <http://pr.hec.gov.pk/Thesis/714S.pdf> , 2010

¹³³ Ulrich Derigs, Shehab Marzban ; **“Review and Analysis of Current Shariah-Compliant Equity Screening Practices”** , International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management, Vol. 1, No. 4, pp.285-303.

tamamlanması sonrasında ödenmesi tercihlerine sahiptir. Bu yöntemde, satıcılar ve üreticiler farklı tüzel kişiliklerdir.¹³⁴

İstisna, üreticiler sözleşmelerde öngörülen şekilde işlerine başlamalarının akabinde, üreticilerin bir noksan veya hatalı üretimi olmaması durumunda, alıcıların tek yönlü şekilde anlaşmaları feshetme haklarını yasaklamaktadır. Böylece, alıcının sözleşme feshi ancak üretimi yapanın hatalı üretim gerçekleştirmesine bağlıdır.¹³⁵

İstisna sukukunda alıcılar tüm satış bedelini ödediklerinde, üretimi yapılmış olan malların mülkiyeti doğrudan kendilerine geçmektedir. Satış fiyatının toplamı da, içerisinde ödemenin yapıldığı dönem süresince sağlanmış olan kaynakların maliyetlerini de kapsayacak şekilde işleme ilişkin maliyetlerin tümünü içermektedir. Gerçekleştirilen vadeli ödemeler, “istisna sukuk” adı verilen sukuk sertifikalarına bağlanmaktadır.¹³⁶

İstisna sukukları finansal piyasalarda üzerlerindeki yazılmış değerlerinden daha az bir fiyatla işlem yapamamaktadırlar. Fiyatı sukukların yazılmış değerlerine eş olan ürünlerin veya hizmetlerin satın alınmalarında kullanılırlar.¹³⁷

(c) Selem Sukuk Sertifikaları

Selem sukuk uygulaması; mutabakat sağlanan bir fiyat üzerinden, belirlenmiş olan bir kalitede ve miktardaki özellikli bir ürünün satın alınması anlaşmalarıdır. İlave olarak anlaşmalarda, ürünlerin satıcılarca ileriki dönemde belirlenmiş olan bir zamanda dağıtımlarının yapılacağı da belirtilebilir.¹³⁸

¹³⁴ Mohammed Obaidullah, “Islamic Financial Services” ,

https://www.researchgate.net/publication/266149378_Islamic_Financial_Services , 2005

¹³⁵ Muhammad Akram Khan , “ Islamic Economics and Finance” , London, Routledge , 2003

¹³⁶ Muhammad Ayub , “Securitization, Sukuk and Fund Management. Potential to be Realized by Islamic Financial Institutions” ,

http://www.isfin.net/sites/isfin.com/files/sukuk_and_securitization-4.pdf , 2010

¹³⁷ Rodney Wilson ; “Innovation in the structuring of Islamic Sukuk securities” , Humanomics, Vol 24, No 3: 190 , <http://www.kantakji.com/media/7717/f105.pdf> , 2008

¹³⁸ Islamic Financial Services Board, 2009

Selem sukuk sertifikalarının ihracı eşit bedeller üzerinden gerçekleştirilir. Selem sukuk ihracı için sağlanan kaynaklar, ürünlerin ve hizmetlerin gelecek dönem için anlaşılmış olan bir tarihte dağıtımının garantisi olmak üzere sukuk alıcısına yani Varlık kiralama şirketine nakit olarak ödemesi yapılır. Ticari ürünlerle ilgili satışın ve pazarlamanın yapılması Varlık Kiralama Şirketi tarafından ataması yapılan farklı bir kuruluşça gerçekleştirilir. Yatırım yapanların sağladığı getiri, alışların ve satışların fiyatları arasındaki farklardan oluşur.

(d) Mudaraba Sukuk Sertifikaları

Mudaraba Sukuk sertifikaları, taraflardan birinin gerekli fonu sağlayabilmek, diğer tarafinsa (girişimcinin) kara ve zarara ortak olma esasına dayanarak projenin geliştirilmesinden sorumlu olarak kabul edildiği bir açıdan emeğin ve sermayenin ortaklığına dayalı sukuk uygulamalarıdır.¹³⁹ Mudaraba sukuk sözleşmeleri, ihracı yapan tarafından ilan edilmiş bir izahnameye bağlıdır. Sözleşmeler, fonun niteliği, karın paylaşılması ve ilgili olabilecek diğer tüm hükümleri kapsar. Sertifikaları satın alanlar, sertifikalarla finans piyasalarında işlem yapabilirler. Söz konusu sertifikaların ulaşabileceği değer, projenin durumuna ve proje getirisine bağlı olarak farklılık gösterebilir.

Mudaraba Sukuk uygulaması için örnek senaryo:

ABC Şirketi, 1 yıl içinde teslimatını yapmak üzere 100.000.000 TL'lik bir inşaat projesi ihalesi kazanmıştır. Sözleşme gereği projenin belirlenen zamanda tamamlanmaması durumunda, aylık gecikme olarak yüzde 5'lik az ödemenin yapılacağı belirlenmiştir. İnşaat projesinin maliyetinin 70.000.000 TL olduğu öngörülmüş ve projede kaynak olarak kullanılmak amacıyla 70.000.000 TL değerinde sukuk ihraç edilmiştir. Bu durumda proje kârı 30 milyon TL, sermayenin sahipliğini yapan sukuk sertifikalarının sahipleriyle işin ihalesini alan firma aralarında paylaşımına konu olacaktır. Projenin belirlenen zamanda tamamlanması

¹³⁹ Zureena Bt Mohamed ; **"Sukuk – A Brief Introduction"** ,
http://www.azmilaw.com.my/Article/Article_10_&_11/Article_10_SUKUK_00101904_.pdf , 2008

durumunda 30.000.000 TL’lık gelirin %50’si sukuk sahipleriyle, diğer %50’si de inşaatı gerçekleştiren şirketle paylaşılacaktır. Fakat projenin 2 ay gecikmesi durumunda toplamda 10.000.000 TL az tahsil edilecek ve toplam 20 milyon TL ele geçmiş olacak, sonrasında gelir bölüşülecektir. Proje 8 ay gecikirse, bu durumda 40 milyon TL eksik tahsil edilecek ve 60.000.000 TL alınacaktır. Bu durumda projede 10 milyon TL zarar gerçekleşecek ve zarar sermayenin sahibi konumundaki sukuka yatırım yapanlarca karşılanmış olacaktır.¹⁴⁰

(e) Muşaraka Sukuk (Ortaklık Sertifikası)

Muşaraka sukukta temel esas, tarafların ortaklaşa bir işletmenin kurulmasıyla, emeklerini, sermayelerini ve bilgilerini ortaya koyduğu bir anlaşma çeşididir. Gerçekleştirilen işin sonunda oluşan kar veya zarar, başlangıçta mutabakat sağlanan nispetler oranında taraflar arasında paylaşılır.¹⁴¹ Muşaraka sukuk uygulamalarında yatırımcılar (sukuk satın alanlar) ortak girişim kurmak amacıyla finansmana ihtiyaç duyan ihraççıyla birlikte sermayeye katılabilir. Muşaraka sukukları ve mudaraba sukuklarının aralarındaki en önemli farkı kara ve zarara katılım hususu oluşturmaktadır. Mudaraba sukuklarında zarar riskini yalnızca yatırım yapanlar yani sertifika satın alanlar taşır, buna karşın, muşaraka sukuklarında tüm kesimler zarar riskini taşımaktadırlar. Bunun sonucu da; muşaraka sukuk uygulamasının finansal güvencesinin yatırımcılar yönünden daha güçlü olması anlamına gelmektedir.¹⁴²

Muşaraka Sukuk uygulaması için örnek senaryo:

ABC Şirketi, 1 yıl içinde teslimatını yapmak üzere 100.000.000 TL’lık bir inşaat projesi ihalesi kazanmıştır. Sözleşme gereği projenin belirlenen zamanda tamamlanmaması durumunda, aylık gecikme olarak yüzde 5’lik az ödemenin yapılacağı belirlenmiştir. İnşaat projesinin maliyetinin 70.000.000 TL olduğu

¹⁴⁰ Erdal Yılmaz ; “Yeni Bir Finansal Araç Olarak Sukuk: Çeşitleri, Türkiye Uygulaması ve Vergilendirilmesi” , Muhasebe ve Finansman dergisi , 2014

¹⁴¹ Alsadek H. Gait , Andrew C. Worthington ; “A Primer on Islamic Finance: Definitions, Sources, Principles and Methods” , University of Wollongong Research Online , 2007

¹⁴² Nathif J. Adam and Abdulkader Thomas ; “Islamic Bonds: Your Guide to Structuring, Issuing and Investing in Sukuk” , 2004. Aktaran: Aslan, 2012:58

öngörülmüştür. Önceki örnekten farklı şekilde; ABC Şirketi, inşaat projesinin maliyetinin 35.000.000 TL'lik bölümünü özkaynaklardan, kalan kısmı için 35.000.000 TL'lik muşaraka sukuk ihraç etmiştir. Bu durumda sukuk sertifikalarını satın alanlar, proje için finansmana destek olurken aynı anda projenin yüzde 50 oranında da ortağı olmaktadır. Bu sebeple, inşaat projesinin bitiminde kazanılan getiri inşaat şirketiyle sukuk yatırımcıları aralarında mudaraba sukuktakine benzer şekilde paylaşılacaktır. Fakat, inşaat projesinin bitiminde zarar oluşması halinde, zarar, mudaraba sukuk uygulamasındakinden farklı şekilde, sukuklara yatırım yapanlarla, ABC şirketinin sahipleriyle koyulan sermaye oranında paylaşılacaktır.¹⁴³

3.3.3. Kira Sertifikası (Sukuk) İhracı Uygulamaları

- 1) İtfanın gerçekleşeceği tarih (Vade bitimi) : İhracın gerçekleşmesi sonrasında, sukuk bedelinin sertifika sahiplerine ödeneceği tarihtir.
- 2) Halka Arzın Süresi : Halka arzın gerçekleşmesi için öncesinde belirlenmiş olan bir süre boyunca (genellikle 2,3,4 veya 5 gün) talebin toplanacağı süreyi belirtir.
- 3) Dağıtım Tarihi: Talebin toplanması sonrası talep sahiplerine sukuk dağıtımının yapılacağı, talep toplandığı günleri izleyen iş günüdür.
- 4) Takas Günü : Dağıtım kararının verildiği günü izleyen ilk iş günüdür.
- 5) Kira Sertifikası Satış Fiyatı : Kuponlu kira sertifikaları genelde 3 ayda bir, 6 ayda bir veya yılda bir kar payı ödemelidir. Kuponlu kira sertifikaları, yatırımcısına kira sertifikalarının ihraç tarihinden itibaren belirli dönemlerde kar payı getirisi sunmaktadır. Kira sertifikalarının anaparası son kupon ödemesi ile birlikte bir defada ödenir.
- 6) Dağıtım Metodu : Bireysel olarak sukuk alarak yatırım yapanlara aldıkları oran nispetince dağıtım yapılır. Her yatırımcıya minimum katılım tutarı (ihraç öncesinde belirlenen minimum talep miktarı) dağıtıldıktan sonra oransal dağıtım yöntemi ile dağıtım yapılır. İlk aşamada, talepte bulunan

¹⁴³ Erdal Yılmaz ; “Yeni Bir Finansal Araç Olarak Sukuk: Çeşitleri, Türkiye Uygulaması ve Vergilendirilmesi” , Muhasebe ve Finansman dergisi , 2014

tüm Yurt İçi Bireysel Yatırımcılara minimum katılım adedi kadar sertifika verilir, daha sonra, Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar için geriye kalan tahsisat miktarının, talep miktarına bölünmesi ile “Arzın Talebi Karşılama Oranı” bulunur. Bulunan Arzın Talebi Karşılama Oranı her bir yatırımcıya ait kişisel talep ile çarpılarak dağıtım yapılır.

- 7) Kupon Ödemeleri : Varlık kiralama şirketi, kira sertifikalarının ihraç edilmesine iştirak eden yatırımcılara kira sertifikası ihraç tarihinden itibaren önceden belirlenen periyotlarda gelir dağıtımında bulunulur. Kira sertifikalarının, ihraç bedeli kira sertifikası süresi sonunda bir defada ödenir. En son Kira Sertifikası hangi yatırımcıda ise kupon ödemesi ve anapara ödemesi o yatırımcıya yapılır. Kira sertifikası bedeli ve gelir dağıtım işlemleri için Takasbank nezdinde MKK adına hesap açılır. ASYA VKŞ tarafından ödenecek tutar, ödeme gününde Takasbank nezdindeki ilgili hesaba aktarılır. Merkezi Kayıt Kuruluşu’na VKŞ tarafından vadesinde yapılan gelir ve anapara ödemeleri bu kuruluş tarafından yatırımcılara iletilmek üzere ilgili yatırım şirketlerine aktarılır. Kupon ödemesi gününde veya ara dönemlerde yatırımcı sertifikasını 3. Kişilere satabilir. O günkü piyasa koşullarında arz ve talebe göre belirlenen fiyattan alım / satım işlemi gerçekleşir.
- 8) İkinciel piyasası işlemleri : Borsa İstanbul Bono ve Tahvil Piyasasında gerçekleştirilir. Yatırım hesaplarının bulunduğu aracı kurumlar aracılığıyla gerçekleşir. İkinciel işlemler gerçekleştirmek isteyen yatırımcı; hesabının bulunduğu yatırım şirketine müracaat ederek alım emri veya satım emri verme imkanına sahiptir. İkinciel piyasada 10.000 TL 'nin üzerindeki alım-satım işlemleri Borsa İstanbul’da yapılır. 10.000 TL 'nin altındaki işlemler yatırım şirketleri tarafından değerlendirilir. Vade sonuna kadar bekleyen müşteriler için sabitlenmiş ve garanti edilmiş olan getiri oranı, ikinci piyasa işlemlerinde piyasada o an için oluşan arz ve talep miktarına göre belirlenir. Bu nedenle ihraç fiyatının altında veya üstünde işlem yapılabilir ayrıca ikinci piyasada anapara garantisi yoktur.
- 9) Asgari / Azami Talep Miktarları : Nominal değeri 1 TL olan 1 adet kira sertifikası için minimum talep tutarı belirlenir. Minimum talep tutarından sonraki talep aralıklarının 1 TL ve katları şeklinde olması şarttır. Talep

edilebilecek azami kira sertifikası tutarı hakkında herhangi bir sınırlamada bulunulmaz. Yatırımcılar, istedikleri takdirde Talep Formunda almak istedikleri parasal tutara ilişkin bir alt sınır (kabul edilebilecek minimum tutar) belirleyebilirler.

- 10) Yıllık Gelirin Dağıtım Oranı ve Bu Oranın Belirlenmesi : Kira sertifikalarına ödenecek olan “Yıllık Gelir Dağıtım Oranı” talep toplama süresinin ertesi iş günü kesinleştirilerek internet sitesi ve KAP ’ta ilan edilerek kamuya duyurulur.

Dönemsel Gelir Dağıtım Oranı=Kira Sertifikasının Yıllık Gelir Dağıtım Oranı Gelir Dönemindeki Gün Sayısı/364.

- 11) Kira Sertifikalarının Dayanak Varlıkları : Varlık kiralama şirketine devredilmesi mümkün varlıklar, leasing sözleşmeleri, bankaların kendi portföylerinde bulunan sukuklar veya gayrimenkul olabilir.
- 12) Halka Arzın Sonucunun Kamuya Nasıl İletileceği : Halka arz sonuçları, dağıtım listesinin kesinleştiği günü takip eden ilk iş günü Kurul’un özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin düzenlemeleri uyarınca KAP ’tan kamuya duyurulur.
- 13) Kira Sertifikalarının Vadesi ve Teslim Yeri : Bu sertifikalarda fiziken teslim gerçekleşmediğinden, hak sahipleri MKK nezdinde bazında kayden izlenmektedir. Yatırımcıların satın almaya hak kazandıkları kıymetler, dağıtım listesinin VKŞ tarafından onaylanması ve kesinleşmesinin ardından izleyen ilk iş günü içinde Merkezi Kayıt Kuruluşu’ndaki hesaplara aktarılır.
- 14) Vergilendirme : Kira Sertifikalarında kişisel yatırım yapanlar açısından yüzde 10 stopaj söz konusudur. Profesyonel kurumsal yatırımcılar açısından stopaj kesintisi bulunmamaktadır.

3.3.4. Türkiye’de Kira Sertifikaları (Sukuk)

2005 yılı içinde uygulamaya konulan yeni “Bankacılık Kanunu” akabinde Türkiye’deki katılım bankalarının, sektördeki payı % 5,6’lar seviyesinde olmuştur. Geçtiğimiz seneler içinde yaklaşık 100 milyar \$ aşan büyüklüğe varan katılım bankacılığında Türkiye’nin 2010 yılına gelene değin önemli bir pay almadığı

rahatlıkla söylenebilir. Türkiye’de gerçekleşen sukuk ihraçlarının ilki, 2010 yılı içerisinde “Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş.” tarafından yapılmıştır. Citibank ve Liquidity Management House ortak lider düzenleyicilerinin yer aldığı ihraç işleminde, Malezya’da ve Körfez Bölgesi’nde büyük ilgi gören ve geniş uygulama alanı bulmuş olan bu finansal aracı Türkiye piyasası ile tanışması “Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş.” aracılığıyla gerçekleşmiştir. 100.000.000 \$ tutarında ve 24.08.2010 vadeli ihraç için, yaklaşık olarak 1,5 katın üzerinde talep alınmış ve nihai getiri de % 5.25 olmuştur. Söz konusu ihracı izleyen dönem sonrasında, dönemin Ekonomi Bakanı Ali Babacan’a göre; “Türkiye’de Hazinesin 2013 Yılında yaptığı 1,5 milyar dolar değerindeki ilk sukuk ihracına 5 kat fazla talep gelmiştir. Diğer finans kurumları için de önemli bir gösterge olacak bu sonuç Türkiye’deki İslami finasta büyüme potansiyelinin kuvvetli bir şekilde var olduğunu ortaya koymaktadır. Çünkü; Türkiye, dünya sukuk piyasasında etkin olmuş adı geçen ülkelerin herhangi birinden en az 1,5 kat daha büyük bir ekonomiye sahiptir.” Tablo 3.2’deki Türkiye’de 2010 ve 2017 yılları arasında gerçekleşen sukuk ihraçlarına baktığımızda, kamu tarafından gerçekleştirilen sukuk ihraçlarının ağırlığının özel sektöre göre daha fazla olduğunu görebiliriz.¹⁴⁴

Tablo 3.2 : Türkiye’de Gerçekleşen Kira Sertifikası (Sukuk) İhraçları (2017)

2010-2017 Yılları Arası	USD (Bin USD)	MYR (Bin MYR)	TL (Bin TL)	TL Karşılığı Toplamı (Bin TL)
Özel Sektör	3.600.000	1.960.000	6.848.705	16.391.605
Kamu	4.750.000		17.782.449	28.042.449
TOPLAM	8.350.000	1.960.000	24.631.154	44.434.054
Kaynak : TKBB				

3.3.5. Dünyada Kira Sertifikaları (Sukuk)

Dünyadaki sukuk uygulamaları öncelikle “katılım bankacılığı” alt yapısının gelişmiş olduğu ülkelerde yaşam bulmuştur. Bahreyn’in petrole bağlı yüksek

¹⁴⁴ Türkiye Katılım Bankaları Birliği , 2016 , Faizsiz Finans Ürünleri, “Sukuk İhraçları 2016” , https://view.officeapps.live.com/op/view.aspx?src=http://www.tkbb.org.tr/Documents/Yonetmelikler/%C4%B0hrac_Edilen_Kira_Sertifikalari.xlsx

gelirinin ve dünya bankaları için de merkez olması dolayısıyla önem kazanmıştır. Özellikle kıyı bankacılığı açısından önemli deneyimi olan Bahreyn’de, 1979 yılından itibaren İslami esaslara uygun bankaların kurulduğu görülmektedir. Faizsiz sistemle işlem yapmak üzere kurulan bankaların ilki de Bahreyn İslam Bankası’dır.¹⁴⁵ Bahreyn, katılım bankası anlayışının gelişmesinde ve diğer ülkelerde de yaygınlaşmasında adeta bir köprü görevi görmüştür. Malezya, Bahreyn’den sonra gelen ikinci büyük köprü olarak kabul edilebilir. 'Dünya'daki ilk sukuk ihracı 1995 yılında Malezya’da gerçekleştirilmiş ve 350 milyon dolarlık sukuk sertifikasının ihracı gerçekleşmiştir. Şekil 3.3 ve Şekil 3.4’de gösterilen ülkelerin hazineleri tarafından gerçekleştirilen sukuk ihraçlarına baktığımızda da, 2002 yılında, yine Malezya hükümeti tarafından 600 milyon dolarlık ihraçla ilk hazine sukuk ihracını gerçekleştirmiştir.¹⁴⁶ Sukuk ihraçlarında, Malezya başlı başına ihraçların % 70'inden daha fazlasını yaparken, Endonezya, Körfez ülkeleri ve Pakistan yapılan sukuk ihraçlarında önemli etkin diğer ülkelerdir. Gerçekleştirilen ihraç işlemlerinden %80’inden daha fazlasını "Sovereign Sukuk" olarak bilinen Hazine tarafından yapılan ihraçlar oluşturmaktadır. Kalan diğer bölümse finans kuruluşları ve finans dışı sektör kurum ve kuruluşları tarafından yapılmıştır.¹⁴⁷

¹⁴⁵ Akın Cihangir ; “**Faizsiz Bankacılık ve Kalkınma**” , Kayıhan Yayınları , İstanbul , 1986

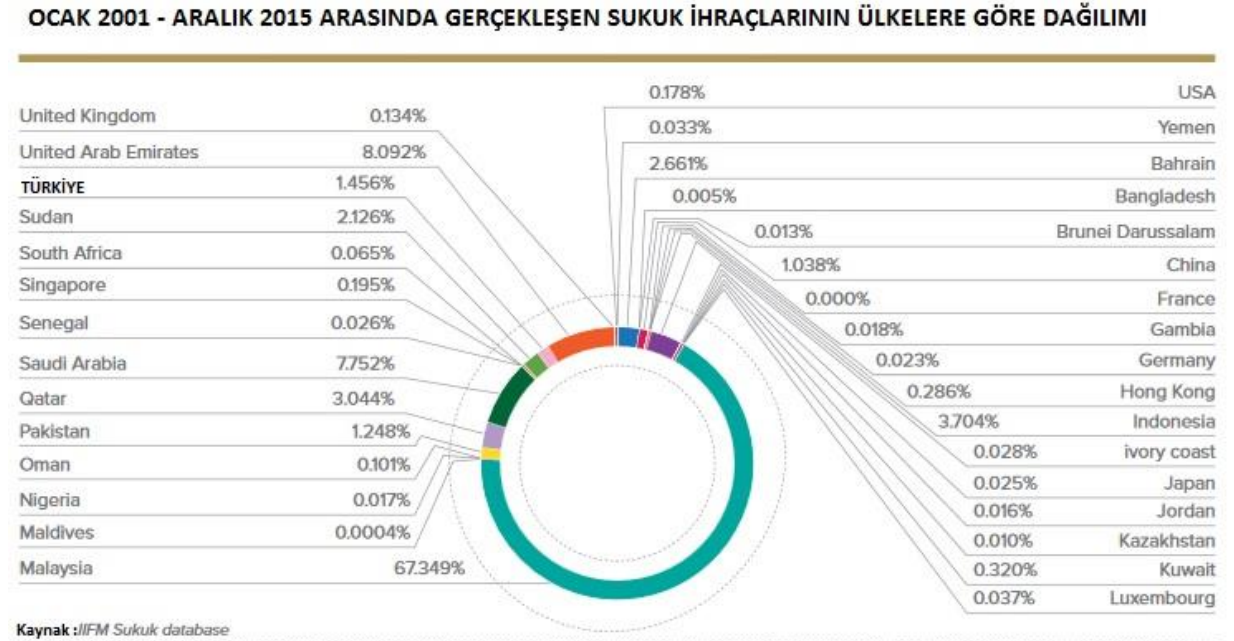
¹⁴⁶ International Islamic Financial Market ; “**A Comprehensive Study of the International Sukuk Market**” , Sukuk Report ,1st edn, 2009

¹⁴⁷ International Islamic Financial Market ; “**A Comprehensive Study of the International Sukuk Market**” , Sukuk Report ,1st edn, 2009

Şekil 3.3 : Dünya Sukuk İhraçları (2015)



Şekil 3.4 : Sukuk İhraçlarının Ülkelere Göre Dağılımı (2015)



SONUÇ

Gayrimenkul sektörü, büyük kaynak ve finansman gerektiren yatırımların ciddi büyüklükte harcamalar yapılarak gerçekleştirildiği, tüm ülkeler açısından çok önemli bir sektördür. Özellikle konut satın alınması, genellikle kişilerin tüm hayatları süresince yapabilecekleri harcamalar arasında en yüksek hacimli harcama anlamına gelmektedir. Bu nedenle de toplumun tüm kesimlerini yakından ilgilendiren bir konudur. Genel anlamda gayrimenkul sektörü, özel anlamdaysa konut finansman yöntemleri, son dönemde, gün geçtikçe finans sektörüyle ilişkili kişi ve kuruluşların üzerinde daha fazla kafa yorduğu, konuyla ilgili yapılan çalışmaların sürekli arttığı, yeni finansal enstrümanların uygulanmasına geçildiği yeniliklere açık bir alanı temsil etmektedir. Gayrimenkul sektörünün finansmanı denildiğinde; gayrimenkul projelerini üreten inşaat sektörünün dolayısıyla yüklenicilerin kaynak ihtiyacından doğan finansman, ayrıca, gayrimenkule talep gösteren birey veya yatırımcıların finansmanı söz konusu olur. Sözü edilen her iki tür finansman da çözüm üretilmesi gereken özel konulardır. Talep tarafının finansmanı için olabilecek en uzun vadede bir finansman kaynağına ihtiyaç duyulmaktadır. Buna karşın, arz tarafının finansmanı için, genelde orta büyüklükteki bir gayrimenkul projesinin inşaa ve pazarlama süresi kadar yani yaklaşık 3 ila 5 yıl arasında, finansman maliyetini de minimize edebilecek orta vadeli, projelerin bitirilmesini riske atmayacak düzenli bir finansman kaynağına ihtiyaç duyulmaktadır.

Gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçları, anlatılan özelliklere çözüm olabilecek hukuki alt yapısı oluşturulmuş sermaye piyasası enstrümanlarıdır. Türkiye'nin, gayrimenkul sektörünün destekleyen dinamikler konusunda avantajlı olduğu 2 konu bulunmaktadır. İlki, ortalama yaşın 31,4 olduğu, genç ve farklılaşan çevresel koşullara kolaylıkla uyum gösterebilen, dünya ile kolaylıkla iletişim kurabilen insan kaynağı; ikincisiyse, inşaat sektörü ve sektörle ilgili önemli yatırımlardır. Türkiye'de yaklaşık 19 milyon adetlik konut stoğunun bulunduğu ve bu konut stoğunun yaklaşık %40'ının, yani 6 ila 7 milyon konutun hızlı bir şekilde yenilenmesinin gerektiği tahmin edilmektedir. Gerçekleştirilmesi gereken bu tür

kentsel dönüşüm projeleri, ciddi büyüklükte bir finansman açığı oluşturmaktadır. Bankaların konut kredilerini ABD ve Avrupa ülkelerinde olduğu gibi 20 yıla ve hatta 30 yıla kadar uzatmaları konut alıcılarına sağlanabilecek bir zorunluluk olarak karşımıza çıkmaktadır.

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, sermaye piyasalarında ilk olarak yer alan gayrimenkule dayalı sermaye piyasası kuruluşu olmuşlardır. İlk gayrimenkul yatırım ortaklığının 02.01.1997 yılında İMKB’de işlem görmeye başladığı günden bugüne gelindiğinde, 31 farklı gayrimenkul yatırım ortaklığının Borsa İstanbul’da işlem görmeye devam ettiği görülmektedir. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, özellikle inşaat sektörüne ciddi bir eksiklik olarak göze çarpan, “kurumsallaşma” ve “kayıt altına alma” anlamında önemli katkıları olmuştur. Sermaye piyasalarında uzun süredir yer alan ve kolektif yatırım kuruluşu hüviyetinde olan gayrimenkul yatırım ortaklıkları, gayrimenkule dayalı diğer sermaye piyasası enstrümanları dikkate alındığında en bilinenidir. Bu alanda yapılabilecekler bir öneri olarak, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarıyla ilgili Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliğinde, “Yatırım faaliyetleri ve yatırım faaliyetlerine ilişkin sınırlamalar”la ilgili 22. Maddenin 1. bendinde, “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları hiçbir şirkette sermaye veya oy haklarının %5’inden fazlasına sahip olamazlar. Ortaklığın bu bent kapsamındaki yatırımlarının toplamı, aktif toplamının %10’unu aşamaz” denmektedir. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının finansman şirketi kurmalarına izin verilmesi ve gayrimenkul alıcılarını bu yolla finanse etmesinin sağlanması, bu şirketlere olan ilginin artmasını sağlayacaktır.

Bu çalışmaların yanında, gayrimenkul sertifikalarına yönelik olmak üzere de SPK tarafından tebliğlerde değişiklik yapılmış ve gayrimenkul sertifikasının halka arzını kolaylaştırıcı ve aynı zamanda yüklenici firmaların da bu sermaye piyasası aracına rağbetini artırmaya yönelik olarak önlemler alınmıştır. 2017 yılının hemen başında da İstanbul Kayabaşı’nda inşasına başlanan bir projede, konutların bir bölümü gayrimenkul sertifikası ile satışa sunulmuştur. Gayrimenkul Sertifikaları, halka arzlarının gerçekleştirilmesiyle, hem gayrimenkul projeleri inşası yapacak şirketlerimiz için bir finans kaynağı, hem de bireylerin geliştirilen projelerin

kazançlarından faydalanma fırsatı veren, parçalar halinde satın alınarak konutların satın alınmasını basitleştiren bir birikim aracı ve aynı zamanda yatırım araçlarıdır. Hayata geçirilen yeni uygulamalarla beraber TOKİ tarafından geliştirilen projelerin, özel sektörün geliştirdiği projelerin ve de kentsel dönüşümle ilgili projelerin gayrimenkul sertifikalarıyla ihraç edilmek suretiyle finansmanlarına imkân sağlanmıştır. Gerçekleştirilen tüm çalışmalara ve yapılan yeni düzenlemelere rağmen gayrimenkul sertifikalarına yatırımcı ilgisi oldukça düşük kalmış ve bunun sonucunda da günlük ortalama işlem hacmi de oldukça sınırlı seviyede gerçekleşmiştir. Ayrıca yatırımcısına da işlem görmeye başladığı günden bugüne kadar yaklaşık % 20 oranında değer kaybettirmiştir. Bunlarla beraber, gayrimenkul sertifikasına yönelik yatırımcı ilgisini artırmak adına aşağıda belirtilen önerilerin uygulamaya konulmasında fayda olacağı değerlendirilmektedir:

Gayrimenkul sertifikalarının değerlemesinde manipülatif bir hareket varsa proje bitiminden sonra sertifika kapsamında asli edim olarak yatırımcılar tarafından satın alınmayan gayrimenkullerin ihale yoluyla satılması veya ekspertiz değeri üzerinden değerlendirilmesi yerine, söz konusu gayrimenkuller kiralamaya konu olabilmeli, sertifika sahiplerinin de bu kiralamadan, sahip oldukları pay nispetinde faydalanabilmelerine imkân sağlayan bir yapı oluşturulmalıdır. Bu şekilde yatırımcı korunacak ve daha çok yatırımcının gayrimenkul sertifikasına teşviki sağlanabilir.

Borsada işlem gören gayrimenkul sertifikalarının alış bedeli ile satış bedeli arasındaki fark üzerinden banka veya aracı kurumlarca geçici 67. Maddesi kapsamında tevkifat yapılmaktadır. Yatırımcıların gayrimenkul sertifikasına talebini arttırmak amacıyla bu tevkifat kaldırılmalı veya oranı sıfır olarak belirlenmesi farklı bir öneridir.

Gayrimenkul sertifikası sahiplerine yapılacak gayrimenkul teslimlerinde (asli edim), gayrimenkul tesliminin karşılığını teşkil eden bedel, gayrimenkul sertifikası olduğundan teslime konu gayrimenkul için emsal bedel üzerinden KDV hesaplanması yapılmaktadır. Yatırımcıların gayrimenkul sertifikasına talebini arttırmak amacıyla bu oran kaldırılmalı veya oranı sıfır olarak belirlenmelidir.

Bunlara ilave olarak, bilindiği gibi Bakanlar Kurulu tapu harcı oranını gayrimenkul sertifikası karşılığı edinimlerde bir kata kadar yükseltmeye, onda birine kadar indirmeye yetkilidir. Söz konusu yetki çerçevesinde gayrimenkul sertifikası asli ediniminde tapu harcının binde bire indirilmesi, söz konusu sermaye piyasası aracına ilgiyi artırabilecektir.

Gayrimenkul sertifikalarıyla ilgili tebliği uyarınca gayrimenkul sertifikalarının teminata konu olamaması özellikle kurumsal yatırımcıların gayrimenkul sertifikalarına olan ilgisini olumsuz etkilemekteydi. Tebliğin bu maddesinin kurumsal yatırımcılar için bir olumsuzluğa sebep olduğunun anlaşılması sonrasında, 2017 yılının sonunda yapılan düzenlemeyle sertifikalar teminata konu olabilir hale gelmiştir.

İlgili bölümde daha öncesinde de belirtildiği gibi, Gayrimenkul Yatırım Fonlarına ilişkin tebliğ 2014 yılında yayınlanmış olmasına rağmen, 29 Kasım 2017 tarihi itibarı ilk kez Albaraka Portföy Yönetiminin kurucusu olduğu sadece üç gayrimenkul yatırım fonu, Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladı. Bu açıdan bakıldığında Gayrimenkul Yatırım Fonlarının da istenilen işlem hacmine ulaşmadığı açıktır. Bu sermaye piyasası aracının daha fazla ilgi görebilmesiyle ilgili olarak getirilebilecek öneriler ise ;

Gayrimenkul Yatırım Fonları Esaslarına İlişkin Tebliğin 18.Maddesi 2 a fıkrasına göre; “Hiçbir şekilde gayrimenkul projelerine yatırım yapamaz, gayrimenkullerin inşaat işlerini kendileri üstlenemez, bu amaçla personel ve ekipman edinemezler.” Buna göre gayrimenkul yatırım fonlarının, satın aldıkları arsaları değerlendirme şansı bulunmamaktadır. Alınan arsaların gelir paylaşımı veya kat karşılığı müteahhitlere verilebilmesi, bu arsalar üzerinde yüklenicilere hakediş karşılığı inşaat yaptırılabilmesine izin verilmesiyle gayrimenkul yatırım fonlarının da temin ettikleri arsaları değerlendirmesi sağlanabilecektir.

Gayrimenkul Yatırım Fonları Esaslarına İlişkin Tebliğin 13.Maddesi 1. Fıkrasına göre; “katılma payları sadece nitelikli yatırımcılara satılabilir.” Nitelikli yatırımcılar 1 Milyon TL sermaye piyasası aracına (TL, döviz veya hisse senedi)

sahip olan kişidir. Gayrimenkul yatırım fonu bir yatırımcıyla işlem yapacağı zaman öncelikle bu yatırımcının nitelikli olduğunu kanıtlaması gerekmektedir. Ülkemizde kişilerin nakitten daha çok gayrimenkul ellerinde bulundurduğu düşünüldüğünde, gayrimenkul yatırım fonlarının işlemlerini gerçekleştirdiği yatırımcı sayısının artması için de nitelikli yatırımcı tanımının genişletilmesi gereklidir. Elinde 1 Milyon TL üzerinde gayrimenkulü bulunduran bir yatırımcı da “nitelikli” olarak tanımlanmalıdır.

Maketten alınan dairelerde satıcının Kamu sınırlamasının kalkması gerekmekte, yani sadece Emlak Konut’un, TOKİ’nin, belediyelerin yapmış olduğu projeler değil bütün müteahhitlerden konut alınabilmelidir.

Gayrimenkul Yatırım Fonları Esaslarına İlişkin Tebliğine göre “katılma payı satışı, fon birim pay değerinin tam olarak nakden ödenmesi; katılma payının fona iadesi, yatırımcıların paylarının ihraç belgesinde belirlenen esaslara göre fona iade edilmek suretiyle nakde çevrilmesi suretiyle gerçekleştirilebilir, fon paylarının bedelleri nakden ödenir.” Aynı sermaye koyulmadığı sürede gayrimenkul yatırım fonları, yatırımı gerçekleştirmek için kredi kullanması ve KDV yükü getirecek işlemler gerçekleştirmesi gerekmektedir. Aynı sermaye koyulmasına izin verildiği takdirde katılma belgesi sermayeyle alınmış olur, bu da ek iş ve KDV yüküne sebep olmayacaktır.

Gayrimenkul Yatırım Fonları Esaslarına İlişkin Tebliğin 19. Maddesine göre “fon toplam değerinin en az %80’inin gayrimenkul yatırımlarından oluşması zorunludur. Bu oranın hesaplanmasında; gayrimenkul yatırım ortaklıklarınca ihraç edilen sermaye piyasası araçları, tabi oldukları mevzuat hükümlerine göre hazırlanan finansal tablolarında yer alan aktif toplamının devamlı olarak en az %75’i gayrimenkul yatırımlarından oluşan anonim ortaklıkların payları, gayrimenkul sertifikaları ve diğer gayrimenkul yatırım fonlarının katılma payları da dikkate alınır. Şu kadar ki tabi oldukları mevzuat hükümlerine göre hazırlanan finansal tablolarında yer alan aktif toplamının devamlı olarak en az %75’i gayrimenkul yatırımlarından oluşan anonim ortaklıkların paylarına, Fon toplam değerinin en fazla %20’si

oranında yatırım yapılabilir.” Burada da %20 oran sınırı kalkmalı, daha fazla bir oranda yatırım yapabilmelidirler.

Sonuç olarak tüm bu öneriler, mevzuat anlamında önemli çalışmalar yapılmasına rağmen, henüz hedeflenen ilgiyi tam olarak görmediği düşünülen gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarıyla ilgili yapılabileceklerden sadece birkaçı olarak değerlendirilebilir. Söz konusu araçların piyasalarda daha yaygın ve etkin olarak kullanılmasıyla, gayrimenkul projesi geliştiren kesimler ve aynı zamanda gayrimenkule yatırım yapmak isteyenler açısından finansal kaynaklara ulaşmanın önü açılacak ve gayrimenkul sektörünün kurumsallaşmasına ve gelişimine önemli katkı sağlayacaktır

KAYNAKÇA

- Akçay , Belgin : **"Avrupa Birliği Finansal Entegrasyon Sürecinde İpotekli Piyasalar: Aday Ülke Statüsünde Olan Türkiye'ye Bir Bakış"** , Ankara Avrupa Çalışmaları Dergisi, 6 (1), 19-47 , 2006
- Akçay, Belgin : **"Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları "** , İşletme ve Finans Yayınları , Yayın No: 5., Ankara , 1999
- Akram Khan , **"Islamic Economics and Finance "** , London, Routledge , Muhammad : 2003
- Aktaş, Ömer Faruk : **"Türkiye’de Borsanın Kısa Tarihi : İMKB’den BİST’e"** , Yeni Şafak Gazetesi , <http://www.yenisafak.com/bilgi/turkiyede-borsanin-kisa-tarihi-imkbden-biste-tarihi-zirve-2726963/istanbul-finans-merkezi-105880> , 2017 , Erişim : 21.12.2017
- Aktepe , İshak Emin : **"Sorularla Katılım Bankacılığı"** , TKBB , Yayın No:4 , İstanbul, 2012
- Alantar, Doğan : **"Küresel Finansal Kriz : Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Değerlendirme"** , http://finanskulup.org.tr/assets/maliyefinans/81/Dogan_Alantar_Kuresel_Finansal_Kriz_Nedenleri_Sonuclari_MFY81.pdf , 2009
- Alövsat , Müslümov , **"Sermaye piyasalarının gelişmesinde kurumsal yatırımcıların rolü: OECD ülkeleri ve Türkiye örneği"** , Aras , Güler Aras : Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği , İstanbul , 2003

- Alp, Ali : **"Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye"** , İMKB Yayınları , İstanbul , 2002
- Altan , Mikail : **"Fonksiyonlar ve İşlemler Açısından Bankacılık"** , Beta Basım Yayım,. İstanbul , 2001.
- Alvi , Ahmed , **"A Comprehensive Study of the International Sukuk Market"** , International Islamic Financial Market, , Sukuk Ahmed , Report,1st edn, 2009
- Khan , Ghazal :
- Anadolu Ajansı : **"FED faizleri artırdı"** , 13 Aralık 2017 , <https://www.ntv.com.tr/ekonomi/fed-faizleri-artirdi,dllDjbXaGkWSk3amr3jA> , Erişim : 22 Aralık 2017
- Aşkın , Mustafa , **"Gayrimenkul Sektör Raporu"** , Emlak Konut GYO AŞ , Dalkılıç , Bahadır : Mart 2017
- Aşkın, Mustafa : **"İkibinli yıllardaki Türk sermaye piyasası ve aracı kuruluşların performans gelişimi"** , Yüksek Lisans Tezi , Marmara Üniversitesi , Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü , 2006
- Auerbach , Alan , **"The Economic Crisis and the Fiscal Crisis: 2009 and Beyond"** , Tax Notes, Vol. 125, No. 1, 2009
- Aypek , Nevzat : **"Konut Finansman ve Yatırım Aracı Olarak Konut Kooperatifleri"** , Karınca, Sayı : 903 , 2012
- Ayub, Muhammad : **"Securitization, Sukuk and Fund Management. Potential to be Realized by Islamic Financial Institutions"** , http://www.isfin.net/sites/isfin.com/files/sukuk_and_securitization-4.pdf , 2010

- Baker, Dean : **"The Housing Bubble and the Financial Crisis"** , real-world economics review, issue no. 46, 20 May 2008, pp. 73-81
- Bankacılık
Denetleme
Düzenleme Kurumu : **"ABD Mortgage Krizi"** , Strateji Daire Başkanlığı, Ağustos 2008
- Belen , Herdem : **"Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Faaliyetlerinin Medenî Hukuk Açısından Değerlendirilmesi"** , 1.bs.,İstanbul, Beta, Eylül 2002 .
- Beşirli , Mehmet : **"Osmanlı'da Borsa: Dersaadet Tahvilat Borsası'ndan, Esham ve Tahvilat Borsası'na Yeni Düzenleme Girişimleri"** , Fırat Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, C.19, S.1, Elazığ 2009, s. 185
- Birdal , Murat : **"Bir Krizin Anatomisi : ABD Mortgage Piyasasının Kurumsal Yapısı ve Krizin Dinamikleri"** , Anadolu International Conference in Economics June 17-19, 2009
- Birleşmiş Milletler : **"Dünya Nüfus Tamini raporu"** , 2016 , <https://esa.un.org/unpd/wpp/Graphs/Probabilistic/POP/TOT/>
- Blanchard , Olivier , **"Initial Lessons of the Crisis"** , Crauna , Jaime , <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/020609.pdf>
Moghadam , Reza :
- Bolat , İsmet : **"Sermaye piyasası ve yatırım fonları mevcut durum, sonuç ve çözüm önerileri"** , Yüksek Lisans Tezi. Kahramanmaraş Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü , 2006
- Borsa İstanbul : **"2016 yılı Faaliyet Raporu"** , 2017

Borsa İstanbul

“XGMYO Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Endeksi”

Borsa İstanbul

“Gong Al Baraka Portföy’ün Gayrimenkul Yatırım Fonları İçin Çaldı” , Duyurular Arşivi, <http://www.borsaistanbul.com/duyurular/2017/11/30/gong-albaraka-portfoy-un-gayrimenkul-yatirim-fonlari-icin-caldi> , Erişim : 27.12.2017

Büyükakın, Figen ,
Bilal , Ersan :

“Finansal Krizlere Karşı Sukukun Uygulanabilirliği Üzerine Bir Değerlendirme” , Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi , Cilt 8 , Sayı 14 , Ocak 2016

Candemir , Başak ,
Beyhan , Berna :

“İnşaat Sektöründe Sürdürülebilirlik : Yeşil Binalar ve Nanoteknoloji Stratejileri” , İMSAD Yayınları, Kasım 2012

Cihangir , Akın :

“Faizsiz Bankacılık ve Kalkınma” , Kayhan Yayınları, İstanbul, 1986

Çavuş , Selim :

“Türkiye’de Fon Akımlarının Kontrolü: Sermaye Piyasalarında Bankalar ve Holdingleri” , Yüksek Lisans Tezi , İTÜ , Sosyal Bilimler Enstitüsü , 2010

Çıkılı , Gökhan :

“Türkiye’de Gayrimenkul Sektörü ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları” , Dokuz Eylül üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Ana Bilim Dalı, Para Banka Programı, Yüksek Lisans Tezi, 2010

Çikot, Özcan :

“Dünyada Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları” , Sermaye Piyasasında Gündem , sayı:109 , Eylül 2011

Çolak , A.Ender , "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları A'dan Z'ye" , Sermaye Alıcı , Askın : Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No: 136, Ankara , Ekim 2001

Demir,Faruk , "ABD Mortgage Krizi" , BDDK Çalışma Tebliği , Sayı : 3 , Karabıyık, Ayşegül : Ağustos 2008

Derigs , Ulrich , "Review and Analysis of Current Shariah-Compliant Marzban , Shehab : Equity Screening Practices" , International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management, Vol. 1, No. 4, pp.285-303.

Devlet Planlama Teşkilatı : "Finansal hizmetler özel ihtisas komisyonu raporu. Dokuzuncu Kalkınma Planı: 2007-2013" , Yayın No: DPT: 2704 - ÖİK: 659 , 2007

Dinçel , Gülay : "Büyüme Bağlamında İnşaat Sektörü" , TSKB Araştırma Bölümü Yayını , Ocak 2015

Dolun , Leyla : "İpoteğe Dayalı Konut Kredisi (Mortgage)" , Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş. Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Müdürlüğü , Ankara , Şubat 2007

Dünya Bankası : "Borsa İstanbul'da İşlem Gören Şirketlerin Piyasa Değeri Raporu" , <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD?end=2016&locations=TR&start=1993&view=chart> , Erişim : 22.12.2017

Dünya Bankası : "İşlem Hacminin Şirketlerin Piyasa Değerine Oranı Raporu" , <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.TRNR?locations=TR> , Erişim : 22.12.2017

- EFAMA : **“European Fund and Asset Management Association, Annual Report 2015”** ,
https://www.efama.org/Publications/Public/Annual%20Reports/351765_LR_WEB_AnnualReport_EFAMA_2015.pdf , Erişim : 22.12.2017
- Earnst Young : **"Global Perspective : 2016 REIT Report"** , 2016 ,
[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/global-perspectives-2016-reit-report-ey/\\$File/ey-global-perspectives-2016-reit-report.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/global-perspectives-2016-reit-report-ey/$File/ey-global-perspectives-2016-reit-report.pdf)
- EPRA : **“Global REIT Survey 2017”** ,
http://prodapp.epra.com/media/Global-REIT-Survey-complete_1508858723450.pdf , Erişim : 26.12.2017
- Erarslan , Cemil , **“Avrupa Borç Krizinin Seçilmiş Ülke Örnekleri Üzerindeki Etkileri”** , Gazi İktisat ve İşletme Dergisi , sayfa 17-54 , 2015
Timurtaş , Emin :
- Erdoğan, Niyazi : **"Kentsel Dönüşümde Finansal Alternatifler"** , Ufuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 2 (4), sayfa 35-42. , 2013
- Ertem , Cemil , **“Türkiye Konut Sektörü Gelişmeler Beklentiler”** , 2014
Yılmaz , Levent :
- Farzana , Ismail , **“Globak Takaful Report 2017”** , Milliman Research Report ,
Safder , Jaffer : Market Trends in Takaful, July 2017,
<http://www.milliman.com/uploadedFiles/insight/2017/Takaful-2017-full-report.pdf>
- Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Derneği **"Türkiye Gayrimenkul Sektörü 2017"** , GYODER yayınları , sayı:10, Kasım 2017

- Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Derneği : **"Gösterge Türkiye Gayrimenkul Sektörü 2017 3.Çeyrek Raporu"** , Sayı : 10 , İstanbul
- Gökçe , Gamze : **"Gayrimenkul Yatırım Fonları, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Gayrimenkul Sertifikaları ve Gayrimenkul Hazine Tasınmaz Mallarının Bu Yollarla Değerlendirilmesi"** , Maliye Bakanlığı Milli Emlak Genel Müdürlüğü Yayın No: 98 , Ankara-1998 s:30
- Greenspan , Alan : **"Did the Fed Cause the Housing Bubble?"** , Wall Street Journal, Mart 2009 , <https://www.wsj.com/articles/SB123811225716453243> , Erişim : Aralık 2016
- Gümrükçüoğlu , Zehra Zeynep , Ersoy , Mehmet : **"Bir Sermaye Piyasası Aracı Olarak Gayrimenkul Sertifikası: Park Mavera İn Projesi Üzerine Bir İnceleme"** , Yorum-Yönetim-Yöntem Uluslararası Yönetim-Ekonomi ve Felsefe Dergisi , Cilt: 5 , Sayı: 2 , ss: 43-60
- Güven , Mıhrıcan : **"Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Hisse Senetlerinin Verimini Etkileyen Faktörler Üzerine İMKB’de Bir Uygulama"** , İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Para, Sermaye Piyasası ve Finansal Kurumlar Anabilim Dalı , Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2006 s: 10-12
- H. Gait , Alsadek , Worthington , Andrew C. : **"A Primer on Islamic Finance: Definitions, Sources, Principles and Methods"** , University of Wollongong Research Online , 2007
- Işık , Olcay : **"Hukuki Açidan Borsa ve Borsa Türleri"** , Yalova Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi , 2012

- Jabeen , Zohra , **"Sukuk: Sharia'h and regulatory Implications Sukuk – Structures"** , <http://prh.hec.gov.pk/Thesis/714S.pdf> , 2010
- Javied , Tarik :
- Kartaloğlu , Emre : **"Yeni Bir Finansal Enstrüman, Yeni Bir Vergi Sorunu, Gayrimenkul Yatırım Fonları"** , Vergi Sorunları, Ocak 2015, Sayı 316
- Keleş , Ruşen : **"Kentbilim Terimleri Sözlüğü"** , TDK Yayınları, Sevinç Basımevi, Ankara, 1990, s.79.
- Konuralp , Gürel : **"Sermaye Piyasaları : Analiz, Kuramlar ve Portföy Yönetimi"** , Alfa Yayınları , 2005
- Korkmaz , Efsender **"Küresel Kriz, Türkiye'ye Etkileri ve Çözüm Önerileri"** , www.esfenderkorkmaz.com, 05.12. 2010.
- Tay , Arzu :
- KOTEDER : **"Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Sektör Raporu"** , Mart 2011
- Köroğlu , **"Gayrimenkul Sertifikası Modeli ve Türkiye'de Uygulanabilirliği"** , Gazi İktisat ve İşletme Dergisi , 2016
- Abdülkadir :
- Köse , Murtaza : **"Osmanlıda Borsa ve Galata Bankerlerinin Devletin Mali Yapısındaki Yeri"** , Atatürk Üniversitesi Türkiyat Araştırmaları Enstitüsü Dergisi, S.18, Erzurum 2001
- Nathif , J. Adam , **"Islamic Bonds: Your Guide to Structuring, Issuing and Investing in Sukuk"** , 2004. Aktaran: Aslan, 2012:58
- Abdulkader, Thomas :
- Obaidullah , **"Islamic Financial Services"** , https://www.researchgate.net/publication/266149378_Islamic_
- Mohammed :

- Onan , Fatih : **“Dünyada Faizsiz Bankacılığın Doğuşu, Türkiye'deki Katılım Bankacılığının Gelişme Süreci Ve Konvansiyonel Bankacılıktan Farkları ”** , İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 2016
- Oruç , Vedat : **"Dünyada ve Türkiye’de Gayrimenkul Yatırım Fonları"** , <http://www.hukukihaber.net/dunyada-ve-turkiyede-gayrimenkul-yatirim-fonlari-makale,4133.html> , 2015 : Erişim : Eylül 2016
- Öymen, Şengül Gür : **"Konutta Yaşam Niteliğini Belirleyen Boyutlara Genel Bir Bakış"** , DPTNitelikli Konut Araştırması, C.4, Ankara, 1995, s.1.
- Özden , Ayşe , **"İnşaat Sektörü"** , Ekonomik Araştırmalar Departmanı , A&T Haçikoğlu , Maral : Bank , 2017
- Özsümer, Sıla : **“IMF Küresel Ekonomi Raporu”** , İzmir Ticaret Odası Yayınları , Nisan 2016
- Parmakçı , Murat : **"İlk Bakışta Gayrimenkul Yatırım Fonları"** , PRM Finans Blog , <https://www.prmfinans.com/single-post/2017/03/19/ilk-bakista-gayrimenkul-yatirim-fonlari> , Erişim : 27.12.2017
- Polat , Ali : **"Finansal Yenilik ve Açılımları İle Katılım Bankacılığı , Katılım Bankacılığı, Dünya Uygulamalarına İlişkin Sorunlar-Fırsatlar Türkiye İçin Projeksiyonlar"** , TKBB Y. No:1, İstanbul, 2009

- Price Water Coopers : **“Bankacılık ve Sermaye Piyasaları Bülteni”** , Sayı :2017/4 ,
10.04.2017
- S&P Dow Jones Indices : **“S&P/Case-Shiller Home Price Index”** , Mc Graw Hill , Eylül
2014
- S.R. Vishwanath , Azmi Sabahuddin : **"An overview of Islamic Sukuk bonds"** , The Journal of
Structured Finance, 14(4), 58-7. ,2009
- Sancak , Ercan , Demirbaş , Erkan : **"Küresel ekonomik kriz ve Türkiye konut sektörüne etkileri"** , Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari
Bilimler Fakültesi Dergisi, 2011
- Sermaye Piyasası Kurulu : **“Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-5”** , Ankara, Mart 2007 Sh: 4
- Sermaye Piyasası Kurulu : **“Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin İlişkin Esaslar Tebliği (III-48.1)”** , Resmi Gazete , Sayı :28660 , 28
Mayıs 2013
- Sermaye Piyasası Kurulu : **“Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin İlişkin Esaslar Tebliği (III-52.3)”** , 28871 Sayılı Resmi Gazete , 3.1.2014
- Sermaye Piyasası Kurulu : **“Gayrimenkul Yatırım Fonu Rehberi”** ,
<http://www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/1212> , Erişim :
27.12.2017
- Sermaye Piyasası Kurulu : **“Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği (II-14.1)”** , Resmi Gazete , Sayı :28676 , 13
Haziran 2013

Sermaye Piyasası Kurulu "Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği (VII-128.2)" , 2013

Sermaye Piyasası Kurulu "Gayrimenkul Sertifikalarının Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği " , 20.7.1995 tarih ve 22349 sayılı Resmi Gazete

Sermaye Piyasası Kurulu "Sermaye Piyasası 2016 yılı Faaliyet Raporu" , Mart 2017

Sermaye Piyasası Kurulu "959 sayılı Sermaye Piyasası Kurulu Kararı", Toplantı sayı : 33, Tarih : 11.7.1996

Sezgin , Aslı , "İnşaat Sektörü" , İktisadi Araştırmalar Bölümü , İş Bankası , Aşarkaya , Ahmet : 2017

Shoham , Amir , "A Review of the Crises" , Global Economy Journal 11 (2):5-5, Pelzman , Joseph : Haziran 2011

Susar , Özkan : "Tüm Yönleriyle Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları" , Adalet Yayınevi , Ankara , 2004 , s:15

T.C.M.B. İstatistik Genel Müdürlüğü : "Konut Fiyat Endeksi" , Haziran 2017

T.C. Başbakanlık "64.Hükümet 2016 Yılı Eylem Planı " , 10.12.2015

T.C. Kanunları "6306 Sayılı Afet Riski Altındaki Alanların Dönüştürülmesi Hakkında Kanun" , 31.5.2012 tarih ve 28309 sayılı Resmi Gazete

- T.C. Kanunları "Sermaye Piyasası Kanunu" , Resmi Gazete , Sayı : 28513 , 2012
- T.C. Kanunları "Konut Hesabı ve Devlet Katkısı" , Kanun No:6637 , Madde:15 , Resmi Gazete Sayı no:29319 , 7 Nisan 2015
- Tekeli , İlhan : "Kent, Kentli Hakları, Kentleşme ve Kentsel Dönüşüm" , Tarih Vakfı Yurt Yayınları, Ekim 2011, s.18.
- Tuncel , Kürsat : "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ; Türkiye Uygulaması" , Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Ankara 1997 , s: 74
- Tuncel , Kürşat : "Gayrimenkul Yatırım Fonu Nedir" , <http://www.kursattuncel.com/2014/10/gayrimenkul-yatirim-fonu-nedir/> , Erişim : 27.12.2017
- Tunç , Hüseyin : "Katılım Bankacılığı Felsefesi Teorisi ve Türkiye Uygulaması " , Nesil Yayınları, İstanbul, 2010. p 152
- Turan , Zübeyir : "Finansal Piyasalar ve Küreselleşme" , Mevzuat Dergisi, sayı:162 , 2011
- Türkiye İnşaat "İnşaat Sektörü Raporu" , Nisan 2017
Sanayicileri İşveren Sendikası :
- Türkiye İstatistik "İşgücü İstatistikleri" , Ocak 2018
Enstitüsü Kurumu
- Türkiye İstatistik "Tüketici Fiyat Endeksi Raporu" , Haziran 2016
Enstitüsü Kurumu

- Türkiye Katılım Bankaları Birliği "Sukuk İhraçları 2016" , Faizsiz Finans Ürünleri , 2016 , https://view.officeapps.live.com/op/view.aspx?src=http://www.tkbb.org.tr/Documents/Yonetmelikler/%C4%B0hrac_Edilen_Kira_Sertifikalari.xlsx
- Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği "Türkiye Sermaye Piyasaları 2015 yılı Raporu" , Mayıs 2016
- Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği "2017 yılı Faaliyet Raporu" , Mayıs 2017
- Vurgun , Kudret : "Yeni Şehirleşme ve Kentsel Dönüşüm Projelerinin Sermaye Piyasası Yoluyla Finansmanı: Gayrimenkul Sertifikaları" , Kurumsal Yatırımcı TKYD, 36-39, , 2011 , Erişim tarihi: 12.11.2015, <http://tkyd.org.tr/T/data/sayi14.pdf>
- Wilson , Rodney : "Innovation in the structuring of Islamic Sukuk Securities" , Humanomics , Vol 24, No 3: 190 , <http://www.kantakji.com/media/7717/f105.pdf> , 2008
- Yener , Coşkun : "Türkiye’de Konut Finansmanı: Sorunlar ve Çözüm Önerileri" , Türkiye Bankalar Birliği , Nisan 2015
- Yılmaz , Erdal : "Yeni Bir Finansal Araç Olarak Sukuk: Çeşitleri, Türkiye Uygulaması ve Vergilendirilmesi" , Muhasebe ve Finansman dergisi , 2014
- Zureena Bt Mohamed : "Sukuk – A Brief Introduction" , http://www.azmilaw.com.my/Article/Article_10_&_11/Article_10_SUKUK_00101904_.pdf , 2008