

T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
KALKINMA İKTİSADI VE İKTİSADI BÜYÜME BİLİM DALI

**SERMAYE BİRİKİMİ ÇERÇEVESİNDE TÜRKİYE’DE
GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI’NIN ANALİZİ**

Doktora Tezi

ALTAN ALAYBEYOĞLU

İstanbul, 2019

T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
KALKINMA İKTİSADI VE İKTİSADI BÜYÜME BİLİM DALI

**SERMAYE BİRİKİMİ ÇERÇEVESİNDE TÜRKİYE'DE
GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI'NIN ANALİZİ**

Doktora Tezi

ALTAN ALAYBEYOĞLU

Danışman: DOÇ. DR. KURTAR TANYILMAZ

İstanbul, 2019

MARMARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜ

TEZ ONAY BELGESİ

İKTİSAT Anabilim Dalı KALKINMA İKTİSADI VE İKTİSADİ BÜYÜME Bilim Dalı DOKTORA öğrencisi ALTAN ALAYBEYOĞLU'nun SERMAYE BİRİKİMİ ÇERÇEVESİNDE TÜRKİYE'DE GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ ANALİZİ adlı tez çalışması, Enstitümüz Yönetim Kurulunun 31.10.2019 tarih ve 3019-38/15 sayılı kararıyla oluşturulan jüri tarafından oy birliği / ~~oy çokluğu~~ ile Doktora Tezi olarak kabul edilmiştir.

Tez Savunma Tarihi15/11/2019.....

Öğretim Üyesi Adı Soyadı

İmzası

1.	Tez Danışmanı	Doç. Dr. KURTAR TANYILMAZ	
2.	Jüri Üyesi	Doç. Dr. DERYA KARAKAŞ	
3.	Jüri Üyesi	Dr. Öğr. Üyesi ÖZGÜN BİÇER	
4.	Jüri Üyesi	Prof. Dr. DEVRİM DUMLUDAĞ	
5.	Jüri Üyesi	Dr. Öğr. Üyesi ÖZGE İZDEŞ TERKOĞLU	

GENEL BİLGİLER

İsim ve Soyadı	: Altan Alaybeyoğlu
Anabilim	: İktisat
Program	: Kalkınma İktisadı ve İktisadi Büyüme
Tez Danışmanı	: Doç. Dr. Kurtar Tanyılmaz
Tez Türü ve Tarihi	: Doktora- Kasım 2019
Anahtar Kelimeler	: Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, İnşaat Sektörü, Finansallaşma, Sermaye Birikimi

ÖZET

SERMAYE BİRİKİMİ ÇERÇEVESİNDE TÜRKİYE'DE GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI'NIN ANALİZİ

Finans sektörünün dünyadaki ekonomik faaliyetin önemli bir kısmını temsil ettiği günümüz ekonomisinde, finans ile eklemlenen sektörlerin başında inşaat gelmektedir. Türkiye’de 2000’li yıllardan sonra gayrimenkul sermayesinin üretim ve dolaşım süreci nezdinden işleve sahip olan bir dizi finansal kurum ve araç bu durumun Türkiye özelinde somut göstergesidir.

Bu kurum araçlardan son dönemde ön plana çıkanlardan biri de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarıdır. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları diğer araç ve kurumlardan farklı olarak büyük ölçekli inşaat projelerinin üretim süreci ile bağlantılı olduğundan inşaat sektöründe sermaye birikim sürecinde önemli roller üstlenmektedir.

Bu çalışma Türkiye kapitalizminin tarihsel gelişimi ve temel dinamikleri bağlamında Türkiye inşaat sektörünün, finans sektörüyle derinleşen ilişkisinin bir temsili olarak, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının analizini konu edinmiştir.

Çalışma, birçok akademik çalışmada vurgulanan finansal alanının üretim alanından özerkleştiği hipotezinin aksine; finans ile inşaat ve sanayi sektörünün ilişkisinin derinleştiği ve finans sektörü ile inşaat sektörünün GYO biçimine bürünen ilişkisinin; üretim alanında Türkiye gibi geç kapitalistleşen ekonomilerde sanayi sermayesinin özgül ihtiyaçlarının bir ürünü olduğu hipotezini GYO’lar nezdinde öne sürmektedir.

GENERAL KNOWLEDGE

Name and Surname : Altan Alaybeyoğlu
Field : Economics
Programme : Development Economics and Economic Growth
Supervisor : Doç. Dr. Kurtar Tanyılmaz
Degree Awarded and Date : PhD – November 2019
Keywords : Real Estate Investment Companies, Construction Sector, Financialization, Capital Accumulation

ABSTRACT

ANALYSIS OF REAL ESTATE INVESTMENT TRUSTS IN THE CONTEXT OF CAPITAL ACCUMULATION IN TURKEY

In today's economy, since the finance sector represents a significant part of the world's economic activity, construction is one of the leading sectors articulated with finance. In Turkey, a number of financial institutions and instruments, which have the function of real estate capital from the production and circulation process after the 2000s, in particular Turkey is a concrete indication of this condition.

One of the most prominent of these instruments is Real Estate Investment Trusts. Real Estate Investment Trusts, unlike other instruments and institutions, are involved in the production process of large-scale construction projects and play an important role in the capital accumulation process in the construction sector.

In this study, in the context of historical development and basic dynamics of capitalism in Turkey, construction sector has been subjected for the analysis of real estate investments trust as a representative of deepening relations with the financial sector.

ÖNSÖZ

Bu çalışma beş yıl süren doktora sürecimin bir ürünü olarak görünse de yüksek lisans döneminde dahil olduğum Kalkınma İktisadı kürsüsünün hocaları, öğrencileri ve eski mezunlarından öğrendiğim uzun bir süreçten beslenmiştir. Bu sebepten çalışmanın özgün ve tartışmalara katkı sağlayacak tüm yönleri bu birikimin bir ürünüdür. Çalışmanın tüm eksikliklerinin sorumluluğu ise yalnızca bana aittir.

Bu çalışmayı yapmamı sağlayan, doktora sürecinde tüm inancı, heyecanı ile yanımda olan sevgili hocam, tez danışmanım Doç. Dr. Kurtar Tanyılmaz'a sonsuz teşekkürlerimi sunarım. Ayrıca tez sürecimi yakından takip eden ve değerli birikimleriyle çalışmayı besleyen Doç. Dr. Derya Gültekin Karakaş ve Dr. Özgün Biçer'e teşekkür ederim. Yüksek lisans ve doktora sürecinin her zorlu anında destek olan ve bizlere yol gösteren kürsü hocalarım Prof. Dr. Fuat Ercan ve Prof. Dr. Mehmet Türkay'a teşekkürü borç bilirim.

Çalışma boyunca her an her dakika benimle olan, tüm sıkıntılarımı içtenlikle dinleyen ve çözümler bulan, kimi zaman sabırlarını zorladığım yol arkadaşım, Çağın Erbek'e; dostlarım Serhan Erbek, Selma Değirmenci ve Seda Gönül'e teşekkür ederim. Çalışmaya doğrudan katkıda bulunmasalar da bu süreçte mevcudiyetleri ile yaşamı renklendiren aileme ve bir dizi dosta; Dila Okuş'a, Meltem ve Esat Girit'e, Bihter ve Soner Emanet'e, Dr. Hakan Öztekin'e ve geride kalanlara selamlarımı iletirim.

Çalışmanın başka zihinleri meşgul etmesi dileğiyle.

İstanbul, 2019

Altan ALAYBEYOĞLU

İÇİNDEKİLER

	Sayfa No.
TABLO LİSTESİ	iv
ŞEKİL LİSTESİ	v
GRAFİK LİSTESİ	vi
KISALTMALAR	vii
1. GİRİŞ	1
2. FİNANS ALANIN SİYASAL İKTİSAT LİTERATÜRÜNDE ELE ALINIŞI	7
2.1. Yaklaşımların Sınıflandırılması	8
2.1.1. Liberal Yaklaşım.....	8
2.1.1.1. Klasik Liberal Yaklaşım	8
2.1.1.2. Neo-Klasik Liberal Yaklaşım	11
2.1.2. Keynesyen Yaklaşım	17
2.1.2.1. Post-Keynesyen Yaklaşım	20
2.1.2.2. Düzenlemeci Okul	21
2.1.3. Marksist Yaklaşım	24
2.1.3.1. Klasik Marksist Yaklaşım	26
2.1.3.2. Neo-Marksist Yaklaşım	30
2.1.3.3. Post-Marksist Yaklaşım	38
3. TEORİK-KAVRAMSAL ÇERÇEVE	44
3.1. Kapitalist Değer Sistemi	44
3.2. Kapitalizmde Para ve Paranın İşlevleri	50
3.2.1. Bir Ayrım: Paranın Sermayeye İşlevi ve Sermayenin Para Formu ...	52
3.3. Sermaye Birikimi ve Eğilimleri: Sermayenin Yoğunlaşması, Aşırı Birikimi ve Merkezileşmesi.....	56

3.4.	Sermaye İşlevleri: Üretken Sermaye, Ticari Sermaye ve Para Sermaye	64
3.5.	Para ve Sermaye Piyasaları, Anonim Ortaklıklar ve Finans Kapital	68
3.6.	Kapitalist Gelişim ve Finansallaşma Olgusunun Tarihsel Arka Planı	77
4.	GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ VE GELİŞİMİ	77
4.1.	Gayrimenkul İle İlgili Temel Kavramlar	87
4.2.	Gayrimenkul Üretimi ve Finansmanı.....	89
4.2.1.	Gayrimenkul Finansman Sistemleri	95
4.3.	Dünyada Gayrimenkul Sektörü ve Para Sermaye: REIT.....	99
4.4.	Türkiye’de Sermaye Birikimi Sürecinde Gayrimenkul Sektörünün Oluşumu ve Gelişimi	112
5.	TÜRKİYE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜNDE PARA-SERMAYE KURUMLARI VE ARAÇLARI	126
5.1.	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ve Gayrimenkul Sermayesi Birikim Sürecindeki Rolü	126
5.1.1.	Gayrimenkul Sermayesi Üretim Sürecinde Ticari Sermaye İşlevi ve Faiz Getiren Sermaye İşlevi Olarak GYO	129
5.1.2.	Gayrimenkul Sermayesi Üretim Sürecinde Para-Sermaye İşlevi Olarak GYO	135
5.1.3.	GYO’ların Finansal-Kurumsal Yapı İçerisindeki Yeri ve İşlevi ..	140
5.2.	Altyapı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları	145
5.3.	Gayrimenkul Yatırım Fonu	148
6.	TÜRKİYE’DE GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI	150
6.1.	Sermaye Büyüklükleri Bazında Öne Çıkan İlk Beş GYO	155
6.1.1.	Emlak Konut GYO	155
6.1.2.	Torunlar GYO	159
6.1.3.	İş GYO	160

6.1.4.	Sinpaş GYO.....	162
6.1.5.	Akiş GYO.....	163
6.2.	Diğer Ortaklıklar.....	178
6.2.1.	Akfen GYO	181
6.2.2.	Alarko GYO	182
6.2.3.	Reysaş GYO.....	186
7. SONUÇ		188
EKLER		199
KAYNAKÇA		214

TABLO LİSTESİ

Sayfa No.

Tablo 1: Sermayenin Organik Bileşiminin Farklı Sermaye Bileşimlerine Göre Durumu	60
Tablo 2: Farklı Organik Bileşimlere Sahip Aynı Miktardaki Sabit Sermayenin Elde Ettiği Kâr Oranları	61
Tablo 3: Ülkeler Bazında İnşaat Sektörü Büyüme Oranları Değişimi [2008-2018]....	100
Tablo 4: Dünya Geneline GYO'ların Piyasa Değeri ve Pazar Payı	103
Tablo 5: Dünyadaki GYO Firmalarının Ülkelere Göre Dağılımı	104
Tablo 6: Dünyada Geneline Faaliyet Gösteren İlk 20 GYO'nun Piyasa Değeri.....	105
Tablo 7: ABD’de GYO’ların Sayısı ve Piyasa Değeri (Milyon \$).....	110
Tablo 8: Türkiye’de Gecekondu Sayısı ve Kentsel Nüfus İçindeki Payı	116
Tablo 9: Türkiye’de Konut Satış Rakamları 2016-2018 (adet).....	123
Tablo 10: 2019 yılı itibariyle Türkiye’de Faaliyet Gösteren Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları.....	151
Tablo 11: Türkiye’de GYO’ların Konsolide Olmayan Aktif Toplamı ve Piyasa Değeri (2018).....	153
Tablo 12: Türkiye’de GYO’lar İçinde ilk Beş Firmanın Büyüklükleri	154
Tablo 13: Akkök Holding Faaliyet Alanları ve Sermaye İşlevleri	170
Tablo 14: Akış Gyo A.Ş. Ortaklık Yapısı (2018)	172
Tablo 15: Akış Gyo İştirak Listesi (2018)	174
Tablo 16: Akmerkez Gyo A.Ş Ortaklık Yapısı (2018)	176
Tablo 17: Türkiye’de GYO’ların Portföy Dağılımları.....	177
Tablo 18: Türkiye’de Üretken Sermaye Bağlantılı Ortaklıklar ve Grup Şirketi Sektör Faaliyetleri (2019).....	179
Tablo 19: Türkiye’de Para Sermaye Bağlantılı Ortaklıklar ve Grup Şirketi Sektör Faaliyetleri (2019).....	184
Tablo 20: Türkiye’de Ticari Sermaye Bağlantılı Ortaklıklar ve Grup Şirketi Sektör Faaliyetleri (2019).....	186

ŞEKİL LİSTESİ

Şekil 1: Neo-Klasik Liberal Yaklaşımına Göre Finans Sistemi Akış Diyagramı	13
Şekil 2: Keynesyen Yaklaşımına Göre Dairesel Gelir Akımında Finans Sektörünü Rolü	18
Şekil 3 Mali Sermayenin Biçimsel Döngüsü.....	27
Şekil 4 Gayrimenkul Üretiminin Biçimsel Döngüsü.....	93
Şekil 5 Gayrimenkul Üretiminde Arsa Satışı Karşılığı Hasılat Paylaşım Modeli ve Sermaye Döngüsü	131
Şekil 6 Gayrimenkul Üretiminde Taahhüt Modeli ve Sermaye Döngüsü.....	133
Şekil 7 GYO Sermayesinin Para-Sermaye Döngüsü.....	135
Şekil 8 Finans Kapitalin Gayrimenkul Sektörü Faaliyet Yapısı.....	138

GRAFİK LİSTESİ

Grafik 1: Erken Kapitalistleşen Toplumlarda Sermayenin Ortalama Kâr Oranları (1869-2010)	62
Grafik 2 Dünya Ölçeğinde Finans Sektörünün Firmalara Sağladığı Yurtiçi Kredilerin GSYH'ye Oranı (%) (1960-2018)	69
Grafik 3: Dünya Ölçeğinde Reel Kârların Yüzdesi Olarak Finansal Kârlar	75
Grafik 4 Türkiye'de Sektörlerin Krediler İçerisindeki Payı % (2018).....	94
Grafik 5 Erken Kapitalistleşen ve Geç Kapitalistleşen Ülkelerde İnşaat Sektörünün Büyüklüğü (2006-2017).....	101
Grafik 6 ABD'de GYO"ların Piyasa Değeri ve Sayısındaki Değişim,1973-2015	108
Grafik 7: 2010 Sonrası Türkiye'de GSYH ve İnşaat Sektörü Büyüme Oranları (%)..	119
Grafik 8 İnşaat Maliyet Endeksi Yıllık Değişim Oranı, Ocak 2019 [2015=100].....	121
Grafik 9 Bina İnşaatı Maliyet Endeksinde Girdilerin Payları 2015	121
Grafik 10 Türkiye'de Konut Satın Alma Gücü Endeksi (2016-2018) [2010=100].....	124
Grafik 11 Türkiye'de GYO'ların Büyüklük Dağılımları (%).....	155
Grafik 12: Emlak GYO Arsa Alımlarının Dağılımı 2003-2018.....	156
Grafik 13: Emlak GYO Gelir Paylaşım Modelli Projelerde Şirket Payı.....	158
Grafik 14 AKİŞ GYO 2018 Yılı Portföy Dağılımı (%)	173
Grafik 15 AKİŞ GYO Net Dönem Kârı (2011-2017)	174

KISALTMALAR

AGYO	Altyapı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları
AKP	Adalet ve Kalkınma Partisi
AVM	Alışveriş Merkezi
BIST	Borsa İstanbul A.Ş
CAF	Corporación Andina de Fomento
EPRA	European Public Real Estate Association
GYF	Gayrimenkul Yatırım Fonu
GYO	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları
GYODER	Gayrimenkul ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Derneği
İSO	İstanbul Sanayi Odası
JBIC	Japan Bank for International Cooperation
KAP	Kamu Aydınlatma Platformu
MSCI	Morgan Stanley Capital International
REIT	Real Estate Investment Trust
SERPAM	Sermaye Piyasaları Araştırma ve Uygulama Merkezi
TBB	Türkiye Bankalar Birliği
TDK	Türk Dil Kurumu
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

TMMOB Türk Mühendis ve Mimar Odaları Birliği

TOKİ Toplu Konut İdaresi Başkanlığı

TSKB Türkiye Sınai Kalkınma Bankası

TSPB Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği Türkiye Bankalar Birliği



1. GİRİŞ

Emeklilik yatırımlarının, kredi kartı borçlarının, konut kredilerinin, eğitim kredilerinin ve toplumda yarattıkları endişenin gündelik hayatımızda daha önce hiç olmadığı kadar zihnimizi meşgul ettiği bir dönemde yaşıyoruz. Emtia ve türev ürün sözleşmelerine yönelik spekülasyon işlemleri toplamı sayesinde, en temel besin maddelerinin, tarım ürünlerinin, sanayi metallerinin, hayvancılık ürünlerinin daha tüketilmeden defalarca kez alınıp satıldığı bir çağıdayız. Varlıkların dijital araçlara karşılık gelecek biçimde piyasaya sürüldüğü, bu araçların yüksek frekanslı al-sat işlemlerine tabi tutulduğu, sonrasında bu işlemlerin doğrudan kendisinin parçalara ayrıştırılıp yeniden türev piyasalara katıldığı, finans dünyası ile reel ekonomi arasındaki çizginin izinin kaybedildiği bir çağ. (Haiven, 2016).

Finans sektörünün, dünyadaki ekonomik faaliyetin önemli bir kısmını temsil ettiği aşikardır.¹ Bu tabloyu görenlerin ilk elden finansal dünya hakkında hissedeceği şeyin “dünya zenginliğinin artan boyutlarının bir temsilcisi olduğu” (Levine, 2005) inancı olsa da finansal varlıkların neredeyse tamamı hayalidir. Ancak hayali demek gerçek dışı demek de değildir. Çünkü mali sermaye, sermayenin üretim ve dolaşım sürecini şekillendirdikçe, emek dünyası üzerindeki etkisi her zamankinden daha fazla hissedilir hale gelmektedir (OECD, 2018). Ne var ki, ilgili sektörün birincil ürünü ve araçları maddi değil; spekülasyon bir öze, taahhüde dayanır: Riskler, olasılıklar, teminatlar, sigorta vb.

Bu görüntünün altında, birçok sektörde sermaye birikim sürecinde; üretim, tüketim ve dolaylı biçimde bölüşüm ilişkilerinin finansal dünya ile eklenmesi yatmaktadır. Ancak, sermayenin yaratımında finans alanı ile üretim ve dolaşım alanının, diğer ifade ile üretken sermaye, ticari sermaye ve para sermayenin ilişkili olması yeni bir olgu değil; kapitalizmin oluşumunda ve tarihsel gelişiminde tanık olduğumuz ve birikim sürecine gömülü bir durumdur (Dobb, 1997), (Arrighi, 2000) (Hobsbawm, 2009).

¹ The Center for Capital Markets Competitiveness’in 133 ülkedeki mal, hizmet ve finansal akımları incelediği Uluslararası Finansal Piyasalar Raporu’na göre, 2015 yılı itibarıyla finansal akışlar, tüm küresel akışların neredeyse yarısını oluşturdu (Thakor, 2015).

Günümüzde ön plana çıkan ise, üretken ve ticari sermayenin finans ile derinleşen ilişkisidir.

Gerek dünyada gerekse de Türkiye’de finansal alan ile eklemlenmede öne çıkan reel sektörlerin başında inşaat sektörü gelmektedir (Lucintel, 2017). Simco veritabanına göre 2011 yılında dünya genelindeki inşaat üretimi 5,6 trilyon euroya ulaşmış ve 2000 yılına kıyasla %48’lik bir artış göstermiştir. 2017 yılı itibariyle, inşaat sektörünün dünya ekonomisindeki üretim payı %10-12 seviyelerindedir. 2025 yılına gelindiğinde inşaat sektörünün ekonomideki payının geç kapitalistleşen ülkelerde %16-17, erken kapitalistleşen ülkelerde ise %10 düzeyinde olacağı tahmin edilmektedir (Sezgin & Aşarkaya, 2017). Bu hızlı artışın nedenlerinden biri inşaat sektörüne üretim ve tüketim yönlü finansal piyasalardan gerçekleşen para-sermaye akışıdır. Carchedi’ye göre finansal genişlemenin sebebi, sermayenin dünya genelinde kâr oranlarının düşme eğilimine karşın finansal alana yönelmesidir (Carchedi, 2017). 2007 yılında Amerika’da başlayan küresel krizin öncelikle gayrimenkul piyasasında kendini göstermiş olması, özellikle gayrimenkul sektörünün mali sermaye ile olan ilişkisinin irdelenmesini gerektirmiştir.

Benzer şekilde Türkiye ekonomisinin son on beş yıllık sürecine baktığımızda inşaat sektörünün giderek ön plana çıktığını görebiliriz. Sektörün Türkiye GSYH’si içindeki payı 2000 yılında %5,3 iken; 2017 yılına gelindiğinde %8,6 olmuştur (GYODER, 2018). Gayrimenkul faaliyetleri dahil edildiğinde inşaat sektörünün payı %10,8’e, ileri ve geri bağlantıları da dikkate alındığında bu oran %20-25’e ulaşmıştır (Dinçel, 2015). Söz konusu döneme Türkiye’de sermaye birikiminin tarihsel uğrakları açısından baktığımızda ise inşaat sektörünün bugün finans sermaye ile ilişkisinin derinleştiğini söylemek olanaklıdır (Karaçimen & Çelik, 2017). Bu eklemlenmenin görünen tarafı yeni finansman araçlarının ortaya çıkışıdır. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO)², Altyapı Gayrimenkul Ortaklıkları (AGYO), Gayrimenkul Yatırım Fonu (GYF), Sukuk ve gayrimenkul sertifikası bu araçların başında gelmektedir. Bu kurum ve araçlardan biri olan GYO’ların sayısı günden güne artmakta, büyük inşaat

² Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları uluslararası literatürde Real Estate Investment Trusts (REIT) şeklinde söylenmektedir.

projeleri geliştirdikleri için inşaat sektöründeki payları giderek çoğalmakta ve inşaat sektörünün finans ile olan ilişkisine konu olacak biçimde ön plana çıkmaktadır.

Bu derinleşen ilişki, sosyal bilimlerin farklı alanlarında farklı yaklaşımlarla ele alınmaktadır. Ancak özellikle son dönemde, ‘finansallaşma’ kavramı söz konusu olguyu açıklamada kullanılan kilit kavramların başında yer almakta. Kavramın popülerliği kuşkusuz finans sektörünün artan ekonomik ve maddi gücü, hacmi ve toplumsal algı üzerindeki artan etkisi ile yakından ilintili. Ancak kavramın *betimleyici* niteliği birçok sermayenin neden mali sermaye ile eklemlenerek birikim sürecini sürdürdüğünü açıklamakta yetersiz kalıyor. Bu sebeple bu çalışma baştan belirtmek gerekirse finansallaşma kavramına mesafeli yaklaşıyor. Bu noktada, çalışmanın sınırlarını da ortaya koymak açısından finans sermayeye ilişkin neleri dışarıda bıraktığımızı özetlemek faydalı olacaktır.

Bu çalışma başlı başına finans sektörünün, türev piyasaların, borsanın ya da yatırım bankalarının, küresel finans akışlarının ekonominin bütününün işleyişi için ne kadar gerekli olduğu ile ilgili değildir. Bir diğer taraftan, türev piyasalarda işlem gören menkul kıymetlerin fiyatlar düzeyindeki salınımlarını gözlemleyen ve çeşitli istatistiksel yöntem ve araçlarla gelecekteki olası eğilimlerini tartışan çalışmalara katkıda bulunmayı da hedeflememektedir. Bu çalışmalar (Yi Man Li & Chau, 2016) (Lewis, Springer, & Anderson, 2003) mevcut veri setlerini işleyerek ekonometrik modeller geliştirmekte ve finans sektörünün eğilimine dair projeksiyonlar sunmaktadır.

Bu çalışmanın temel çıkış noktası, sermayenin toplumsal bir ilişki olarak, bir üretim ilişkisi olarak kavranmasıdır. Sermayenin yalnızca para değil, aynı zamanda toplumsal bir ilişki olarak formüle edilişi ve sermaye birikimi yoluyla bu toplumsal ilişkinin yeniden üretilmesi bu çalışmanın temel yaklaşımıdır. Buradan hareketle, sermaye birikimi üretim, dolaşım ve bölüşüm ilişkilerinin bütünlüğü içerisinde kavramsallaştırılabilir. Her bir düzeyin kendi iç işleyişi ve iç işleyiş içinde sermayenin aldığı biçimlerin sermaye birikiminin hareket yasaları ile olan bağlarının kurulması çalışmanın yöntemsel çerçevesidir.

Çalışmada başlangıçta finans sermayenin, sermaye birikim sürecine gömülü olduğunu kabul etmekteyim. Bu çerçevede finansallaşmayı, yapısal bir alandan, parçası olduğu kapitalist sistemin belirtisi ve ayrılmaz bir parçası olarak gören çalışmalar izleğinde ele alıyorum. Çalışmanın temel argümanı, GYO'ların birikim düzeyinde para-sermaye kurumu olmasının yanında; inşaat sermayesinin bir bütün olarak üretiminde, değerlendirilmesinde ve genişlemesinde işleve sahip olduğudur.

Türkiye’de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları üzerine yapılan akademik çalışmalar, incelemelerini sermayenin dolaşımı ile sınırlı tutarak, GYO'ların finansal etkinliklerinin analizine odaklanmışlardır.³³ Çalışma mevcut çoğu yaklaşımdan farklı olarak, Türkiye’de inşaat sektörü ile finansal sektörünün derinleşen ve yeniden yapılanan ilişkisini incelemeyi ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının gayrimenkul sermayesi üretim süreci ile olan organik bağını ortaya çıkarmayı amaçlamaktadır. Gayrimenkul-altyapı sektörüne sermaye piyasaları üzerinden kaynak sağlayan kuruluşlar olarak ortaya çıkan Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları; gayrimenkul üretimi neticesinde elde edilen metaların, satışı, işletilmesi, kiraya verilmesi noktasında -ticari sermaye- ve gayrimenkul üretim sürecinin finanse edilmesi noktasında -para sermaye- ve para-sermayenin sermaye piyasası işlemlerine konu olması anlamında -faiz getiren sermaye- işlevi üstlenen anonim şirketlerdir. Ayrıca çalışmada gösterileceği gibi, mevzuat kapsamında, “hiçbir şekilde gayrimenkullerin, altyapı yatırım ve hizmetlerinin inşaat işlerini kendileri üstlenemez, bu amaçla personel ve ekipman edinemezler” (SPK, 2014, s. 11) ibaresi geçse de GYO'lar iştirakleri yoluyla dolaylı olarak inşaatın üretim sürecinde üretken sermaye ile bağlantılı ortaklıklardır. GYO'ların büründüğü temel işlevleri sermaye birikimi açısından kavramak için, kapitalizmin temel dinamiklerini ve sermayenin özelleşmiş işlevlerini, gayrimenkul üretiminin sermaye döngüsü bağlamında kavramsal düzeyde yeniden tanımlamak gerekmektedir.

Bu doğrultuda çalışmanın giriş bölümünü izleyen ikinci bölümünde finansal alanın siyasal iktisat literatüründe ele alınışı temel yaklaşımlar çerçevesinde tasnif edilecektir. Bu kısımda temel yaklaşımların; finansal alanın neden genişlediği, bu

³³ YÖK Ulusal Tez Merkezi’nin verilerine dayanarak taranan söz konusu çalışmalar için bakınız: EK-2

genişlemede paranın rolü ve finansal alanın üretim alanından neden özerkleşme eğilimi sergilediği gibi sorulara verdikleri yanıtlar sınıflandırılacaktır.

Üçüncü bölümde, çalışmada benimsenen yaklaşım kavramsal çerçevede sunulacaktır. Bu bölümde; teorik düzlemde kapitalist değer sistemi, sermaye birikiminin eğilimleri, sermayenin döngüleri ve bu döngülere karşılık gelen sermaye işlevleri, kapitalist finans sistemi ve sermaye birikim döngüsünde para sermayenin rolü açıklanacaktır. Kavramsal çerçeve ile birlikte, tarihsel olarak kapitalist gelişme süreci, kapitalist gelişimin görece geç olduğu ülkeler özgünlüğünde tartışılacak ve kapitalist gelişim yanında, sermaye birikim sürecinin kriz eğilimleri üzerine odaklanılacaktır.

Gayrimenkul ile ilgili temel kavramlar, gayrimenkul sermayesinin birikim döngüsü ve sürecin finansmanı ile sektörün dünya ve Türkiye’deki gelişimi çalışmanın dördüncü bölümünü oluşturmaktadır. Bu bölümde; dünyadaki temel gelişmeler ortaya konarak, Türkiye’de gayrimenkul sektörünün oluşumu, gelişimi ve gayrimenkulün para sermaye ile eklemlenmesinin arka planı, bir diğer ifadeyle gayrimenkul sektörünün sermaye birikim süreci eksenindeki dönüşümü ve bugün finans sektörü ile bağı konu edilecektir.

Gayrimenkul sektöründe metaların üretimi ve tüketilmesi açısından, sektörün finans sermaye ile kurduğu ilişkinin para-sermaye ihtiyacı odağında yoğunlaşması, kurumsal düzeyde bir dizi kurum ve aracın ortaya çıkışını da beraberinde getirmiştir. Araştırma konumuz olan GYO’lar, kapitalist gelişimin görece geç olduğu Türkiye’de gayrimenkul sermayesinin belirli birikim düzeyine karşılık ortaya çıkan kurumlardan biridir. Bu çerçevede çalışmanın beşinci bölümünde, Türkiye’de gayrimenkul sektöründe işleve sahip olan para-sermaye kurumları ve araçları aktarılacaktır. GYO’ların gayrimenkul sermayesi birikim sürecindeki rolü, kapitalist finansal-kurumsal yapı içerisindeki yeri ve işlevi ortaya konacaktır.

Çalışmanın altıncı ve son bölümünde ise, Türkiye’de kurulmuş olan 33 adet GYO, sermaye işlevleri üzerinden sınıflandırılacak ve ardından, birikim açısından öne çıkan ve sektörün %66’sına hakim olan beş GYO detaylı incelenecek, diğer GYO’lar hakkında da kısa bilgiler aktarılacaktır. Bu sınıflandırmada, *genel olarak sermaye*

düzeyinden, *birçok sermaye düzeyine* doğru iz süreceğimiz bir yöntemi benimsiyorum.⁴ *Genel olarak sermaye düzeyi*, kapitalist birikimin hareket yasalarını mantıksal ve tarihsel olarak en genel düzeyde ortaya koymaya yarayan eğilimler toplamını ifade eder. Bu bağlamda, GYO'ların iştirakleri olduğu holdinglerin Türkiye kapitalist gelişim sürecinde faaliyet çeşitliliğindeki dönüşümü genel düzeyde irdelenecek ve gayrimenkul sektöründe GYO biçiminde örgütlenen finans kapitalin birikim açısından tarihsel arka planı açıklanacaktır. *Birçok sermaye düzeyi* ise, birikimin verili zaman ve coğrafyada somut koşullarda taşıdığı mevcut durumdur. GYO'ların fiili faaliyetleri bu bağlamda değerlendirilecektir. Bu sayede GYO'ların gayrimenkul üretimi ile olan organik bağı açıklığa kavuşturulacaktır. Bu kısımdaki veri kaynakları; Holding faaliyet raporları, GYO faaliyet raporları, organizasyon yapısı ve ortaklık haritaları (yerel ve ulusal bağlantılar), portföy ve projeler, mali raporlar, araştırma raporları, temel gösterge raporları, SPK istatistikleri ve SPK mevzuatlarından oluşmaktadır.

⁴ Marx'ın Grundrisse'de işaret ettiği gibi "birçok sermayeyi onları sermaye olarak ortak kılan özellikleri açığa çıkardıktan sonra açıklamak daha iyi olacaktır" (Marx, 2008, s. 68).

2. FİNANS ALANIN SİYASAL İKTİSAT LİTERATÜRÜNDE ELE ALINIŞI

Dünya ekonomisinin, 1970’li yıllarından günümüze kadar uzanan tarihine, finansal faaliyetlerin artan çeşitliliği ve hacminin karakterize ettiği süreç damgasını vurmuştur. Bu süreçte finansal şirketlerin kâr oranları, finansal olmayan şirketlerin kâr oranlarını 1990’larda aşmıştır (Epstein G. A., 2006). Finans sisteminin, daha somut ifadeyle finansal araçların hızlı gelişiminin sebeplerinden biri; son otuz yılda yaşanan teknolojik gelişimin etkisiyle piyasa işlemlerinin hız kazanmasıdır. Piyasa işlemlerinin gelişen teknoloji sayesinde anlık gerçekleştirilebilir oluşu, bir yandan piyasayı hareketlendirilmesi öngörülen finansal araçların sayısındaki artışı koşullarken diğer yandan da uluslararası anlamda para ve sermaye hareketliliğini kolaylaştırmıştır. Para ve para benzerlerinin artan hareketliliği, piyasanın kendi düzenine bırakıldığında ‘sağlıklı’ işleyeceği tezini savunan ana akım iktisadi yaklaşımları kuvvetlendirecek önemli bir gelişim olabilir. Çünkü teknolojik gelişim ve ‘finansallaşma’ sayesinde, sermayenin gerçekleşme ve yeniden değerlendirme süreleri kısalmış, yani toplamda sermayenin dolaşım süresini kısaltabilecek akışkanlık teknik açıdan sağlanmıştır. Ancak 1970’lerden bugüne yaşanan sürece bakıldığında, kapitalizmin istikrarından ziyade krizlerinin yoğunlaştığını söylemek hiç de aykırı bir söylem olmayacaktır.⁵ Bu durum, ‘finansallaşma’ sürecini teknolojik gelişimin olumlu etkilerinin yanında, başka bir dizi değişken ile anlamamız gerektiğini ortaya koymaktadır. Oysa finansal genişleme ve finansal istikrarın yapıcı etkisi, gerek akademik çalışmalarda gerekse de devlet politikası kapsamında halen ısrarla vurgulanmakta olan bir konudur (TCMB, 2018).

1970’li yıllar sonrasında yaşanan finansal genişleme sürecinden, birçok sektör; üretim, tüketim ve yeniden üretim ilişkilerinin dönüşümü anlamında etkilenmiştir. Gayrimenkul sektörü de bu sektörlerin başında gelmektedir. Gayrimenkul-finance ilişkisi,

⁵ Dünya ekonomisindeki son yirmi yılı özetleyecek olursak: “Birinci kriz, finans kapitalin sert hareketleri (çıkışları) ile 1997’de Doğu Asya’da başladı; Latin Amerika’ya sıçradı. Arada Rusya’ya ve iki kere (1999, 2001’de) Türkiye’ye de uğradı. Sert seyrettiği kimi ülkelerde (G.Kore, Endonezya, Türkiye, Arjantin’de) iktidarları devirdi. 2002’de son buldu.... 2007’de ABD’de finansal çöküntülerle patlak veren krizin uzantılarını on yıl sonra hâlâ yaşıyoruz” (Boratav, 2017).

özellikle 2007 mortgage kriziyle⁶ birlikte, akademik çalışmalar için önemli bir araştırma gündemi olmaya başlamıştır. Bu kısımda finansal alanın siyasal iktisat literatüründe ele alınışı, temel yaklaşımlar çerçevesinde tasnif edilecektir. Yaklaşımların; finansal alanın neden genişlediği, bu genişlemenin ekonominin bütüne ne yönde etkide bulunduğu, bu çerçevede paranın rolü ve finansal alanın üretim alanından neden özerkleşme eğilimi sergilediği gibi sorulara verdikleri yanıtlar ele alınacaktır.

2.1. Yaklaşımların Sınıflandırılması

2.1.1. Liberal Yaklaşım

2.1.1.1. Klasik Liberal Yaklaşım

Klasik liberal yaklaşımın finansal piyasaların ve araçların ekonomideki rolü ve gelişimine dair kuramsal çerçevesi, “*serbest ticaret*” argümanının, finans ve bankacılık faaliyetlerini de içerecek biçimde genişletilmesi üzerine kuruludur. Bu bağlamda serbest bankacılık, “devletin para yaratma yetkisine tamamen son verilerek, paranın tıpkı herhangi bir mal gibi özel bankalar ve/veya finansal kurumlar tarafından arz edilmesini öneren bir sistemdir” (Aktan & Eroğlu, Friedrich A. Von Hayek: Serbest Bankacılık ve Rekabete Dayal Özel Para Sistemi , 2019, s. 165). Serbest bankacılığı ilk kez, klasik liberal yaklaşımın kurucusu olan Adam Smith, temel çalışması olan *Milletlerin Zenginliği*’nde, serbest ticaretin geliştirilmesi bağlamında irdelemiştir (Smith, 2006). Smith’in temel yaklaşımı günümüzde *serbest bankacılık literatürü*⁷ olarak adlandırılan klasik liberal yaklaşımın da temelini oluşturur.

Smith’e göre, milletlerin zenginliğini arttırmanın en önemli faktörü, toplumdaki iş bölümü ve verimliliğin mübadele merkezli derinleşmesidir. Gelişiminin motor gücü olan mübadeleyi derinleştiren şey ise varlık stoku olarak soyutladığı sermayedir. Smith sermayeyi; “onu kullanana gelir ve kâr getirmek üzere çalıştırabileceği” (Smith, 2006, s. 311) biçimde ayırıştırır ve sermayeyi, döner sermaye ve sabit (durağan) sermaye olarak

⁶ ABD’de başlayıp, tüm dünyayı etkileyen ekonomik kriz öncesi-sonrasında yaşananların kısa bir özeti için: (Bozar, 2017).

⁷ Söz konusu literatürün önemli çalışmaları arasında (Selgin, The Theory of Free Banking: Money Supply Under Competitive Note Issue, 1988), (Selgin & White, 1994), (White, 1984), (Dowd K. , 1993), (Dowd K. , 1996), (Schuler, The World History of Free Banking: An Overview, 1992) yer almaktadır.

iki biçimde tanımlar. Döner sermaye, “...ürünü yetiştirmede, yapmada ya da satın alıp tekrar karla satmada kullanılabilen... elden ele dolaşma yoluyla veya birbirini kovalayan değiş edişlerle tacire bir kâr getiren” (Smith, 2006, s. 311-312) sermayedir. Sabit sermaye ise, “...toprağın bayındırılmasında; faydalı makinelerin, zanaat aletlerinin satın alınmasında yahut sahip değıştirmeksizin veya başkaca elden ele dolaşmaksızın gelir ya da kâr getiren benzeri şeylerde kullanılabilen” (Smith, 2006, s. 312) stoklar olarak tanımlanır. Smith’e göre; döner sermaye, sabit sermayenin varoluş koşulunu yaratır ve onu sürdürür. Çünkü sabit sermayeyi üretmek için gerekli olan emeğe ödenecek fonlar, döner sermayeyi temsil eder. Bu çerçevede, milletlerin zenginliğinin göstergesi olan sermaye, “...tüketilmez para varlıklarından değıl, topluluğun emeğı ile her yıl yeni baştan üretilen tüketim mallarından oluşur” (Smith, 2006, s. 738) ve yine Smith’e göre, “kısıntısız serbestlik, bu yıllık yeniden üretimi azami hale getirecek tek etkin çaredir” (Smith, 2006, s. 738). Kısıntısız mübadele ile desteklenen varlık stoku olarak sermaye, ne kadar artarsa, toplumdaki iş bölümü ve verimlilik onunla doğru orantılı biçimde artacaktır. Mübadelenin konusu olan para ve bankacılık sistemi de dolayısıyla verimliliğin gelişmesi, iş bölümünün derinleşmesi ve zenginliğin arttırılması noktasında sürecin ayrılmaz bir parçasıdır. Smith’e göre para, toplumdaki genel mal stokunun göstergesi olarak mübadele aracıdır. Bu anlamda para başlı başına sermaye değıldir, sadece aracıdır. Döner sermayenin bir unsuru olan paranın yaratılmasında maliyetleri azaltacak bir değışim, büyümeyi de tetiklemiş olur. Bu sebepten, dolaşımdaki altın ve gümüş yerine kağıt para ikamesi, toplumun gelir ve refah seviyesini yükseltecektir:

“Bir ülkede ortada dolaşıp, o ülkenin toprağı ile emeğı, ürününü her yıl elden ele gezdirerek, gereken tüketicilere dağıtan altın ve gümüş para, tacirin hazır parası gibi, hep cansız kalmış mal mevcudundan oluşur. Bu, ülke sermayesinin pek değıerli bir parçası olup ülke için hiçbir şey üretmez. İsaletli bankacılık işlemleri, bu altınla gümüşün büyük bir kısmı yerine kâğıdı geçirmekle, ülkenin, bu cansız kalmış mal mevcudunu iş görücü ve üretici, yani ülke için bir şey üretecek mevcut haline getirmesini mümkün kılar” (Smith, 2006, s. 229).

Smith bankacılık işlemlerinin, paranın dolaşımındaki katkısını dair iki temel mekanizmayı İskoçya Bankası (1695) ve Kraliyet Bankası (1727) örneklerinde irdelemiştir. Bu mekanizmalar temelde, bankaların nakit hesaplar ve gerçek senetlerin

iskonto edilmesi yoluyla kredi vermeleri esasına dayanır. Bankalar o dönemde, ticari senetleri kırarak, belirli bir faiz oranı karşılığında kendi banknotlarını (bono) dolaşıma soktular. Bu bonoları ise, tüccarlara kredi hesabı niteliği taşıyacak şekilde açılan nakit hesaplar aracılığı ile ihraç ettiler. Smith'e göre bu mekanizmalar o dönemde ticaret ilişkisinin yaygınlaşması açısından önem taşımaktaydılar ve konvertibilite koşullarında piyasadaki para miktarının belirlenmesine katkı sunması bağlamında serbest bankacılık desteklenmesi gereken bir unsurdu (Işık, 2006).

Serbest bankacılık sistemini savunan liberal düşünürlerin en önemlilerinden biri de Avusturya İktisat Okulu'nun temsilcilerinden Friedrich August von Hayek'dir. Hayek'in sınırlı devlet müdahalesi ve serbest piyasa fikirlerinin felsefi temelinde, insan toplumunun içinde yaşadığı düzenin, bilinçli insan faaliyetleriyle oluşmadığı; tersine “kendiliğinden” şekillendiği düşüncesi yatar. Bu doğal işleyiş sadece piyasaya özgü olmayıp; ahlak, dil, hukuk sistemi gibi tüm sosyal sistemler için geçerlidir. Piyasa da bu “kendiliğinden düzenin” özel bir türüdür (Hayek, 1973). Piyasada “kendiliğinden düzeni” tahsis eden ve süreç hakkında sinyal yayan temel mekanizma ise fiyat mekanizmasıdır. Mübadele unsuru olan ürün ve hizmetlerin arz-talep yönlü fiyatları, piyasaya çıkan tüm aktörlerin somut bilgilerini bir araya getirir ve “bilgi paylaşımını” sağlar. Herhangi bir otoriterinin piyasaya müdahalesi ise bu “doğal düzenin” bozulmasına sebep olacak ve kaynakların etkin kullanımı olanaklı olmayacaktır. Bu anlamda Smith'in “görünmez el” felsefesinin, sadece ticarete konu olan mal ve hizmetler için değil, para piyasalarını da içine alacak biçimde genişletilmesi gerektiğini vurgular. Hayek'e göre, para basımı da otoritenin dışarıda bırakılması gereken faaliyetler arasında yer almalıdır (Hayek, 1978). Bu fikir, devletin para basımında tek yetkili olması için bir sebep bulunmadığı, özel kuruluşların değerleri belirli olan bir mal sepetine endekslenecek kendi isimlerine ait para birimleri çıkarmasına izin verilmesi halinde, para arzının hükümetlerden daha disiplinli ve etkin bir şekilde yönetileceği şeklinde özetlenebilir (Hayek, 1976). Bu noktada etkinlik düşüncenin temelinde “iyi para” unsuru yer almaktadır. Hayek'e göre, böylesi bir sistem değişikliği insanlara farklı amaçları için kullanacakları para alternatifleri sunacak ve insanlar amaçlarına uygun olan ideal “iyi paraya” erişmiş olacaklardır (Hayek, 1978). Bu çerçevede Hayek, müdahale olmadığı müddetçe, finansal araçlardaki çeşitlenme ve

finansal piyasalardaki genişlemenin ekonominin geneline olumlu yönde katkıda bulunacağı görüşünü benimser.

Günümüz liberal iktisatçıların ve özel olarak da Hayek'in finansal piyasalara dair görüşleri, özellikle son 20-30 yıl içerisinde ortaya çıkan ve teknolojiye paralel gelişen ödeme yöntemleri ve elektronik sistemleri sebebiyle gündem haline gelmiştir (Aktan & Eroğlu, Friedrich A. Von Hayek: Serbest Bankacılık ve Rekabete Dayal Özel Para Sistemi , 2019). Bu anlamda liberal iktisatçılar, Hayek'in görüşlerini destekler biçimde, devletin finansal işleyişe dair müdahalesinin en alt düzeyde seyretmesi fikrini savunurken, bir kısım iktisatçılar ise, özellikle vergileme ve devletin egemenliğini tahsis etmesi çerçevesinde paranın “kamusal bir mal olduğunu ve merkez bankalarının düzenleyici/denetleyici ve nihai borç veren olma rolünün kolayca ortadan kaldırılamayacağını savunmaktadırlar” (Aktan & Eroğlu, Friedrich A. Von Hayek: Serbest Bankacılık ve Rekabete Dayal Özel Para Sistemi , 2019, s. 174). Monetarist okulun en önemli temsilcilerinden, iktisatçı Friedman'a göre de -ampirik olarak da gösterilebileceği gibi- paranın özelleştirilmesine olanak sağlayarak, devlet parasını piyasadan atacak tarihsel şartlar günümüzde bulunmamaktadır. Keza serbest bankacılık yaklaşımının tam olarak uygulandığı bir ekonomi bulunmamaktadır (Schuler, 2001).

2.1.1.2. Neo-Klasik Liberal Yaklaşım

Neo-klasik liberal okulun finansal alana dair teorik dayanağı, “negatif dışsallıklar” olarak tanımlanan ve finans sektöründe ortaya çıkacak *ahlaki riskte (moral hazard)* temellenir.

Neo-klasik yaklaşım, klasik liberal yaklaşıma benzer şekilde kökleri, Adam Smith'e yaslanan ve ondan birkaç noktada farklılaşan, Walras-Jevons çizgisinde süregelen, bugün disipline egemen olan yaklaşımdır. Bu yaklaşıma göre, insanın doğasında var olan bir dizi eğilim, değiş-tokuş ilişkisinin gerçekleştiği piyasada karşılığını bulur. Bu yaklaşımın kuramcıları “...iktisadı tamamen mübadele bakış açısından görür” (Hunt, 2005, s. 354). İnsanın rasyonel bir varlık oluşuna referansla, piyasada karar vericiler, beklenen faydayı maksimize etme eğilimindedirler. Bu eğilim, birey ve toplum için optimum düzeyde dengeye ulaşmış bir ekonomik sistem anlatısı inşa eder. Ekonomi sonsuz bir büyüme tasavvuru üzerine kuruludur. Malların ve hizmetlerin

ne miktarda üretilceği, kaynakların hangi oranda ve ne miktarda kullanılacağı ve bu mal ve hizmetlerin ne şekilde bölüşüleceği yaklaşımın temel sorularını oluşturur. Piyasaya dışarıdan yapılan her müdahale, onun işleyişi ve toplumsal gelişim için olumsuz sonuçlar doğuracaktır. Bu temelde finansal piyasalarda gelişmeler, piyasaya müdahale edilmediği müddetçe, piyasayı dengeye getirecek unsurlardır. Bu yaklaşım açısından finansallaşma, sistematik bir krizin göstergesi değil, tarihsel açıdan evrensel ve ebedi bir sistem olan kapitalizmin küresel ölçekte hakimiyetinin garantisidir. Dünya, finansal piyasalar sayesinde, ticaretin kolaylıkla gerçekleştiği ve mübadele ediminin toplumda iş bölümü ve farklılaşmayı derinleştirdiği, mekansal bütünleşmeyi sağladığı bir 'köy' haline gelmiştir. Bu çerçevede yaklaşımların 1970'lerden bu yana yaşanan dönüşümü anlamada kullandığı temel kavram küreselleşme kavramıdır.⁸ Ancak, küreselleşme tarihsel bir üretim tarzı kategorisi içinde ele alındığında, kapitalizmin yaygınlaşması ve genişlemesi anlamında yeni bir gelişme değildir. Kârın maksimizasyonu ve sürekliliğine dayalı olan kapitalizmin genişlemesi ve dünya genelinde bir nitelik kazanması, sermaye birikim sürecinin rasyoneline uygun bir sürece işaret etmektedir. Bir diğer deyişle küreselleşme, “dünya genelinde hükmünü icra eden kapitalist sermaye birikiminin gelinen aşamasında, bu konjonktürün tarihsel gerekliliklerine uygun olan entegrasyon biçimidir” (Türkay, 2009, s. 256)

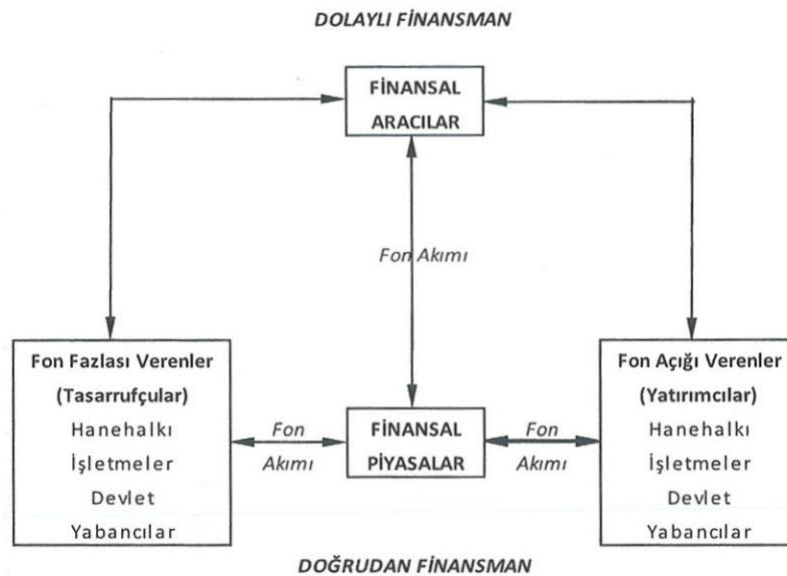
Neo-klasik yaklaşımın sosyal gerçekliğe işaret ettiği düzey ise olgusal alanla sınırlıdır. Olgusal olarak krizin ortaya çıkış gerekçesi, yine insan doğası kavrayışına uygun biçimde sistematik bir sorundan ziyade “insan faktörü” ve karar alma süreçleriyle açıklanır. Krizin gerekçelerinin “pilotaj” hatası ile kavrandığı bu yaklaşımın “sorunlu yanı, indirgemeci-aktör eğilimli olmasıdır” (Akçay & Güngen, 2014, s. 22). Bir başka ifadeyle bu yaklaşım, klasik-liberalizmin felsefi özüne uygun biçimde, ontolojik olarak atomistik olan bireylerden hareket eder (Ercan, 2001).

Ana akım ekonomi teorisinde finansal piyasalar ve kurumlar; ekonominin ihtiyaçları ve verimliliğinin artırılması çerçevesinde ele alınarak, tasarrufların toplanması ve mobilize olması ile yatırımlara yön verilmesi arasında değerlendirilirler. Bu araç ve kurumların temel görevi veya işlevi, tasarruf sahipleri ile borç almak isteyenleri bir araya

⁸ Kavramın teorik-politik ve tarihsel anlamdan kapsamlı bir eleştirisi için bakınız: (Savran, 2011)

getirmek, bir diğer ifade ile fon arz edenler ile fon talep edenleri buluşturmaktır. Aynı zamanda gelişen bilgi teknolojisi sayesinde, ekonominin *ajanlarının* gözlemleme, riski yönetme ve akışkanlığını sağlama ihtiyaçları da karşılanır. Neo-klasik iktisadın fiyat teorisine uygun biçimde, finansal varlıkların fiyatlarının veya fiyatların genel seyrinin reel sektörün değerini yansıttığı düşünülür (Orhangazi, 2011). Bu sebepten sermaye piyasaları, özellikle de hisse senedi piyasaları, finans-dışı firmaların kârlarını ve yatırımlarını doğru yönlendirme noktasında işlerlik kazanır. Bu yaklaşıma göre, finansal alan tüm ekonominin yararına olacak biçimde genişlemelidir. Bu ana akım yaklaşımı özetleyecek olursak: “... sermaye piyasaları reel ekonomiye 'faktör hizmetleri' sağlar, yani hane halklarının tasarruflarını toplar ve girişimcilere sermaye olarak aktarır, karşılığında girişimciler yatırılan sermaye ve işletmenin risk düzeyiyle orantılı olarak işletme kârından, dolaylı olarak hane halklarına faiz ödemesinde bulunurlar. Fon arz edenler ile talep edenler arasında, arz ve talep yasaları doğrultusunda aşıkâr ya da gizli bir denge olduğu varsayılır” (Toporowski, 1999).

Ana akım iktisadi yaklaşımın finansal alanı soyutlama biçimi ve finansal kesim ile ekonominin diğer kesimleri arasındaki ilişkiyi dolaylı ve doğrudan düzenleyen finansal akımlar Şekil 1’de gösterildiği gibidir:



Şekil 1: Neo-Klasik Liberal Yaklaşıma Göre Finans Sistemi Akış Diyagramı
Kaynak: (Coşkun, 2010).

Ekonomik sistemde fon açığı ile fon fazlası veren iktisadi aktörlerin dolaylı ve doğrudan finansman ilişkilerinin analizine, geçtiğimiz otuz/kırk yıl boyunca bilgi kuramsal yaklaşım egemen olmuştur (Karaçimen, 2015). Bu yaklaşımlarda, ekonomik sistemde bilgi ve aktörlerin bilgi alışverişinde yaşanan aksaklıkların altı çizilir (Boyd & Prescott, 1986). İktisadi birimlerin bilgi seviyelerinin farklı olması, piyasada bilgi asimetrisine yol açar ve aksaklıklara sebep olur. Finansal araçlar tam da bu aksaklıkların giderilmesi noktasında, bilgiye dayalı çözümler geliştirerek işlem maliyetlerini azaltır (Leland & Pyle, 1977). Risk yönetimi, bu yazının günümüz bankacılık ve sigortacılık alanının varoluşunu açıklamada kullandıkları anahtar kavramlardandır (McNeil, Frey, & Embrechts, 2018).

Bilgi kuramsal yaklaşımın temelleri, fayda değer kuramı okulunun temsilcilerinden Walras'ın genel denge teorisinin⁹, Arrow–Debreu modeli ile geliştirilmesine kadar uzanır (Arrow & Debreu, 1954). Bu model, temelde iki varsayım üzerinde şekillenir: Piyasadaki aktörler arasında bilginin eksiksiz ve piyasaların tam rekabetçi olduğu kabul edilir. (Arrow & Debreu, 1954). Bu sebepten fon arz edenler ile fon talep eden taraflar maliyetsiz ya da çok az maliyetle en uygun fiyata anlaşılır. Piyasa dengeye ulaştığı anda tam ve kusursuz işlediğinden, finansal kurumların ya da devletin piyasaya müdahalesi olumsuz sonuçlar doğuracaktır (Scholtens & Wensveen, 2003).

Bilgi kuramsal yaklaşım, aktörler arasında bilginin asimetric ve maliyetli olabileceği, ayrıca piyasaların tam rekabetçi olmayabileceği varsayımları ile genel denge teorisinin geliştirilmesi üzerine kuruludur (Milonakis & Fine, 2009). Bu çerçevede piyasaların işleyişi, piyasada karşı karşıya gelen aktörlerin asimetric, yani birinin diğerinden daha fazla piyasa bilgisine sahip olabileceği göz önünde bulundurularak ele alınır. Bilgi asimetrisi *ters seçim* ve *ahlaki tehlike/risk* temelinde piyasada etkinsizliğe

⁹ Walras'ın genel denge teorisi, fiyatların belirlenmesi ile bir mal veya hizmete olan arz-talep arasındaki ilişkiyi inceler. “Walras’tan önceki hiçbir kuramcı, farklı piyasalar arasındaki çoklu ilişkilerin inceleneyeceği genel kavramsal ve kuramsal bir yapı sunmadı. Walras, belli herhangi bir piyasadaki arz ve talep güçlerinin, diğer sayısız piyasaya hakim olan fiyatlara değişen derecede bağlı olduğunu gördü” (Hunt, 2005, s. 338). Walras-Jevons-Menger çizgisine göre bir tüketicinin belli bir mala olan talebi, tüketimden elde edilecek marjinal faydaya ve bu malın fiyatına bağlıdır. Ancak bu durumun sınırları vardır: Tüketici belli bir maldan; malın marjinal faydasının fiyatına oranının, satın alabileceği diğer mallarla aynı oranda olduğu noktaya kadar satın alır. Bu sebepten talep fazlası olan malın fiyatı artarken, arz fazlası olan malın fiyatı düşer. Esnek fiyatlar, tam rekabet durumunda arz ve talep arasındaki dengeyi sağlar.

yol açmaktadır. *Ters seçim (adverse selection)*, piyasada karşı karşıya gelen alıcı ve satıcıların, bilgi eksikliği ile piyasa ortalaması için maliyeti yüksek olan bir sözleşmeyi kabul etmeleri anlamına gelir (Akerlof, 1970). Diğer taraftan ahlaki tehlike/risk ise; piyasada karşı karşıya gelen taraflardan biri maliyeti yüklenmek zorunda kalmadığında; salt kendi yararına davranmaya dair bir eğilim gösterdiğinde geçerli olacaktır. Fon fazlası veren ile fon açığı verenin yararı arasındaki çatışma, bu *ahlaki riskten (moral hazard)* kaynaklanır (Hölmstrom, 1979). Bu çerçevede bilgi kuramsal yaklaşım; finansal araçların, bilgi asimetrisinden kaynaklı piyasada oluşacak sapmaları çözme ihtiyacından doğduğunu vurgulamışlardır (Leland & Pyle, 1976).

Neo-klasik-Bilgi Kuramsal yaklaşımlar temelinde GYO'ları konu alan çalışmalar; GYO'ların bir finansal aracı olarak ortaya çıkışını ve işlevini yukarıda özetlenen çerçevede analiz eder. Örneğin, Aytekin ve Kahraman çalışmalarında GYO'ları ekonomik etkinlik sınırları içerisinde çözümlerler:

“GYO'ların alışveriş merkezleri ve iş merkezleri gibi yüksek finansman ihtiyacı olan projeleri fonladığı gerçeği göz önüne alındığında GYO'lar olmaksızın bu projelerin fonlanması öz kaynakları yetersiz olan işletmeler açısından yüksek maliyetli finansman anlamına gelecektir. Buna karşın bu projelerin, sermayenin tabana yayılması fonksiyonunu da yerine getiren sermaye piyasasında faaliyet göstererek halktan gayrimenkul yatırım ortaklığı payları karşılığında para toplayarak fonlayacak olan GYO sayılarının artırılması işletmelerin finansman maliyetlerinin azalmasını sağlayacaktır” (Aytekin & Kahraman, 2015).

Bu yaklaşımlara göre, yatırım yapacakları projeye dair piyasa ajanları veya girişimciler, projeyi finanse edecek olan taraftan daha fazla bilgiye sahiptirler. Bu sebepten belirli bir projeye dair girişimcinin yatırım eğilimi, piyasaya sinyal verir. Piyasalar daha fazla/az yatırım yapılan projeyi daha değerli/değersiz algırlar. Bu algının farkında olan girişimciler de bir projeye gerekenden fazla finansman ayırarak, piyasayı manipüle edebilirler. Finansal araçlar veya inşaat sektörü özelinde GYO'lar asimetrik bilgi durumunun yol açacağı dengesizliklere karşı doğalında gelişen oluşumlarıdır (Mooradian & Yang, 2002) (Cooper, Downs, & Patterson, 2000). Büyük çaplı inşaat projelerinin, farklı potansiyel riskleri ve piyasadaki asimetrik bilgi durumu göz önüne

alındığında GYO'lar; projelerin potansiyel riskleri üzerine bilgi toplayıp, bu doğrultuda portföylerini çeşitlendirip¹⁰, projenin maliyeti hakkında piyasaya sinyal verebilirler (Hutson & Stevenson, 2008). Ayrıca GYO'lar nezdinde, riskler farklı projelerin finansmanına bağlı olarak dağıldığından; finansal aracının piyasaya sinyal verme maliyeti de projeyi doğrudan fonlayan girişimciden daha az olacaktır (Diamond, 1984).

Kısacası, ana akım yaklaşımlarda; piyasada bilgi asimetrisinden kaynaklı maliyet teşkil edecek unsurların, finansal araçlar sayesinde temizlendiği kabul edilir.¹¹ Bu sebeple GYO'lar gibi piyasa için önem arz eden büyük projelerin finansmanı noktasında görev alan oluşumların, kısacası finansal araçların, piyasadaki asimetrik bilgiye karşı bir tepki olarak ortaya çıktığı, teorilerin temel yaklaşımıdır. Diğer yandan bu yaklaşımlarda, gelişen teknoloji sayesinde, piyasadaki bilgi toplama maliyetlerinde görülecek azalışın, finansal araçları da ortadan kaldıracak beklentisi vardır. Ancak dünya ekonomisinde son yıllarda yaşanan gelişmelere bakıldığında eğilimin tam tersi yönde olduğu görülebilir. Dünya ekonomisinin son otuz yılına derinleşen ve genişleyen finansal piyasalar/kurumlar/aracılar damgasını vurmuştur ve bu eğilim halen devam etmektedir (IMF, 2018). Bu ampirik durum, neo-klasik liberal yaklaşıma dair eleştirileri yoğunlaştırmıştır (Allen & Santomero, 1998).

Teorik açıdan ele alındığında ise neo-klasik liberal yaklaşımın temel sorunlu tarafı, yöntemsel bireycilik üzerine kurulu olmasıdır. Bireylerin tek tek iktisadi davranışlarının toplamı olarak kavramsallaştırılan sosyo-ekonomik toplumun hareket yasaları; insan davranışının özü olarak kabul edilen rasyonalite ilkesinden hareketle açıklanır. Ancak, toplumdaki iktisadi ilişkiler çok daha karmaşık ilişkilerin toplamıdır. Bir toplumu oluşturan bireyler, yaşadıkları toplumun sosyal ve tarihsel bağlamı içerisinde anlam kazanır. Bu sebepten, toplum ve tarih dışı, ekonomik teorinin standartlaştırdığı bir

¹⁰ GYO'ların portföy çeşitliliği veya iştiraklerinin farklı sektörlerde faaliyet göstermeleri, bir diğer ifade ile sermayenin saçılması ana-akım iktisadın da altını çizdiği bir durumdur. Ewing ve Payne, GYO'lara yatırım yapan yatırımcıların tercihlerinde faaliyet çeşitliliğini tercih ettiklerini vurgularlar: "Ekonomideki beklenmedik bir risk primi artışı doğrudan GYO'ları etkiler ve yatırımcılar farklı sektörlerde faaliyet gösteren işletmelere yatırım yapmayı tercih eder duruma gelirler" (Ewing & Payne, 2003, s. 299).

¹¹ Ana akım iktisat teorisinin finans alanından ekonomik anlamda temel beklentisi kârın elde edilmesi noktasında oluşacak maliyetleri minimize etmesi bir diğer ifade ile etkin kârın etkin yönetimidir: "Her ne kadar finans yöneticilerinin temel görevi ortakların refahının en büyüklenmesi olsa bile mevcut kârın daha az masrafa katlanılarak elde edilebilmesi kâr etkinliği kavramını ortaya çıkarmaktadır" (Külekçi, 2014, s. 95)

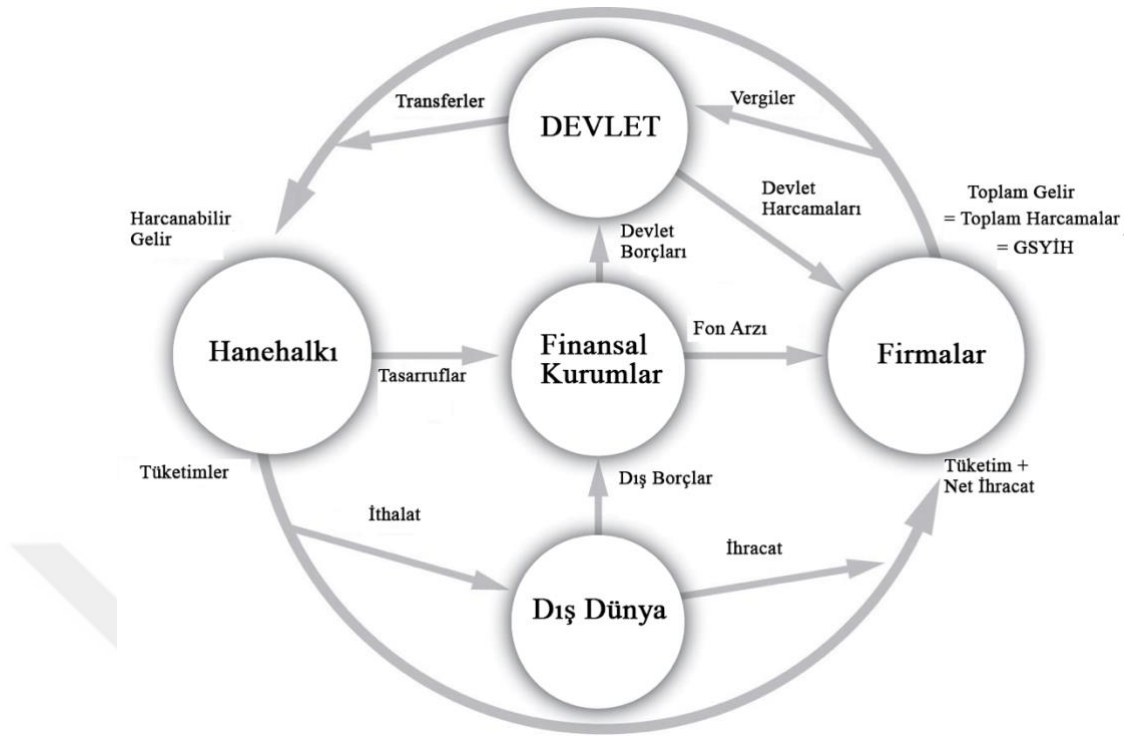
rasyonel bireyden söz edilemez (Milonakis & Fine, 2009). Ayrıca bilgi asimetrisi çözümlemesi, bilgiyi dışsal bir olgu olarak; toplumdaki güç ilişkilerinden, zamandan ve mekandan bağımsız olarak ele alması neticesinde sorunludur.

Liberal tezlerin devletin sürece dahil olmasına dair geliştirdiği temel argüman, devletin etkinliğini arttırması fakat iktisadi alandaki faaliyetlerini daraltması yönündedir: “Devlet sahasını daraltma sürecinde ya devletin gücünü azalttılar ya da zaten zayıf olan, hatta olmayan yeni tipte devlet kapasiteleri için fazladan talep oluşturdular...Optimal reform yolu, gücü arttırıp, sahayı küçültmekten” (Fukuyama, 2005, s. 28) geçmektedir. Ancak günümüzde çoğalan finansal akımlar beraberinde finansal düzenlemelere ve kurumlara dair artan ihtiyaç, devlet etkinliğinin azaltılmasını savunan modellerin sorgulanmasına sebep olmuştur. Bu çerçevede, bir sonraki kısımda, klasik-liberal yaklaşımın ekonominin bütününde merkezi otoritenin dışarıda tutulmasına karşıt olarak, devlet müdahalesini gerek finansal piyasalar özelinde gerekse de ekonominin bütününde ön plana çıkaran Keynesyen yaklaşım ve bilgi asimetrisinin giderilmesinde finansal aracı kurumların rollerini ön plana çıkaran Post-Keynesyen yaklaşım konu edilecektir.

2.1.2. Keynesyen Yaklaşım

Keynesyen iktisadın temel önermeleri, kapitalizmin 1929 krizinden çıkışına yöneliktir ve genel olarak kamu müdahalesine dayanır. Keynesyen kuram, “Walrasçı genel denge kuramıyla aynı bağlam içinde belirir. Sürekli bir üretim, dolaşım ve tüketim süreci analizidir... Süreç bir dairesel akış olarak da görülebilir” (Hunt, 2005, s. 502-503). Keynesyen teoride, yatırım harcamaları ekonominin itici gücünü teşkil eder. Yatırım harcamalarının yüksek seviyelerde seyretmesi için gerekli olan düzenlemelerin başında ise finans sistemi yer alır.

Finansal kesimin, ekonominin bütünündeki gelir akımları içerisindeki pozisyonu Şekil 2’deki gibi gösterilebilir:



Şekil 2: Keynesyen Yaklaşımına Göre Dairesel Gelir Akımında Finans Sektörünü Rolü

Kaynak: (Saylor Academy, 2012).

Yukarıdaki şema, Keynesyen yaklaşım temelinde finans sektörü, bankalar ve diğer finans kurumlarının ekonomik sistem içindeki bağlantılarını özetlemektedir. Finans sektöründeki fon giriş-çıkışları, yatırımların hanehalkı tasarrufları ve yurt dışından borçlanma yoluyla finanse edildiğini göstermektedir. Şekilde dairesel akımın merkezinde yer alan finans sektörünün dört temel bağlantısı bulunmaktadır ve bu bağlantılar aşağıdaki gibi özetlenebilir:

i) Hane halkları, vergi ve transferler sonrası net gelirlerini tüketim ve tasarruf arasında bölüştürmektedir. Böylece elde ettikleri harcanabilir gelirin tasarrufa ayrılan kısımları, finansal piyasalara gönderilir.

ii) Finans sektöründen firmalara olası fon akışı, firmalara yatırım ihtiyacının karşılığı olan fonları sağlamaktadır.

iii) Finansal sektör ve devlet arasındaki fon akışı, hükümetlerin borçlanması yansıtmaktadır. Akış her iki yönde de gidebilir. Devlet harcamaları devlet gelirlerini aştığında, hükümet özel sektörden borç alır ve finans sektöründen hükümete bir miktar likidite akışı sağlanır. Tam tersi durumda, devlet gelirleri harcamalarından daha büyük olduğunda, devletten mali sektöre doğru fon akışında fazla söz konusu olur.

iv) Finans sektörü ile dış alem arasında da fon akışı iki yönlü olabilir.

Keynes'den önce para talebi sadece paranın miktar teorisi ile açıklanmaktaydı (Hunt, 2005). Keynes paraya olan talebin; muamele (işlem) güdüsü -günlük mübadele işlemlerinin karşılanması anlamında- ve ihtiyat güdüsünün -gelecekte olası, olağan dışı durumlarda güvenlik hissi oluşturma anlamında- yanında spekülasyon güdüsü -yatırım fırsatlarını değerlendirmek ve kâr elde etmek amacıyla- ile de ilgili olduğunu savundu. Parayı elde tutmanın alternatifi, gelir getiren bir finansal araçta tutmaktır. Keynes'e göre bir finansal aracın sunduğu getiri, ikna edici yükseklikteyse, serveti para olarak tutmaktan vazgeçip, söz konusu yatırım aracına yönlendirmemiz olasıdır. "İşte faiz haddi, serveti atıl para biçiminde tutmaktan bizi vazgeçirmek için ödenen fiyattır" (Kazgan, 2010, s. 230). Muamele ve ihtiyat güdüsü, faiz hadleri çok yüksek olmadıkça durumdan etkilenmez. Bu sebepten bu güdülerle talep edilen para miktarı (M_1) mübadele hacmine bağlı olup gelir düzeyinin (Y) likidite tercihi anlamında (L_1) bir fonksiyonudur: $M_1 = L_1(Y)$. Diğer yandan spekülasyon güdüsünden kaynaklı spekülatif para talebi ise (M_2) faizin (i) bir fonksiyonu olup, $M_2 = L_2(i)$ 'dir. Toplam para talebi, $M = L_1(Y) + L_2(i)$ ile ifade edilir. Sonuç olarak "para arz ve talebi, faiz haddini; faiz haddi, kapitalin marjinal etkinliği eğrisiyle beraber yatırım hacmini; yatırımlar da tüketim veya tasarruf fonksiyonuna bağlı olarak gelir ve istihdam düzeyini belirler" (Kazgan, 2010, s. 231).

Keynesyen teoride finans ikili bir rol üstlenir. Bir yandan, finansal istikrar beraberinde hane halkları ve firmalar için düşük faiz oranları ve dolayısıyla düşük borç seviyeleri anlamına gelmektedir. Düşük faiz oranları sayesinde gerçekleşecek yatırımlardaki olası artış, geleceğe dair kâr beklentilerini artırır. Bir diğer yandan ise yatırım harcamaları bir kez arttığında, artış kendi kendini zorlayabilecek bir düzeye de ulaşabilir. Artan yatırım ve kâr, ekonomideki güven düzeyini artırarak, likidite tercihlerinde düşüşe ve daha fazla risk alma davranışına neden olabilir. Bu durumda

bankalar, kredileri finanse etmek için giderek daha pahalı ve ‘uçucu’ fon kaynaklarına yönelerek daha fazla ve daha riskli krediler üretmeye başlayacaklardır. Sonuç olarak, borç oranları artmaya başlayacak, faiz teminat oranları düşecek ve faiz oranları artacaktır. Bu durum ise finansal kırılganlığa yol açacaktır. Bu da beklenmedik bir ekonomik gerileme karşısında şirketlerin ve hane halklarının ödemelerini karşılayamayacakları anlamına gelir. Örneğin, faiz oranlarındaki artış, yatırım harcamalarında düşüşe neden olabilir. Daha düşük yatırım, daha düşük toplam talebe, daha düşük satışlara ve daha düşük kârlara yol açacaktır. Bu, ödeme yükümlülüklerini karşılamak için likit olmayan varlıkların zorunlu satışına yol açarsa, daha sonra, varlık fiyatlarında keskin bir düşüş olur ve bu da yatırımları daha az cazip hale getirebilir ve yukarıda belirtilen değişkenlerde daha da azalmaya neden olabilir (Orhangazi, 2011, s. 5).

Klasik Keynesyen teoride ücret ve fiyatların esnek olmaması ve bu durumun piyasanın temizlenmesi önünde engel teşkil ettiği dolayısıyla da tam istihdam dengesinin sağlanamayacağı görüşü hâkimdir (Aktan C. C., 1994). Benzer şekilde finansal piyasadaki fiyatların spekülâtif nitelikli oluşumları, piyasanın aşırı dalgalanmasına sebep olur. Bu çerçevede Keynesyen bakış açısına göre finans piyasası, spekülâtif yapısından kaynaklı yatırımlar ve üretim açısından verimsizlik ve istikrarsızlık yaratabilir. Nitekim “Keynes’e göre finans piyasasındaki fiyat oluşumları spekülâtörler tarafından belirlenmektedir ve bu yüzden bir ülkenin sermaye piyasasının gelişmesi, bir kumarhane faaliyetinin gelişmesini andırır” (Erdem & Dumrul, 2014, s. 49). Bu bakış açısına göre, finans sistemindeki son dönem yaşanan genişleme, finans sektörünün reel sektörle bağının giderek kopmasına neden olmuştur (Kahyaoğlu, 2008).

2.1.2.1. Post-Keynesyen Yaklaşım

1970 sonrasında bir grup iktisatçı Keynes’in “neo-klasik liberal iktisatla bağdaşmayan fikirlerini yeniden canlandırdı” (Hunt, 2005, s. 594). Neo-klasik liberal yaklaşıma benzer şekilde Post-Keynesyen yaklaşım, bilginin asimetrik olduğunu savunur. Temelde Keynesyen bir bakışın hakim olduğu okulun temel görüşü, devletin ekonomide aktif rol alması gerektiğidir. Bilginin kamuya açıklanması, yani aktörlerin bilgiye eşit olarak ulaşımı, düzenli ve güvenilir bir bilgi akışını sağlayacaktır. Bu ise karar alıcıların piyasaya bakış açılarını güçlendirir ve fırsat eşitliği yaratır. Yeni Keynesyen

okul, neo-klasik yaklaşımın bu önermesini kabul ederek, yaklaşımı kredi mekanizması da dahil edilmek şartıyla, alacaklı ve borçlu arasındaki bilgi asimetrisine vurgu yapacak şekilde genişletmiştir. Piyasaların sürekli biçimde temizlenmediği, bu sebepten ekonominin kendiliğinden dengelenmeyeceği ve devlet müdahalesinin gerekli olduğu savunulur (Stiglitz, 2012). Bu yaklaşımın literatüre temel katkısı, kurumları bir başka deyişle; yapısal düzey ile olgusal düzey arasındaki bağlantıları kuran mekanizmaları konu eden kurumsal düzeyi, analize dahil etmiş olmalarıdır (Milonakis & Fine, 2009). Diğer taraftan Yeni Keynesyenler, “nominal fiyatlar ve ücretlerdeki yapışkanlıklar ile eksik bilgi ve piyasa başarısızlığı konularını” ele alış biçimleri sebebiyle, “Keynes’in iktisadından biraz daha uzaklaşıp, Neo-klasik paradigmaya daha çok yaklaşmıştır. Dolayısıyla, Yeni Keynesyen iktisadı, Yeni Neo-Klasik Sentez olarak isimlendirmek mümkündür” (Büyükakın, 2007, s. 22).

Post-Keynesyen teorinin finansal genişleme veya finansallaşma teorisi, neo-klasik iktisatçıların da üzerinde durduğu, “risk ve belirsizlik” üzerine kuruludur. Post-Keynesyenlere göre, kapitalist sistemin “iyi yönetilememesi” sonucu genişleyen finansal alan, reel alandan kopmuş ve üretim sürecinden bir sapma meydana gelmiştir. Bu görüşün temel teorisyenlerin birisi Hyman Minsky’dir. Minsky’e göre (Minsky, 1998), finansal ekonominin genişlemesi, ekonomiyi kırılgan hale getirerek kapitalizmde kriz eğilimini artırır. Minsky’nin finansal istikrarsızlık hipotezi; “kırılganlığın”, finansal ekonominin doğasından kaynaklı olduğu tezinde temellenir (Wray & Papadimitriou, 1998). “Finansal kapitalizm” kâr etme güdüsünden kaynaklanan spekülâtif hareketlere karşı savunmasız haldedir. Yani “finansal kapitalizm” yapısı gereği düzensizdir ve bu düzensizlik politika hatasından değil, bizzatıhi finansal sistemin iç işleyişinden kaynaklanır. İstikrarsızlık ve belirsizlik üreten bu yapının ise ekonomik sınırlamalarla hizaya getirilmesi gerekir. Minsky, finansal yapıyı hizaya getirecek temelde iki kurum önerir: Büyük Banka ve Büyük Devlet. Büyük Devlet düzenlemeleri yönetmeli, Büyük Banka ise son kredi merci rolü ile likiditeyi düzenlemelidir (Vasconcelos, 2014).

2.1.2.2. Düzenlemeci Okul

Finansal alanın genişlemesi ve bu genişlemenin kapitalist sistemde yarattığı krizlere dair geliştirilen bir başka yaklaşım; iktisat teorisi açısından kökleri Ricardocu

bölüşüm sorununda temellenen, ancak politik çıktıları Keynesyen yaklaşıma benzer şekilde merkezi otoritenin kurumsal alanı düzenlemesinde uzlaşan Düzenleme Okulu'dur.¹² Bu yaklaşımlarda üretim maliyetlerinden hareketle düzenlenebilir bir üretimin, dolaşımın ve bölüşümün olanaklı olduğu vurgulanır. Ontolojik düzeyde toplumsal gerçeklik bir çatışma alanı olarak kavranır ancak güç ilişkileri düzenlenebilir oldukları ölçüde kriz ihtimalinden uzaklaşılır. Neo-liberalizm ve onun veçheleri 'yönetişim sorunu' etrafında çözümlenir ve sistemin iç işleyişine dair bir vurgu içermezler. Yukarıda çizdiğimiz çerçeveye, sosyal gerçeklik, yapısal ve olgusal düzeyler arasında yer alan işleyişe vurgu yapan ve kurumsal anlamda düzenlemenin ön plana çıkarıldığı bir alanda tarif edilir.

Düzenleme Okulu'na göre, neo-liberal politikaların ve post-fordist rejimin çıktısı; giderek 'şişen', üretimin ölçeğini aşan ve bu anlamda bir düzensizliğe erişmiş bulunan finansal piyasa ve araçlar olmuştur (Aglietta & Breton, 2010). Bu araçlar ve finansal kurumlar, birikim rejimine uygun bir tarzda örgütlenmiş resmi ya da otonom ağlarla, en genel anlamıyla bir düzenleme tarzına kavuşmadıkça kapitalizmin finansal alandaki krizini yeniden üretecektir.¹³ Kurumsal düzenlemelerin veya eksikliklerin krize kapı araladığını savunan bu yaklaşımların; krizin, açığa çıkışına dair mekanizmalara işaret etmesi açısından önemli katkıları bulunmaktadır. Ancak yaklaşımların en temel kısıtı, kapitalist üretim sisteminin yapısal unsurlarının açığa çıkış biçimine odaklandıkları ölçüde, kapitalizmin genel eğilimlerini dışarıda bırakıyor oluşlarıdır (Gambino, 2007). Keza bu yaklaşımlar kurumsal düzeye odaklandıkları için betimleyici bir anlatıma yönelirler. Bir diğer ifadeyle, devlet ve piyasa iki farklı yapı olarak ele alınıp, devletin piyasa üzerinde onu şekillendiren ve düzenleyen bir aktör olduğu vurgulanır. Ayrıca bu yaklaşımların çıkış noktaları farklı olmakla beraber, ortaklaştıkları temel husus,

¹² 1970 sonrasında oluşmaya başlayan Düzenleme Okulu'nun, başlıca temsilcileri olarak, Michel Aglietta, Robert Boyer ve Alain Lipietz sayılabilir. Her ne kadar Düzenleme Okulu iktisat teorisi açısından Ricardocu bölüşüm teorisi üzerinden şekillense de çalışmamızın soruları kapsamında Düzenleme Okulu'nu, finansal genişlemeye dair politik yargıları açısından Keynesyen Yaklaşım içinde değerlendirmeyi tercih ettik.

¹³ Düzenlemeci yaklaşımın temel kaygısı daha doğru bir ifade ile temel vurgusu, birikimin günümüz rejiminde denetleme ve düzenleme ile optimum seviyede sürdürülebilir olduğudur: “Ekonomik ve finansal yapıya uygun bir düzenleyici çerçeve, sağlam temellere oturtulmuş gözetim ve denetim mekanizmaları ile desteklendiğinde finansal sistemden en optimum bir şekilde yararlanılabilir” (Delice, Doğan, & Uzun, 2004, s. 102).

kapitalizmin yapısal anlamda farklılaştığı ve 'yeni kapitalizmden' bahsetmenin olanaklı olduğudur.¹⁴

Yeni kapitalizmin 'eski olandan' farklı olduğuna, bir başka ifadeyle kapitalizmin ideolojik özü olan liberalizmin, günümüzde biçim değiştirdiğine işaret eden referans kavram ise neo-liberalizmdir. Neo-liberal yaklaşımın egemen olduğu 1980'li yıllardan bugüne, yaklaşımın evrim sürecinde iki temel döneme işaret edilir (Filho, 2005). Bunlar 1980'ler ile başlayan "Washington Uzlaşısı" ile 1990'ların sonlarında gündem olan "Post-Washington Uzlaşısı" sürecidir. İlk sürecin temel vurgusu, "...erken kapitalistleşmiş ülkelerdeki sosyal refah devletinin ve geç kapitalistleşmiş ülkelerdeki ithal ikameci/içer yönelik politikaların çözülmesine yönelik" (Akçay & Türkay, 2006, s. 325), devlet müdahalesinin olumsuzlanması çerçevesinde, devletin piyasadan çekilmesine işaret eden deregülasyon politikalarıdır (Fine, 2001). 1990'ların sonlarına doğru aralarında Türkiye'nin de bulunduğu, Arjantin ve Doğu Asya dahil bir grup ülkede oluşan krizler neticesinde, neo-liberal politikaların gözden geçirilmesi gündem olmuştur. Post-Washington Konsensüsü ile devletin kalkınma sürecindeki işlevinin yeniden tanımlanması zorunluluğu doğmuştur. Bu noktada devletin işlevini yeniden tanımlama, bir kopuştan ziyade, sermaye birikiminin mantığına uygun bir sürekliliğe işaret etmektedir.¹⁵ Bu süreklilik kapitalist sermaye birikim sürecinde devletin rolüne ilişkindir. Bu çerçevede Post-Washington Konsensüsü ile devlet ve piyasanın birbirine karşıt iki kutup değil, tamamlayıcı oldukları, diğer bir ifadeyle "devletin kalkınma sürecinin önemli bir aktörü olduğu" (Öniş & Şensen, 2003, s. 15) kabul edilmiştir. Post-Washington Konsensüsü ile sosyal norm ve kurumsal yapılara önem veren bir anlayış benimsenmiş, "kurumlar önemlidir" vurgusu analize dahil edilmiştir. Düzgün işleyen kurumların yokluğunda oluşan "arızalar", devlet kapasitesinin etkin "yönetişimi" ile giderilmelidir.

Düzenlemeci Okula göre, post-Fordist dönemde, finans öncülüğünde bir birikim rejimi ortaya çıkmıştır (Aglietta, 2000). Bu yaklaşıma göre "finans öncülüğünde birikim

¹⁴ 'Yeni Ekonominin' şekillenmesinde en önemli etmelerden biri ise bilgi ve iletişim teknolojilerinde yaşanan gelişmelerdir. Gayrimenkul sektörünü bu çerçevede ele alan bir çalışma için bakınız: (Dixon, Thompson, McAllister, Marston, & Snow, 2005).

¹⁵ Bu anlamda Post Washington Konsensüsü için, Rodrik'in ifade ettiği "güçlendirilmiş Washington Konsensüsü nitelemesi anlamlıdır" (Rodrik, 2004)'dan aktaran (Akçay & Türkay, 2006, s. 326).

rejiminin” ayırt edici özelliği, elde edilen kazancın bir kısmının yeni yatırımlara yönlendirilmesi noktasında karşılaşılabilecek olası aksaklıktır. Finansal operasyonlar ve spekülasyonlar sonucu elde edilen kazancın verimli bir döngü yaratması söz konusu olamayacağından, bu akımı düzenleyecek¹⁶, birikim rejimine uygun bir düzenleme tarzına ihtiyaç vardır.¹⁷ Finans öncülüğündeki bu birikim rejimi, esasen post-Fordist dönemde meydana gelen birikim rejiminin de son halkasıdır (Güngen, 2010). Düzenlemeci Okula göre, finansal kurumların ortaya çıkış süreci ve işlevi de finans öncülüğündeki bu birikim rejiminin birer çıktısıdır. Bu çerçevede GYO’lar, denetleyici ve düzenleyici kurumların faaliyetleri kapsamında, inşaat sektörünün birikim rejimine uygun tarzda örgütlenmesinin aracı kurumları olarak değerlendirilirler ve sektörün büyümesi için fırsat olarak görülürler (Sotelo & McGreal, 2013). Ancak birçok ülkede ve özellikle Türkiye’de devletin gayrimenkul sektörüne dahil oluşu, “gücü arttırıp, sahayı küçültmekten” ziyade sahayı kuran ve birikimin devlet eliyle sürdürüldüğü bir pozisyonda devam etmektedir. Örneğin, ileride değineceğimiz Toplu Konut İdaresi Başkanlığı ve EMLAK GYO’nun inşaat sektöründeki faaliyetleri bunun en açık ifadesidir. (Yılmaz E. , 2010).

2.1.3. Marksist Yaklaşım

Sonuncu yaklaşım ise, temelde Marx’ın emek-değer teorisi çerçevesinde ortaya koyduğu, ekonomi politiğin eleştirisi yaklaşımıdır. Bu yaklaşım tarihsel olarak, emeğin emek gücünden ayrılarak meta haline geldiği bir üretim tarzı olan kapitalizmin işleyiş yasaları, eğilimleri ve karşı eğilimleri ile bütünsel bir perspektif sunarken; değer ve onun açığa çıkış biçimleri arasındaki içsel ilişkilere odaklanır. Marx ekonomi politiğin eleştirisini sunarken tarihsel-maddeci yaklaşımı çerçevesinde eleştirisini şu biçimde özetler: “Ekonomi politik, değeri ve değer büyüklüğünü eksikli şekilde de olsa analiz etmiş ve bu biçimlerde saklı bulunan içeriği keşfetmiştir. Bununla beraber, bu içeriğin niye o biçimi aldığını; dolayısıyla, emeğin kendisini niye değerle ve emeğin zaman cinsinden ölçüsünün kendisini niye emek ürününün değeri büyüklüğüyle ortaya

¹⁶ Finansal düzenleme “...finansal kurumların davranışlarını izleme, disipline etme veya koordine etme” (Kane, 1988, s. 346) anlamı taşımaktadır.

¹⁷ Savran’a göre, Düzenleme Okulu Keynesçilik-Fordizm sentezini en sistematik biçimde geliştirmiş olan sol düşünce ekolüdür (Savran, 2010).

koyduğunu bir kez bile sormamıştır” (Marx, 2013a, s. 90). Bu anlamda Marksist emek-değer teorisi maddeci-tarihsel bir yaklaşımla sosyal gerçekliğe dair çok daha geniş bir perspektifi olanaklı hale getirir. Klasik liberal yaklaşım açısından kapitalizmin yasaları ya da onun mekanizmaları evrenselidir. Bir başka deyişle “üretici güçlerin belirli bir gelişme aşamasında ortaya çıkan iş bölümünün varolduğu her yerde mübadele de zorunlu olarak varolacağından, meta üretimi ve onun en gelişmiş biçimi olan kapitalist üretim tarzı sonsuza dek varlığını sürdürecektir. Bu, tüm burjuva iktisadının temel önkabulüdür” (Savran, 1979, s. 37). Emek değer teorisi yaklaşımı için ise; insan faktöründen ve aldıkları kararlardan, ayrıca kurumsal düzenlemelerden bağımsız olarak, bizzat kapitalist üretim biçiminin örgütleniş tarzından ötürü, sermayenin üretimi için krizler ayrılmaz bir unsurdur. Bu sebepten sosyal gerçeklik; mevcut üretim tarzıyla birlikte, bu üretim tarzının tarihsel gelişimi ve sınıf çatışmaları temelinde kendini yeniden ve yeniden üretir. Bu çerçevede emek-değer teorisinin ontolojik yaklaşımı¹⁸ diğer yaklaşımlardan farklılaşarak teorik-tarihsel, statik değil dinamik bir kavrayışı olanaklı hale getirir. Kısacası bu yaklaşım; kriz, dönüşen sektörler, farklılaşan kurumsal mekanizma vs. gibi şeyler¹⁹ dünyasının yalnızca ne olduğu ile ilgili değil neden o biçimi aldığı ile de ilgilenir. Bu çerçevede Marksist yaklaşım için meta, para, kredi vs. gibi tüm iktisadi kategoriler toplumsal ilişkiler temelinde değer²⁰ farklı açığa çıkış biçimleridir. Paranın kapitalist üretim biçimindeki rolü, finansal genişleme ve finansal alan ile üretim alanı arasındaki

¹⁸ Marx’ın yöntemine dair kapsamlı bir çalışma için: (Ollman, 2006).

¹⁹ Marx’ın gerçekliğe dair diyalektik anlayışında şeyler’in yerini ilişkiler almıştır. Marx’ın varlık üzerine tasavvurunda (ontolojisinde) -biz deneyimleyelim yada deneyimlemeyelim- bizim dışımızda, bizden ayrı bir gerçekliğin kabulü söz konusudur. Marx bu bütünlüğü içsel ilişkili parçalardan oluşuyor gibi kavrar. Ayrıca onun ontolojisinin ayırt edici tarafı bu parçaların, içerisinde bulunduğu ya da içerdiği ilişkiler ağı kapsamında genişletilip incelendiğinde, bütünün kendisini yansıtabileceğidir (Ollman, 2006, s. 163). Parçaların bu anlamda birbirleriyle ilişkisi “...bütünün sınırlarına ve anlamına bir biçim verir, bütünü bir tarihi, bir amacı ve bir etkisi olan, süre giden bir sisteme dönüştürür” (Ollman, 2006, s. 165).

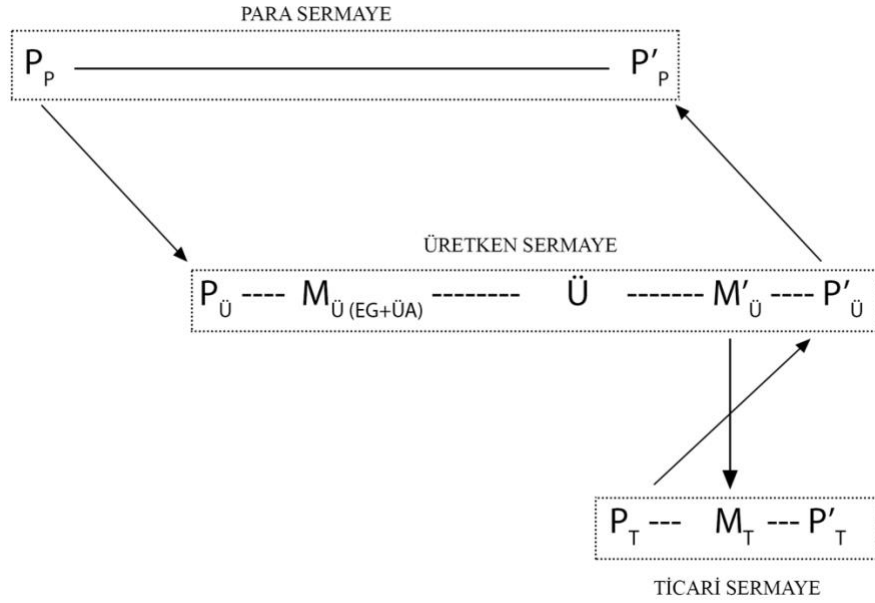
²⁰ Rubin’e göre; “Marx’ın değer teorisi iki temel üzerine kurulmuştur: 1) daha sonraları otonom meta üreticileri arasındaki toplumsal üretim ilişkilerinin varlığını varsayan soyut emeğin maddî bir ifadesi olarak değer biçimi teorisi ve 2) toplumsal emek dağılımı teorisi ve daha sonraları emek üretkenliği düzeyine bağlı olan değer büyüklüğünün soyut emek miktarına bağımlılığı. Bu ikisi aynı sürecin iki yönüdür: değer teorisi, toplumsal değer şeklini yani meta üreten kapitalist ekonomide gerçekleştirilen emek dağılımı süreci şeklini inceler...Marx, değeri, belirli bir toplumsal emek şekline bağlı emek ürününün toplumsal şekli biçiminde ele alarak, değer niteliksel yani toplumsal yönü üzerinde durmuştur”. (Rubin, 2010)

ilişki, kapitalist üretimin örgütleniş tarzının ifadesi olarak, sermaye birikim süreci²¹ içerisinde analiz edilir.

2.1.3.1. Klasik Marksist Yaklaşım

Marksist iktisat teorisine göre kapitalist toplumda sermaye, üç temel ilişki biçimini içerecek biçimde kendini yeniden üretir. Bunlar; üretim, dolaşım ve bölüşüm ilişkileridir. Bu çerçevede sermayenin genel formülü (P-M-P'), bütünden soyutlandığında kendine özgü işleyişe sahip olan ancak bütün içerisinde anlam kazanacak şekilde ayrılmış üç biçimden oluşur: Para-sermaye (P-M(EG+ÜA)...Ü...M'-P') , Üretken-sermaye (Ü...M'-P'-M...Ü) ve Meta sermaye (M'-P'-M...Ü...M') devresi (Desai, 1977, s. 16). Sermaye bu üç devreden geçerek toplumsallaşır. Her bir sermaye devresi de bütün olarak sermayenin yeniden üretimi için farklı işlerde uzmanlaşmış sermaye işlevlerine indirgenebilir. Bunlardan ilki, üretim için gerekli olan metaların temin edilmesi noktasında para-sermaye ihtiyacını karşılayan ve karşılığında artı-değerden faiz biçiminde pay alan ya da para ticareti ile kâr elde eden para-sermaye işlevidir. İkincisi, üretken tüketim için satın alınan metaların üretim sürecine dahil edilmesi ve üretim sürecinde artı-değerle yüklü metaların elde edilmesi noktasında işlev gören üretken sermaye işlevidir. Üçüncü işlev ise, metaların içerisinde potansiyel olarak duran değerın pazarda fiyatlar düzeyinde açığa çıkması için alım-satım faaliyetine konu edilmesini organize eden ticari sermaye işlevidir. Bu üç işlev tanımlandığı biçimde farklı alanlarda uzmanlaşmış sermayelere denk düşse de her biri eşanlı veya farklı şekilde tertip edilmiş bir veya birden fazla sermayedar elinde toplulaşmış olabilir. Bu çerçevede Marksist iktisat teorisi için para-sermaye; emek-değer teorisi temelinde, üretim, dolaşım ve bölüşüm ilişkileri bütünlüğünde değerın farklı nitelikleri ve kendini genişletecek biçimde farklı nicelikleri görünümünde sürece dolanıktır.

²¹ “Artık değerın sermaye olarak kullanılmasına, yani elde edilen artık değerın yeniden sermayeye çevrilmesine sermaye birikimi” (Marx, 2013a, s. 560) denir.



Şekil 3 Mali Sermayenin Biçimsel Döngüsü

Kaynak: (Thompson, 1977, s. 249).

Şekil 3’de ifade edildiği gibi değer’in ilk biçimi görünümünde para-sermaye üretim için gerekli olan emek gücü ve üretim araçlarına, üretim süreci sonunda elde edilen ve artı-değerle yüklü metalara ve son olarak da metaların piyasada satışı sonunda ilk büyüklüğünden daha farklı bir büyüklükte para sermayeye sürekli biçimde dönüşür. Her döngü aynı zamanda başka bir döngünün başlatıcı rolü üstlenir ve para-sermaye, değer’in kapitalist tarzda genişlemesinin görünen biçimini oluşturur.

Klasik Marksist yaklaşımlar, aralarında birtakım farklılıkları içermekle birlikte, gelişen finans ile durgunluk eğilimi sergileyen üretim arasındaki bağı, Marx’ın kâr oranlarının düşme eğilimi teorisi temelinde, üretim alanının belirleyiciliğinde açıklarlar. Bu noktadaki temel kavrayışlardan ilki, sermayenin üretimdeki kârlılık sorununu, finansal alana yönelerek ve bu sayede kârlılığını artırarak aşma eğiliminde olduğudur. 1960’lı yıllarda ortaya çıkan aşırı üretim veya aşırı kapasite, rekabetin artması anlamına gelir ve bu durum sermaye için kâr oranlarının düşmesi ile sonuçlanmıştır (Brenner, 2009). Bu sürece ve sonrasına özellikle ABD Merkez Bankası tarafından yönetilen kredi genişlemesi ve para sermayenin uluslararasılaşması eşlik etmiştir. Bu süreçte üretim alanında kârlı yatırım imkânı bulamayan aşırı para sermaye, borç sermayeye dönüşmüş

ve finansal kârlar, üretim alanında karşılık bulamayacak ölçüde genişlemiştir. Bu sebepten finansal alanın genişlemesi veya finansal krizler, ‘politika hataları’ veya ‘aşırı spekülasyonun’ bir sonucu olmayıp, kökleri üretim alanında yatan sistematik görüngülerdir (Callinicos, 2012).

Kâr oranlarının düşme eğilimi teorisi çerçevesindeki temel kavrayışlardan diğeri, Marx’tan sonra geliştirilen sermayenin aşırı birikim kavramıdır. Marx’a göre, aşırı üretim ya da metaların bolluğu ile sermayenin aşırı bolluğu aynı sürecin farklı biçimleridir (Marx, 2015). Aşırı birikim kavramı bu farklılığa vurgu yapar. Sermaye birikiminin her yeni döngüsünde, önceki döngüye göre daha fazla miktarda sermayenin harekete geçmesi zorunludur. Bu zorunluluk ortalama sermaye için geçerlidir. Mandel’e göre, “hiçbir zaman ‘mutlak olarak’ çok fazla sermaye olmaz, fakat beklenen ortalama kâr oranını elde etmek için gerekenden fazla sermaye olur” (Mandel, 2013, s. 152). Bu sebepten aşırı birikmiş sermaye, yetersiz kâr oranı veya düşük faize karşılık gelen yatırıma konu olur. Bu çerçevede, sermayenin finansal araç ve piyasalara yönelmesinin temelde iki itkisi bulunmaktadır. İlk sermaye, üretimde düşen kâr oranlarına karşılık finansal kâr arayışına yönelir. İkinci olarak ise, yeniden üretim için gerekli olan sermayenin veya söz konusu üretim kolunda başlangıç sermayesinin artması sebebiyle, gerekli olan para-sermayenin -yani beklenen kâr oranını elde etmek için harekete geçmek zorunda kalan sermaye kütesinin- görelî büyüklüğündeki artış, yeniden üretim için daha fazla para-sermayeye ihtiyaç duyulması anlamına gelir. Bu çerçevede, finansal piyasalara, özellikle sermaye piyasalarına yönelen sermayenin, piyasalara arz ettiği fonlar, başka üretim kollarının yatırım faaliyetine konu olabileceği gibi, paradan para kazanılan spekülâtif al-sat faaliyetine de konu olabilir. Bu şekilde “düzenli bir para gelirinin... sermayeye dönüştürülmesine kapitalize etme, bir gelirin kapitalize edilmesi denir; sermayenin kendisi ise hayalî sermaye adını alır” (Satlıgan, 1988, s. 73). Finansal alanın genişlemesini, hem üretim alanındaki kâr oranlarının düşmesi hem de para-sermayenin kapitalist üretim sürecindeki rolünü içerek biçimde açıklıyor olması bu yaklaşımı diğerlerine göre daha kapsayıcı kılmaktadır.

Gerçekte aşırı birikimin belirtisi olan sermayenin spekülâtif alanda yoğunlaşması; birçok eleştirel ve Keynesyen analizde, finansal dengesizliklerin ve

krizlerin sebebi olarak yer alır. Buradan sebepten aksaklıkların, parasal önlemler ve kurumsal düzenlemeler ile aşılabacağı beklentisi ve önerisi yaygındır.²² Ancak genel bir üretim tarzı eleştirisinden yoksun bir kriz teorisi, analizi eksik kılacaktır. Marksist yaklaşım kapitalist toplumun bütüncül çözümlemesini, sermayenin doğasına dair yasaları ortaya koyarak iletir. Bu sebepten Marksist kriz teorisi²³, kapitalist üretim tarzının dinamiklerini içeren ve onlar üzerinden yükselen bir yaklaşımdır.

Marx’a göre “genel kriz olasılığı, bizzat sermayenin biçimsel başkalaşımı, alım ve satımın zaman ve mekanda ayrılmasıdır. Fakat bu asla krizin nedeni değildir; çünkü bu, krizin en genel biçiminden başka bir şey değildir...krizin soyut biçiminin krizin nedeni olduğu söylenemez” (Marx, 1998, s. 244). Kapital I’de, Marx, paranın burjuva toplumdaki işlevini tanımlarken, analizinin bütünselliğine de kanıtlar biçimde, sermayenin genel formülünde ve onun başkalaşımında parasal dengesizliğe işaret eder. Alım ve satım arasındaki (M ... P ve P ... M) ilk başta basit biçimde alım ve satımdan doğduğunu düşündüğümüz parasal dengesizlik,²⁴ kriz olasılığının en soyut ve yüzeysel dışı vurumudur. Bu noktadaki fark nicel bir büyüklük, değer artışı -veya tersinden azalışı- gibi görünse de, toplam değer büyüklüğünde herhangi bir değişim olmaz. Bu durum ancak paranın, değer bir belirlenimi olarak soyutlanmasıyla kavranabilir: “Para, değer bir belirlenimidir; kendisi bir değer değildir. Metaların değerlerinin evrensel eşdeğeri olarak para toplumsal olarak gerekli emek miktarlarının karşı-değeridir. Dolayısıyla aynı zamanda toplumun şimdiki ya da gelecekteki genel emek kaynaklarının bir kısmı üzerindeki bir iddiadır” (Mandel, 2013, s. 256). Dolayısıyla para miktarındaki değişim, mevcut artı değer piyasa fiyatları aracılığı ile değişimini sağlayamaz yani onu azaltıp arttıramaz sadece yeniden bölüşümünü koşullayabilir. Bu sebepten, bugün halen güncel bir tartışma olan para politikası çerçevesinde parasal reform önlemleri veya para ve türevlerinin kurumsal düzenlemesi yoluyla kriz koşullarını aşma perspektifine karşın; Marksist yaklaşım, kapitalizmin genel kriz eğiliminin yok edilemez ve birikime içkin olduğunu iddia eder (Clarke, 2009).

²² Bakınız çalışmanın 2.1.2 bölümü

²³ Marksist kriz teorilerinin kapsamlı biçimde ele alındığı bir çalışma için bakınız: (Clarke, 2009).

²⁴ Birim parada karşılık bulan meta miktarı ya da tersinden birim metanın eşdeğeri olan para büyüklüğünün alım ve satımdaki farklılığı.

Marx borç sermayesinin birikmesinin, üretken ve ticari sermayenin zararına olduğunu ve borç verilebilir para-sermayenin bolluğunun kapitalizmin sınırlarına işaret ettiğini belirtir (Marx, 2015, s. 445-449). Bireysel kapitalist nezdinde kredi, sermaye kıtlığı ve talep yetersizliği durumlarında sürdürülebilirlik arz etse de, son aşamada kriz eğilimlerinin derinleşmesine yol açarak kapitalizmin temel çelişkilerini yeniden üretmektedir: “Karışıklık, sermaye ile birlikte gelişen kredi sistemindeki çökmeyle daha da büyür ve şiddetli, ağır bunalımlara, ani ve zoraki değer kayıplarına, yeniden üretim sürecinde fiili durgunluklara ve kesintilere ve böylece de yeniden üretimde gerçek bir düşmeye yol açar” (Marx, 2015, s. 225).

2.1.3.2. Neo-Marksist Yaklaşım

Neo-marksist yaklaşımların 1970 sonrası yaşanan dönüşümü analiz ederken başvurduğu kavram finansallaşmadır. Finansallaşma kavramı sosyal bilimlerin, özellikle de iktisat disiplinin, kapitalizmin son otuz/kırk yılına dair çözümlemelerinde sıklıkla referans verdiği günümüzde, oldukça popüler olan bir kavramdır. Finansal hareketliliklerin ve araçların çoğalması, üretim, dolaşım, bölüşüm ve tüketim düzeylerinde yoğunlaşması, kapitalizmin özellikle 1979 krizi sonrası yeniden yapılanması noktasında “yeni kapitalizm” açıklamalarında, kavramın daha da popüler hale gelmesiyle sonuçlanmıştır. Finansallaşma sadece “küresel dönüşümü” açıklamakta değil, aynı zamanda tüketici odaklı bir soyutlamayla; hane ve bireyin davranışlarındaki değişim ile firmaların ulusal-küresel ölçekteki yatırım önceliklerindeki değişimi de vurgulayarak, literatürdeki birçok çalışmada yer bulmuştur (Krippner, 2005).

Kavram ilk olarak 1993 yılında Kevin Philips tarafından, ABD’de finansal alanın derinlik kazandığını ve borç yükü altındaki ABD’nin ekonomik darboğazını vurgulamak için kullanılmıştır. Kavramın akademik alanda hızla yaygınlaşmasında ise dünya sistemleri tartışmalarında Giovanni Arrighi’nin kavramı referans alması etkili olmuştur (Güngen, 2010).

Arrighi’nin kavrama dair referansı “hane, birey ve firmaların ekonomik davranışlarındaki” değişimi vurgulamaktan oldukça uzaktır. Arrighi’nin kavrama dair vurgusu “sistemik birikim devreleri” (Arrighi, 2009) adını verdiği kapitalizmin tarihsel seyrini ifade eden ve hegemonyanın el değiştirmesi ile sonuçlanan “tekerrür eden

örüntülere” (Arrighi, 2009, s. 237) ilişkindir. Arrighi’ye göre, aralarındaki nitel farklılıklara rağmen tüm birikim döngülerinde tekerrür eden bir husus vardır. Tüm döngüler, ‘maddi genişleme dönemi’ ile başlar ki bu aşamada sermayenin meta ve ticari sermaye formlarına bürünmesiyle, genişleyen yeniden üretim söz konusu olur (Arrighi, 2000). Devamında ‘finansal genişleme dönemi’ ve artan uluslararası rekabet sebebiyle, düşük kâr oranları sermaye birikiminin krize girmesine sebep olur. Böyle zamanlarda maddi ekonomiye yatırım yapmak riskli hale gelir ve sermaye stratejik tercihinin likit varlıklar doğrultusunda kullanır. Finansal genişleme veya finansallaşma kendini ilk olarak sinyal krizi biçiminde gösterir ve ardından nihai krize yol açar. Bu hipotez, finansal genişlemenin temelde, sermayenin spekülâtif alanda varolmasından kaynaklı sürdürülemez olduğu savına dayanır. Arrighi’ye göre “kapitalist gelişme finansal gelişme aşamasına ulaşarak, bir bakıma olgunluk çağına girdiğini ilan etmiştir: bu sonbahara girildiğinin bir işaretidir.” (Arrighi, 2010, s. 237).

Finansallaşma kavramının, finansal hareketliliği betimlemede kullanıldığı diğer bir çalışma ise Epstein’e aittir. Finansallaşmanın ulusal ve uluslararası ekonomiler üzerindeki etkilerini inceleyen ve literatürde bu anlamda ilk olan, “Finansallaşma ve Dünya Ekonomisi” (Epstein G. A., 2006) isimli çalışmasında Epstein’ın, temelde ileri sürdüğü tez aşağıdaki alıntıyla özetlenebilir.

“Yaşanan borç krizi devletleri, finansal olmayan firmaları ve hanehalklarını finansal yatırım araçlarına ve finansal kurumlara daha çok başvurmaya itmektedir. Bu anlamda finansal sermayenin getirisi artmakta ve artan getiri finansallaşmayı körüklemektedir. Ayrıca finansallaşma gelir dağılımı üzerinde, geliri, finansallaşmanın motoru olan kesimlere aktarmak şeklinde bir etkiye de sahiptir” (Bahçe, 2015, s. 305).

Epstein’e göre, sermaye 1970’li yıllarda açığa çıkan krizini takip eden süreçte, aşırı üretim ve düşük kâr oranlarının baskısı ile krizi, süreci daha akışkan hale getirerek göğüsleme eğiliminde olmuştur. Bu bilinçli akışkanlık finansal araçların ve kurumların dünya ekonomisinde baskın duruma gelmelerine yol açmaktadır. Epstein, finansal kurumların ve ilişkilerin gelir ve varlık dağılımı ve ekonominin gelişimi üzerindeki

etkilerini açıklamak için kavrama referans verir (Epstein G. , 2018) ve bu olguyu “finansallaşma” olarak tanımlar (Epstein G. A., 2006, s. 3).

Finansallaşmanın ulusal ve uluslararası ölçekteki hakimiyeti, birbirine bağlı iki sonuç yaratır. İlk sermaye, üretken yatırımların kâr oranlarının düşmesi sebebiyle, finansal yatırımlara yönelmektedir. Bu yönelim beraberinde kamu, özel kesim ve hane halklarının yüksek borçlanma oranlarını getirmektedir. İkinci olarak ise, bir tarafta yüksek düzeyde küresel finansal sermayenin oluşu diğer yandan ise yüksek düzeydeki borçlanma oranı sıklığı artan finansal krizlere sebep olmaktadır. Bu döngüsel anlayış, “neoliberal paradoks” anlamına gelir ve “dünya ekonomisinin süregiden krizinin yarattığı tıkanmışlığın” ifadesidir. Bir başka deyişle; “Aşırı üretim krizi sermayenin finansallaşmasına, finansallaşma borçlanmaya ve borçlanma ise talebin daha da kısıtlanmasına yol açmaktadır” (Bahçe, 2015, s. 309).

Bu yaklaşımlara göre, finansal yoğunlaşmanın sebebi, tarihsel boyutta sermayenin üç temel kategorisinden birinin birikimin belirli bir aşamasında öne çıkması iken, teorik düzeyde; değer üretimi ile, bu değerlerin gerçekleşme süreci arasındaki uyumsuzluktur. Bu iddiayı kuvvetlendirecek önemli olgulardan biri, ‘finansallaşma’ döneminde erken kapitalistleşen ve geç kapitalistleşen ülkeler arasındaki ilişkinin mevcut krizin ardından sürdürülmesinin büyük ölçüde zorlaşmasıdır (Bahçe & Köse, 2010).

Örneğin 1997-2017 yılları arası cari işlemler dengesine dair verileri incelediğimizde; bir tarafta cari açık veren ülkeler, diğer tarafta ise bu açıkların finansmanına kaynaklık eden cari fazla veren ülkeler biçiminde şekillenen ikili bir dengesizlik görmekteyiz. Bahçe ve Köse’ye göre “küresel düzeyde parasal gelir (arz) ve harcama (talep) dengesizlikleri olarak gerçekleşen bu tür kalıcı dengesizliklerin anlamını Keynesçi analizlere bağlı kalarak açıklamak mümkün değildir. Marksist gelenekte para biçiminde var olan gelir, paraya çevrilmiş, meta sermayenin bir kısmı olup, gerçek birikimin bir ifadesi ve sonucudur. Bu yaklaşıma göre sorunun kaynağı, küresel düzeydeki değer üretimi ile bu değerlerin gerçekleşme süreçleri arasındaki uyumsuzluklarda yatmaktadır” (Bahçe & Köse, 2010, s. 13) Bu durum, geç kapitalistleşen ülkelere yönelen aşırı sermaye hareketi karşısında, bu ülkeleri uluslararası rezerv birikimine zorlamıştır. Bu çerçevede, her yıl basılan doların %75’i de dahil olmak

üzere, ABD dolarının yaklaşık %55 ile %70'i ülke dışında dolaşırken (Carchedi, 2009), 2006 yılı itibariyle, geç kapitalistleşen ülkelerin rezervlerinin %60'ını dolar olarak tuttukları bilinmektedir (Vasudevan, 2009). Bu durumu aşağıda belirtildiği biçimde açıklamak olanaklıdır:

“Dünyaya net ihracat yapan toplumlarda (ideal örnek Çin) yaratılan değer in gerçekleşmesi, net ithalat yapan toplumların (ideal örnek ABD) tüketim gücü ile sınırlıdır. Mekansal ölçekte bu ayrışmayı sermaye birikiminin küresel mantığında birleştiren bağ, dünya parası dolar ve dolar temelli borçlanma (kredi) sistemidir. Aşırı finansallaşma (dolarizasyon), küresel düzeydeki tüketim gücünün sınırının üretime bağlı gelire değil, borçlanma kapasitesine bağlı olmasının ve böylelikle gerçekleşme sorununun kurgusal sermaye ile bütünüleşerek spekülatif bir içeriğe bürünmesinin başka bir ifadesidir” (Bahçe & Köse, 2010).

Finansal hareketliliğin artan boyutlarını, kapitalizmin temel eğilimleri içerisinden soyutlayan bir diğer yaklaşım da Monthly Review ekolüdür. Ekol içerisinde, özellikle Sweezy'nin, finansal genişlemedeki artışı önceden öngörmesi önemli bir katkıdır (Pollin, 2004). Sweezy ve Magdoff öncülüğündeki Monthly Review ekolüne göre, 20. yüzyılda sermaye birikimini üç temel eğilim şekillendirmiştir. İlk eğilim, yüzyılın üçüncü çeyreğinden sonra, büyüme oranının düşmesidir. İkinci eğilim tekelci ve çok uluslu firmaların belirginleşmesi ve sonuncu eğilim de finansallaşmadır (Sweezy, 1997). Monthly Review ekolü içinde Sweezy-Magdoff-Baran-Foster çizgisi, tekelci kapitalizm çözümlemesi temelinde; tekelleşme eğiliminin, artı-değer sömürüsünü arttırdığını ancak teknolojik gelişimin ve dolayısıyla üretkenliğin yeterince artmadığını bunun yanında talep yetersizliği sebebiyle realizasyonda sorunla karşılaşıldığını ve durgunluk eğiliminin baş gösterdiğini belirtilirler. ‘Tekelci finans sermaye’ bu durgunluk krizinin bir neticesidir (Foster, 2007). Finansallaşma ise, 'tekelci mali sermaye' egemenliğinin simgesidir. Tekelciliğin doğal eğilimi nitekim durgunluk olup, artığı kârlı biçimde yeni alanlara yönlendirme noktasındaki yoksunluk, sermaye için finansal alana yatırım yapmayı zorunluluk haline getirmiştir. Sermayenin üretimdeki kârlılığının negatif yönlü seyri ile baş ettiği alan olarak finansal kâr arayışı belirgin hale gelmiştir. Kısacası, Monthly Review çizgisi, finansal genişlemeyi sermaye birikim sürecinde yaşanan tıkanıklığın bir neticesi olarak ele alır. Bu tespit kısmen doğru olmakla birlikte, üretken

sermayenin ve özellikle finans kapitalin sadece finansal kârlarını arttırmak amacıyla finansal alana yönelmesi yeterince açıklayıcı değildir. Sermayenin aşırı birikimi yukarıda belirttiğimiz gibi ikili bir itki yaratır. Bu itkilerden ilki sermayenin spekülâtif kâr arayışı ile kârlılığını arttırma isteği iken, diğeri yeniden üretim sürecinde gerekli olan sermayenin, her sermaye çevriminde görelî biçimde büyümesidir. Örneğin çalışmada gösterileceği gibi inşaat üretiminin finansmanı noktasında işleve sahip olan GYO'lar, sadece inşaat sermayesinin finansal alanda kârlılık arayışının değil, yeniden üretim için gerekli olan büyük ölçekli sermayenin harekete geçirilmesi zorunluğunun bir sonucudur.

Neo-Markist yaklaşımlar içerisinde, finansallaşmayı hane ve firmaların tüketim alışkanlıklarındaki değişimi soyutlayarak kavramlaştıran çalışmalar da mevcuttur. Bu düşünce çizgisinin en önemli temsilcilerinden birisi Lapavistas'dır. Lapavistas'a göre, işçiler yaşamlarını sürdürebilmek için giderek daha fazla oranda finansal sisteme içerilmiştir. "Finansal el koyma" dolaşım alanında gerçekleşir ve artı-değerin üretim alanından çekilmesi halen devam etmektedir (Lapavistas, 2009). Ancak gelirin bir kısmına el konulması ya da ipotek altına alınması bütün ekonomi üzerinde ciddi etkiler yaratır. Bu tarz yaklaşımların odağında özellikle son 20 yılda yoğunlaşarak artan hane halkı borçlanmaları bulunmaktadır.²⁵

Diğeryandan, bankalar ile büyük şirketler arasında mesafenin açılıyor oluşu, bankaların hane halkı gelirin göz dikmesine ve geleneksel bankacılık aktivitelerinin sınırları dışına çıkmalarına sebep olmuştur. Tüketici kredilerinin geniş ölçeği işçileri daha fazla borçlandırmış ve emeğin kendini yeniden üretmesi noktasında bankalar aracı pozisyona geçmişlerdir. Bu çerçevede artı-değerin üretim sürecinde oluşması devam ederken; hane halkının borç ilişkisi ile gelecekteki gelirlerine el konulması, birtakım etkiler yaratmıştır. 'Finansal el koyma' olarak kavramlaştırılan süreç, temel ihtiyaçların karşılanmasına -emeğin kendini yeniden üretmesine- yönelik, finans değerinin genişlemesi ile ilişkilendirilir. Değerin genişleme süreci hem finansal olmayan şirketlerin hem de üretimlerini ve yatırımlarını finanse etmek isteyen firmaların, finansal alana

²⁵ Türkiye'de hane halkı borçlanmasının bu kapsamda oldukça geniş bir çözümlemesini sunan yakın dönem bir çalışma için bakınız: (Karaçimen, 2015).

yönelmelerinin bir sonucudur. Değerin genişlemesi süreci ise “finansal el koyma” ile yakından ilişkilidir.

“Finansal el koyma” üretimdeki sömürüden farklı olarak dolaşımda ortaya çıkan ilave bir kâr kaynağıdır. Gelir noktasında bölüşüm alanında tanımlı olmasından ziyade mevcut para ve değer biçimi akımlarını kapsar. Bu sebeple sömürücü bir yönü de vardır. Finansallaşma banka sermayesinin ticari ve sanayi sermayesi üzerinde egemen olması anlamı da taşımaz. Finans sektörünün bu biçimlerden bağımsızlaşması anlamına gelir (Lapavitsas, 2009). Lapavitsas’a göre, finansallaşma olgunlaşmış kapitalist ülkelerde üç temel ögeyi içeren sistematik bir dönüşümdür. İlk olarak, temel faaliyet konusu finans olmayan büyük firmalar, banka kredilerine olan bağımlılıklarını azaltarak, para-sermaye ihtiyaçlarını kendi bünyelerinde organize ettikleri finansal yönetim birimleri ile sağlamaktadırlar. İkinci olarak bankaların geleneksel bankacılık faaliyetleri genişlemiş ve aracılık faaliyetleri ile hanehalklarına verilen kredilerinde artış gözlemlenmiştir. Son olarak ise, “hane halkları hem borçlu hem de varlık sahibi olarak finansal alana giderek daha çok müdahil olmuştur” (Lapavitsas, 2019, s. 99-100)

Lapavitsas -sistematik bir dönüşümü nitelemek için kullandığı kavram olan-f finansallaşmanın, işçilerin finansal sisteme daha fazla oranda içerilmesinin veya başka deyişle, dolaşım alanında gerçekleşen finansal el koymanın, sadece sermayeyi değil, işgücünü de farklılaştırdığının altını çizer. Lapavitsas’a göre bu süreçte emek cephesinde çalışma süreci değişime uğramıştır: “Süreksiz emeğin²⁶ ortaya çıkışı ve kadınların işgücüne katılımı, çalışma pratikleri üzerinde güçlü bir etki yapmıştır. Bilgi teknolojisi, çalışmanın iş saatlerinin dışında özel yaşamı da işgal etmesini, parça başı işi yapmayı ve eve iş verme pratiklerini teşvik ederken, ücretli emek ile karşılığı ödenmeyen emek arasında muhtemelen yeni bir denge oluşmuştur... emek yoğunlaşmış ve karşılığı ödenmeyen emek yaygınlaşmıştır” (Lapavitsas, 2009, s. 39-40).

Neo-Marksist yaklaşımların bir kısmı, finansal akımların dolaşım alanındaki hakimiyetinin; Marksist değer teorisinin üretim alanındaki artı-değere el konulması temelindeki argümanını da farklılaştırdığı kanısındadır. Örneğin Bryan’a göre

²⁶ “Süreksiz emek (casual labour), devamlı bir işi olmadan çalışan emek kesimi” (Lapavitsas, 2009, s. 40).

finansallaşma, artı değer yaratılması ve el konulmasına dair geleneksel Marksist nitelermeyi değiştirmiştir. Artı değer geleneksel yöntemle üretilmeye devam etmektedir. Ama finansallaşma, “emeğin hem değişen sermaye hem de meta sermaye olarak anlaşılması” (Bryan, 1995) yönünde bir değişime yol açmıştır. Finansallaşma, “emeği sermayenin bir biçimi olarak yeniden kurması”, emeğin sadece metaları tüketerek kendi emek gücünü yeniden üretmesi ile değil, aynı zamanda kredi yoluyla finansal sisteme dahil olması anlamında yorumlanmalıdır (Bryan, 1995). Bryan, Marx’ta sermaye döngüsünün parayla, ama emek gücünün yeniden üretiminin metayla başladığını belirtir. Günümüzde emeğin finansal sisteme eklenmesiyle birlikte emek gücünün yeniden üretiminin de parayla (krediyle) başladığını ve bu anlamıyla “tıpkı sermaye döngüsünde olduğu gibi (kâr ve faiz), ücretin de tüketim giderleri ve faiz ödemeleri kısımlarından oluştuğunu” (Çelik M. , 2012, s. 2) ileri sürer.

Bu noktada temelde vurgulanan iki noktanın altını çizmekte fayda vardır. İlk, emeğin kendini yeniden üretmesi için borç ilişkisine tabi oluşu kapitalizm dışındaki üretim biçimlerinde dahi karşımıza çıkan bir durumdur.²⁷ Bir diğer yandan; kâr, faiz, kredi gibi iktisadi kategorilerin Marksist yazında değer *görüngüleri* olduğu ve Marx’ın kuramının “...orijinal metinlere referanslarla, meta-paraya dayanan bir kuram olduğu tereddütsüz biçimde kabul edilmektedir” (Karahanoğulları, 2009, s. 113). Marx’ın, değer kapitalist tarzda üretiminin fetişist karakteriyle ortaya koyduğu bu durum, paranın işlevsel analizi yanında paranın, para-sermaye olarak soyutlanması ile anlaşılabilir.²⁸ Bu çerçevede faiz²⁹ “...sermayenin el koyduğu artı-değerin ya da emekçinin geçimlik ücretinin bir kısmının bir başka sermaye tarafından mülk edinilmesidir. Yani faiz, değer kaynağı değil, değer yeniden bölüşümüdür” (Karahanoğulları, 2009, s. 193). Kredi para ise sermayenin ileriki bir zamanda

²⁷ Graeber’e göre “Tarıma dayalı ilk toplumların ortaya çıkışına kadar, yani madeni ya da kâğıt paranın icadından çok daha önce, insanlar gelişkin bir kredi sistemiyle yaşayıp, mallarını bu yolla değiş tokuş ediyorlardı” (Graeber, 2015). Borc’un 5000 yıllık tarihini kapsamlı biçimde inceleyen antropoloji alanında bir çalışma için bakınız: (Graeber, 2015).

²⁸ Bu konu paranın sermaye işlevi ve sermayenin para formu arasında yapacağımız ayırım ile bir sonraki kısımda tartışılacaktır.

²⁹ Karahanoğulları bu noktada, Marx’ın faizin, değer yeniden bölüşümü olduğunu vurgulamak için kullandığı “faiz, kapitalist ile emekçi arasında değil, iki kapitalist arasındaki bir ilişkidir” (Marx, Kapital III, 2015, s. 336) ifadesinin “emekçilerin de yararlandığı tüketici kredilerinin o dönem için yaygın olmayan bir olgu olmasından” (Karahanoğulları, 2009, s. 193) kaynaklı eksik olduğunu belirtir.

tamamlanacak gerçekleşmesinin bugün için bir taahhüdüdür. Bellofiore’a göre “kredi, üretimi başlatıp, yaratılacak artı-değerle doğrudan ilişkilendirilmiş bir sermaye formudur. Üretimdeki soyut emek, ex-ante³⁰ ideal paradır ve para emeğin ürettiği bir metadır. Metalar, soyut emek ile ölçülür ve ticaret sonunda ideal para reel paraya dönüşür. O halde paranın her hali (sembol para olsun, kredi para olsun) bir toplumsal emek gerektirir” (Bellofiore, 2005)’dan aktaran (Karahanoğulları, 2009, s. 113)

Günümüzde emek gücünün kendini yeniden üretiminin kredi-para ile başlamasının biri tarihsel diğeri teorik iki karşılığı vardır. İlk bu durum, “emeğin sermayenin bir biçimi” halini almasından ziyade, emeğin, emek gücünden ayrıştığı tarihsel süreç ile ilişkilidir. Emek, emek gücünden ayrıştığı tarihsel koşullarda, bir diğer ifadeyle emek gücünün metalaştığı noktada, değer ve dolayısı ile sermayenin bir kategorisi halini almış ve kendini yeniden üretmek için sermaye ilişkisi içine dahil edilmiştir.³¹ Bu sebeple, üretimdeki somut emek de sermaye kategorisine dahil olduğu anda soyut emek biçimine bürünür.³² Bir diğer ifade ile kapitalizm, emeğin üretim araçlarından kopararak, emek gücünden ayrışması ve sermaye kategorisi içinde varlık bulmasının tarihi olarak okunabilir.³³ Teorik açıdan ise, günümüzde para, sadece meta-para yani “emeğin ürünü olan bir meta değil, kurgusal bir sermaye, devletin yükümlülüğü ile değişim ve değer ölçüm aracı olarak kullanılan bir birimdir” (Moseley, 2018, s. 46). Örneğin, devlet tahvilini elinde tutan kişi, faiz elde edebileceği bir hayali sermayeye sahiptir ve tahvilin faiz taahhüdü, söz konusu değerli kağıdın nesnel/reel bir birikim sürecine, bir sermaye çevrimine izdüşümü ile bağlantılıdır. Bu bağlantı, birikim döngüsünün kesintiye uğraması veya değerlerin realize olabilmesi ile dolaylı açıdan ilişkilidir. Bu sebepten, emek gücünün kendini yeniden üretimi noktasında kullanılan kredilerin faiz ödemesinin, artı-değer teşkil etmesi Marksist emek-değer teorisi

³⁰ Ex-ante değer, bir değişkenin dönem başında planlanan, beklenen değeridir. İktisadi analizlerde değerlerin zaman bağımlı büyüklüğünü ifade etmek için kullanılır.

³¹ Bu ilişkinin zora dayandığı ve üretici etkinliğin günümüzde tümüyle kapitalist işe dönüştüğünü savunan bir çalışma için: (Dinerstein & Neary, 2011).

³² Somut/basit emeğin daha baştan yani doğrudan üretim sürecinde mi toplumsal nitelik kazandığı yoksa emek ürünü olan metaların piyasada gerçekleşmesiyle mi soyut emek olarak eşitlendiği literatürde değer ölçülmesi noktasında karşımıza çıkan önemli bir ayrımdır (Karahanoğulları, 2009) ve konu bu çalışmanın kapsamı dışındadır.

³³ Geçiş tartışmaları olarak bilinen, 1950’lerde *Science and Society* dergisinde yayımlanan ve kapitalizmin doğuşunda ticaretin rolü, kent ve kırsal ekonomik kökenleri, burjuva devrimleri gibi birçok konuya değinen tartışmaların bir derlemesi için: (Sweezy, 1984).

çerçevesinde pek açıklayıcı görünmemektedir. Marksist değer teorisinde sömürü üretim sürecinde artı-değerin çekilip alınmasına karşılık gelen temel bir kavramdır. Dolayısıyla finansallaşma sürecinde faiz ile dolaşım alanında artı-değerden pay alma sermayeler arası ilişkiye referansla kullanıldığında anlamlı olmaktadır. Bu sebepten finansal araçlarla artı-değere el koyma, kapitalist sömürü mekanizmasının farklılaştığı bir birikim rejiminden ziyade bir sömürü kategorisi olarak daha anlamlı gözükmemektedir.

2.1.3.3. Post-Marksist Yaklaşım

Neo-Marksist yaklaşımlar, dolaşım alanında “finansal el koymanın” yanında artı değerın geleneksel yöntemle üretim sürecinde üretilmeye devam ettiğı argümanına sadık kalırken; Post-Marksist yaklaşımlar, finansallaşma ile artı-değerin üretim sürecinin farklılaştığını vurgularlar ve finansal alanın neden genişlediğı sorusundan ziyade, bu genişlemenin etkisine odaklanırlar.

Post-Marksistlerin önemli temsilcilerinden Otonom Marksist cephede finansallaşma post-fordist dönemle özdeşleştirilir. Artı-değerin işçiden çekip çıkarılmasının artık sadece fabrikada değil, ‘hayatın kendisinde’ bir yeri olduğu vurgulanır. ‘Toplumsal işçi’ argümanı bu noktayı açıklar. Post-fordist dönemle birlikte eğitim, sağlık, kültür alanına giriş yapan sermaye bireyi finansal disiplinle kuşatmış ve bu durum kapitalizmin bugününde, geçmişe referansla bir dönüşümü sağlamıştır. Bir başka deyişle; “Finansallaşma, özgün bir mantıkla birlikte, özelde para araçlarıyla para üretiminin doğrudan üretim süreçlerinden özerkleşmesi olarak, biyokapitalizme³⁴ özgü biçimde değer üretiminin taşeronlaşmasının başka bir yüzüdür. Finansallaşma, yalnızca artı değerin gerçekleşmesi için gerekli efektif talebi yaratmakla, başka bir deyişle olmadığı koşulda GSYİH’nin vasat bir seviyede ve durgun kalacağı gelir ve borç kitlesini yaratmakla kalmaz. Finansallaşma sürekli yeniliğı, biyokapitalizmin sürekli üretim atılımlarını önemli bir şekilde belirler ve borsada kayıtlı olsun ya da olmasın bütün girişimlere ve toplumun bütününe, hisse değerlerinin önceliğine odaklanan hiper-üretim mantığını empoze eder” (Marazzi, 2009, s. 40). Bu durum, finansallaşmanın da kaynağını

³⁴ Marazzi biyokapitalizm vurgusunu metodolojik bir ayrımı vurgulamak için kullanır: “Üretim açısından finans kapitalizmi analiz etmek...insanların yaşamlarıyla giderek bütünleşmesiyle ayırt edilen biyokapitalizmden bahsetmek anlamına gelir. Daha önceleri kapitalizm temel olarak, makineler ve işçilerin bedenleri aracılığıyla ham maddelerin işlenmesine gönderme yapıyordu. Biyokapitalizm ise değeri, maddi bir emek aracı olarak işlev gören bedenin de ötesinde bedenin bütününden üretiyor” (Marazzi, 2009, s. 4).

oluşturan, birikim olmadan kârın artışı sürecini başlatmıştır. Marazzi'ye göre, “kapitalistin doğrudan canlı emekten, fabrikadaki ücretli emekten artı-değer çekememesinden” (Marazzi, 2009, s. 6) kaynaklı sermayenin finansal alana yönelmesi, yani finansallaşma, “...artı değer ve kolektif tasarrufların giderek üretken olmayan/parazitik sapkınlaşması değil, yeni değer üretim süreçlerine simetrik bir kapitalist birikim biçimidir” (Marazzi, 2009, s. 6). Üretim süreçlerine simetrik bu kapitalist birikim biçiminin esas kaynağı, Fordist dönemden sonra sermayenin değişen organik bileşimidir:

“Artık sermaye birikimi, Fordist dönemde olduğu gibi, sermayenin sabit ya da değişen sermayeye (ücretler) yatırılmasına değil üretim dispoziiflerine yatırma ve doğrudan üretim sürecinin dışında üretilen değere el konulmasına dayanıyor. Bu crowdsourcing teknolojileri sermayenin yeni organik bileşimini oluşturur, başka bir deyişle bu, topluma yayılmış olan sabit sermaye ile yeniden üretim, tüketim, yaşam biçimleri, bireysel ve kolektif imgelem alanlarında yersiz yurtsuzlaştırılmış, yersizleştirilmiş ve bu alanlara nüfuz etmiş olan değişen sermaye arasındaki orandır. Fordist döneme özgü makineler sisteminden farklı olarak, enformasyon teknolojileri ve enformasyona ek olarak bir dizi maddi olmayan organizasyon sisteminden oluşan yeni sabit sermaye, işçileri hayatın her anında kovalayarak artı değeri emer ve sonuçta işgünü, canlı emek zamanı artar ve yoğunlaşır. Canlı emek miktarındaki artış sadece stratejik üretim araçlarının (bilgi, yetenekler, elbirliği) emek gücünün canlı bedenine aktarılmasını yansıtmakla kalmaz, aynı zamanda geleneksel üretim araçlarının ekonomik değerindeki düşme eğilimini de açıklar (Marazzi, 2009, s. 7).

Post-Marksist yaklaşıma göre, finansallaşma ve değer ilişkisinin bir başka boyutu ise, emeğin yeniden üretiminin artık, kredi ile başladığıdır. “Dolaşım sürecinde çekilen parasal artık bir anlamda emeğin yeniden üretimi sürecinin bir artı-değer kaynağı haline gelmesine yol açmıştır” (Güngen, 2010, s. 103). Hane halkı düzeyindeki bu 'çitleme', 'gündelik hayatın finansallaşmasına' yol açmıştır (Çelik M. , 2012, s. 2).

Bu çerçevede post-Marksist yaklaşımlarda finansallaşma kavramı, yeni bir değerlendirme biçimine dayanan sermaye birikim aşamasını vurgular: “Fabrikada ücretli

emek biçiminde sermayeye tabi kılınarak sermaye ilişkisinin içinde özneleşen emeğin, bu kez de toplumsal fabrikada finansallaşmaya içerilerek sermayenin toplumsallaşması içinde özneleşmesi” (Çelik M. , 2012) söz konusudur. Bireyin gelecek kaygıları ile beslenen finansal alanın, geleceği ipotekleyen araçları, bireyi, sermaye ilişkisinin içerisine yeniden ve yeniden sürükler. Finansallaşmaya yapılan vurgu daha çok, bu formun yapısallaştığı yönündedir: “Finansal ekonomi artık... başından sonuna eşlik edecek şekilde ekonomik döngünün bütününe yayılmıştır... Finansın bütün mal ve hizmet üretimiyle aynı öze sahip olduğu bir tarihsel dönemdeyiz” (Marazzi, 2009, s. 3).

Marazzi'ye göre ekonominin finansallaşması

“...kâr oranındaki düşüş döneminden sonra sermayenin kârlılığını yeniden sağlama süreci ve bu kârlılığı doğrudan üretim sürecinin dışında sağlamanın bir aracıdır. Bu araç, şirketlerin hissedar değeri (shareholder value) paradigmasını sorumsuz bir biçimde³⁵... içselleştirmesine neden olmuştur. Sonuç olarak, işletmelerin toplam geliri içinde (sanayi) kârlarının payı, ABD’de 1960’lar ve 70’ler arasında yüzde 24’ten yüzde 15-17’ye düşmüş ve o zamandan bu yana yüzde 14-15’leri aşmamıştır. Dolayısıyla finansallaşma, aslında çağdaş kapitalizmin motor gücü haline gelecek şekilde yapısallaşmıştır” (Marazzi, 2009, s. 4).

Marazzi bu temelde tarihsel açıdan kapitalizmin sanayi kapitalizmi ile özdeşleştirilemeyeceğini belirtir. Finansal olmayanın finansallaşması yönündeki eğilim bu farklılığın sebebidir: “

“ABD’li şirketlerin toplam kârları içinde finans, sigorta ve gayrimenkulden doğanların payı 1980’lerde imalat sektörünün payına nerdeyse ulaşmakla kalmamış, 1990’lara gelindiğinde aşmıştır da... Kârları finansal “kurgusal” kazançtan ayıran, reel ekonomi (sanayi) ve finans ekonomisi arasındaki ayrımı tavan arasına atmak ve aynı zamanda hem teorik hem de tarihsel açıdan kapitalizmi sanayi kapitalizmi ile özdeşleştirmeyi bırakmak için bu kadarı yeterlidir” (Marazzi, 2009, s. 37).

³⁵ “...yani menfaat sahibi değeri (stakeholder value) olarak tanımlanan ‘yarar sağlayanların’ çeşitliliğine karşı (çalışanlar, tüketiciler, tedarikçiler, çevre, gelecek nesiller) hissedarın değerini önceleyen şekilde” (Marazzi, 2009, s. 37).

Buraya kadar aktarılanlara dair temelde birkaç noktayı vurgulamakta fayda vardır. İlk olarak Post-Marksistlerin, artı-değerin üretimden değil de “yeni bir değerlenme alanı olarak” ya da “değer üretim süreçlerine simetrik bir kapitalist birikim biçimi” olarak dolaşım alanından türediği argümanı, değer teorisi açısından yeterli bir açıklama sunmamaktadır. Sermayeyi üretim alanı ile dolaşım alanının bütünlüğü üzerinden kavramsallaştırmak onu toplumsal bir ilişki olarak soyutlamayı sağlar. Bu çerçevede, kapitalist üretim tarzı temelde iki moment üzerinde biçimlenir. Bir yanda sermaye ve ücretli emek arasındaki çatışma diğer yanda ise sermayeler arasındaki çatışma. İlk çatışma alanı, sermayenin, üretim araçlarının toplumsal mülkiyetine ve beraberinde üretim süreci sonunda elde edilen artı-değere el koymasından kaynaklı bir çatışmayı ifade eder. İkincisi ise, toplam üretilen artı-değerden daha fazla pay almak için rekabet halinde olan birçok sermayeye işaret eder. Bu bağlamda ilk çatışma alanı sermayenin üretim sürecine tabidir ve emeğin emek gücünden ayrıştığı tarihsel koşulları içerir. Sermayeler arası çatışma ise, dolaşım alanında artı-değerin değerlendirme süreçleri içinde şekil alır. Bu anlamda değer, üretim alanından türer ve dolaşım alanında sermayenin organik bileşimi ölçeğinde bölüştürülür. Finansal alanın, tüketim harcamalarını ipotek altına alarak genişlemesi, değer büyümeye veya “yeni bir değerlendirme” alanının üretim tarzında yapısal bir dönüşüme sebep olduğu anlamına gelmez. Diğer yandan, tarihsel olarak üretim araçlarından koparılan -kendini yeniden üretmenin tek yolunun emek gücünün satılması ile sınırlandırılan- emeğin, fiili üretim sürecinde değil de “toplumsal fabrikada finansallaşmaya içerilerek sermayenin toplumsallaşması içinde özneleşmesi” (Çelik M. , 2012) emeğin sermaye ilişkisine tabi olması çerçevesinde yeni bir durum da değildir. “Toplumsal fabrika” kavramı, Marx’ın ekonomi politiğin eleştirisi için ön çalışma niteliği taşıyan Grundrisse’deki şu pasajdan hareketle geliştirilmiştir: “Sermayenin, –özel sermayenin ve onun özel üretim sürecinin koşullarıyla olan ilişkisinden farklı olarak– toplumsal üretimin kolektif, genel koşullarıyla özgül ilişkisi” (Marx, 2008). Otonom Marksistler bu özgül ilişkiyi sermayenin dolaşım zamanı içinde, “toplumsal fabrika” kavramıyla ifade ederler: “Toplumsal fabrika kavramı, sermayenin toplumsal üretimin kolektif, genel koşullarıyla özgül ilişkisini belirtir... toplumsal fabrika, toplumsal ilişkilerin üretiminin ve yeniden üretiminin biyo-politik üretimidir” (Otonom, 2008). Sermayenin toplumsal ölçekte bir ilişki olarak anlaşılması; sermayenin, gündelik hayatın yeniden üretiminde kültürel, etnik, siyasal vs. her türlü çatışmanın da içinden geçerek

şekillendiğini ifade eder. Ancak bu tarihsel diyalektik ile ilgilidir ve sermayeyi üretim ve dolaşım alanının bütünlüğü içinde toplumsal bir ilişki olarak kavramsallaştırmak yukarıda değinilen bu özgül ilişkiyi hali hazırda içerir. Keza, Marx'ın Grundrisse'de "sezinlediği" sermayenin, "toplumsal üretimin kolektif, genel koşullarıyla özgül ilişkisi", çalışmalarının bütününde; politik ekonomi teorisinin ve yönteminin izlerinde bulunabilir (Rosdolski, 2012).

Değnilmesi gereken diğer nokta ise Post-Marksistlerin, finansal kârların, imalat sanayinin kâr paylarını geçmiş olduğu argümanı üzerinden türettiği, teorik ve tarihsel açıdan sanayi kapitalizminin "tavan arasına" atılması gerektiği, bir diğer ifadeyle finansallaşmanın günümüz kapitalizminin temel dinamiği olacak biçimde yapılaşması önermesidir. Finansallaşmanın kapitalizmin yapısal farklılaşmasının belirtisi mi yoksa sermaye birikim sürecinde yaşanan temel eğilimlerin sonucu mu olduğu çalışmanın bir sonraki bölümünde yanıt bulacaktır.

Günümüzde finansallaşmayı besleyen kaynaklar çok daha çeşitli haldedir: Doğrudan yabancı sermaye yatırımları sonucunda temettü ve imtiyaz gelirlerinin ülkeye geri dönmesinden, gelişmekte olan ülkelere verilen uluslararası banka borçlarının faiz akışlarından, hammadde borsalarından elde edilen spekülâtif sermaye kazançlarından, bireyler ve zengin aileler tarafından biriktirilerek borsalara, emeklilik fonlarına ve yatırımlarına akan kaynaklardan doğan kârlar bu çeşitliliği yansıtır.

Finansallaşma iki boyutta kendini gösterdi:

i) Finans-dışı şirketlerin finansal alanlara yatırım yapmaları ve elde ettikleri faaliyet dışı kârlar ile de üretim alanındaki faaliyetlerini sürdürmeleri ya da sıkıntılarını bertaraf etme niyetleri

ii) Firmaların bünyelerinde, tüketim kredisi sağlayan bölümler açmasıyla hane halkı geliri ve şirket varlıklarının hep birlikte bir havuza toplanması ve buradaki operasyonların şirketlerin varlıklarını sürdürmelerine olanak vermesi. Kısacası, finansallaşmanın şirketler nezdinde bir strateji olarak belirmesi.

Bir sonraki kısımda finansallaşma olgusunun altında yatan ve kapitalist sermaye birikim sürecine içsel olan temel eğilimler aktarılarak, çalışmada benimsediğimize klasik marksist yaklaşım çerçevesinde teorik-kavramsal çerçeve özetlenecektir. Bölümün sonunda ise finansallaşma olgusunun erken ve geç kapitalistleşen ülkeler özelinde tarihsel seyri konu edilecektir.



3. TEORİK-KAVRAMSAL ÇERÇEVE

Kapitalist gelişmenin hangi soyutlama düzleminde analiz edildiği, mevcut toplumsal ilişkiler içerisinde bir olgunun nasıl anlaşılacağını doğrudan belirler. Günümüzde hakim olan neo-klasik yaklaşımlar, kapitalizmi mübadele alanı içinde soyutladıklarından, bu analizlerde örnek uzay doğrudan piyasadır ve tüm toplumsal ilişkiler/olgular piyasa ve onun prensipleri üzerine inşa edilir. Fayda değer teorisi temelindeki yaklaşımlarda üretim alanı sadece dolaşım alanı içinde ve onun belirleyiciliğinde anlam bulur. İktisadi düşünce tarihi açısından bakıldığında, ekonomi politiğin kurucuları Smith ve Ricardo'nun analizlerinde de her ne kadar üretim alanı teorik olarak tartışılrsa da bu teorisyenlerin kapitalizm analizlerinde mübadele alanının belirleyiciliği söz konusudur (Hunt, 2005). Bu bağlamda ekonomi politiğin eleştirisi, üretim alanının kavramsallaştırılması ile ilkin Marx tarafından Kapital I'de bütünlüklü biçimde ortaya konmuştur (Savran, 1979). Kapital II ve Kapital III'ün tamamlayıcı çerçevesi sayesinde kapitalist üretim biçimi; üretim, dolaşım ve bölüşüm ilişkilerinin bütünlüğü içerisinde kavramsallaştırıldığında toplumsal olguları açıklamaya dair zengin bir kavramsal araç seti sunar (Mandel, 2008).

Bu çerçevede kapitalizmin dolaşım alanından mı yoksa üretim alanında mı kavramsallaştırılacağı incelememiz için de önemli bir ayrımdır. “Eğer çözümleme, dolaşım veya değişim alanı ile sınırlı kalırsa ve üretim alanı ihmal edilirse, kapitalizmin en önemli özelliklerinden bazıları gizli kalır” (Saad-Filho, 2006, s. 71). Diğer yandan dolaşım alanını dışarıda bırakıp yalnızca üretim alanına odaklanmak, incelediğimiz olgunun sermaye birikim sürecinde neden bu biçimi aldığını anlamamızı olanaksız kılacaktır. Bu sebepten çalışmamız boyunca sermayenin üretim ve dolaşım süreci kavramsal bir çerçevede bütünlüklü halde sunulacaktır. Söz konusu bütünlüğün belirleyicisi ise değer teorisidir.

3.1.Kapitalist Değer Sistemi

Meta, kapitalist üretimde değer oluşum sürecini içerir. Marx analizinde metanın tahlilini sunarken, metaya içkin olan değer oluşumunu da açıklar. Kapital I'de tahlil edilen meta, henüz meta-sermaye biçimine bürünmemiştir. Belirli bir soyutlama

düzleminde metanın ön ve bağımsız tahlili yapılır. Bu sayede metaya içkin olan değer ve onun özü ortaya konmaya çalışılır.

Bu yöntem kapitalist üretim biçiminin tahlili noktasında kendisinden önceki iktisat okulları için eleştirel, paradigma dışı bir yöntemdir ve günümüzdeki ana-akım iktisat için de geçerliliğini korumaktadır. Marx, Adam Smith'i şöyle eleştirir: “Adam Smith'in ele almak durumunda olduğu meta, daha başlangıçta... meta sermayedir... bu yüzden de o, kapitalist üretim sürecinin sonucudur. Öyleyse önce bu sürecin ve aynı zamanda, kendini genişletmek süreci ile, bu sürecin içerdiği değer oluşum sürecinin tahlili zorunludur” (Marx, 2013b, s. 343).

Marx'ın yönteminde metadan başlayan, oradan paraya ve nihayetinde sermayeye ulaşan kavramların ortak noktası, değer biçimleri niteliği taşımalarıdır. Yöntem, öz-biçim arasında birbirine dönüşen kavramsal düzeneklerde gizlidir. Kapital I'de metadan başlanır ve metanın iki ögesi olan kullanım değeri ve değer ayrımına gidilir. Tüm metaların ortak özelliği, onların kullanım değeri niteliği taşımalarıdır. Değişim sürecine girdiklerinde ise birbirlerinden mübadele değeri ile ayırt edilirler. Mübadele değeri bu anlamda bir ifade biçimidir. Bir başka ifadeyle, “..metada bulunan ve metadan ayırt edilebilen görüngüsel biçimdir” (Marx, 2013a, s. 49). Kullanım değeri olarak farklı nitelikleri olan metalar, mübadele değeri olarak sadece farklı miktarlardır. Bu anlamda mübadele değeri olarak metaların, kullanım değerlerinden soyutlandıklarında, tek ortak yönleri emek ürünleri olmalarıdır.

Bir metanın değer sistemine dahil olması için, onun mübadele edilmesi gerekir. Onun mübadele edilmesi ise gerçekte farklı kullanım değerleri olan iki metanın, ortak toplumsal bir nitelikte eşitlenmesi sayesinde mümkün hale gelir. “Farklı türden emeklerin toplum bakımından eşit şeyler olma niteliği emek ürünlerinin hepsinde ortak olan değer olma niteliği ile ilgilidir” (Marx, 2013a). Bir başka deyişle; farklı emeklerin mübadelesi ancak bunların gerçekteki eşitsiz niteliklerinden (somut emek ürünü olmalarından) soyutlanarak; soyut insan emeği olarak sahip bulundukları ortak niteliğe indirgenmesiyle olanaklı olur. Metanın iki yönlü toplumsal karakteri, emeğin iki yönlü niteliği ile anlaşıldığında; kapitalist değer sisteminin özünü oluştururlar. Bu emek her bir metanın

kullanım değerini üreten somut emekten farklı, tüm metalarda türdeş³⁶ soyut emektir. Kapitalist değer sisteminin³⁷ özü, değer özü soyut emektir. Soyut emek metaların değerini yaratan emektir. Bu anlamda meta cisimlerinde somutlaşan soyut emek, metaların birbiri karşısındaki eşdeğerlerini belirtmenin de tek koşulu olur. Bu çerçevede emek-zaman, bir metanın toplumsal koşullar ve teknoloji veri iken üretilmesi için gereken toplumsal emek zamana tekabül eder.

Değer büyüklüğünün analizinde ilkin meta fiyatlarının, metaların ortak ifadelerinin analizine başvurulur. Ancak mübadele ve mübadele için gerekli olan biçimlerin altında yatan bağlantıları perdeleyen şey de mübadele dünyasının bu en gelişmiş biçimidir. Bu gelişkin biçimi incelerken, metaların yalnızca ortak para ifadelerine başvurmak onların değer olma niteliklerine kadar soyutlanabilecek bir süreci dışarıda bırakır. Dolayısıyla metaların değer karakterini gizler. Ana akım iktisadın kategorilerini işte bu türden biçimler oluşturur ve bu kategorilere menkul kıymetleşen değerlerin analizinde de rastlamak mümkündür. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları'nın analizinde, firmaların hisse senedi değer performansları üzerinden yapılan analizler; tekil olarak sermayelerin dolaşım alanı içindeki performansı ve işletme kârlılığına dair projeksiyon sunarken, gayrimenkulün üretim süreci ile başlayıp, dolaşım ve yeniden üretime sürecine kadar ilerleyen ve toplumsal yapının temel belirleyeni olan sermaye birikim sürecini dışarıda bırakır. Bir diğer ifade ile bu tarz yaklaşımlar, “üretimin toplumsal örgütlenişini açıklamaya ne ilgi gösterirler ne de böyle bir kapasiteleri vardır” (Fine & Saad-Filho, 2006, s. 54) Oysa ki kâr, ücret, hisse senedi vs. gibi iktisadi kategoriler ve bu kategorilere özgü hareketler, doğrudan bu *şeylerin* kendisine ait değil, insanlar arasında kurulan toplumsal ilişkilerin bir sonucudur. Diğer taraftan bu

³⁶ “Değer ifadesinin sırrı, yani genel olarak insan emeği oldukları için ve oldukları ölçüde bütün emeklerin eşit ve eş değerde olmaları, insanların eşitliği kavramı halkın bir ön yargısı haline gelerek yerleşiklik kazanmadan çözülemez. Ama, bu da ancak meta biçiminin emek ürününün genel biçimi halini aldığı ve dolayısıyla insanlar arasındaki meta sahipliğine dayanan ilişkinin egemen toplumsal ilişki haline geldiği bir toplumda mümkün olur” (Marx, 2013a, s. 71). Bu anlamda türdeş soyut emek, kapitalizme özgü bir biçimdir.

³⁷ “Emek ürününün değer biçimi, burjuva üretim tarzının en soyut, ama aynı zamanda en genel biçimidir; bu da, burjuva üretim tarzını özel bir toplumsal üretim türü kılar ve dolayısıyla aynı zamanda ona özel bir tarihsel nitelik verir. Bundan ötürü, bu üretim tarzına toplumsal üretimin ebediyen kalacak doğal bir biçimi gözüyle bakılırsa, değer biçiminin, yani meta biçiminin, daha sonra gelişen para biçiminin, sermaye biçiminin vb. özgül yanları, kaçınılmaz olarak, gözden kaçırılır.” (Marx, 2013a, s. 90). Bu bağlamda kredi sisteminin, finansal enstrümanlar ve türev araçların dünyasını anlamak için emek ürünün bu en genel ve soyut biçimi kavranmalıdır.

yaklaşımlar, tarihsel olarak geçerli olan toplumsal üretim tarzı için nesnel ve makul düşünme biçimleridir. (Marx, 2013a, s. 86). Genel geçer iktisadın bir metanın değerinin belirlenmesinde kullanmış olduğu ölçüt, bu sebepten metaların değerlerinin özü değil sadece ifadesidir. Metaların piyasada değerlerinin belirlenmesinde Marx’a göre, “değer büyüklüğünün emek-zamanla belirlenmesi göreceli meta değerlerinin görünen hareketinin altında saklı kalan bir sırdır. Bunun keşfedilmesi, emek ürünlerinin değer büyüklüklerinin yalnızca rastlantısal olarak belirlendiği görüntüsünü ortadan kaldırır ama bu belirlenmenin maddi biçimini kesinlikle ortadan kaldırmaz” (Marx, 2013a, s. 85). Yani nihai olarak metalar, içerdikleri toplumsal ortalama emek zamanları üzerinden bir değere sahiplerdir. Bu değerın tezahürü ise fiyatlardır. Metada cisimleşmiş emek değer, emek saat, fiyat olarak tezahür ettiğinde o değere tekabül eden veya etmeyen fiyatlara dönüşebilir. Bu sebepten, değerlerden fiyatlara dönüşüm sorunu teknik bir sorun değil, farklı soyutlama düzeylerine ait iki kategorinin ifadesidir (Tonak, 2012).

Metaların değişimi, istisnai biçimde takas yöntemiyle gerçekleşir. Metaların mübadelesinde, genellikle bir meta satılıp paraya dönüştürülür ve sonra o parayla da başka bir meta satın alınır. Bu süreç *basit meta dolaşımı* olarak ifade edilir ve metaların mübadele süreci, değerin, Meta-Para-Meta (M-P-M) uğraklarında biçim değiştirmesi anlamına gelir. Söz konusu bu biçim değişikliğinin gerçekleşmesi, değerin toplumsal bir nitelik yüklenmesiyle ilgilidir. Metanın basit değer biçiminden (yani değerin iki kutbu olan, göreceli ve eşdeğer biçimlerinin birlikteliğinden) toplam ve genişlemiş değer biçimine (yani genel biçimine) ve son olarak da metaların eşdeğerinin toplumsallık kazandığı bir biçime yani para biçimine bürünmesi, bu dönüşümün uğraklarıdır (Marx, 2013a, s. 60-81). Basit meta dolaşımında para, salt dolaşım aracı işlevi görerek, tüm metaların evrensel eşdeğere indirgenmesini sağlayan bir kolaylaştırıcıdır. Ancak kapitalist üretim sistemi, sadece basit meta dolaşımından ibaret olmayan, üretimin artı-değer elde etmek amacıyla yapıldığı bir sistemdir.

Basit meta dolaşımının yanından, Marx’ın “dolaysız şekilde görüldüğü biçimiyle sermayenin genel formülü” (Marx, 2013a, s. 159) olarak ifade ettiği P-M-P’ süreci, paranın sermayeye dönüştüğü süreçtir. Bu evrede, basit meta dolaşımının aksine,

süreç meta ile değil, para ile başlar ve da fazla miktarda para (P') ile sona erer. P-M-P' aşaması ilk bakışta,

“...satmak için satın almak, daha doğrusu daha pahalıya satmak için satın almak, sırf bir tür sermayeye, tüccar sermayesine özgü bir biçim gibi görünür. Ne var ki metaya dönüşen ve metaların satışı ile gerisin geriye daha çok paraya dönüşen sanayi sermayesi de paradır. Dolaşım alanı dışında kalan ve alışla satış arasında geçen süre içinde gerçekleşen olaylar, bu hareketin biçiminde hiçbir değişikliğe yol açmaz. Son olarak, faiz getiren sermaye söz konusu olduğunda, P-M-P' dolaşımı kendisini kısaltılmış şekilde, aracısız sonucuyla, deyim yerindeyse özlü biçimde, P-P' olarak, hemen daha fazla para olan para biçiminde, kendisinden büyük olan değer biçiminde gösterir” (Marx, 2013a, s. 159).

Kısacası, sürece faiz getiren sermaye ve ticari sermaye gözüyle bakıldığında, formülde açığa çıkan fark($P' > P$ veya tersi), bireysel sermaye açısından dolaşım sonunda elde edilmiş bireysel kâr veya faizdir. Bir metanın değerinin üzerinde (veya tersi) bir fiyatla mübadele edilişi, mübadelenin diğer yanından bakıldığında değer üzerinde (veya tersi) bir alışa karşılık geleceğinden, toplumsal anlamda bir değer, fazla yaratılmış olmaz. Toplam toplumsal değerde bir artış sağlanamaz. Yani “eşit mübadeleler değer... eşitsiz mübadeleler ise artı-değer yaratmaz” (Fine & Saad-Filho, 2006, s. 52) Bu noktada kârın ve faizin görünür hale geldiği form olarak para, para-sermaye işlevinde değildir. Burada para yalnızca metaların değerini ifade eden bir araç, malzemedir. Para bu konumda, metalara içkin olan değer bir temsildir ancak onlara değerini veren şey değildir. Metalara değerini veren şey soyut emektir ve kapitalist üretim biçiminin özgül yanı, artı-değer kütlelerini daha da fazla büyütür ilerleme zorunluluğudur.

P-M-P' süreci ilk bakışta sadece faiz getiren sermaye veya tüccar sermayesine özgü biçimde değer ‘büyümesini’ ifade ediyor gibi görünse de başlangıçtaki değer ‘büyümesini’ sağlayan temel nitelik, üretken sermaye devresinde emek gücünün bir meta olarak sürece dahil olması ve artı-değer ($\Delta P = P' - P$) yaratmasıdır. Emek gücünün değerini, onun maliyeti yani işçinin emek gücünü satması karşılığında elde ettiği değer temsil eder. Bu ise “tipik olarak, reel ücret tomarını ya da işçi sınıfınca düzenli olarak satın alınan ücret mallarını üretmek için toplumsal olarak gerekli emek-zamana tekabül eder. Oysa

emek gücünün üretimde yarattığı değer, bu ücret karşılığında harcanan emek-zamandır” (Fine & Saad-Filho, 2006, s. 53). Bu sebepten üretimin girdisi olan diğer metallerden farklı olarak, emek gücünün üretim sürecinde çıktının değerine yaptığı katkının, emek gücünün maliyetine eşit olmasını gerektiren hiçbir sebep yoktur. “Hatta ancak emek gücünün değeri, harcanan emek-saatten daha az olduğu içindir ki artık değer yaratılmış olur... artık değer, emek-zamanın emek gücünün değerinden fazla olması sayesinde üretilir” (Fine & Saad-Filho, 2006, s. 53-54) Kapitalist üretim biçimine özgü olan ve onun çıkış noktasını oluşturan kısım da tam olarak budur: “Kapitalist üretim... gerçekte ancak, aynı bireysel sermayenin daha çok sayıda işçiyi eş zamanlı olarak çalıştırdığı, yani emek sürecinin kapsamını genişlettiği ve nicel açıdan daha yüksek düzeyde ürün sağladığı yerde başlar. Aynı tür metanın üretimi için daha çok sayıda işçinin aynı anda, aynı mekanda (aynı iş alanında da denebilir), aynı kapitalistin kumandası altında faaliyet göstermesi, tarihsel ve kavramsal açıdan, kapitalist üretimin başlangıç noktasını oluşturur” (Marx, 2013a, s. 314).

Sermayenin sürekli biçimde P-M-P' hareketini gerçekleştirmesi demek, onun para formundan, meta formuna; oradan tekrar para formuna ve sermaye olarak süreci yeniden başlatacak şekilde para-sermaye formuna geçmesi demektir. Sermayenin bu çevrimsel hareketi içe içe geçmiş ve birbirini izleyen üç sürece, sermayenin üç temel fonksiyonuna denk düşer. Meta ile başlayıp, meta ile biten devre meta-sermaye (M'-P'-M...Ü...M'), para ile başlayıp para ile biten para-sermaye (P-M(EG+ÜA)...Ü...M'-P'), üretim ile başlayıp biten devre ise üretken-sermaye (Ü...M'-P'-M...Ü) devresidir. Sermayenin sürekli farklı biçimlerden geçerek kendini genişletmesi, bu üç devrenin de sağlıklı biçimde sürdürülebilmesini gerektirir. Bunun somut karşılığı uygun nitelikte ve fiyatta hammadde, üretim aracı ve emek gücünün tahsis edilmesi; üretim sürecine giren bu metaların süreci kesintisiz tamamlaması; üretim süreci sonucu oluşan metalarda cisimleşen değerın hızlıca realize olması ve son olarak, elde edilen değerın yeniden birikim sürecine sokulması gerekir. Bununla birlikte, “..sermayenin dolaşım zamanı, onun yeniden üretim zamanının zorunlu bir kesiti” (Marx, 2013b, s. 126) halini alır. Bu sebepten para-sermaye, “bütün süreci harekete geçiren primus motor [ilk itici güç] olarak görünür” (Marx, 2013b, s. 340). İzleyen kısımda kapitalizmde paranın işlevleri üzerinde duracağız.

3.2. Kapitalizmde Para ve Paranın İşlevleri

Neo-klasik teoride para teorisinin özü, paranın dolaşımdaki meta miktarı ile ilintili olması üzerine kuruludur. Keynesyen teori de bu çerçevenin dışına alamayacağımız bir yaklaşım ile piyasada bulunan para miktarının nicel büyüklüğü ile ekonomik sistemin organize edilmesi arasında bir ilişki kurarak parayı dolaşım alanı içinde temellendirir. Marksist para teorisi ise paranın yalnızca işlevlerini analiz etmekle sınırlı kalmaz, aynı zamanda parayı değer teorisi içerisinde kavramsallaştırır (Brunhoff S. D., 2009). Marx, kendi emek-değer kuramından paranın gerekliliğini ve kapitalist üretim biçimine özgü işlevini türetir ve onun para kuramını diğer teorilerden ayıran tam da bu noktadır. Bu durumu Marx, Kapital I'ın üçüncü bölümünün başında şu biçimde ifade eder:

“Bütün metalar, değerler olarak, insan emeğinin nesneleşmesi olduklarından ve bu yüzden diğer metalarla ilişkileri içinde ve kendi başlarına ölçülebilir olduklarından, değerleri aynı spesifik meta ile ortak bir biçimde ölçülebilir ve bu meta böylelikle metaların ortak değer ölçüsüne ya da paraya dönüşebilir. Değerin bir ölçüsü olarak para, metalara içkin değer ölçüsünün, yani emek zamanının zaruri tezahür ediş biçimidir” (Marx, 1977, s. 188).³⁸

Marksist para kuramının diğer para kuramlarından üstün olmasının sebebini, Moseley “Marx’ın kuramı paranın gerekliliğini kendi asli değer kuramı zemininde açıklar, böylelikle de diğer kuramların yapmadığını yapıp, bütünleşik bir değer ve para kuramı sunar” (Moseley, 2018, s. 11) şeklinde ifade etmektedir.

İşbölümünün gelişmediği üretim biçimlerinde üreticiler, ürünlerini kendi ihtiyaçları kapsamında üretirler. Yani bu ürünlerin ortak özelliği her birinin birer kullanım değeri taşıyor olmalarıdır. Üreticiler kendilerine yetecek ölçeğin üzerinde bir üretim kapasitesine sahip olduklarında, diğer üreticilerin ellerindeki ürünlerle değişim ilişkisine sokabilecekleri ürünlere sahipler demektir. Bu ilişki biçimi artık mal-mübadale

³⁸ Bu alıntı, konuyu daha vurucu ifade ettiği için, (Moseley, 2018)’i Türkçe söyleyen Aydın Ördek çevirisinden aktarılmıştır.

biçimidir(M..M). Bu üretim biçimi, tarihsel anlamdan değerin ilk ortaya çıkış biçimi olarak değerin basit biçiminin temelidir. Marx'tan aktaracak olursak:

Emek ürünü bütün toplumsal durumlarda kullanım nesnesidir; ama yalnızca, bir kullanım cisminin üretimi için harcanmış emeği bu cismin "nesnel" özelliği, yani değeri olarak ortaya koyan belirli bir tarihsel gelişim çağı, emek ürününü metaya dönüştürür. Bundan dolayı şu sonuca ulaşırız: metanın basit değer biçimi, aynı zamanda emek ürününün basit değer biçimidir; ve yine meta biçiminin gelişmesi, değer biçiminin gelişmesi ile birlikte olur (Marx, 2013a, s. 73).

O halde, basit değer biçiminde malların değerini ortak anlamda ifade edecek bir meta henüz mevcut değildir. Yani takas ekonomisinde mallar karşılıklı olarak sadece *nispi* ve *eşdeğer* biçim ile rastlantısal olarak ifade edilirler (Marx, 2013a, s. 61-73).

Tarihsel anlamda değerin basit biçimini takip eden süreç, genişlemiş değer biçimidir. Bu biçimde mallar sadece belirli mallarla değil, tüm mallarla ilişkiye girecek kapasitedir. Bu biçimin, değerin rastlantısal veya koşullara bağlı bir nicel oranla belirlendiği basit değer biçiminden farkı ise; metaların değişim oranlarının, doğrudan onların nicelikleri tarafından belirlenmemesidir. Bir başka ifade ile genişlemiş değer biçimde “meta sahibi iki birey arasındaki rastlantısal ilişki ortadan kalkar. Metanın değer büyüklüğünü mübadelenin düzenlemediği, tersine metanın değer büyüklüğünün onun mübadele ilişkilerini düzenlediği açık hale gelir” (Marx, 2013a, s. 74).

Genişlemiş değer biçiminin tarihsel olarak dönüştüğü bir sonraki biçim ise, değerin genel biçimidir. Bu biçimde metaların eşdeğer ölçüsü artık tek bir metadır. Bu metanın ise toplumsal olarak kabul görmüş bir meta olması şarttır. Çünkü diğer tüm metalarla mübadele ilişkisi içine girebilecektir. Değerin genel biçiminin ifadesi onun para biçimidir. Bu biçimde genel değer biçiminden farklılık, evrensel eşdeğerin değişmiş olması, altın olarak meta-para durumunu almasıdır. Şu halde basit biçimin ifade bulduğu ilişkiden (M..M), para biçimin ifade bulduğu ilişki biçimine geçmiş bulunuyoruz (M...P...M). Bu son ilişkide değerin özü her ne kadar somut emek olsa da, değerin ölçüsü somut emek ürünlerinin nicel belirlenimleri değil, onların ifade biçimi olan paradır. O halde para, mallara ve bu ilişkilerin tümüne içseldir.

3.2.1. Bir Ayrım: Paranın Sermayeye İşlevi ve Sermayenin Para Formu

Paranın, para olarak var olduğu form malların basit dolaşımına (M..P..M) ait iken, paranın sermaye olarak dolaştığı form, sermayenin para formuna büründüğü kategoridir(P...M...P'). Bu farklılık basit dolaşımın 'satın almak için satmak', ikinci formun ise 'satmak için satın almak' niyeti taşımasıdır (Marx, 2013a, s.152). İkinci devrede amaç parayı metalara çevirip, devre sonunda daha fazla para elde etmektir. Marx'tan aktaracak olursak: "P-M-P", dolaşım alanında dolaysız şekilde görüldüğü biçimiyle sermayenin genel formülüdür" (Marx, 2013a, s. 159).

Bir ilişki biçimi olarak sermaye içerisinde para kavramını daha iyi anlamamız için, sermayenin genel formülünce içerilen paranın sermaye devrine (P-M (ÜA+EG)...Ü...M'-P') odaklanalım.

Para-sermaye devresinde bir kapitalist elinde bulunan parayı (P), daha fazla miktarda para elde etmek için üretim sürecine sokar. Üretim süreci; piyasadan değişmeyen (üretim araçları(ÜA) ve hammadde) ve değişen sermayenin (emek gücü(EG)) satın alınması(M) ile başlar. P-M aşaması, aynı zamanda emek gücünün emekten ayrıştığı, emek gücünün üretim araçlarından koparıldığı tarihsel sürecin mevcut olması anlamına gelir. Bu anlamda P-M aşaması sınıfsal ilişkilere tabi bir aşamayı da ifade eder. Bu aşamanın ardından kapitalist satın aldığı metaları üretim sürecine(Ü) sokar. Üretim süreci sonunda elde edilen metalar(M') artık satın alınan metarlardan sadece kullanım değerlerinin farklılaşması anlamında değil, emek faaliyeti sonunda artı bir değer içermesi anlamında da farklılık taşır. P-M...Ü...M'-P' sürecinde değer, para ve meta formları arasında dönüşürken, üretim sonunda genişler. Bu ilişkide emeğin "...yalnızca bir değer kaynağına sahip olması değil, onun sahip olduğundan daha fazla değer kaynağı" (Marx, 2013a, s. 209) olması kilit önem taşır. Yani değer artımının sebebi, üretim sürecine bir meta olarak emek-gücünün girmiş olmasıdır. Bir başka ifadeyle: "Meta nasıl kullanım değeri ile değer birliğiyse, onun üretim süreci de emek süreci ile değer yaratma sürecinin birliği olmak zorundadır" (Marx, 2013a, s. 189). Artı-değerle yüklü metalar(M') pazarda satılarak, elde bulunan ilk paradan daha farklı bir değer, para(P') formunda açığa çıkmış olur. Bu noktada ücret karşılığı ödenmiş emek zamanına denk düşerken, karşılığı

ödenmemiş emek zamanı artı değerın kaynağını oluşturur. Para formundaki değer ise yeniden üretimin hareket noktasıdır. Marx'tan aktaracak olursak: "...sürecin sonunda sermaye değeri yeniden aynı biçimde, sürece girdiği biçimde bulunmaktadır; dolayısıyla süreci para-sermaye olarak yeni baştan açabilir ve yeni bir süreçten geçebilir. Tam da bu sürecin başlangıç ve son biçimi para-sermaye(P) olduğu için, devresel sürecin bu biçimine para-sermaye devresi diyoruz" (Marx, 2013b, s. 52).

Paranın sermaye formunu daha iyi anlamamız için, üretim ve dolaşım alanlarının çok yönlü etkileşimlerini birlikte ele almak şarttır. Parayı doğudan üretim süreci içerisinde analiz etmek, bir bütün olarak toplam toplumsal üretimi ve dolayısıyla sermayenin toplumsal bir kategori oluşunu anlamamızı güçleştirir. Marx'dan aktaracak olursak;

"Paranın sermayeye dönüşmesi, eş değerli şeylerin mübadelesinin çıkış noktasını oluşturmasını sağlayacak şekilde, meta mübadelesinde içkin yasalar temelinde açıklanmalıdır. Henüz tırtıl halindeki bir kapitalistten başka bir şey olmayan para sahibinin, metaları tam değerleri ile satın alması, tam değerleri ile satması, ama gene de sürecin sonunda, koyduğundan daha fazla değeri çekmesi gerekir. Tırtılımızın kelebeğe dönüşmesi, hem dolaşım alanında gerçekleşmeli hem de dolaşım alanında gerçekleşmemelidir" (Marx, 2013a, s. 169).

İlk değerden daha farklı bir değerle yüklenmiş M' nün açığa çıkması ve P' biçimini alması, üretilen metaların pazarda satılması sonucu gerçekleşir. Bu süreç dolaşım alanında gerçekleştiğinden, sermaye birikiminin devamlılığı dolaşım alanına bağlıdır. Ayrıca daha önce aktardığımız gibi artı-değerın yaratılmasının toplumsal olarak gerekli önkoşulları (emek gücü, para ve meta pazarının oluşumu) çerçevesinde dolaşım alanı sermaye için zorunlu bir uğrak halini alır. Diğer bir ifade ile: "Uğrakların her biri kalkış, geçiş ve geri dönüş noktaları olarak görünür. Toplam süreç kendisini üretim ve dolaşım süreçlerinin birliği olarak ortaya koyar; üretim süreci dolaşım sürecinin ve dolaşım süreci üretim sürecinin aracısı olur" (Marx, 2013b, s. 100). Bu noktada üretim alanının, dolaşım alanına oranla; değerın yaratılması noktasında 'görece belirleyici' olduğunu söylemek mümkündür:

“Değerin para ve meta biçimlerinde açığa çıktığı ya da dönüşerek varolduğu her an, aslında değer biriktirme sürecinin ürünü olan sermayenin varoluş koşullarını oluşturur. Bu farklı görünüm tarzları, sermayenin üretim ve dolaşım ilişkilerinin birlikteliği ile geçerlilik kazanır. Üretim aşamasının bu süreç içinde görece belirleyici olduğunu çünkü dolaşıma taze kan sağlayacak değer yaratma koşullarının üretimde yattığını belirtmek gerekiyor” (Ercan, 2005, s. 371).

Yukarıda aktarılanlar çerçevesinde, sermayenin devreleri kapsamında paranın işlevlerini kısaca açıklamaya çalışalım.

Metaların birçok kez değişim ilişkisine konu olmasıyla beraber, paranın evrensel eşdeğer niteliği kazanarak metaların ölçülmesini olanaklı kıldığı ya da mübadeleyi olanaklı kıldığı söylenebilir. O halde paranın ilk işlevi onun *değer ölçüsü* olma niteliğidir. Paranın değer ölçüsünden, onun genel eşdeğer olma işlevinden hareketle, paranın bir *fiyat ölçüsü* (‘belirlenmiş bir madeni ağırlık’) ve hesap parası özelliği taşıdığını da söyleyebiliriz.

Kapitalist üretim biçimi içerisinde paranın yerine getirdiği üçüncü işlev ise onun M...P....M döngüsünü olanaklı kıldığı, piyasada metaların dolaşımını olanaklı hale getirdiği *dolaşım aracı* işlevidir. Burada yine önemli bir noktaya işaret etmekte fayda vardır: M...P....M döngüsünde hareketi sağlayan esasen para değil, aslında metaların hareketidir. Marks’tan aktaracak olursak: “...paranın dolaşım aracı olma işlevi, yalnızca, onun metaların bağımsızlaşmış değeri haline gelmiş olmasından kaynaklanır. Dolayısıyla, kendisinin dolaşım aracı olarak hareketi, gerçekte, biçimleri değişen metaların hareketidir” (Marx, 2013a, s. 121). Metaların hareketi kapitalist yeniden üretim için olmazsa olmaz şey iken, paranın aralıksız hareketi metaların hareketinin yol açtığı ve belirlediği tali bir süreçtir. Ancak para dolaşımının dışında da işlev görür ve bu kabiliyeti ile iktisadi faaliyete ‘peçe’ olmaktan kesinlikle uzaktır.

Paranın son işlevi ise varoluşu gereği yerine getirdiği *para işlevleridir*. Paranın para olarak işlevleri; onun gömülenmesi neticesinde (metaların dolaşımında bir kesintiye ifade eder) *değer saklama işlevi*; metaların dolaşımında oynadığı rolün neticesinde satış sürecinin iki kutbundaki metalar ile paranın aynı anda gerçekleşme zorunluluğu olmaması

durumundan (kredi sistemi gibi) hareketle *ödeme aracı olarak işlevi* ve son olarak dünya pazarlarında metaların bir ifadesi olarak *evrensel para işlevi*dir.

Sermayenin para biçimine büründüğü için yerine getirdiği işlevler (para-sermaye işlevi) ile paranın *varoluşu gereği*³⁹ yerine getirdiği işlevler ana akım para teorilerinde bir ayrıma tabi tutulmaz. Çünkü ana-akım teori parayı, *apriori* biçimde daha ilk baştan sermaye olarak soyutlar. Oysa ki sermayenin para-sermaye biçimine bürünmesinden kaynaklı yerine getirdiği işlevler; para işlevinden ve onu sermaye kılan özgünlüklerinden ayrıştırıldığında paranın gerekliliği değer kuramı temelinde bir açıklamaya kavuşur. Marx'tan aktaracak olursak;

“Para-sermaye... hakkındaki görüşler genellikle... iki yanlış içerir. Birincisi: Sermaye değerinin para-sermaye olarak yerine getirdiği ve tam da para biçiminde bulunduğu için yerine getirebildiği işlevler, yanlış bir şekilde, bu değer sermaye olma niteliğinden türetilir; oysa bu işlevler, yalnızca, sermaye değerinin para durumundan, para olarak görünüş biçiminden kaynaklanır. İkincisi ilkinin tersidir: Para işlevinin onu ayrıca bir sermaye işlevi kılan özgül içeriği, paranın doğasından türetilir (dolayısıyla para, sermayeyle karıştırılır); oysa bu işlev... salt meta dolaşımında ve buna karşılık gelen para dolaşımında hiçbir şekilde verili olmayan toplumsal koşulların varlığını şart koşar” (Marx, 2013b, s. 41).

Marx'ın yukarıdaki alıntısı bize, değer ve onun açığa çıkma biçimlerinin, içsel ilişkilerinin hem tarihsel hem de mantıksal argümanını verir. Mantıksal argüman, yapılan ilk yanılgıya verilen yanıtta ifadesini bulur ve değer ile onun açığa çıkma biçimleri arasında kurulan yöntemle ilgilidir: Para-sermayenin yerine getirebildiği işlevler, sermaye olduğu için değil, değer para biçimine büründüğü için işlevseldir. Yani para-sermayenin *kabiliyeti*, değer para biçimini taşıması ve paranın para olarak yerine getirebildiği işlevlerden türer. Bunun tersi olan yanılgıya verilen yanıt ise bizi tarihsel argümana, belirli toplumsal koşulların oluşmasının ön gerekliliğine götürür: Para işlevinin sermaye işlevi olma niteliği (paranın sermaye olması değil), paranın kendisine içkin değildir. Bu sebeple dolaşım alanında karşılığını bulamayacağımız toplumsal koşulların varlığını gerektirir. Peki bu koşullar nelerdir? Paranın, para-sermaye işlevini

³⁹ Değerin, basit biçimden, en soyut ifadesi olan para biçimine gelinceye kadar, paranın üstlendiği tüm işlevlere referansla.

yerine getirmesi temelde “...emek gücünün gerçekleştirilmesinin koşullarının (geçim araçları ve üretim araçları), başkasının malları olarak, emek gücü sahibinden ayrı olmalarını” (Marx, 2013b, s.41) ön gerektirir.

Para ancak daha çok para yaratmak için yani artı-değer üretiminde kullanıldığı zaman sermaye olarak iş görür ve sermaye işlevi kazanır. Bu sebepten paranın sermaye işlevi ile sermayenin para formu aynı şey değildir. Kapitalizmde sermaye/değer farklı formlara girebilir ancak bu formlar sırf kendi başlarına sermaye niteliği taşımazlar. Sermayenin toplumsal bir kategori olarak varoluşunun sırrı burada saklıdır: “Sermayenin doğası konusunda bu temel anlayış, onun, büründüğü çeşitli özgül biçimlerden ve ister para ister faktör girdisi ister meta olarak olsun, bu biçimlerce üstlenilen işlevlerden ayırt edilmesini mümkün kılar. Bunlardan her biri, ancak, öndelenmiş sermayenin genişlemesine doğrudan katkıda bulunduğu ölçüde sermayedir. Bu haliyle, ödeme aracı, mübadele değeri saklama aracı ve üretim aracı olarak yerine getirdiği özgül görevin yanı sıra, sermaye olarak da işlev görür” (Fine & Saad-Filho, 2006, s. 50).

Para, kapitalizmde sermayeye dönüşür. Eğer dönüşmez ise toplumsallığını yitirir. Paranın, değer sistemine, üretim sistemine girmesi gerekir. Parayı üretim süreci içerisindeki işlevinden azade kavramsallaştırmak, onu yanlış anlamda *araçsallaştırmaktır*. Bir diğer ifadeyle, “paranın değer teorisinin özü, dolaşımdaki para miktarının üretimde ve dolaşımda olan değer miktarı tarafından belirlendiğidir. Kural olarak para miktarındaki değişim, mevcut artı-değer miktarının piyasa fiyatları aracılığıyla yeniden dağıtımını sağlayabilir; ancak *onu arttırmaz ya da azaltmaz*” (Bahçe & Köse, 2010, s. 16)

3.3. Sermaye Birikimi ve Eğilimleri: Sermayenin Yoğunlaşması, Aşırı Birikimi ve Merkezileşmesi

Para işlevinin sermaye işlevine bürünmesi veya sermayenin para biçiminde kendini genişletmesi olarak ortaya koyduğumuz fark neticede, sermayenin kendini genişleten bir değer olması ile sonuçlanır. Sermayenin kendini genişletmesinin tek koşulu

ise daha fazla artı-değer yaratmaktır. Bu sermaye birikiminin temel eğilimidir. Bu eğilim kendini iki biçimde ortaya çıkarır: mutlak artı-değer ve görelî artı-değer üretimi.

Bir metanın değeri(λ), üretimi için kullanılan değişmez (sabit) sermaye(c), gerekli-emek zamanının karşılığı olan değişir sermaye(v) ve artık-emek zamanı ifade eden artı-değerden(m) oluşur: $\lambda=c+v+m$. ($c+v$) metanın maliyeti olup, geriye kalan artı-değer(m) para biçimindeki kârdır (Marx, 2013a, s. 215-219). Burada üretilen toplam artı-değer büyüklüğü, sabit istihdam düzeyinde artı-değer oranına(m/v) bağlıdır. Reel ücretlerde herhangi bir artış/azalış olmadığı durumlarda kârın daha üst seviyelere (kâr maksimizasyonu) çekilebilmesi için artı-değer oranına arttırılmalıdır.

Artı-değer oranını arttırmanın ilk yolu, üretim yöntemleri veri iken (metaların üretimi için toplumsal bilgi-beceri düzeyi sabit iken ve buna bağlı olarak emek-gücünün kendini yeniden üretmesi için gerekli olan metaların değeri değişmezken) üretim süresinin, yani işgününün uzatılması veya yoğunlaştırılmasıdır (işin yoğunlaştırılıp veya sürekli kılınıp birim zamanda daha fazla emek harcanması)⁴⁰. Buna mutlak artı-değer üretimi denir (Marx, 2013a, s. 179-294).

Sömürü oranını arttırmanın diğer yolu ise, işgünü veri iken, ücrete konu olan, işçilerin tükettiği malların değerini, üretkenlik artışı ile azaltmak ve dolayısıyla emek gücünün değerini(v) düşürmektir. Üretim teknolojisinde yapılacak bir yenilik, gerekli-emek zamanda bir kısalmayı beraberinde getirir. Emek üretkenliğinin yükselmesi ile emek gücünün kendini yeniden ürettiği sektörlerdeki ucuzlama emek gücünün değerini(v) de düşürür. Bunun sonucu olarak, işgünü iki kısmı (gerekli emek zaman ve artık emek zaman) arasındaki oran artık-emek lehine değişir. Bu farktan kaynaklı, oluşan artı-değere görelî artık-değer denir (Marx, 2013a, s. 308).

Emek üretkenliğini arttırmanın (birim zamanda daha az emekle daha fazla meta üretmenin) yolu ise, üretim sürecinde hem daha fazla miktarda makine kullanmak hem de süreci hızlandıracak yenilikler yapmaktır. Sermayeler arası rekabetle birlikte

⁴⁰ Mutlak artı değer üretimini arttırmanın bir diğer yolu da “...işin işçi sınıfı ailesinin tümüne yaygınlaştırılmasıdır. Çocuklar, kârı ve koca hep ayrı birer ücret alıyormuş gibi görünür. Ama o ücretlerin oynadığı yapısal rol, sırf bireysel emekçiler yerine, işçi sınıfı ailesinin yeniden üretilmesinin araçlarını sağlamaktan başka bir şey değildir” (Fine & Saad-Filho, 2006, s. 57)

değerlendirildiğinde, genişleyen üretim ölçeği daha az emek ve daha fazla makine kullanmak yönünde bir başka eğilim ortaya çıkarır. Bir başka deyişle, kapitalist üretim sistemi, emek üretkenliğini verili bir emek-zamanda üretilen üretim araçları kitlesini arttırarak yükseltme eğilimi gösterir. Bu anlamda Marx'ın "...değerin üretim süreci sırasında iş görürken büründüğü maddi kılık" (Marx, 2013a, s. 592) olarak betimlediği, *sermayenin teknik bileşimi*, yani, bir üretim kolunda üretim süreci esnasında kullanılan "ayrışık kullanım değerleri toparı" (Fine & Saad-Filho, 2006, s. 82) ile üretim sürecinde harcanan somut emek miktarı arasındaki oran birikim süreci ilerledikçe yükselme eğilimindedir. Bunun sonucu olarak sermaye üretim sürecinden canlı emeği uzaklaştırma eğilimi taşır.

Aynı emek süreci, aynı makine ve aynı teknoloji kullanılan bir üretim sürecinde farklı nitelikte hammadde kullanan sermayelerin teknik bileşimleri aynı olsa da *sermayelerin değer bileşimleri* farklı olur. Bunun sebebi, sermayenin değer bileşimlerinin, kullanım değeri ölçütü değil, değer ölçütü olmasındandır. Sermayenin teknik bileşimini değerler cinsinden betimlemek için Marx sermayenin organik bileşimi kavramını kullanır ve "...kullanılan hammaddelerin değerinin daha büyük ya da daha az oluşunun yarattığı farkları bir kenara bırakır" (Fine & Saad-Filho, 2006, s. 83). Üretim ister benzer, ister farklı iş kollarında yürütülsün; süreç her birinde farklı teknik bileşimlerle sürdürülür. Dolayısıyla, "...bir miktar canlı emeğin harekete geçirdiği üretim aracı kitlesi değişik üretim dallarında çok farklıdır... Farklı teknik bileşimler çeşitli üretim dallarında değişmez sermaye ile değişken sermaye arasındaki oranın farklı olmasına yol açacaktır. Bu farklı oranlar sermayelerin farklı değer bileşimlerine sahip olmaları anlamını taşır. Sermayenin değer bileşimi, teknik bileşimi yansıttığı ölçüde, sermayenin organik bileşimi olarak anılır" (Savran, 2017). Sermayenin organik bileşimi kavramı bu anlamda, üretim süreçleri değişmeye başladığında hem sermayenin teknik bileşimindeki yükselmeyi hem de teknolojik ilerlemeden kaynaklı azalan toplumsal emek-zamana tekabül eden değerlerin düşmesindeki çelişkiyi yakalar. Kavramsal düzeyde sermayenin değer bileşimi ile teknik bileşimindeki ayrım, esasen kapitalist birikim sürecinin üretim ve mübadele süreçlerinde gidilen ayrıma benzer şekilde soyutlama düzeyinde bir farklılıktan kaynaklıdır: "Üretimde sermayeciler ile işçilerden oluşan iki sınıf üretim süreci boyunca karşı karşıya gelir ve birikim ilerledikçe sermayenin teknik bileşimi

yükselme eğilimi gösterir. Mübadelede sermayeciler, alım satım sürecinde birer rakip olarak karşı karşıya gelirler ve birikim ilerledikçe değerler azalma, sermayenin değer bileşimi ise düşme eğilimi gösterir” (Fine & Saad-Filho, 2006, s. 117). Sonuç olarak, birikim süreci ilerledikçe sermayenin teknik bileşimi yükselme eğilimi sergilerken, sermayenin değer bileşimi daha yavaş yükselme ya da düşme eğilimi gösterir.

Sermayenin organik bileşimi: c/v 'dir. Aynı departman mallarını veya benzer malları farklı organik bileşimlerle ($c_1/v_1, c_2/v_2... c_n/v_n$) üreten sermayelerin “ortalaması bize bu üretim kolundaki toplam sermayenin bileşimini verir” (Marx, 2013a, s. 593). Sabit sermaye miktarı eşit olan, farklı üretim kollarında, sermayenin organik bileşimlerinin (ya da toplam sermayenin bileşiminin) farklı oluşu; ya eşit sermayelerin harekete geçirdiği toplam canlı emek miktarlarının farklı olması ya da reel ücretlerde herhangi bir farklılık olmadığı durumlarda, eşit değişken sermayelerin farklı miktarda sabit sermaye ile üretim sürecini sürdürmesi demektir:

Tablo 1:

Sermayenin Organik Bileşiminin Farklı Sermaye Bileşimlerine Göre Durumu

Eşit sermayelerin harekete geçirdiği toplam canlı emek miktarlarının farklı olması durumu				Reel ücretlerde herhangi bir farklılık olmadığı durumlarda, eşit değişken sermayelerin farklı miktarda sabit sermaye ile üretim sürecini sürdürmesi durumu			
	Sabit Sermaye (c)	Değişken Sermaye (v)	Sermayenin Organik Bileşimi (c/v)		Sabit Sermaye (c)	Değişken Sermaye (v)	Sermayenin Organik Bileşimi (c/v)
λ_1	$1c$	$1v$	$1/1$	λ_1	$1c$	$1v$	$1/1$
λ_2	$1c$	$2v$	$1/2$	λ_2	$2c$	$1v$	$2/1$
λ_3	$1c$	$3v$	$1/3$	λ_3	$3c$	$1v$	$3/1$
...	...	...	...	...	...	$1v$	...
λ_n	$1c$	$n v$	$1/n$	λ_n	nc	$1v$	$n/1$

Eşit sermayelerin harekete geçirdiği toplam canlı emek miktarlarının farklı olması durumu ile devam edersek; burada, tüm ekonomide artı değer oranının (m/v) sabit olduğunu (k) varsayalım. O halde, artı-değerin değişken sermaye ile orantılı olduğu sonucuna varırız: $m=v \times k$. Bu durum eşit sermayelerin farklı büyüklükte artı-değer üreteceği anlamına gelir. Kâr oranı, artı-değerin canlı emeğe oranı olduğuna göre ($m/(c+v)$), sonuç olarak *farklı organik bileşimlere sahip aynı miktardaki sabit sermayeler, farklı kâr oranları elde ederler.*

Tablo 2:
Farklı Organik Bileşimlere Sahip Aynı Miktardaki Sabit Sermayenin Elde Ettiği
Kâr Oranları

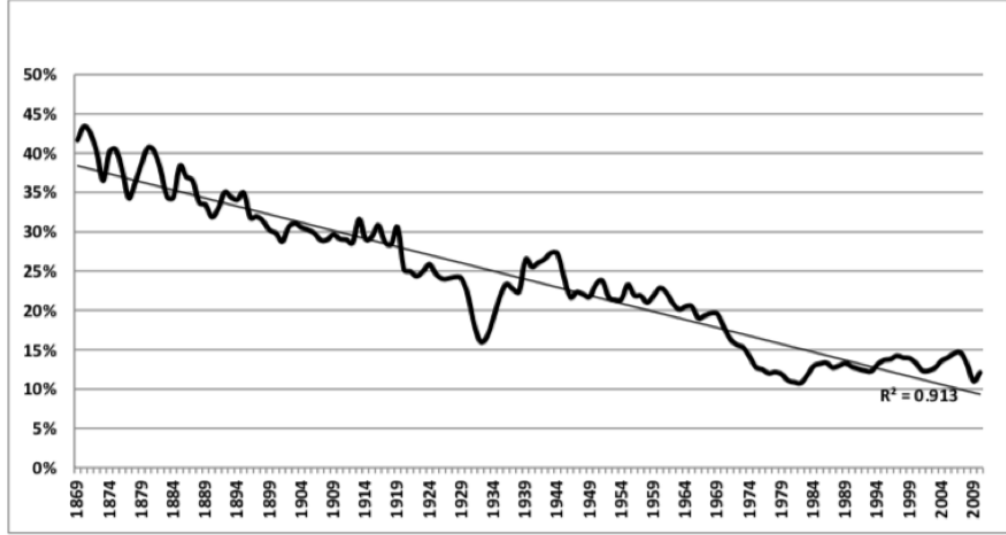
	Sabit Sermaye (c)	Değişken Sermaye (v)	Sermayenin Organik Bileşimi (c/v)	Artı-değer (m= v×k)	Kâr oranı (m/(c+v))
λ_1	$1c$	$1v$	$1/1$	k	$k/2$
λ_2	$1c$	$2v$	$1/2$	$2k$	$2k/3$
λ_3	$1c$	$3v$	$1/3$	$3k$	$3k/4$
...	...	...	...	...	...
λ_n	1 birim	n birim	$1/n$	n.k birim	$n.k/(n+1)$

Tam da bu noktada, tekil sermayelerin kâr oranlarının doğrudan istihdam ettiği ücretli-emek tarafından yaratılan artı-değerle belirlenmediğini söylemek doğru olacaktır. Çünkü metalar piyasaya çıktıklarında, üretim sürecindeki bileşimlerinden ayrışarak, ortalama bir kâr oranı üzerinden realize olurlar. Bu durumda her tekil sermaye, “...üretilen tüm artık değer, yalnızca harcanan tüm sermayede temsil ettiği kesir oranında” veya “üretken emek tarafından üretilen toplam artık-değerden toplam toplumsal sermayedeki kendi payıyla orantılı bir pay alır” (Mandel, 2008, s. 242). Bu durum her üretim koluna uygulanabilir ve kâr oranlarının ortalama bir değerde eşitlenmesi ile sonuçlanır. Artı-değer, sermayenin organik bileşiminin toplumsal ortalamanın üzerinde olduğu (yani büyük bölümü değişmeyen sermaye, azınlığı değişen sermaye biçiminde dağılmış) üretim kollarına doğru akar.⁴¹ Bu durum iki sonuca yol açar.

Birincisi, sermayenin ortalama kâr oranları düşme eğilimi gösterir. Marks’a göre genel kâr oranlarının aşamalı olarak azalması eğilimi “emeğin toplumsal üretici gücünün giderek gelişmesinin kapitalist üretim tarzına özgü bir ifadesinden başka bir şey değildir” (Marx, Kapital III, 2015, s. 219). Sermayenin ortalama kâr oranlarının düşme eğilimi

⁴¹ Kâr oranlarının ortalama bir değerde eşitlenmesi ve artı-değer kütesinin organik bileşimi yüksek sektörlere doğru kayması durumu; reel ücretlerde herhangi bir farklılık olmadığı durumlarda, eşit değişken sermayelerin farklı miktarda sabit sermaye ile üretim sürecini sürdürmesi halinde de geçerli olur. Bu koşulda, sabit değişken sermaye(v) ve artan sabit sermaye(c), organik bileşimi yükseltir ve ortalama kâr oranları (m/(c+v)) artı değer oranı sabit kabul edildiğinden düşme eğilimi gösterir.

taşıdığı ampirik olarak da gösterilebilir. Grafik 1’de 1869 ve 2010 yılları arasında erken kapitalistleşen ülkelerde sermayenin ortalama kâr oranları verilmiştir:



Grafik 1: Erken Kapitalistleşen Toplumlarda Sermayenin Ortalama Kâr Oranları (1869-2010)

Kaynak: (Maito, 2014, s. 10).

İkinci sonuç ise sermayeler arası rekabette karşılığını bulur. Kâr oranlarının ortalama değerde eşitlenmesi, tekil sermayeler düzeyinde toplumdaki toplam artı-değer kütesinin yeniden bölüşümüne tekabül eder. Bir diğer ifadeyle, “verili bir burjuva toplumunda... artık-değer bir bütün olarak yeniden bölüştürülür” (Mandel, 2008, s. 242).

Firmalar, hem mübadele alanında girdilerin temini noktasında hem üretim sürecinde emek gücünün boyunduruk altına alınmasında hem de piyasada metaların realize olması noktasında rekabete girerler. Bu çerçevede “bütün düzeylerde sermayeler, kendilerini, kaderleri anonim ‘piyasa güçlerinin’ -yani her bir bireysel sermayenin davranışını belirleyen, genel olarak sermayenin biriktirme buyruğunun- elindeymiş gibi hisseder” (Fine & Saad-Filho, 2006, s. 94). Sermayeler arası bu farklı rekabet alanları, aynı kullanım değerleri üreten, aynı üretim kolundaki sermayeler -kesim içi rekabet- ve farklı kullanım değerleri üreten, farklı üretim kolundaki sermayeler -kesimler arası rekabet- şeklinde ayrıştırılır.

Kesim içi rekabette, daha etkin üretim teknikleri geliştiren ve daha büyük miktarda para-sermayeyi daha kısa dönemde genişleyen yeniden üretime yönlendiren sermayeler zayıf rakiplerini piyasadan siler. Kesimler arası rekabet ise öncelikle mübadele alanında karşılık bulur ve sermayenin farklı sektörlerle göçmesi ile sonuçlanabilir. Sermayenin daha kârlı alanlara doğru göçmesi ise söz konusu alanda sermayenin kâr oranlarını maksimize edebilme imkanları ile ilgilidir. Bir eğilim olarak daha kârlı alanlarda sermaye arzı artar ancak uzun dönemde “aralıksız rekabet üstünlüğü arayışı” (Fine & Saad-Filho, 2006, s. 97) sebebiyle durum bozulur ve ‘aşırı kârlar’ azalır.⁴² Kesimler arası rekabette, sermayenin kârlı alanlar arasında transferi söz konusu olduğunda, hisse senedi piyasalarında aktiflerini kısa vadede başka yatırım alanlarında konumlandırabilen anonim ortaklıklar bu yüzden rekabette avantaja sahiptirler.

Sermaye, yukarıda eğilimlerini özetlediğimiz rekabetçi bir zeminde, kârların her defasında yeniden yatırıma konu olmasıyla birikir. “Sermaye birikimine aynı zamanda sermaye yoğunlaşması ve merkezileşmesi eşlik eder” (Marx, 2013a, s. 627). Sermayenin yoğunlaşması, genişleyen yeniden üretim sürecinde, yukarıda aktardığımız gibi daha az emek ve daha fazla üretim aracı kullanmak yönünde bir eğilim yaratır (Sweezy, 1970, s. 340). Bu durum bir yandan birçok üretim kolunda *başlangıç sermayesinin* artması anlamına gelirken diğer yandan da mevcut üretim süreçlerinde, ortalama kâr oranını elde etmek için her seferinde daha fazla sermaye ihtiyacı doğurur (Mandel, 2013). Bu ise, sermayenin aşırı birikimi olarak kavramsallaştırılır. Mandel’e göre, “aşırı birikim kavramı, birikmiş sermayenin bir kısmının ancak yetersiz bir kâr oranı ve gitgide azalan bir faiz oranı üzerinden yatırıma konu olabileceği bir duruma işaret eder. Nitekim aşırı birikim kavramı asla mutlak değildir, her zaman yalnızca görelidir: hiçbir zaman ‘mutlak olarak’ çok fazla sermaye olmaz, *fakat beklenen ortalama kâr oranını elde etmek için gerekenden fazla sermaye olur*” (Mandel, 2013, s. 152).

Sermayenin aşırı birikim eğilimi, genel olarak sermaye düzeyinde sermayenin büyümesini ve kapitalist üretimin, toplumsal üretimin her alanında egemen hale gelmesini sağlarken; bireysel sermayelerin özelleşmiş işlerde, farklı sermaye işlevleri

⁴² Marksist analiz, ana akım iktisadın tersine asla ‘denge’ gibi statik sonuçlara erişmez. Kesim içi ve kesimler arası rekabet, sermaye birikim sürecini her döngüsünde daha da ‘bunalımlı’ bir sürece doğru sürükler.

biçiminde ayrılarak *bağımsız sermayeler* olarak süreci devam ettirmeleri anlamına da gelir. Birikim süreci, birçok sermayenin farklı faaliyetleri altında birleşen bir işbölümü halini alır. Farklı üretim kolları ve sermaye işlevleri arasında “ileri-geri bağlantılar” oluşur (Hirschman, 1959). Örneğin, inşaat sektöründe yaşanan yoğunlaşma ve aşırı birikim, sermayenin üretim ve dolaşım süreçlerinin birçok farklı sermaye işlevi ve sermaye grubu arasında, bir işbölümü ile sürdürülmesi şeklinde sonuçlanmıştır. Gayrimenkulün üretim süreci, piyasa fiyatının belirlenmesi süreci (değerleme), satış süreci ve hem üretim hem de satış için gerekli olan para sermaye temini süreci sermayenin farklı sermaye işlevleri arasında rekabetçi bir işbölümünü beraberinde getirmiştir.

Öte yandan bu durum, sermayenin borç piyasalarına yönelmesi, sermayesini başka sermaye gruplarıyla birleştirmesi veya piyasadan tamamen silinmesi gibi sonuçlar yaratabilir. Bu sürece sermayenin merkezileşmesi denir ve “...her bir kapitalist, birçok kapitalistin başını yer. Bu merkezileşme ya da az sayıda kapitalistin çok sayıda kapitalisti mülksüzleştirilmesi ile birlikte... bütün ulusların dünya piyasası ağına sokulması ve böylece kapitalist rejimin uluslararası bir nitelik kazanması, giderek büyüyen ölçeklerde gelişir” (Marx, 2013a, s. 729).

Sermayenin merkezileşmesi, yoğunlaşması ve aşırı birikimi;

- i) Kredi mekanizması ve sermaye piyasalarının genişlemesi sürecini doğurur.
- ii) Sermayenin farklı sermaye işlevleri biçiminde ayrışması ve bütünleşmesi anlamına gelir.

Devam eden bölümlerde sermayenin farklı işlevleri ve bu işlevlerin sermaye birikim sürecindeki rolü, birikim sürecinde kredi mekanizması ile sermaye piyasaları konu edilecektir.

3.4.Sermaye İşlevleri: Üretken Sermaye, Ticari Sermaye ve Para Sermaye

Sermayenin genel formülünde (P-M...Ü...M’-P’) de açıkça incelendiği biçimiyle, sermaye bir toplumsal ilişki olarak ele alındığında, meta, para ve üretken

sermaye formlarına arka arkaya dönüşür ve bunların hepsinin içinden doğar. Sermaye; para-sermaye (P-M...Ü...M'-P'), üretken-sermaye (Ü...M'-P'-M...Ü) ve meta sermaye (M'- P'-M...Ü...M') devrelerinin her birinden geçerken toplumsal niteliğine bürünür. Sermaye bir işlevden başka bir işleve doğru birikirken, kapitalist değer sisteminde paranın farklı varoluşları -yani *para olarak para* ile *sermaye olarak para*- ona eşlik eder. Paranın bu iki varoluş biçiminin altında yatan temel unsur, basit meta dolaşımı ile genişleyen yeniden üretim arasındaki ayırmda ya da sanayi üretiminin toplumsal işbölümü içinde farklı sermaye işlevlerine bölünmesinde saklıdır.

Para sermaye devresi, sanayi sermayesinin genel ifadesi iken; işbölümü sebebiyle sanayi sermayesinin bazı işlevsel biçimleri, sanayi sermayesinden ayrılıp bağımsız gibi görünen işkollarına ayrışır. Örneğin, tüccar sermayesinin temel işlevi veya özgül doğası, mübadele işlemi yapmaya yönelmektir. Tüccar sermayesi iki biçimde ele alınabilir: meta alım satımı yapan ticari sermaye ve para alım satımı yapan ticari sermaye (Lapavitsas, 2003).

Üretken sermaye devresi sonunda ortaya çıkan artı-değer yüklü metaların gerçekleşmesi işinde “uzmanlaşmış ticari sermayesi” işlev görür. Bu uzmanlaşmış işlevin temel fonksiyonu, üretken sermayenin metalarını paraya çevirmektir. Metaların hareketini sağlarken de önce bunları satın alması yani bir miktar para-sermayeye sahip olması gerekir. Bu noktada, gerek çevrimin devir süresini kısaltmak gerekse de sermaye miktarını arttırmak için borç senedi veya ticari senetler gibi kredi-para biçimleri kullanır. Meta ticareti yapan ticari sermaye, *para-ticareti yapan ticari sermayeden* bunları satın alır, kullanır ve karşılığında kârından bir kısmını, kredi-paranın kirasına karşılık olarak öder. Ancak her iki sermaye işlevinin de kârının kaynağı üretim sürecinde açığa çıkan artı-değerdir.

Meta ticareti yapan tüccar sermaye, sanayi sermayesine veya üretken sermayenin sürekliliğine bağımlıdır. Çünkü ticari işlevi neticesinde elde ettiği kârın kaynağı, doğrudan üretim süreci sonunda gerçekleşen artı-değerdir. Ticari sermaye işlevi, hiçbir zaman kendi başına değer yaratmaz, kâr olarak dağıtılan artı-değerden pay alır:

“Aslen üretken olmayan, ama yeniden üretimin gerekli bir uğrağı olan bir işlev, iş bölümü nedeniyle, çok sayıda kişinin bir yan işi

olmaktan çıkarılıp az sayıda kişinin münhasır uğraşına, özel işine dönüştürülürse, işlevin karakteri dönüşüme uğramaz. Bir tüccar (burada yalnızca metaların biçim dönüşümünün yürütücüsü, yalnızca alıcı ve satıcı), işlemleriyle çok sayıda üretici için alım ve satım zamanlarını kısaltıyor olabilir. Bu durumda ona, yararsız güç kullanımını azaltan ya da üretim zamanının serbest bırakılmasına yardımcı olan bir makine gözüyle bakılmalıdır” (Marx, 2013b, s. 128).

Dolayısıyla sanayi sermayesinin üretim süreci sonucu elde ettiği metaların, para-sermayeye dönüşmesinde işlevi olan meta-sermaye, sanayi sermayesine ait bir sürecin tamamlayıcısıdır ve ona bağımlıdır. Ancak ondan bağımsız gibi görünen bir işkolu olarak ondan ayrışır.

Temelde borç alma ve borç verme ilişkisi içinde faaliyet gösteren, para ticareti yapan ticari sermaye işlevinin hareketi, paranın, *para olarak işlevleri* kapsamında değerlendirdiğimiz niteliklerini içerir: Paranın evrensel eşdeğer olmasından kaynaklı, tüm metalarla mübadele edilebilmesinde karşılık bulan kullanım değerinin kirasında faaliyet gösterir. Bu faaliyeti sonucu para ticareti yapan ticari sermaye, metalarda kristalize olan artı-değerin para formunda açığa çıkmasını sağlar. Paranın tüketim metalarının satın alınması için önden kiralanması karşılığında, üretimden doğan artı-değerden payını alır. Paranın dolaşım alanı için fiyatı -faizi- bu şekilde anlam kazanır⁴³. Bu açıdan para ticareti yapan ticari sermaye, kapitalist birikim sürecinin tamamlayıcı işlevlerinden birisidir. Meta ticareti yapan ticari sermaye işlevine benzer biçimde sanayi sermayesine bağımlıdır ve ondan bağımsız gibi görünen bir iş kolu olarak ayrışarak gelir akımı yaratır.

Sanayi sermayesi döngüsünde bir başka uzmanlaşmış işlev de paranın sermaye rolünden doğan ve para alım satımı yapan sermaye yani *faiz getiren sermayedir*. Bu işlev,

⁴³ Ana akım teori, parayı sadece dolaşım alanında “paranın zaman değeri” kapsamında inceler ve paranın fiyatındaki nicel değişimlerine odaklanır. Bunu yaparken, parayı apriori olarak, -sermayeyi soyutlama biçimine benzer şekilde- daha başlangıçta sermaye olarak ele alır. O yüzden parayı üretim süreci içinde kavramsallaştıramaz, parayı sadece mübadele alanından kavrar: “Paranın bir zaman değeri vardır. Bugün elde edilecek 1TL daima gelecekte elde edilecek 1TL’den daha değerlidir. Çünkü gelecekteki paranın elde edilmesi risklidir. Riskli para, garanti olan paradan daha az değer taşır.. Paranın zaman değeri faiz oranı ile ölçülür. Faiz oranı, paranın fiyatını gösterir” (Doğukanlı, 2018, s. 29).

paranın muhasebeleştirilmesi veya “finansal yönetim” gibi uzmanlık gerektiren alanlardaki faaliyetiyle iş bölümüne dahil olur.

Paranın, para-sermaye olarak kendini genişletebilmesinde karşılık bulan kullanım değerinin kirası, faiz getiren sermayenin esas işlevini teşkil eder. Bir başka ifadeyle, faiz getiren sermayeyi esas niteleyen şey, “...bir bankadan borçlanma fiili ya da faiz ödemesi değil, öduncün hangi amaçla kullanıldığıdır. Öduncün, para-sermaye olarak öndelenmesi ve bir sanayi sermayesi devresine girişte kullanılması gerekir. O nedenle faiz getiren sermaye kullanabilmek demek, yalnız borçlanabilmek değil, sermayeci olabilmektir” (Fine & Saad-Filho, 2006, s. 109). Para sermayenin, sanayi sermayesine aktarılması ile sanayi sermayesi, üretim süreci için gerekli olan üretim araçları ve emek gücü alımını gerçekleştirir. Paranın kullanım değerinden istifade eden sanayi sermayesi bunun karşılığında para-sermayeye faiz ödemesinde bulunur. Üretken tüketim sonucu ortaya çıkan artı-değerden, faiz ödemesi sonucu kalan ise faiz getiren sermayenin kârını oluşturur.

Sonuç olarak, *para-ticareti yapan ticari sermaye* genel olarak paranın alım-satımında yani kredi faaliyetlerinde temellenirken, *faiz getiren sermaye* ise para-sermayeyi artık-değeri mülk edinme için harekete geçirir. Bu faaliyetler sonunda, para ticareti yapan ticari sermaye, meta ticareti yapan ticari sermaye işlevine benzer şekilde, üretken sermayenin kârının bir bölümüne ortak olur. Faiz getiren sermaye ise “...artı değer faiz ile girişim kârına ayrılmasına yol açar ve nihayet, *para ticareti yapan ticari sermayenin* getirisi genel kâr oranıyla sınırlıyken, *faiz getiren sermayenin* getiri oranı normal kâr oranını aşar” (Fine & Saad-Filho, 2006, s. 111).

Kapitalist toplum geliştikçe para ticareti yapan ticari sermaye işlevinin üstlenicisi bankerlerden bankacılık sistemine doğru seyretilmiş (MSG, 2019) ve bankaların fonları da faiz getiren sermayenin mülkü olmuştur. Bu durum günümüzde hibrit bir hal almıştır. Yani temel faaliyet konusu fon transferi olan bankacılık sistemi ile sermaye piyasaları iç içe girmiş ve üretken, ticari ve para sermaye işlevlerinin kaynaklarını pratikte ayırt etmek zor hale gelmiştir. Sermayenin üç temel işlevini tekil sermayeler düzeyinde ele alırsak, birçoğu için bu işlevin kolayca ayrıştığını söylemek olanaklı olacaktır. Ancak genel eğilim bu işlevlerin her birinin kendi içinde uzmanlaşmış olduğu ve sermayenin

merkezileşmesi ile yoğunlaşması neticesinde büyük sermaye gruplarında bütünleştiği yönündedir (Fortune, 2019). Bu çerçevede, kapitalizme özgü temel dinamikler, (kredi sisteminin zorunlu gelişimi sermaye piyasasının genişlemesi, sermayenin merkezileşme ve yoğunlaşma eğilimi gibi) kapitalist gelişimin belirli bir aşamasında finans kapital olgusunu doğurur. Bu bütünleşme, sermayenin işlevlerine eş anlı hakimiyet kabiliyetine sahip olan ve bir bütün olarak sermayeyi denetleyebilen sermaye gruplarının oluşumlarına denk düşer. Türkiye’de holding biçiminde örgütlenmiş ve gayrimenkul piyasasında ticari ve para sermaye işlevleri ile faaliyet gösteren sermaye grupları bunun örneğidir.

Bir sonraki kısımda sermayenin yoğunlaşması ve aşırı birikimi etkisinde genişleyen ve merkezileşmesinde önemli rol oynayan finans sisteminin unsurlarına ve bu eğilimler çerçevesinde oluşan ‘modern kapitalizmin’ önemli belirleyenlerinden finans kapital olgusuna değinilecektir.

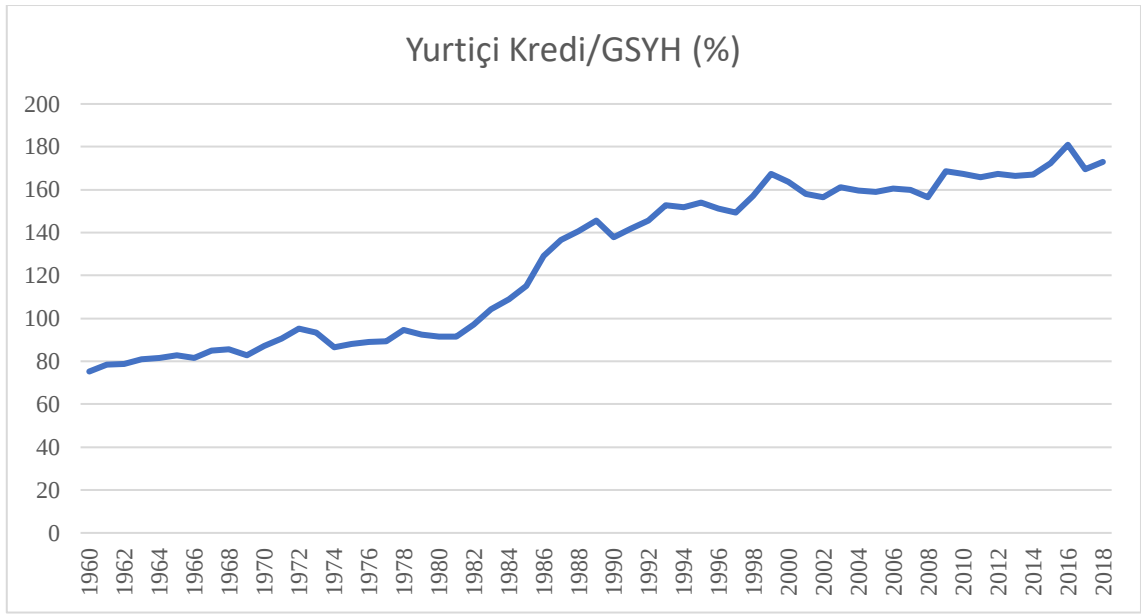
3.5. Para ve Sermaye Piyasaları, Anonim Ortaklıklar ve Finans Kapital

Kredi ilişkisi ilk bakışta, sermayeler arası borç alma ve verme fonksiyonunu yerine getiren bir araç veya tüketim nesnelerinin satın alınması için para işlevi gibi görünse de esasen sermayeler arası rekabette işlev gören ve üretim sonucu elde edilen artı-değerin mülk edinilmesi veya sermayeler arası bölüşülmesi için para sermayenin önden kullanılması anlamına gelir.

Kredi mekanizması; ticari sermaye işlevi yüklenen meta-sermayenin, üretken işlevi olan sanayi sermayesinin, devletin ve tüm işçilerin -kısacası toplumun- sahip olduğu para gömüleri, fonları ya da tasarrufları sayesinde varlık kazanır. Tüm bu gömüler “...finansal kurumlarda toplanıp merkezileştirilerek, sanayi sermayesinin kullanabileceği potansiyel para-sermayeye dönüşür” (Fine & Saad-Filho, 2006, s. 110). Sermayenin yeniden üretiminin vazgeçilmez uğrağı olan bu mekanizma para-sermayesinin güdümündedir. Bu sebepten, faiz getiren sermayeye erişim veya onun üzerindeki hakimiyet, birikimin “*nexus rerum*udur”⁴⁴ (Itoh & Lapavitsas, 2012, s. 252). Sermayenin kendini genişletmesi veya daha fazla yatırım, sermayenin aşırı birikim eğilimi sebebiyle

⁴⁴ Şeylerin bağlantı noktası. Bakınız: (Wikipedia, 2019).

bir yerden sonra öz sermaye yetersizliğini doğurur. Sermaye bu andan sonra yoğunlaşmadan kaynaklı dış kaynaklara ihtiyaç duyar ve örneğin daha ileri teknikleri içeren ve daha üretken olan bir üretim sürecini kurabilmek için para piyasalarına yönelir. Para-sermaye ihtiyacı faiz getiren sermaye işlevini genişletir. Yatırım kredilerinde ciddi bir atış söz konusu olur. Grafik 2’de finans sektörünün 1960’lardan günümüze kadar firmalara sağladığı kredilerin GSYH ile oranına yer verilmiştir:



Grafik 2 Dünya Ölçeğinde Finans Sektörünün Firmalara Sağladığı Yurtiçi Kredilerin GSYH’ye Oranı (%) (1960-2018)

Kaynak: (WorldBank, 2019).

Türkiye ölçeğinde ele alındığında finans sektörünün sağladığı kredilerin GSYH’ya oranı 1960 yılında %24,27 iken bu oran 2017 yılında %80,84’e yükselmiştir (WorldBank, 2019).

Para ticareti yapan ticari sermaye veya faiz getiren ticari sermayenin bu işlevinin gelişmesi bir yandan sermayenin merkezileşmesine benzer bir süreci doğurur: “...az sayıda bankacı fiili olarak kredi dağıtma tekeli eline geçirir” (Mandel, 1999, s. 96). Böylelikle, banka sermayesi giderek sanayi sermayesi içerisinde yer eder ve hatta büyük

işletmelerin sermayesine ortak olur.⁴⁵ Diğer yandan, ticari faaliyetin konusunun para olduğu birçok kurum ve aracın türemesine sebep olur. Hem para piyasalarının başlıca kurumu olan ticari bankaların işlevi genişler, hem de ticari bankaların işlevini yerine getiren yeni finansal aracı kurumlar ve araçlar oluşur: Hazine Bonosu, Repo, Banka Mevduatları, Finansman Bonoları, Banka Bonoları, Mevduat Sertifikaları, Euro-Dolar, Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler (Akgiray & Temizel, 2018), (Karan, Doğukanlı, Aras, & Korkmaz, 2018). Bu çeşitlenme ile nakit para yerine, türetilmiş finansal araçlar ve kredi-para geçer. Bu sayede sermayenin devir süresi kısılır veya kaldıraç etkisi yaratılır.⁴⁶ Kaydi para yaratma olanağına sahip bankalar, artık borç senetleri veya belirli bir varlığın borç teminatı üzerinden de yeni krediler yani yeni muhasebe kayıtları türetebilirler. Bu kayıtların temel işlevi mübadele sürecindeki “*değer dengesini*” bir süreliğine askıya almaktır. Gelecekte yaratılacak olan artı-değer, önceden bir taahhüt sözleşmesi ile pay edilir. Böylece, kredi-para kapitalist değer ilişkisini genişletir ve mülkiyet sistemini derinleştirir. Bu derinleşme, gelişen bilişim teknolojisi ile eklemlendiğinde günümüzde “finansal inovasyon” şeklinde ifade edilen birçok *operasyonel yeniliği* ve denetleyici/düzenleyici kurumları beraberinde getirir (Akçay & Güngen, 2014). Bu operasyonel yenilikler, geleneksel bankacılık işlemlerinin -yani kısa vadeli borçlanıp, uzun vadeli kredi sağlamanın- dönüşmesi ve banka konumunda bulunmayan -dolayısıyla standart bankacılık düzenlemelerine⁴⁷ tabi olmayan- mevduat bankacılığı ve yatırım bankacılığı arasındaki ayrımı da ortadan kaldıran kurumların türemesi anlamına da gelir: Sigorta şirketleri, faktoring şirketleri, finansal kiralama şirketleri, para piyasası fonları, tüketici finans kurumları, menkul değer şirketleri gibi. Günümüzde, söz konusu operasyonel yenilikler sadece bu kurumlarda değil bankaların kendi bünyelerinde de yürüttüğü işlemler haline gelmiştir. Geleneksel bankacılık sistemine paralel genişleyen

⁴⁵ Dünyada birçok örneği mevcuttur: Morgan, Dupont, Rockefeller, Mellon, Societe Generale, Lambert, Mitsubishi, Cleveland grupları gibi.

⁴⁶ Kaldıraç Etkisi, şirket öz-sermayesi 1 birim olan bir firmanın finansal araçlar kullanarak örneğin 3 birim para-sermaye borç alması ve bunu üretime yönlendirerek, 3 birimin kârından faydalanması şeklinde ifade edilebilir.

⁴⁷ Bankacılık düzenlemeleri ile kastedilen şey, “...bankacılık faaliyetlerinin Merkez Bankası veya kamu adına yetkili bir otorite tarafından düzenlenip denetlenmesi meselesidir. Örneğin Türkiye’de BDDK bankaların örgütlenmesinden yönetilmesine ve yaptıkları işlemlerin yasal çerçeveye uygunluğundan sermaye yeterliliğine kadar neredeyse bütün işlemlerini denetim ve gözetim altında bulundurmaktadır. Buna karşılık gölge bankacılıkla uğraşan kurumların bazıları Hazinesinin düzenleme ve denetimine tabi bulunuyor” (Eğilmez, 2014).

bu sisteme “gölge bankacılık sistemi” denir ve bu faaliyetlerin borçlanma düzeyleri geleneksel bankacılık sistemine kıyasla çok daha fazladır.⁴⁸

Yukarıda bahsettiğimiz *operasyonel yeniliklerin* somut ürünlerinin başında menkul kıymetleştirilen borçlar ve taşınmazlar gelmektedir. Menkul kıymetleştirme ile uzun dönemli borçlar, kısa sürede likidite edilebilen ve riski finansal katmanlaşmaya bağlı olarak artan finansal araçlara dönüştürülür. Bu borçlar bir havuzda biriktirilip, risk/getiri oranıyla ilişkilenen portföy gruplarına pay edilir ve finansal piyasalarda önceden belirlenen vade ve faiz oranı ile satılır. Ya da gayrimenkul gibi taşınmaz ve üretim sürecine dahil edilemeyen önceki yatırımlar, varlığa dayalı menkul kıymet şeklinde ifade edilen değerli kağıtlara ayrıştırılır ve yeni kredi olanaklarının taahhüdü vazifesi görürler. Menkul kıymetleştirme para ticareti yapan ticari sermaye işlevinin türevlenmesi ve bu işlevin tamamlanmasında rol oynayan farklı iş kollarının gelişimini beraberinde getirmiştir. Kredi derecelendirme ve sigorta kuruluşları bunların başlıcalarıdır.

Kısacası menkul kıymetleştirme, para-sermayeyi veya borç-sermayeyi genişletmiş, geleneksel kredi kanallarına yenilerini eklemiş ve kaldıraç oranını arttırmış, uzun dönemli borçları kısa dönemli finansal ürüne ve kredi-paralara dönüştürmüş, gayrimenkulleri sermaye işlevleri içerine çekmiş, farklı servet biçimlerini ve gelir akımlarını birbirine bağlamıştır. Tüketici borçları ile yatırımcılar birbirlerine bağlanmış ve birçok farklı sektör -özellikle gayrimenkul piyasası- finansal yapıda bütünleşmiştir. Sermaye işlevleri iç içe girmiş ve derinleşmiştir.⁴⁹

Bu çerçevede mali piyasalar, para piyasalarının yanında mülkiyeti esas alan sermaye piyasalarını da içerecek biçimde genişler ve geleneksel kredi kanallarına başka bir kanal daha eklenir (Girón, 2012). Sermaye piyasaları ve değerli kağıtları işlem gören anonim ortaklıklar, kapitalist kredi sisteminin geldiği en yüksek aşamaya tekabül eder

⁴⁸ Gölge bankacılık sistemi günümüzde özellikle Çin’de yoğun biçimde uygulanmaktadır (Collier, 2017).

⁴⁹ Bu derinleşme ve bütünleşme, “risk yönetim teknikleri” ve “finansal kurumlarda risk yönetimi” başlıkları altında toplanabilecek biri dizi akademik çalışma alanı yaratmış ve akademik literatürün de *kabarmasına* yol açmıştır. Örneğin, Türkiye’de GYO’lar üzerine yapılan çalışmaların büyük bir çoğunluğu Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının risk ve ile performansları arası ilişkilerine odaklanmıştır (Çelik & Manan, 2018).

(Satlıgan, 1988). Bu piyasalar birbirini besleyen ve aktif portföyleri iç içe geçmiş birimlerden oluşur. Örneğin bir banka pay piyasasında işlem görürken, eş anlı biçimde bankanın kredi açtığı bir anonim ortaklık da pay piyasasında işlem görebilmekte ve bu firmalar birbirlerinin hissesine ortak olabilmektedirler. Veya benzer ve farklı sektörlerde faaliyet gösteren firmalar, birbirlerinin sermayelerine, sermaye piyasası araçları ile ortak olabilmekte ve farklı sermaye işlevleri bu biçimde bütünleşebilmektedir. Pay piyasalarında işlem gören firmaların hisselerine sahip olmak mülkiyet üzerinde belirli bir oranda hak sahibi olabilmeyi taahhüt eder. Değerli kağıtların ve satın alama önceliklerinin paylara bölünerek yeniden piyasa işlemlerine konu olması, diğer adıyla menkul kıymetleştirme mekanizması, farklı mülkiyet biçimlerini ve aktörleri birbirine bağlar ve gelir akımları yaratır. Bu mülkiyet çeşidi doğrudan üretken sermayeyi içermeyebilir: Bir anonim ortaklığın hisselerinin halka arzı ve sonrası, ikincil piyasa işlemidir. Yani işlem gören hisselerin arz ve talep üzerinden belirlenen fiyatındaki artış doğrudan para-sermaye biçiminde üretim sürecine yansımaz. Ya da mülkiyet hakkı sunana değerli kağıt, ticari sermaye işlevindeki bir firmaya da ortaklık vadediyor olabilir. Ancak bu mülkiyet biçimi bir yandan da üretken sermayeyi içerir: Hisse senedi fiyatı firma için bir kredibilite anlamı taşır ve firma sahibi ya da yöneticilerinin mülkiyetindeki fonlar hızlı biçimde para-sermayeye dönüşebilecek potansiyel oluşturur. Bu çerçevede bu sermaye işlevi ve mülkiyeti doğrudan artı-değerden pay alabilir veya üretken sermayenin kârının bir bölümüne ortak olabilir. Marx, bu sermaye işlevini hayali sermaye şeklinde adlandırır (Marx, 2015, s. 400-417). Sermaye piyasaları bu açıdan bakıldığında, kapitalizmin aşırı birikim eğilimi beraberinde gelişmiş kurumlardır. Sermaye piyasaları sayesinde büyük ölçekte sermaye gerektiren işlemler finanse edilebilir ve gerçekleşecek olası değerler üzerinde hak sahipliği pay edilir. Örneğin büyük inşaat projelerinin finansmanı noktasında işlevi olan sermaye piyasası kurumu olarak GYO'lar, pay piyasalarında işlem görür ve büyük inşaat projelerini bu fonlar aracılığı ile finanse ederler. Bir yandan gayrimenkule konu olan alanlarda meta ticareti yaparak gayrimenkulün sermaye döngüsünde ticari sermaye işlevi görürler, diğer yandan sermaye piyasası araçlarına yatırım olanağına sahiplerdir. Pay piyasalarından fon toplar ve gayrimenkulün üretim sürecinde para-sermaye işlevi üstlenirler. Sermaye piyasası araçlarına yatırım olanakları bulunduğu için pay piyasasına açılan diğer şirketlerin hisselerine sahip olabilir ve üretim sürecindeki kârların bir kısmına ortaklık hakkı elde ederler.

Sermaye piyasası “...kapitalist mülkiyet ilişkilerinin yüksek bir biçimini cisimlendiren” (Satlıgan, 1988, s. 70) anonim şirketlerden oluşur. Anonim ortaklıklar, tekil sermayenin öz kaynakları ile üstesinden gelemeyeceği ölçekteki üretici gücün üretim sürecine koşulmasını olanaklı kılar. Bu durum sermayenin yoğunlaşma eğilimini ifade eder. Diğer yandan, yeniden üretim sürecine aktarılan para-sermaye miktarı⁵⁰ diğer şirket yapılarına kıyasla hem mutlak hem göreceli olarak fazla olduğundan, birikim sonucu elde edilecek kâr miktarı da fazla olur.

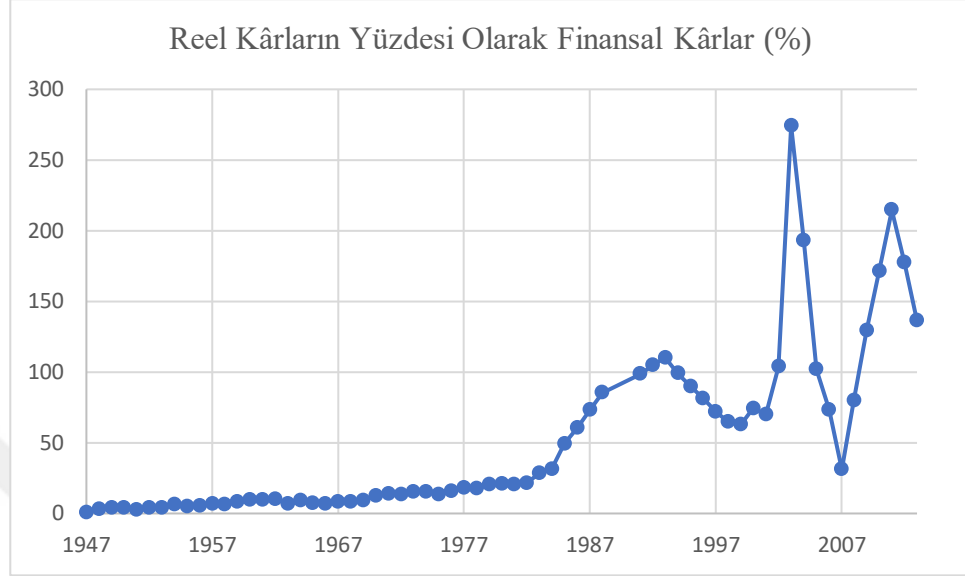
Anonim ortaklıklara dair, konumuz açısından da kritik önem taşıyan diğer bir husus da anonim şirketlerin iştirak sistemiyle sermaye işlevleri üzerindeki hakimiyetidir. Birden fazla üretim kolunda faaliyet gösteren, holding ve benzeri biçimlerde örgütlenerek tek merkezden yönetilen ve genellikle belirli bir sermaye grubuna veya aileye ait olan büyük sermaye grupları, iştirak sistemi ile bir bütün olarak sermaye işlevleri üzerinde hakimiyet kurmanın avantajına sahiptir. Holding iştirakleri farklı veya aynı iş kolunda sermayenin üç temel işlevi çerçevesinde faaliyet gösteren firmalardan oluşur. İrili ufaklı bu firmaların anonim ortaklık biçiminde örgütlenerek ve borsaya açılarak, hisse senetleri borsada işlem gören diğer firmaların mülkiyetine ve kârına ortak olma imkanı vardır. Mülkiyet ortaklığı, mülkiyetin el değiştirmesine ve sonunda sermayenin merkezileşmesine kadar olanaklı olan bir süreci içerisinde barındırır. Bu noktada ana akım iktisadın anonim ortaklıklarını fiyatlar düzeyinde, hisse performansları ile değerlendirmeye tabi tutması; tekil sermayenin genel olarak sermaye düzeyindeki pozisyonunu açıklama noktasında bir fikir verse de kapitalist mülkiyet ilişkileri ve altında yatan dinamiklere dair bir çözümleme sunamazlar. Hisse senetleri fiyatlarındaki dönüşüm, değerli kağıdın mülkiyet temsili üzerinde bir eksilme yaratmaz. Fiyatı piyasada arz ve talebe göre konum alan değerli kağıt hala bir kısım sermayedarın elindedir. Bu mülkiyet biçiminin avantajı, para-sermayenin kârlı tercihler doğrultusunda değerlendirileceği sektörün çabucak değiştirilebilmesidir. Bir başka ifadeyle, “...kağıt zenginliği aynı zamanda bir sermaye mülkiyet biçimidir. Finansal kayıplar, zengin sahiplerinin mülkiyet hakkından mahrum kaldığı anlamına gelmez.. Mali yatırımların hareketliliği ve likiditesi,

⁵⁰ Anonim ortaklıklar, yeniden üretim süreci için gerekli olan para-sermayeyi banka kredisi biçiminde edindiğinde dahi, diğer ortaklık türlerine kıyasla itibarı daha yüksek olduğundan, kredibilitesi her zaman daha yüksektir.

en büyük getirilerin beklendiği sanayi sektörünü seçmeyi kolaylaştıran unsurlar” (Brunhoff S. , 2007) olurlar.

Hisse senetleri fiyatlarındaki dönüşüm, gerek bireysel katılımcılar gerekse de firmalar nezdinde bir gelir akımı oluşmasına da yol açar. “Düzenli bir para gelirinin bu yoldan sermayeye dönüştürülmesine kapitalize etme, bir gelirin kapitalize edilmesi denir; sermayenin kendisi ise hayalî sermaye adını alır. Buna hayalî sermaye denişi, sermayenin gerçek değerlendirme süreci -ki yalnız üretim alanında yer alabilir- ile olan bağlantısının kaybolmasından ötürüdür” (Satlıgan, 1988, s. 73). Sermaye; para-sermaye, meta-sermaye ve üretken sermaye gibi işlevlere bürünürken, hayali sermaye bu işlevlerden bağımsızlaşır; kendine özgü, *menkul* bir hal alır ve spekülâtif biçimde işlem görür. Bu spekülâtif alan, alınıp satılan değerli kağıtlardan oluşur: Paylar, borsa yatırım fonları, aracı kuruluş varantları, gayrimenkul sertifikaları, opsiyon sözleşmeleri vb. Bu alanın spekülâtif olması hiçbir biçimde *gerçek dışı* ve üretimden kopuk olduğu anlamına gelmez. Borsada işlem görüp de fiili bir faaliyetin konusu veya türevi olmayan bir değerli kağıda henüz rastlanmamıştır. Ancak diğer yandan, bu değerli kağıtların, sermayenin gerçek değerinden bağımsız, finans piyasalarındaki fiyat-zaman önceliğine göre sıralanan emirlerin belirleyiciliğinde oluşan kendi fiyatları vardır. Spekülasyonun konusu, pay senedi alım-satımı yapan firmaların veya kişilerin, fiyat dalgalanmalarından kaynaklı kazançlarıdır. Ancak sermaye piyasalarının temelde varoluş sebebi veya işlevi, firmaların spekülâtif al-sat işlemleriyle kâr elde etmesinden ziyade; yukarıda açıklamaya çalıştığımız, sermayenin aşırı birikim eğilimine karşı bir eğilimidir. Yeni yatırımlar için asgari sermaye miktarının kesim içi ve kesimler arası rekabet sebebiyle, birikimin her devresinde yükselmesi, daha doğru bir ifadeyle; sermayenin aşırı birikim eğilimi sebebiyle sermayenin, ortalama kâr oranlarını yakalamak için her seferinde daha fazla sermayeye ihtiyaç duyması madalyonun bir yüzüdür. Madalyonun diğer yüzü ise, kâr oranlarının sıkışması sebebiyle sermayenin yatırımlarını fiili üretim sürecinde değerlendirmek yerine, sermaye piyasası aracılığı ile kârlı sektör ve yatırım alanlarına kaydırma istediğidir. Sermaye piyasaları, sermayenin farklı sektörlerde değerlendirilmesini yani sermaye hareketliliğini olanaklı hale getirirken, sermaye de spekülâtif alanda değerlendirme olanağı yakalar. Bunun birikim açısından karşılığı aşırı biriken hayali

sermayedir. Bu çerçevede, Grafik 3’de dünya ölçeğinde reel kârların yüzdesi olarak finansal kârların payı gösterilmiştir.



Grafik 3: Dünya Ölçeğinde Reel Kârların Yüzdesi Olarak Finansal Kârlar
Kaynak: (Carchedi, 2017)

Finansal kârlar, gerçek kârların maliyeti ölçeğinde büyüyebileceğinden, spekülâtif olmadıkları müddetçe reel kârların altında kalırlar. Diğer bir deyişle, sadece muhasebe kaydı olarak var oldukları müddetçe gerçek kârlardan yüksek olabilirler. Bu büyümenin, yani hayali sermayenin sınırı ise gerçek paraya bağlandığı anda son bulur. Yukarıda görüldüğü gibi 1970’li yıllara kadar gerçek kârın altında seyreden finansal kârlar, 1980’den sonra yükselişe geçmiş ve 2000 yılı sonrasında reel kârları aşmıştır. Bu sermayenin spekülâtif alanda değerlendirildiğinin ve gerçek değerlendirilmenin üzerinde seyrettiğini bize gösterir. Çünkü değerin kendini büyütmesinin tek olanağı üretim sürecine konu olmasıdır. Bu ivmelenme 2001 sonrası finansal kriz ile neticelendiğinde ise reel ve finansal kârlar hızla düşüşe geçmiştir.

Bu durumun sonunda, anonim şirketler ve beraberinde gelişen sermaye piyasası, bir yandan sermaye işlevleri arasındaki uzmanlaşmayı derinleştirir. Diğer yandan finans

kapitale, sermaye işlevlerine hakimiyet kurabildiği ölçekte yatırımlarını kârlı alanlara transfer etme olanağı sunar.

Sermaye işlevleri üzerinde eş anlı hakimiyet kurabilen sermaye grupları olarak ifade edeceğimiz finans kapitalin tarihsel oluşumu 19. yüzyıl sonu ve 20. yüzyılın başında birçok sektörde üretimin büyük kısmını ele geçiren tekellere dayanmaktadır. Tekellerin pazar paylaşımı ve finans-sanayi kesiminin kaynaşması ile büyük sermaye kapitalizminin kalıcı olgu haline gelmesi Hilferding'in finans kapital kavramını geliştirdiği ortamdır.

Hilferding'e göre, sermayenin merkezileşmesi ve yoğunlaşması neticesinde, kartel ve tröstler oluşmuş ve bu eğilimlerle beraber banka sermayesi ile sanayi sermayesi arasındaki bütünleşme sistemin temel eğilimlerinden biri olmuştur (Hilferding, 1995, s.47). Bu sürecin temel belirleyeni ise bankalar olmuş, sanayi artan ölçekte banka sermayesinin artan egemenliği altına girmiştir. Bu hakimiyet ticaret sermayesini de içerecek biçimde genişlemiştir. Kısacası, sermayenin üç temel işlevi olan para sermaye, üretken sermaye ve ticari sermaye tekeli bir nitelik taşıyacak biçimde birleşmiştir (Hilferding, 1995). Hilferding, özellikle bankalar ve sanayi firmaları arasındaki bütünleşmeye odaklanarak, bu bütünleşmeye öncülük eden sermaye işlevinin para sermaye işlevi olduğunu belirtmiştir. Bu çerçevede finans kapital kavramı, finans sermayenin, sanayi ve ticaret sermayesi üzerindeki hakimiyetini ifade eder. (Hilferding, 1995). Bu işlevsel biçimlere karşılık gelen faaliyetler de finans kapitalde içe içe geçmiş haldedir. Bu sebepten finans kapital sadece para sermayenin genişlemesi anlamında değil sermayenin bir bütün olarak işlevlerinin bütünleşmesine işaret eder. Söz konusu bütünleşme “basitçe, bir bireysel sermayenin finans, sanayi ve ticaretle aynı anda uğraşmasından daha farklı bir olguya işaret etmektedir. Finans kapital kavramı, sermayenin farklı bireysel sermayeler biçiminde örgütlenmiş, ayrı kısımlarının yeniden birleşmelerini anlatır” (Öztürk, 2008). Bu açıdan finans kapital kavramını bütünleşmeyi vurgulayacak biçimde; üretken, ticari, para sermaye döngüleri üzerinde eşanlı kontrol kuran sermayeler olarak ele almak daha açıklayıcı durmaktadır. Bu çerçevede, finans kapital kavramı bu çalışmada sadece kapitalizmin geldiği belirli bir aşamayı işaret etmesi anlamında kullandığımız bir kavram değildir. Kavram aslında sermaye birikimini, toplumsal bir ilişki/kategori olarak soyutlarken altını çizmek istediğimiz, kapitalist

üretimin gelişmesiyle birlikte üretimin toplumsal bir nitelik kazanması olgusunu da içerir. Sermayenin üç temel fonksiyonun eş anlı varoluşu/hareketi, farklı sektörlerin tekil sermayeler nezdinde eklemlenmesini sağlar. Bu ise sermayenin toplumsal organik bir bütüne bürünmesi anlamına gelir. Bu çerçeveden düşünüldüğünde kapitalist sermaye birikim süreci, eskiye özgü tekil üretim dolaşım ve yeniden üretim faaliyetlerini de içine alacak biçimde genişler ve toplam toplumsal üretimin yegane ve alternatifsiz bir biçimi şeklinde kendisini yeniden üretir.

3.6. Kapitalist Gelişim ve Finansallaşma Olgusunun Tarihsel Arka Planı

‘Finansallaşma’ kavramının kullanımı dahilinde, yaklaşımların birçoğunun temelinde kapitalizmin tarihsel olarak farklılaştığı düşüncesi vardır. Bu farklılaşma bir yandan kapitalist ekonominin işleyişine dair yapısal dönüşümleri işaret ederken, diğer yandan da yaşanan süreci dönemlendirme noktasında karşımıza çıkar.

Finansal derinliğe dair ilk belirtilerin 1960'lı yılların başında gözlemlenebilmesi olanaklıdır. Bu semptomlar; sabit kur sistemlerinin ortadan kaldırılmasına ön ayak olan fonların varlığı, Euro-dolar piyasasının spekülatif işlemler için önem kazanması, ticari bankacılık faaliyetlerinde menkul kıymetleştirmenin artan payı⁵¹, yatırım bankacılığının genişlemesi (Güngen, 2010), risk analizi üzerine bilgisayar algoritmalarının yaratılması ve bilgisayar teknolojisinin bir network kurma niyetiyle biçimlendirilmesi şeklinde sıralanabilir. Bu noktada erken kapitalistleşen ülkelerde finansal yatırımlarla, finansal araçlar giderek genişlerken; geç kapitalistleşen ülkelerde de menkul kıymetler borsalarının kurulması, tahvil ve bonoların el değiştirmesi için ikincil piyasaların oluşturulması ve devletlerin tahvil ihracını benimsemesi sürecin göstergeleri olmuştur.

⁵¹ “...Menkul kıymetleştirme, kredi kurumlarının ya da ajanslarının bütçelerinin, müşterilere verilen kredilerin (mortgage, aynı zamanda da kredi kartları borçlarının) bankacılık sektörüne satılarak temizlenmesine olanak verir. Bunlar farklı riskler içeren (iyiden daha kötüye) kredi havuzlarıdır ve bu temelde bu menkul değerler, kısa dönemli borçlar yoluyla alış fiyatlarını fonlamak üzere keyfi bir biçimde yaratılmış olan finansal yapılara (özel amaçlı kanallar ya da araçlara) satılır. Sonunda tahviller hedge fonları, yatırım bankaları ya da emeklilik fonlarına konulur. Bu karmaşık finansal mühendislik, bankaların bütçelerini bu kredilerden temizleyerek yeni krediler verebilmelerine ve böylelikle toplam kredi miktarını suni bir şekilde artırmalarına (kaldıraç etkisi) olanak verir. Bu bir çeşit dilimlerin çoğaltılmasıdır, çünkü yaratılmış bir artı değer bir parçası üzerinde bir hak olarak menkul değerlerin akışı ile sadece parasal olarak katlanan faiz ve kazanç paylarının akışının ayrılması riski, menkul kıymetleştirme (kaldıraç etkisi) yoluyla kredilerin çoğaltılmasına içseldir” (Marazzi, 2009, s. 4).

Erken kapitalistleşen ülkelerde finansal alanın derinleşmesi, finansal piyasadaki işlemlerin ve finansal araçların sayısındaki artışa referansla kullanılmaktadır. Finans piyasalarında işlem gören para hacmi, gerek ticaretin gerekse üretimin parasal hacminin oldukça üzerindedir.⁵² Borç paketleri, tüketici kredilerinin akıbeti, finansal türevlerin çeşitliliği, devasa finansal fon varlığı üzerinden ekonominin işleyişi gibi fenomenler birçok çalışmanın odak noktasını teşkil etmektedir. Finansal derinliğin sebebi yerine, çıktıları üzerine yoğunlaşan çalışmalarda ise geç kapitalistleşen ülkeler -yükselen piyasalar- özelinde finansallaşma süreci inceleme alanı olarak kıymet görmez. Temelde çalışmaların odağına erken kapitalistleşen ülkeler yerleştirilir. Bir diğer deyişle, “...geç kapitalistleşen ülkelerde finansallaşmanın nasıl yaşandığı ve bunun yansımaları yeterince tartışılmaz” (Güngen, 2010, s. 91). Bu çerçevede finansallaşma olgusunu sermaye birikimin eğilimleri, kapitalist gelişimin dinamikleri ve geç kapitalistleşen ülke ekonomisinin özgünlükleri bağlamında ele almak daha bütünlüklü bir çerçeveye sağlayacaktır.

Finansal sistemin gelişimi ve dönüşümü, üretim sürecinin ihtiyaçları çerçevesinde, artı-değerin çekilebilmesinin olanaklarıyla ilgilidir. Bir diğer deyişle, finansallaşma bir strateji olarak, üretimi sürdürmek için finansal alana bağlı olmayı ya da üretim sürecinde değerlendirme sorununun üstesinden gelme için bir araç olmayı ifade edebilir. Ancak bu onun üretimden kopuk ve kendinden menkul bir işleyişi olduğu anlamına gelmez. Bu noktanın altını çizmemizin nedeni, üretim alanından kopuk ele alındığı ölçekte, yaşanan süreci çözümleyen çalışmaların, toplumsal bir ilişki olarak sermayeyi tanımlamaktan uzaklaşması yani sermayenin emek gücünü işe koşma ve artı-değeri ondan çekip çıkarma zorunluluğunu gizlemesidir.⁵³ Bu zorunluluk bizatihi kapitalist üretim tarzının zorunlu bir yasası olan sermaye birikimi ile ilintilidir. Bir başka

⁵² “Günümüzde sınır-ötesi (cross-border) para transferlerinin yalnızca yüzde 2 veya 3’ü doğrudan ticaretle bağlantılıdır. Geriye kalan yüzde 97 ise ticarettten bağımsız para-sermaye hareketleridir (Bryan, 1995, s. 79)’dan aktaran (Öztürk, 2006, s. 21).

⁵³ Örneğin Yılmaz ve Uçak finansallaşma sürecini inceledikleri çalışmalarında, finansal genişlemenin gelir bölüşümü dengesizliklerine yol açtığını vurgulamış ve üretim maliyetleri değer teorisi içinde değerlendirebileceğimiz bir yaklaşımla, bölüşüm sorununu düzenleyecek bir düzenleme tarzına vurgu yapmışlardır. Bu tarz yaklaşımlar, mülkiyetin sınıf karakterini gizlemekte ve üretim ile finansal alanın bağıını koparmaktadırlar. Söz konusu çalışmada finansallaşma olgusu, “...1970’li yıllardan sonra dünya ekonomilerinde teknolojik ilerlemeler ile desteklenen, mal üretimi ve bunun ticareti yerine finansal kanallar vasıtası ile yaratılan gelirlerle ilişkili olarak, para sermayenin reel sektör dolanımından ziyade finans kesiminde geliştirilen yeni mekanizmalarla kendini çoğalttığı bir birikim biçimi olarak” (Yılmaz & Uçak, 2012, s. 81) tanımlanmıştır.

ifadeyle: “Sermayenin ... bir tek dürtüsü vardır: değerlenmek, artık değer yaratmak, değişmez kısmı ile, üretim araçları ile, mümkün olduğu kadar büyük bir artık emek kütesini yutmak. Sermaye, vampir gibi ancak canlı emeği emerek hayatta kalan ve ne kadar fazla canlı emek emerse o kadar uzun yaşayan ölü emektir” (Marx, 2013a, s. 230).

Sürecin ne kadar yeni olduğu ise kapitalizmi dönemleştirme tartışmalarına atıfla, kapitalizmin temel eğilimleri içerisinde incelenebilecek bir başka sorunlu alanı teşkil etmektedir. Kapitalizmi aşamalarla dönemleştiren çalışmaların, “...gizli bir denge perspektifine yönelerek, dengeye getirici mekanizmalarla, yeniden üretim sürecine” (Tanyılmaz, Dalgaları Aş(ama)mak- Kapitalizmi Dönemleştiren Teoriler Üzerine Düşünceler, 2002) odaklanıyor oluşu, süreci bütünsellik içerisinde anlamının önünde engeldir. Oysa, finansal hareketliliğin ön plana çıkması, sermayenin biçimlerinin (para sermaye, meta sermaye, üretken sermaye) analizi ve dönemin karakterini niteleyen kapitalizmin yapısal kriz potansiyeli ile anlaşılabilir. Sermayenin uluslararasılaşması, sermayenin büründüğü başlıca biçimleri⁵⁴ olan para-sermaye, meta-sermaye ve üretken sermayenin uluslararası hareketliliğini ifade eder. Bu üç formun ise tarihsel olarak eşitsiz gelişen bir niteliğe sahip olduğunu vurgulamak gerekir. Sermaye biçimlerinin uluslararası hareketliliği bir bütün olarak dönemi karakterize edebilir (Albo, 2004). Bu noktada vurgulamak istediğimiz şey, sermayenin uluslararası anlamda, açığa çıkma biçimlerinin, birikim tarzıyla yakından ilgili olduğudur. Bir diğer ifadeyle, “...her ne kadar sermayenin uluslararasılaşmasının başlıca aşamaları şematik olarak bu şekilde ayrıştırılabilirse de farklı devrelerin (veya üretim alanıyla dolaşım alanının) gerçekte iç içe geçmiş olduğudur. Sermayenin bu üç temel formunun tarihsel hareketi eşitsizdir, ancak bunlar birbirinden kopuk süreçler değildir” (Öztürk, 2006, s. 4). Birbirine içsel olarak bağlı bu sermaye kategorilerinden biri birikim sürecinin belirli bir aşamasında öne çıkıp, kapitalizmin genişlemesi ve kendini yeniden üretmesi noktasında belirleyici olabilir. Dolayısıyla değişen şey “süreklilik arz eden dinamiklerin işleyişinde ortaya çıkan farklılaşmalar ve farklılaşmaların somutlaştığı sonuçlardır” (Türkay, 2009, s. 257) Bir

⁵⁴ Sermayeni genel formülü (P-M-P') bir bütün olarak üç devreden oluşur: Para-sermaye (P-M...Ü...M'-P'), üretken-sermaye (Ü...M'-P'-M...Ü) ve meta sermaye (M'-P'-M...Ü...M') devreleri (Desai, 1977, s. 16).

birikim tarzından⁵⁵ diğer birikim tarzına farklılaşan gerçekleşme biçimleri ve bunların bir bütünsellik içinde nasıl hareket ettiğine odaklanmak (Tanyılmaz, Dalgaları Aş(ama)mak- Kapitalizmi Dönemleştiren Teoriler Üzerine Düşünceler, 2002) bugün yaşanan sürece dair çok daha geniş bir perspektif sunacaktır.

Kapitalist üretim, ilk oluşumunda belirli bir sermaye birikimini mantıksal olarak ön gerektirir. İlkel birikim, tarihsel olarak kapitalist üretim biçiminin ilk olarak geliştiği Kıta Avrupa'sında kapitalizmin gelişiminin motor gücüydü. Özellikle İngiltere, pamuk endüstrisi ve sömürgeci yayılma stratejisi ile "...kapitalist koşullar altında endüstri devrimine öncülük etmeye hayranlık duyulacak kadar uygun... ve buna olanak veren bir ekonomik konjonktüre sahipti" (Hobsbawm, 2016, s. 60). Kapitalizmin ilk ortaya çıktığı dönem, dünya ticaretinin uluslararası hacminin artışı ile düşünüldüğünde, kapitalizmin yayılışının ve erken kapitalistleşen toplumların diğer toplumlarla eklemlenmesinin ilk evrelerinin oluşumuna karakterini vermiştir. Diğer bir deyişle, sermayenin uluslararasılaşmasının ilk evrelerinin meta-sermayenin hareketi ile karakterize oluyor oluşu, kapitalizmin diğer toplumlarla eklemlenme biçiminin de temelini oluşturmuştur.

Sürece tarihsel olarak, geç kapitalistleşen ülkeler nezdinde bakıldığında, ticari sermaye birikiminin, bu ülkelerde kapitalist üretimin gelişimini önceleyen unsur olduğu görülür (Weeks & Dore, 1979). Benzer şekilde, Türkiye'de Kıta Avrupası'ndaki ilkel birikimin itici gücü yerini, ticari birikimin olanaklarına bırakmıştır. Bunun neticesinde, geç kapitalistleşen ülkelerde, egemen sınıfların gelişiminde, ticari sermaye birikim olanaklarına erişmiş ticari burjuvazi, meta-sermaye işlevi ile kapitalist gelişim sürecine damgasını vurmuştur. Genişleyen ticari ilişkiler, erken kapitalistleşen ülkelerle, diğer toplumlar arasındaki ilişkiyi kurmuş olsa da bu durum kapitalist üretim ilişkisinin toplumun bütününde egemen biçim olması anlamına gelmediği gibi, süreç, "eşitsiz-birleşik gelişme eğilimi dolayında ve etkisine bağlı olarak" (Ercan, 2002, s. 24) gelişmiştir. Bu süreç realizasyon baskısı ve ucuz hammadde gereksinimi ile şekillenmiş ve erken kapitalistleşen ülkelerde mutlak artı değere dayalı üretimden, göreceli artı-değere geçişin temellerini oluşturmuştur (Öztürk, 2006, s. 3). Bu tarz birikim, sonraki

⁵⁵ Bir birikim tarzını ayırt eden unsurlar; sermayenin organik bileşimi, değişmeyen sermayenin sabit ve dolaşan sermaye arasındaki dağılımı, artı-değer oranı, birikim haddi, sermaye devir hızı ve Departman I ve Departman II arasındaki ilişkiler şeklinde sıralanabilir (Mandel, 2013).

dönemlerde, birikim sürecine özgünlük kazandıracaktır. 1960 ve 1970 yıllarda sanayi üretimine geçen, holding biçiminde örgütlenmiş ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ile gayrimenkul sektöründe faaliyet gösteren sermaye gruplarının birikimlerinin temeli, 1900’lü yıllarında başından 1950’lerin ortalarına kadar ticari sermaye yönünde olmuştur. Bu noktada meta sermayenin hareketliliği bir ölçekte para sermaye hareketliliğini de gerektirmektedir.

Türkiye’de kapitalist gelişim sürecinde para-sermaye ihtiyacı 1900’lü yıllardan günümüze kadar, gelişim sürecinin temel belirleyenlerinden biri olmuştur. 19. yy. sonu ve 20. yy. başlarına baktığımızda, para sermaye ihracının devletler arası borç ve kredi ilişkileri biçiminde hareketlilik kazandığını söylemek olanaklıdır. Özel amaçlı devlet bankalarının kurulduğu dönem olan 1933-1944 yılları arasında, Sümerbank(1933), Etibank (1935), Denizbank(1937) “sanayi planlarında yer alan işletmelerin kurulması işletilmesi ve finansman ihtiyaçlarının sağlanması” (Başar & Coşkun, 2006, s. 28) amacıyla devlet tarafından kurulmuştur. Devam eden dönemde, 1950 yılında Türkiye Sınai Kalkınma Bankası kurularak ve banka dışarıdan alınan kredilerin içeride sanayi kollarına aktarılması işlevi üstlenerek (Çonkar, 1988), “ticari sermayenin sanayi kesimine yönlendirilmesinde yol gösterici” (Coşar, 2010, s. 8) olmuştur.

Kapitalizmin 1929 yılındaki krizi ve 1940’lı yıllara kadar olan etkileri, meta sermayenin uluslararası hareketini olumsuz yönde etkilemiştir. Ancak bu durum dünya ekonomisine hammadde ihracatı ve sınai ürün ithalatı üzerinden eklemlenen Türkiye gibi ülkelerde ilk sanayi yatırımlarının oluşmasının yolunu açmıştır (Boratav, 2016, s. 63). Ticari birikimdeki bu kesintinin etkisiyle “1954 öncesinde ithalatın %20-%25’ini oluşturan tüketim mallarının ithalattan payı %10’un altına düşmüştür. Bu gerileme bir yandan mal yoklukları, kuyruklar ve karaborsaya; bir yandan da ithalatı tüketim mallarında ikame eden bir sanayileşme sürecine yol açmıştır” (Boratav, 2016, s. 108).

Ticari sermaye birikiminin temelini hazırladığı ve 1950’li yılların sonunda birikimin içeride üretken sermaye niteliğiyle sürdürülmesine olanak sağlayacak temel unsur kapitalist sanayileşme sürecidir. Bu süreçte, “...sermaye birikiminin kendi içinde bütünsel bir mantığa sahip üretim, tüketim, bölüşüm ve kurumsallaşma düzeylerinde *farklılaşan pratikler* birbirini dışlayan değil tamamlayan” (Türkay, 2009, s. 208)

unsurlardır. Bu çerçeveden bakıldığında, “ithalatı tüketim mallarında ikame eden bir sanayileşme”, “üretim araçlarının ithali ile olanaklı bir sanayileşme” ve “özellikle döviz biçiminde sermaye ihtiyacı ile ilerleyen sanayileşme” şeklinde farklılaşan pratiklerin her biri, kapitalist gelişim sürecinin tamamlayıcısı niteliğindedir.

Kıta Avrupası’nda kapitalist gelişim sürecinin ilk aşamalarında elbirliği, manifaktür ve fabrika tipi üretim doğrultusunda bir gelişim çizgisi gözlemlenirken, Türkiye gibi geç kapitalistleşen ülkelerde bu sıra doğrudan fabrika tipi, makinalı üretimle başlamıştır. Türkiye burjuvazisinin, uluslararasılaşan ticari sermaye ile eklemlenme süreci de bu dönemde anlam kazanır. Fabrikaların kurulması sürecinde gerekli olan hammadde, üretim aracı ve bilgi (teknoloji, know-how, patentler, telif hakları...) o dönem, erken kapitalistleşen ülkelere temin edilmiştir. Kapitalist sanayileşme sürecine geçişte, belirli bir sektörde üretime başlamak için gerekli olan para-sermayeyi, evvelden ticari birikimi yoluyla edinmiş sermaye grupları sektörün ‘ilklerinden’ olma avantajını da elde etmiştir. Bu durum, Türkiye’de özellikle 1950 ile 1980 arasında faaliyete geçen işletmelerin, günümüze kadar ilgili sektörde tekel pozisyonunda devam etmelerinin nedenlerinden biridir. Özellikle montaj sanayinde sağlanan kârlar hem ticari hem de üretken sermaye birikiminin önünü açmıştır (Aker, 1975).

İçer yönelik sermaye birikim sürecinin başladığı bu yıllarda, devlet bir fiil sürecin aktörlerinden biri olmuştur. Özellikle döviz biçiminde para-sermayeye olan ihtiyaç, devletin döviz kuru üzerinde bir dizi önlem almasıyla, karşılanmaya çalışılmıştır. Kurun serbest piyasada belirlenmesinin önüne geçilerek, sabit kur politikasına gitmek, “...bir yandan aşırı değerlenmiş kur sayesinde üretim için gerekli ithalatı *ucuzlatmış*, diğer yandan ise ihracata yani dünya pazarına yönelme bir anlamda *sınırlanmıştır*” (Ercan, 2002, s. 43). Devletin bu tarz koruma önlemleri, söz konusu dönemin kalkınma literatüründe “ithal ikamesine dayanan kalkınma stratejisi” olarak adlandırılmasının dayanak noktasıdır ((Bruton, 1970)’dan aktaran (Ercan, 2002)). Bu politikalar, belirli bir sektörde üretime başlayabilen sermaye gruplarının ‘tekel’ niteliğine bürünmeleri ve bu avantajı da uzun süre koruyacak yatırım olanaklarına sahip olmaları anlamına gelmektedir. Türkiye’de kapitalist gelişimin tekelsel niteliği özellikle 1970’lere daha da belirgin hale gelecektir (Gevgili, 1989). Türkiye’de GYO’ların bağlı oldukları holdingler,

bu özellikleri taşıyan, 1940’lı yıllarda ticari birikim olanaklarına sahip olmuş ve 1950 sonrasında başladıkları üretken faaliyetlerini önemli ölçüde sürdüren halen sektörlerinin öncü sermaye gruplarıdır.

1970’li yıllar, erken kapitalistleşen ülke ekonomilerinde kâr oranlarının düşüşe geçtiği yıllardır.⁵⁶ Bu dönem; sermayenin üretken alanlarda yeterli düzeyde kârlı yatırım olanakları bulamadığı, erken kapitalistleşen ülke ekonomilerinde sermayenin finansal alanda değerlenmeye yöneldiği, kredi genişlemesi ile biçim bulan para-sermayenin uluslararasılaştığı bir dönemdir. Dönem aynı zamanda üretimin dünya ölçeğinde yeniden yapılandığı ve üretim coğrafyasının Kore, Tayvan, Malezya gibi ülkelere kaydığı, metaların farklı kısımlarının farklı coğrafyalarda üretildiği bir dönemdir.

1980’li yıllardan sonra geç kapitalistleşmiş ülkeler özelinde ihracata yönelik birikim çerçevesinde üretim araçları ve hammadde ihtiyacına bağımlı artan döviz biçiminde para-sermaye ihtiyacı, para-sermayenin erken kapitalistleşen ülkelere geç kapitalistleşmiş ülke ekonomilerine seyreden uluslararasılaşma dinamiğini hızlandırmıştır. 1980’li yıllardan sonra görünür hale gelen⁵⁷ para-sermayenin uluslararasılaşması süreci, para-sermaye akımların artan hareketliliği ile finansallaşma olgusunun temelini hazırlamıştır. Bu çerçevede birçok sektörde sermaye işlevleri arasındaki işbölümü iç içe girmiş, yerli üretken sermaye ile uluslararası finans sermaye daha da eklemlenmiş ve üretim ile finansın bağı -kopmak bir yana- kapitalizmin çelişkilerini içerek ölçekte derinleşmiştir.

Bu dönemde sermayenin uluslararası ölçekte birikim mantığını düzenleyen para-sermayenin organizasyonudur. Sermayenin üretken alanlarda yeterli düzeyde kârlı yatırım olanakları bulamadığında para-sermaye biçiminde spekülâtif alana yönelmesi, aşırı birikim kavramı ile açıklanabilir. Marx’a göre (Marx, 2015) sermayenin aşırı bolluğu ile metaların aşırı üretimi aynı durumun farklı biçimleridir. Bu sebepten, “durgunluk ve bunalım dönemlerinde üretken alanlarda yeterli düzeyde kârlı yatırım olanakları bulamayan ‘aşırı’ para sermaye borç-sermayeye dönüşerek, kredi ve borsalara (spekülasyon) yönelir” (Bahçe & Köse, 2010, s. 15). Burada bahsettiğimiz genel olarak

⁵⁶ Bakınız **Grafik 1**

⁵⁷ Bakınız **Grafik 2.**

sermaye düzeyinde kâr oranlarının sıkışmasını takiben, sermayenin spekülâtif alana yöneldiğidir. Örgütlenmiş para-sermayenin mali piyasalarda spekülâtif borç-sermayeye dönüşümü, borsa gibi türev piyasalar aracılığı ile gerçekleşir. Hisse senetlerindeki düşüş-yükselişle hayali sermaye de yaratılmış olur. Yaratılan bu hayali sermayenin özelliği, borç sermayenin daha da birikmesi ya da devletin süreci kontrol etmek amacıyla para politikasına yönelmesi gibi sebeplerden ötürü döngünün bir önceki sürecinden yani enflasyonist süreçten kaynaklı şişme yaşamasıdır. Dolayısıyla, bu artışlar toplam toplumsal sermayenin üretim değerinde gerçek bir artışa tekabül etmez. Sonuç ise finansal dalgalanmaların mali ve üretken alanlara kadar uzanan yıkıcı etkisidir.

Sermayenin aşırı birikimi, meta ve sermayenin miktarındaki bolluktan ziyade yani mutlak bir büyüklükten ziyade, beklenen ortalama kâr oranını elde etmek için gereken fazla sermayeye karşılık gelir. Bu sebepten sermayenin finansal alana yönelmesi sadece bölüşüm alanında finans sektörü lehine bir eğilim olması ya da ‘finansallaşma’ sürecinin hızlanması şeklinde yorumlandığında eksik kalır. Esas itki, sermaye birikirken ve yoğunlaşırken; sermaye devreleri arasındaki ilişkinin derinleşmesi zorunluluğudur. Diğer bir ifade ile, yeniden üretim için gerekli olan sermayenin *beklenen ortalama kâr oranını* gerçekleştirecek büyüklüğünün yetersiz olması ve her yeni birikim döngüsü için gerekli olan para-sermaye ihtiyacının artmasıdır.

Bu sürecin erken ve geç kapitalistleşen ülke ekonomileri özgünlüğünde farklı sonuçları vardır. Erken kapitalistleşen ülke ekonomilerinde finansallaşma, kapitalist gelişimin yukarıda aktardığımız belirleyenleri çerçevesinde; sermayenin üretken alanlarda yeterli düzeyde kârlı yatırım olanakları bulamaması sonucu spekülâtif alana yönelmesi ve ‘aşırı’ para-sermayenin borç sermayeye dönüşmesi diğer ifadeyle kredi genişlemesi ile sonuçlanmıştır. Bu çerçevede erken kapitalistleşen ülkeler nezdinde finansallaşmayı, sermayenin aşırı birikiminin belirtisi olarak anlamak daha açıklayıcı görünmektedir.

Türkiye gibi geç kapitalistleşen ülkelerde finansallaşmanın nedenleri, gerekleri ve biçimleri erken kapitalistleşen ülkelerden farklı bir seyrinde ilerlemiştir. Geç kapitalistleşen ülkelerde finansallaşmaya dair temel belirleyenler kapitalist birikimin uluslararası ölçekte birikim mantığı ile bu gelişim çizgisine eklemlenmenin yarattığı

gerilimde şekil almıştır. Bu çerçevede geç kapitalistleşen ülkelerin ithalata bağımlı üretim yapısı, artan dış borçlanma ve cari açık, dolarizasyon, üretkenlik kapasitesinde yaşanan erezyon sürecin temel belirleyenlerden olmuştur (Becker, Jäger, Leubolt, & Weissenbacher, 2010). Bu belirleyenler sanayi sermayesinin özgül ihtiyacı olan döviz biçiminde para-sermaye ihtiyacı ile birleştiğinde finansallaşma sürecine hız katacak bir dizi çelişkili süreci beraberinde getirmiştir. Ülke içinde yüksek faiz oranları sebebiyle uluslararası para piyasalarından borçlanan ülke içindeki sermaye kesimi için; ani ve büyük sermaye ve döviz kuru hareketlerine karşılık yatırımları olumsuz etkileyecek aşırı duyarlı bir yapı oluşmuştur. Kur şoku riskinden korunmak ve beklenen ihracat gelirlerini dengelemek için kısa vadeli finansal varlıklara yönelme eğilimi oluşmuştur (Kaltenbrunner & Paineira, 2017). Bu çerçevede Türkiye özelinde ülke içi sermayenin faaliyet kârları içinde finansman giderlerinin artması⁵⁸, yatırımları finanse etme noktasında borç/özkaynak oranının borçlar lehine çoğalması⁵⁹ ve faaliyet dışı gelirlerin toplam gelirler içindeki artan payı⁶⁰ finansal alana yönelmenin başlıca sonuçlarıdır. Sonuç olarak artan likidite ihtiyacı, artan finansman giderleri ve sermaye devir hızını arttırma isteğiyle şekillenen birikim süreci erken kapitalistleşen ülkelerde birçok sermayenin finansal alanda etkinliğinin artması ile sonuçlanmıştır. Bu çerçevede erken kapitalistleşen ülke ekonomileri özgünlüğünde finansallaşmayı yukarıda özetlediğimiz belirleyenlerle ele almak daha açıklayıcıdır.

Türkiye özelinde finansal alanla ilişkisi derinleşen sektörlerin başında inşaat sektörü gelmektedir. Bu açıdan, inşaat ve gayrimenkul sektörünü “...sanayiye rağmen değil; onu daralan ihracat karşısında iç talebi canlandırarak desteklemek üzere, onun karşı karşıya kaldığı engelleri en azından ötelemek üzere önemli bir işlev” (Tanyılmaz, 2016) biçiminde ele almak daha bütünlüklü bir çerçeve sunmaktadır. GYO’lar da aktardığımız çelişkili sürecin bir ürünü olarak karşımıza çıkmaktadır. Bir sonraki bölümde Türkiye’de

⁵⁸ ISO500 verilerine göre, finansman giderlerinin, faaliyet kârları içindeki oranı 2012 yılında %34.1 iken bu oran, 2018 yılında %88.9’a ulaşmıştır (ISO, 2019).

⁵⁹ ISO500 verilerine göre, Finansal göstergeler içinde borçlanma ile özkaynakların dağılımını yansıtan kaynak yapısı, 2003 yılında %46 borç ve %54 özkaynak biçiminde iken; 2018 yılında %67 borç ve %33 özkaynak biçiminde gerçekleşmiştir (ISO, 2019).

⁶⁰ ISO500 verilerine göre üretim faaliyeti dışı net gelirlerin toplam faaliyet kârları içindeki payı %51.7’dir (ISO, 2019).

gayrimenkul sektörünün gelişimi ve sektörün finansal alanla derinleşen ilişkisi konu edilecektir.



4. GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ VE GELİŞİMİ

Gerek dünyada gerekse de Türkiye’de finansal alan ile eklemlenmede öne çıkan reel sektörlerin başında inşaat sektörü gelmektedir (Lucintel, 2017). Simco veritabanına göre 2011 yılında dünya genelindeki inşaat aktivitesi 5,6 trilyon Euro’ya ulaşmış ve 2000 yılına kıyasla %48’lik bir artış göstermiştir. 2017 yılı itibariyle, inşaat sektörünün dünya ekonomisindeki payı %10-12 seviyelerindedir. 2025 yılına gelindiğinde inşaat sektörünün ekonomideki payının geç kapitalistleşen ülkelerde %16-17, erken kapitalistleşen ülkelerde ise %10 düzeyinde olacağı tahmin edilmektedir (Sezgin & Aşarkaya, 2017). Bu hızlı artışın en önemli nedenlerinden biri dünya ekonomisinde yaşanan finansal genişlemeye paralel, inşaat sektörünün finans sektörü ile gerek talep gerekse arz yönlü derinleşen ilişkisidir. 2007 yılında Amerika’da başlayan küresel krizin öncelikle mortgage piyasasında kendini göstermiş olması, gayrimenkul sektöründe yaşanan ‘finansallaşmanın’ irdelenmesini gerektirmiştir. Bu bölümde, ilkin gayrimenkul sektörü ile ilgili temel kavramlar açıklanacak ve gayrimenkul üretiminin sermaye döngüsü aktarılacaktır. Dünyada ve Türkiye’de sektörün oluşumu hem tarihsel hem de birikimin dinamikleri bağlamında incelenecektir.

4.1. Gayrimenkul İle İlgili Temel Kavramlar

‘*Menkul*’ hukuksal terminolojide ‘taşınır’ anlamına gelir ve ‘bir yerden bir yere taşınabilen (mal)’ anlamında kullanılır (TDK, 2018). Menkul eşyalar üzerindeki aynı haklara açıklığı sağlayan şey zilyetliktir. Zilyetlik “bir şey üzerinde fiili hakimiyet veya bir eşyayı fiili hakimiyet ve kudret alanı içinde bulundurma demektir” (Adalet Bakanlığı, 2018). Zilyetliğin, menkuller açısından ifade ettiği anlam, mülkiyet ile karıştırılmamalıdır. Zilyetlik emanet verme durumunda söz konusu olur.

‘*Gayrimenkul*’ ise, TDK’nın tanımına göre, ‘taşınmaz’ anlamına gelir ve Arapça kökenli “ayr” ve “men” kelimelerinden oluşmuştur (TDK, 2018). Zilyetliğin ifade ettiği durumun gayrimenkuller nezdinde sürdürülmesi mülkiyet esaslarına göre olanaklı

değildir. Bu sebepten gayrimenkuller üzerinde tapu sicili denilen bir sistem geliştirilmiştir.⁶¹

Türkiye’de gayrimenkuller ile ilgili mülkiyet düzenlemeleri; Türk Medeni Kanunu, Kat Mülkiyeti Kanunu ve Vergi Kanunları kapsamında yapılmaktadır. Türk Medeni Kanunu gayrimenkul kavramının mevzuatlar açısından temel kaynağıdır.

Türk Medeni Kanunu’nun 704. maddesine göre gayrimenkul mülkiyetinin konusunu olan unsurlar;

- Arazi
- Tapu kütüğünde ayrı sayfaya kaydedilen bağımsız ve sürekli haklar
- Kat mülkiyeti kütüğüne kayıtlı bağımsız bölümler şeklinde belirtilmiştir (TBMM, 2001).

Kanuna göre arazi; “sınırı, yüzölçümü ve niteliği yeterli biçimde belirlenmiş taşınmaz parçası” (Çelik Oruç, 2018) şeklinde tanımlanır. Kadastro ve tapulama tespiti yapılmış her bir parsel, tapu sicilinde ayrı bir sayfaya kaydedilmekte yani her biri ayrı *varlık* olarak hüküm görmektedir.

Tapu kütüğüne ayrı bir sayfa olarak kaydedilen bağımsız ve sürekli haklar ise; üst hakkı, kaynak hakkı şeklinde iki başlık altında toplanmıştır. Üst hakkı, hak sahibine “arazinin altında ya da üstünde yapı inşa etme ya da mevcut yapıyı muhafaza ve bu yapının mülkiyet hakkına sahip olma yetkisini sağlayan” (Çelik Oruç, 2018) irtifak hakkıdır⁶². Üst hakkı ile “arazinin mülkiyeti malikte kalır ancak araziye inşa edilen taşınmaz irtifak hakkı sahibinin kabul edilir” (Hukuk Desteği, 2016). Üst hakkı, belirli bir süre boyunca tahsis edilerek tapu siciline tescillenir. Bu süre Tapu Sicil Tüzüğü’nün 10. maddesi gereğince, en az 30, en fazla 100 yıl şeklinde belirlenmiştir (TBMM, 2014). Kaynak hakkı ise sahibine, bir başkasının arazisindeki kaynağın sularını alma ve kendi

⁶¹ “Tapu sicili devlet tarafından gayrimenkullerin gıyabında bulunan hakların durumunu gösteren resmi belgedir. Bu kayıt üzerinde tapu unsurlarındaki bütün hareketler görülebilir. Tapu sicili içerisinde taşınmaz malın bütün bilgileri yer alır. Yüz ölçümü, pafta, ada ve parsel olarak numaralandırma, tapunun sahibi ve gayrimenkulün bulunduğu mahalle, il, ilçe bilgileri eksiksiz bir şekilde tapu sicili üzerinde gösterilmek durumundadır” (Milliyet Emlak, 2018).

⁶² İrtifak hakkı, “bir eşya üzerinde hak sahibine o eşyadan yararlanma yetkisi sağlayan bir ayni haktır” (Türk, 2018).

arazisine katma yetkisini sağlayan haktır. Kanuna göre, kaynak hakkı otuz yıl içinde kurulmuş ise tapu kütüğüne taşınmaz olarak kaydedilir ve *varlık* statüsünde değerlendirilir.

Kat mülkiyeti kütüğüne kayıtlı bağımsız bölümler ise “kat irtifakı kurulmak suretiyle inşasına başlanmış ve usulüne uygun bir şekilde bitirilerek bağımsız bölümler haline getirilmiş taşınmazları” (Çelik Oruç, 2018) ifade eder. Kat mülkiyeti kütüğüne kayıtlı bağımsız bölümler, gerekli şartlar yerine getirilmek koşulu ile tapu kütüğünde kayıt edilen metaldır.

Kısacası, bir gayrimenkule konu olan mülkiyet kapsamındaki temel unsurlar, üzerinde bulunan arazi, arazinin içerisinde yer alan kaynak, arazinin üzerine kurulan yapı ve yapıda yer alan bağımsız bölümlerdir. Görüldüğü gibi gayrimenkul sadece *yapı üretimini* değil, yapıyı, yapının bölümlerini, araziye, kaynağı, mülkiyet ilişkilerini ifade eden, ayrıca yapı üretiminde ileri-geri bağlantılı birçok sektörü ilgilendiren, geniş bir kavramdır. Bir meta olarak gayrimenkulleri kullanım amaçlarına göre; tarımsal nitelikli gayrimenkuller (tarla, bağ, bahçe, sera vb.), mesken niteliğinde gayrimenkuller (konut, toplu konut, site vb.), sınai nitelikli gayrimenkuller (fabrika, üretim tesisi, depo vb.) ve ticari nitelikli gayrimenkuller (ofis, İşhanı, mağaza, alışveriş merkezi, büro, galeri vb.) biçiminde sınıflandırabiliriz. Kullanım değeri olarak bu gayrimenkuller farklı amaçlar için üretilse de mübadele değeri olarak aynı şeyi ifade etmektedirler ve hepsinin üretimi için belirli ölçeklerde para sermaye, emek gücü ve makine/hammaddeye gereksinim vardır.

4.2. Gayrimenkul Üretimi ve Finansmanı

$P-M...Ü...M'-P'$ süreci gayrimenkul üretiminin genel formülüdür. Gayrimenkulün üretimi hem arz hem de talep yönlü incelendiğinde, temelde üç sermaye işlevinin ilişkisi içinde değerlendirilebilir: Para-sermaye($P-M(EG+ÜA)...Ü...M'-P'$) , Üretken-sermaye ($Ü...M'-P'-M...Ü$) ve Meta sermaye ($M'-P'-M...Ü...M'$) devresi.

Para-sermaye devresinde gayrimenkul yatırımcısı elinde bulunan parayı (P), daha fazla miktarda para elde etmek için üretim sürecine sokar. Üretim için gerekli olan para-sermaye(P) ile arazi(A), emekgücü(EG), hammadde ve makine(ÜA) satın alınarak(M)

Üretim süreci başlatılır. Üretim süreci sonunda elde edilen gayrimenkuller(M'), satın alınan metallerden sadece kullanım değerleri anlamında değil, aynı zamanda emek faaliyeti sonunda artı değer içermesi anlamında da farklılık taşır. Sürecin sonunda ilk değer, para ve meta formları arasında dönüşürken, üretim sonunda ilk durumundan daha fazla değerle, artı-değerle yüklü hale gelir. Gayrimenkul üretiminin gerçekleşmesi için; arazinin sermaye işlevleri içerisine çekilmesi, yani imarlı arazilerin sermayenin üretimi için tapu sicil sistemine kayıt koşullarının yaratılması, emek-gücünün ve üretim araçlarının üretim sürecine dahil edilmesi gerekir. Buraya kadar olan süreç, en genel ifadesiyle gayrimenkul üretim süreci olarak tarif edilebilir ve üretken sermaye işlevinin konusudur. Bu süreci yöneten sermaye *müteahhit* ya da *yüklenici firma* olarak adlandırılır.

Üretim sonucunda elde edilen gayrimenkullerin satışı, artı-değerin realize olması ve üretim için kullanılan para-sermayenin(P) olduğundan daha fazla değerle yüklü para-sermaye biçimine(P') bürünmesini için sermayenin dolaşım alanında faaliyet göstermesi gerekir. Gayrimenkuller(M') piyasada satılarak, metaya içkin olan artı-değer para(P') formunda açığa ık mış olur. Gayrimenkulün realizasyon süreci olarak ifade edeceğimiz süreç sonunda, satış ve kiralama faaliyetleri ile birlikte ticari sermayenin kârı ortaya çıkar. Yani retim sonunda elde edilen artı-değerden, ticari sermaye kr biçiminde gelir elde eder. Bu süreç en genel anlamda, gayrimenkulün realizasyon sürecidir ve ticari sermaye işlevinin konusudur.

Gayrimenkul finansman sürecinde, sermayenin iki temel işlevi üretim ve dolaşım alanında sürece dahil olur ve birbirini tamamlar. Gayrimenkul realizasyon sürecinin ardından birden fazla kez alım-satım faaliyetine konu olabilir ve ilk realizasyon süreci üretken sermayenin artı-değeri mülkiyetine geçirdiği süreç iken, ikincil satışlar, hem meta ticareti hem de para ticareti yapan sermayeler ekseninde gelir akımları yaratır. Gayrimenkul sermayesinin dolaşım süreci, bu çerçevede birkaç noktada özgünlükler taşır.

İlk olarak, gayrimenkulün üretimi ardından, piyasada ilk satışı veya satışı için gerekli olan yapılanma doğrudan üretken sermaye işlevi tarafından stlenilebilir. Yani uzmanlaş mış ticari sermayesi işlevi, genellikle üretken sermaye işlevi ile i içe geçmiş

haldedir. Çünkü söz konusu meta *taşınmaz* olduğundan, metaların realizasyonu için herhangi bir lojistik faaliyete veya aracı bir sermaye işlevine gerek duyulmaz. Metaların realizasyonu için gerekli olan kredi-paranın dahi üretken sermaye tarafında belirli bir faiz oranı veya bir takım ödeme seçenekleri ile tüketiciye sunulduğu ve para-sermaye işlevinin de doğrudan üretken sermaye işlevi tarafında üstlenildiği modeller mevcuttur.⁶³

İkinci olarak, bu işlevler ayrılmış ya da gayrimenkulün satışı ikincil piyasaya konu olmuş ise metaların yeniden realizasyonu için devreye *para-ticareti yapan ticari sermaye* girer. Bu noktada gayrimenkul birikim sürecinde para-ticareti yapan ticari sermayenin faaliyet konusu, talep yönlü olup daha çok tüketicilere yönelik konut kredileri tahsisidir. Bu faaliyetleri sonunda, para ticareti yapan ticari sermaye; kredi-paranın kullanım değeri karşılığında, faiz şeklinde gelir elde eder.

Dünyada gayrimenkul sektörünün arz yönlü genişlemesi, özellikle 2000’li yıllarda geç kapitalistleşmiş ülkelerin yoğun biçimde sürece eklemlenmesini karşımıza çıkarmıştır. Bu durum özellikle konut kredilerinde yaşanan artışı ve kredi sistemlerinde gerçekleşen çeşitlenmeyi beraberinde getirmiştir. Sürece paralel olarak, finans sektörünün kurumsal yapısı da birikimin dinamiklerine uygun biçimde dönüşmüş ve geleneksel bankacılık faaliyetleri veya geleneksel kredi ilişkilerinin yanına, konut kredileri ve kredilerin geri ödemeleri üzerinden şekillenen, taşınmaz malların ipotek altına alınması şartıyla verilen İpotekli Konut Kredisi olarak da isimlendirilen kredi sistemleri eklenmiştir. Bu sistemler, borcun taahhüdünü esas alan ve gelecekte oluşacak fon akımında temellenen, belirli bir faiz üzerinden tekrardan işlem gören, bir dizi kredi-para akımı doğurmuştur. Bankalar ve ‘gölge bankacılık’ sistemine dahil olan finans kuruluşları, bu ipotekli kredileri çeşitli risk grupların ayırarak türevlemiş, finansal piyasalarda alım-satım faaliyetine konu edip para akımı yaratmışlardır.

Gayrimenkul sermayesinin birikim sürecindeki üçüncü özgünlüğü ise büyük çaplı projeler nezdinde, para-sermaye ihtiyacının hacminin diğer sektörlere nazaran fazla oluşudur. Üretilen meta için gerekli olan hammadde/üretim aracı yüksek maliyetli olduğundan, üretken sermayenin bu yükü öz sermayesi ile sürdürmesi olanaklı değildir.

⁶³ Bakınız: bu çalışmanın “Gayrimenkul Finansman Sistemleri” bölümü.

Bu sebepten üretimin finansmanı için sürece para-sermaye dahil olur. Faiz getiren sermaye elinde bulunan parayı, üretim süreci için üretken sermayeye kiralar. Üretim süreci sonunda elde edilen artı-değerden de faiz biçiminde kâr elde eder. Geç kapitalistleşmiş ülkeler nezdinde ise bu durum, gayrimenkulün üretim girdilerinin ithal olması sebebiyle özellikle döviz biçiminde para-sermaye ihtiyacı doğurur. Bu noktada para ve sermaye piyasaları, büyük ölçekli inşaat projelerini finanse etmek için fon ihtiyacını uluslararası para piyasalarından karşılayacak biçimde gelişmiştir. Bu durum gayrimenkulün üretimi ve tüketimi noktasında bir dizi finansal kurum ve aracın doğmasına sebep olmuştur. GYO'lar bu çerçevede değerlendirilmesi gereken sermaye piyasası kurumlarıdır ve paranın yeniden üretim sürecine katılarak yani faiz getiren sermaye işlevi ile üretimin gerçekleşmesini sağlar. Faiz getiren sermaye, artı değer faiz ile 'girişimci' kârı biçiminde ayrışmasını sağlar. Bununla birlikte, bir önceki bölümde belirttiğimiz gibi, para ticareti yapan ticari sermayenin getirisi genel kâr oranıyla sınırlıyken, faiz getiren sermayenin getirisi normal kâr oranını aşabilir. Faiz getiren sermayenin fon kaynakları, yukarıda aktardığımız borç türev piyasası ile eklemlendikçe, aşırı üretimin yanında finansal alanda 'balonlar' oluşturan birikim halkaları doğar. Burada bir *fenomen* olarak beliren finansallaşmanın yanı sıra esas mesele, faiz getiren sermayenin fon kaynakları ile para ticareti yapan sermayenin gelir akımlarının birbiri ile eklemlenmesidir. Bu durumda, sermayenin yeniden değerlendirilmesinin kaynağı 'borcun metalaşması' olduğu ölçekte, üretim alanında aşırı birikim sebebiyle kriz eğilimleri taşıyan sermaye, bu kez de finansal krizlerle birikim sürecinde tıkanıklıklar yaşar. Altını çizdiğimiz olgu, borcun türevlenmesi sonucu oluşan gelir akımları ile faiz getiren sermayenin, finansal piyasalarda eklemlenmesi ve dolaşım alanında 'balonlaşan' hayali sermayenin, faiz getiren sermaye işlevine konu olmasıdır. Bu durum ödöncün, para-sermaye olarak öndelenmesi ve üretken sermaye devresine girişte kullanılması anlamına gelir.

Buraya kadar aktarılanlar çerçevesinde, gayrimenkul üretiminin biçimsel döngüsü Şekil 4'de aktarıldığı biçimdedir:

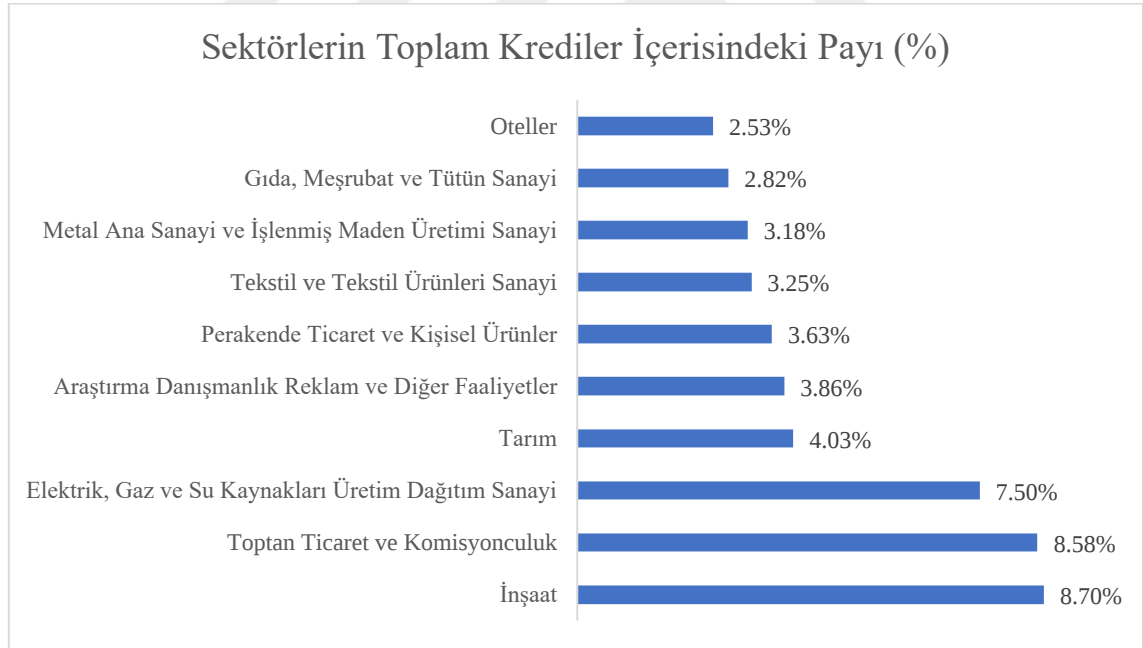


Şekil 4 Gayrimenkul Üretiminin Biçimsel Döngüsü

64 “Finansal piyasalar, verimli bir biçimde üretime aktarma olanağına sahip olmayan, çok sayıda tasarruf sahibinin küçük miktarlardaki fonlarını, bu fırsatlara sahip birimlere aktarılmasına olanak sağlayarak ekonomide etkinliği ve refah düzeyini artırmaktadır” (Akgiray & Temizel, 2018, s. 3).

sürdürebilir kılmak ve sermayenin yeniden üretim kaynağını oluşturmak için varolan oluşumlardır. Gayrimenkul üretiminde sermayenin kendini genişletme zorunluluğu ile ortalama kâr oranına yaklaşmak için gerekli olan yatırım ölçeğinin sürekli biçimde artması, beraberinde para-sermaye ölçeğinin de büyümesini gerektirir. Bu büyüme, üretimin giderek finansal alanla daha derin biçimde eklemlenmesi anlamı taşır. Gayrimenkul sektörünün en büyük payını oluşturan konut piyasası, bu durumun en önemli örneğidir. İnşaat sektörü günümüzde, gerek Türkiye’de gerekse tüm dünyada para ve sermaye piyasalarıyla derinden eklemlenen bir sektör halini almıştır (Karaçimen & Çelik, 2017). Günümüzde hem talep hem de arz yönlü olacak biçimde konut sektöründe, banka kredileri ile senetli satışlar önemli finansal araçlar haline gelmiştir (İMSAD, 2018).

Türkiye’de sektör bazında kullanılan kredilerin dağılımına, bu çerçevede göz atacak olursak; toplam krediler içerisinde inşaat sektörünün payının ilk sırayı aldığını Grafik 4’de görebiliriz:



Grafik 4 Türkiye’de Sektörlerin Krediler İçerisindeki Payı % (2018)
Kaynak: (BDDK, 2018).

Türkiye’de sektörlerin krediler içerisindeki payında inşaat ilk sırayı alırken, kredilerin takibe dönüşüm oranları bazında da %5,47’lik oranla; Gıda, Meşrubat ve Tütün

San. (%5,67) ve Toptan Ticaret ve Komisyonculuk sektörü (%5,63) ardından üçüncü sırada yer almaktadır (BDDK, 2018, s. 15).

Gayrimenkulün finansmanı noktasında, banka ve kredi kurumlarının yanında sermaye piyasasının belirmesi, diğer bir ifadeyle inşaat sektörünün para-sermaye ihtiyacı için sermaye piyasalarına yönelmesi⁶⁵ 2000’li yıllardan sonra belirgin biçimde gözlemlenen bir olgudur (Yazıcı & Yazıcı, 2018). Bu çerçevede bir sonraki kısımda gayrimenkul finansman sistemleri kısaca özetlenecek ve gayrimenkul sektörünün para-sermaye ile eklemlenmesinin temelinde yatan yapısal unsurların yanında sermaye piyasalarının kurumsal çerçevesi sunulmuş olacaktır.

4.2.1. Gayrimenkul Finansman Sistemleri

Gayrimenkul üretiminin sermaye döngüsü açısından para-sermaye, hem üretim hem de tüketim alanı için kilit roldedir. Bu sebepten gayrimenkul sektöründe sermaye birikim sürecinin gelişmesine paralel biçimde birçok finansman metodu geliştirilmiştir. Bu yöntemlerin bir kısmı metaların realizasyon sürecinde, tüketim alanında işleve sahipken; bir kısmı da gayrimenkul üretim sürecindeki para-sermaye ihtiyacını karşılamak için oluşturulmuştur.

Bu noktada sermaye birikiminin farklı düzeylerinde beliren iki olgu göze çarpmaktadır. İlki, finansman sistemlerinin metaların realizasyonunu sağlamak için geliştirilmesiyle birlikte, özellikle 1980’lerden sonra para-sermayenin uluslararasılaşması, finansal serbestleşme ve tabana yayılma politikaları sonucunda devletlerin, şirketlerin ve hane halklarının artan oranda, giderek karmaşıkleşan finansal piyasa araçları yoluyla borçlanmalarıdır. İkincisi, sermayenin merkezileşmesi ve yoğunlaşmasına uygun biçimde ve sermayenin 2000’li yıllardan sonraki krizinin göstergesi de olarak, inşaat alanında finansman sistemlerinin üretim alanının finansmanına yönelik genişlediği görülmektedir. Bu dönüşüm sermaye piyasalarında

⁶⁵ Ana akım güncel çalışmalar, üretici ve tüketicilerin sermaye piyasalarına yönelmesinin esas nedenini, enflasyon oranlarındaki yüksekliğin ve cari açığın, kurlar üzerinde yarattığı baskının paranın değerinde bir düşüşe sebep olması şeklinde analiz eder. Bu sebepten, “kısa vadeli davranış özelliklerinin ağırlıklı olduğu para piyasalarından, uzun vadeli finansman imkânı sağlayan ipotekli konut kredi finansman sistemlerinin gelişmesini beklemek mümkün değildir. Böyle bir yapıda konut talebinin ve arzının sürekliliğini sağlamak da olası değildir” (Yazıcı & Yazıcı, 2018, s. 391).

işlem gören yeni finansal kurum ve araçların oluşması ile sonuçlanırken, birçok sermayenin finansal araçlar aracılığı ile para-sermaye düzeyinde birbirleri ile eklemlenmesini de beraberinde getirmiştir.

Gayrimenkulün üretimi ve satışı için gerekli olan para-sermaye ihtiyacının karşılanma biçimine dair literatürde dört geleneksel sistemden bahsedilir. Bunlar; doğrudan finansman yöntemi, sözleşme karşılığında birikim yöntemi, mevduat finansmanı yöntemi ve ipotek bankacılığı sistemidir (Bal, 2018), (Demirdöven, 2009), (Özkul, 2001). Diğer yandan finansman modellerini kurumsal finansman ve kurumsal olmayan finansman biçiminde iki kategoride inceleyen çalışmalar da vardır. Bu çalışmalar, kendi evini inşa edenleri, yapı kooperatifleri ve konut müteahhitlerini kurumsal olmayan kategoride değerlendirirken; kurumsal tarafta ise, ticari ve katılım bankalarını, konut finansman kuruluşlarını, Toplu Konut İdaresi'ni, finansal kiralama şirketlerini ve ipotek bankalarını (Mortgage) koyar (Hanişoğlu & Güler, 2019).

Doğrudan finansman yöntemi, hukuki düzen ve yönetmeliklere tabi olmayan, finansman faaliyetinin gelenek ve uygulamalara dayandığı bir sistemdir. Akrabalık ilişkileri ve yakın çevre dolayısıyla özellikle konut satın alımlarında kullanılan fonlar ile konut almak isteyenlerin ihtiyaçlarını kendi birikimleri ile karşılamaları bu yöntem kapsamında değerlendirilir. Ayrıca orta ve üst gelir grubuna yönelik müteahhit kredileri de kurumsal olmayan finansman içine yer alır. Sermaye birikimi açısından ele alındığında bu yöntem metaların realizasyonu noktasında bir işleve sahip olup, gayrimenkul üretiminde sürekliliği sağlayabilecek bir yöntem değildir.

Gayrimenkul satışlarının finansmanı noktasında işleve sahip bir diğer yöntem sözleşme karşılığı birikim yöntemidir. Bu yöntemde gayrimenkul satın almak isteyen kişiler uzman gayrimenkul finansman kuruluşlarına belirli bir süre için piyasa faiz oranlarının altında bir getiri elde etmek suretiyle para yatırarak birikimde bulunur. Bu birikimleri karşılığında kurumdan tasarrufları ile orantılı olacak biçimde ipotekli konut kredisi almaya hak kazanırlar. Sistemin temeli, süreklilik arz edecek biçimde kişilerin sisteme dahil olması (Önal, 2007) ve kurumun hesabına yatırılan fonların piyasa faiz oranı altında bir getiri kazandırması (Berbercuma, 2006) üzerine kuruludur. Almanya'da *Bausparkassen* ve Fransa, Brezilya, Meksika ve Filipinlerdeki tasarruf kurumları bu

yöntemi kullanan ülkeler arasında yer almaktadır. Benzer sistemi Türkiye’de Türkiye Emlak Bankası 1979-1988 yılları arasında yapı tasarruf hesapları açarak uygulamaya çalışmıştır.

Mevduat finansmanı yöntemi ise günümüzde yoğun biçimde kullanılan bir yöntemdir ve gayrimenkullerin realizasyon sürecinde fon ihtiyacını karşılamak amacıyla geliştirilmiştir. Sistemde, mevduat toplama yetkisine sahip olan ticari bankalar, tasarruf ve kredi birlikleri ile yapı toplulukları gibi finansal kurumlar; topladıkları fonları bir yandan ipotekli konut kredisi şeklinde gayrimenkul satın almak isteyen kişi veya kurumlara aktarırken, diğer yandan konut kredilerine dayalı menkul kıymet ihraç etme yetkisine sahip olan kurumlar bu fonlar ile para-sermaye ihtiyacını karşılamaktadır. İngiltere’deki *Building Societies*⁶⁶ ve ABD’deki *Savings & Loan Associations* mevduat finansman yöntemine örnek gösterilebilir (Pantalone & Platt, 1987).

İpotek bankacılığı sistemi (mortgage) gayrimenkul finansman yöntemleri içinde son dönemde en yaygın olanıdır. Sistem, krediye konu olan gayrimenkullerin ipotek edilerek, bu ipoteye dayalı menkul kıymetler/türevler ihraç edilmesi ve ipotekli konut kredilerinin geri ödemelerinin tahsil edilerek, ihraç edilen menkul kıymetlere ilişkin anapara ve faiz ödemelerinin gerçekleştirilmesi üzerine kuruludur. Meta biçimindeki gayrimenkullerin realizasyon süreci kredi-para biçiminde gerçekleşirken, bu kredilerin geri ödeme süreci de metalaştırılarak, alınıp satılabilen hayali sermayeler haline getirilmektedir. Bu olgunun temelinde “... kapitalizmde paranın yanı sıra üretim araçları ya da metaların da belli bir para tutarını cisimlendirdikleri sürece, potansiyel olarak sermaye oluşları, değerlendirilebilir oluşları yatar” (Satlıgan, 1988, s. 73). Sermayenin bu biçimde yeniden değerlendirilmesini sağlayan temel mekanizma ise sermaye piyasalarıdır. İpotek bankacılığı gibi “menkul kıymetlerin metalaştırılması” üzerine kurulu bir sistemin varlığı, gelişmiş birincil ve ikincil el türev piyasasının oluşturulmasına bağlıdır. Amerika’daki konut yapım sanayisine yardım amaçlı kurulan *Federal National Mortgage Association* ve *Government National Mortgage Association* gibi kamu kuruluşları, ipotekli kredi havuzları oluşturup, yatırımcılara sermaye piyasalarında hisse

⁶⁶ İngiltere’de yer alan *Building Societies* güncel listesi için bakınız: (The Bank of England, 2018).

satılmaktadır. Bu modelin diğerlerinden sermaye birikimi açısından temel farkı; sistemde, gayrimenkullerin realizasyonu aşamasında işleve sahip olan konut kredilerinin yanında, büyük çaplı inşaat projelerini de fonlayacak ölçekte para-sermaye akışı sağlanabilmesi ve böylelikle gayrimenkul üretiminin finansman sürecine katkıda bulunabiliyor olmasıdır.

İnşaat sektöründe sermaye, altyapı projeleri, konut üretim faaliyetleri ve büyük çaplı projelerde (AVM, Ticarethane, Plaza vs.) yoğunlaşmıştır. Bu çerçevede büyük ölçekli üretim faaliyetinin ihtiyacı olan para-sermayenin, banka kredilerinin faiz yükü ve öz sermaye maliyeti sebebiyle farklı kanallardan temin edilmesi gerekir. Özellikle geç kapitalistleşen ülke ekonomilerinde finansal piyasalar ve kurumlar, inşaat sektörüne de para-sermaye aktaracak araç ve kurumları içerecek biçimde genişlemiştir. Günümüzde öne çıkan kurum ve araçlar; Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Gayrimenkul Sertifikaları, Kira Sertifikaları (Sukuk), Altyapı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ve Gayrimenkul Yatırım Fonu'dur. Bu kurum ve araçlar içerisinde gerek dünyada gerekse Türkiye'de öne çıkan ise Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları'dır (EY Global, 2018). Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları inşaat üretiminde, sermayenin büyük ölçekli projelerde öz kaynak yetersizliği sebebiyle, para-sermaye ihtiyacı için yapılandırılmış 'portföy yönetim şirketi tipidir':

“Şirketlerin büyük projeleri gerçekleştirmesi için önemli ölçüde finansman yükünü üstlenmesi gerekir. Bu durum, çoğu kez kendi öz kaynakları yetersiz olan şirketler için faiz yükü anlamına gelen kredi yoluyla finansman demektir. Ayrıca, şirketin öz kaynakları yeterli olsa bile, bir öz kaynak maliyeti söz konusudur. Halbuki bu tür projeler, halktan gayrimenkul yatırım ortaklığı payları karşılığında toplanacak paralarla finanse edilebilir. Böylelikle, şirketin finansman yükü büyük ölçüde hafiflemiş olur” (REYSAŞ GYO, 2019).

GYO bir yandan, sermaye birikimi için para-sermaye ihtiyacını karşılarken, diğer yandan da sermaye piyasalarında biriken para-sermayenin üretime aktarılmasının da kurumsal mekanizmasını yaratır.

“Gayrimenkul yatırım ortaklığı (GYO), gayrimenkul sektörüne kurumsal sermayenin girişini sağlamak ve nitelikli projeleri hayata geçirmek amacıyla kurulur. Sektörde, genel olarak yaşanan likidite soruna çözüm sunan bu yatırım ortaklığı, yanı sıra, bireysel ve

kurumsal yatırımcılara ait tasarrufları ortak bir havuzda toplayarak, büyük çaplı projelerin devamlılığına imkân tanır. Bu doğrultuda, sektörünün gelişimi açısından önemli bir yere sahip olan GYO'lar, bir nevi sektörün geleceğini şekillendirir. Bunu yanında, finansal yetersizlik nedeniyle tamamlanamayan projeler, bu araçlar sayesinde ekonomiye kazandırılır” (Milliyet Emlak Dergi, 2018).

Sonraki bölümde gayrimenkul üretiminin dünyada ve Türkiye’de seyri özetlenerek, gayrimenkul finansmanının birikim çerçevesindeki dönüşümü ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının, inşaat üretiminde öne çıkmasının tarihsel arka planı kısaca aktarılacaktır.

4.3. Dünyada Gayrimenkul Sektörü ve Para Sermaye: REIT

Günümüzde dünya GSYH’nin %14,7’sini inşaat sektörü üstlenmektedir (Merkovich, 2019). İnşaat yatırımları geçmişten bugüne, birçok ülkede ulusal kalkınma stratejilerinin bir parçası olmuştur (Giang, 2011). Tayvan hükümetinin, 1970 yılında yaşanan küresel daralmaya karşı önlem paketlerinden biri büyük ölçekli inşaat yatırımlarıdır (Lin & Wang, 2003). Hong Kong’un ekonomiyi güçlendirmek amacıyla uygulamaya koyduğu büyük altyapı projeleri (Wong, Thomas, & Chan, 2010) ve Japonya’nın yüzyıl başında, inşaat sektöründeki hareketliliğin ekonominin durumu iyileştireceği varsayımından hareketle yürürlüğe koyduğu kentsel dönüşüm projeleri (Okabe, 2005, s. 55-72), Asya ülkelerinin inşaat sektörüne verdikleri önemi göstermektedir.

2013 yılı verilerine göre dünyada inşaat sektörünün büyüklüğü 7,2 trilyon dolar düzeylerinde olup, birçok araştırmanın öngörüsü inşaat sektöründeki büyümenin devam edeceği ve sektörün 2025 yılında 15 trilyon dolara erişen bir büyüklüğe sahip olacağı yönündedir (EMLAK KONUT GYO, 2018). İnşaat sektöründe dünya pazarındaki en büyük 20 ülkede sektörün 2008 yılına kıyasla, 2018 yılındaki büyüme oranları Tablo 3’de özetlenmiştir:

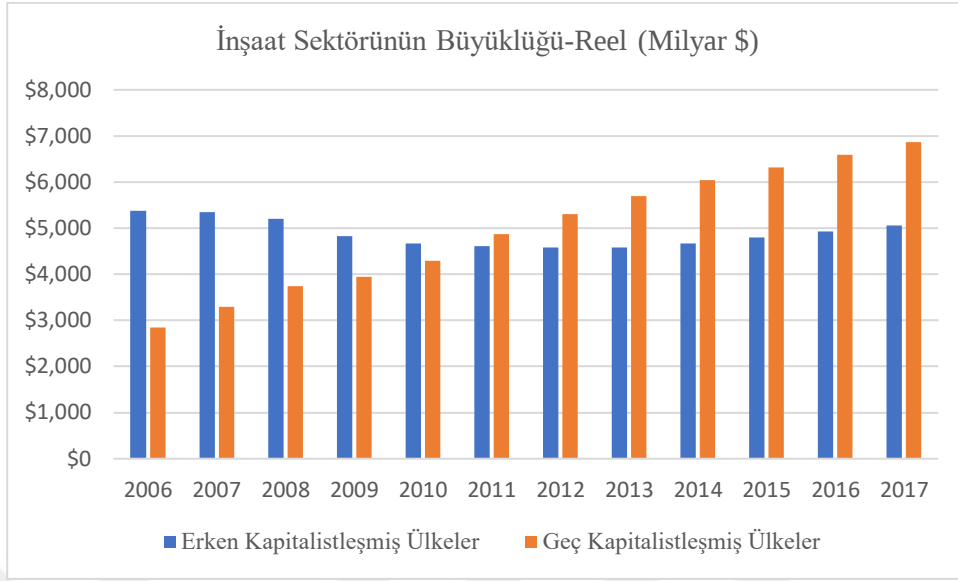
Tablo 3:
Ülkeler Bazında İnşaat Sektörü Büyüme Oranları Değişimi [2008-2018]

	Ülke	Değişim (%) [2008-2018]
1	Çin	%127
2	Türkiye	%101
3	Endonezya	%91
4	Hindistan	%53
5	Suudi Arabistan	%41
6	Kanada	%25
7	Avustralya	%22
8	Güney Kore	%18
9	Japonya	%17
10	İngiltere	%14
11	Hollanda	%8
12	Almanya	%2
13	ABD	%0
14	Birleşik Arap Emirlikleri	%-1
15	Meksika	%-7
16	Fransa	%-12
17	Brezilya	%-12
18	Rusya	%-17
19	İtalya	%-38
20	İspanya	%-45

Kaynak: (Euler Hermes, 2018)’den alınmıştır.

2008 sonrası Çin, Endonezya, Hindistan, Suudi Arabistan ve Türkiye’de yaşanan büyümenin yanında erken kapitalistleşen ülkelerde inşaat sermayesinin genişleme hızlarındaki yavaşlama ve düşüş dikkat çekicidir. Türkiye, veriler ışığında, Çin’den sonra inşaat sektöründe en hızlı büyüyen ikinci ülke olmuştur. Ancak bu eğilim, 2017 yılı sonrası için Türkiye özelinde tersine dönmüş görünmektedir. 2017 yılında yıllık bazda sektörde %8’lik büyüme oranı 2018’de %4, 2019 ise %2’ye düşmüştür (Euler Hermes, 2018, s. 7).

Günümüzde, geç kapitalistleşmiş ülkeler ile erken kapitalistleşmiş ülkeler arasındaki dağılımda baktığımızda ise 2006 yılından sonra inşaat sektörünün erken kapitalistleşmiş ülkelerdeki büyüklüğünün ve büyüme hızının, geç kapitalistleşmiş ülkelerin altında kaldığını görmekteyiz:



Grafik 5 Erken Kapitalistleşen ve Geç Kapitalistleşen Ülkelerde İnşaat Sektörünün Büyüklüğü (2006-2017)

Kaynak: (İşbank, 2018).

Grafik 5'e göre, özellikle 2008 küresel krizinin etkisiyle, inşaat sektöründe büyüme eğilimi, geç kapitalistleşen ülkeler lehine dönmüş görünmektedir. Bu tersine dönüş, geç kapitalistleşmiş ülkelerde inşaat sektöründe faaliyet gösteren üretken sermayenin, uluslararası para sermaye ile derinleşen ilişkisini karşımıza çıkarmaktadır. Örneğin; Türkiye özelinde borsa yatırımlarının %65,20'si yabancı yatırımcılardan oluşurken, yabancıların en çok aldığı hisse senetleri içinde GYO firmalarının da senetleri vardır (Borsa Gündem, 2019). Özellikle uzun süreli finansman, inşaat sektörü için geç kapitalistleşen ülkeler nezdinde giderek önem kazanmaktadır (Khan, Gazder, & Ali, 2015). Bu çerçevede birçok ülkede sektörün para-sermaye ihtiyacını karşılayacak modeller geliştirilmiştir. 2000'li yıllardan sonra para sermayenin uluslararasılaşması dinamiğinde, uluslararası sermayenin para-sermaye biçiminde, sermaye ve para piyasalarında faaliyette bulunmasının inşaat sektöründeki karşılığı, gayrimenkul üretimi ile bağlantılı finansal araçlar ve kurumlardır. Bu anlamda dünyanın birçok ülkesinde, büyük inşaat projelerini finanse etme noktasında Real Estate Investment Trust (REIT)⁶⁷ modeli uygulanmaktadır. Dünya genelinde 2018 yılı itibariyle REIT'ler, 36 ülkede

⁶⁷ GYO'nun İngilizce dilinde karşılığı Real Estate Investment Trust (REIT)'dir.

faaliyette olup (EMLAK KONUT GYO, 2018) , 2018 yılında toplam 39.1 trilyon dolar satış ve 3.2 trilyon dolar kâr elde etmişlerdir (Forbes, 2019). REIT'lerin ABD'de yoğunlaştığı gözlemlenmektedir:



Tablo 4:
Dünya Geneline GYO'ların Piyasa Değeri ve Pazar Payı

	Ülke	GYO Sayısı	Piyasa Değeri (M-EUR)	Dünya Pazarı Payı (%)
1	ABD	200	939,016	64.84
2	Japonya	61	97,556	7,24
3	Avustralya	50	77,451	5,76
4	İngiltere	52	66,709	5,56
5	Kanada	47	46,686	2,92
6	Hollanda	5	30,616	2,89
7	Fransa	29	52,091	2,02
8	Singapur	35	45,974	1,81
9	Hong Kong	9	27,253	1,87
10	Güney Afrika	31	21,372	1,19
11	İspanya	59	23,184	0,92
12	Belçika	17	12,520	0,80
13	Meksika	15	13,368	0,64
14	Almanya	6	3,656	0,26
15	İrlanda	4	2,737	0,25
16	Malezya	18	9,152	0,15
17	Yeni Zelanda	7	3,867	0,11
18	İtalya	5	2,894	0,11
19	Türkiye	25	3,992	0,09
20	Yunanistan	5	2,223	0,04
21	Birleşik Arap Emirlikleri	2	513	0,00
22	İsrail	6	1,000	0,00
23	Tayvan	5	1,796	0,00
24	Endonezya	2	1,220	0,00
25	Finlandiya	1	49	0,00
26	Güney Kore	6	1,008	0,00
27	Bulgaristan	26	441	0,00
28	Tayland	58	9,218	0,00
29	Pakistan	1	202	0,00

Veri Kaynağı: (EPRA, 2018).

Tablo 4’de belirtildiği gibi, EPRA’nın raporuna göre ABD firmaları, GYO’ların faaliyet konusu olan pazarların %64.84’üne hakimdir. Ayrıca Tablo 5’de özetlendiği şekliyle, MSCI World REITs Index (MSCI, 2019) raporuna göre, dünya genelinde faaliyet gösteren REIT’lerin sayıca %76,47’si Amerika kökenli firmalardan

oluşmaktadır. Bu firmaları Avustralya %6,84, Fransa %4.46, Japonya %4,4 ve İngiltere %2.9 ile takip ederken, diğer firmaların payı ise %4,93 oranında kalmaktadır:

Tablo 5:
Dünyadaki GYO Firmalarının Ülkelere Göre Dağılımı

ÜLKE	YÜZDE
AMERİKA	76,47%
AVUSTRALYA	6.84%
FRANSA	4.46%
JAPONYA	4.4%
İNGİLTERE	2.9%
DİĞERLERİ	4.93%

Kaynak: (MSCI, 2019).

Hisse senedi değerleri bazında incelendiğinde, 2016 yılında Amerikan GYO'larının toplam hisse senedi değeri 628 milyar dolardır. Diğer ülke GYO'larının ise 421 milyar dolarlık hisse senedi değeri bulunmaktadır. Bu çerçevede toplam hisse senedi değeri bazında Amerikan firmaları dünya pazarında %60'lık paya sahiptir (WPWealth, 2017). Dünya genelinde sektörde faaliyet gösteren en büyük 20 GYO'nun piyasa değerlerini inceleyecek olursak, firmalar içinde 18 adet ABD, 1 adet Fransa ve 1 adet Hong Kong menşeli firma olduğu görülmektedir. İnşaat sektörünün geliştiği ülkelerden biri olan Çin'de ise henüz GYO'lar kurulum aşamasındadır (Asia Times, 2019).

Tablo 6:
Dünyada Geneline Faaliyet Gösteren İlk 20 GYO'nun Piyasa Değeri

Firma Adı	Ülke	Piyasa Değeri (\$)
American Tower REIT	ABD	\$57.899.999.232
Simon Property Group Inc.	ABD	\$50.130.001.920
Public Storage	ABD	\$36.320.002.048
Crown Castle International Corp.	ABD	\$35.610.001.408
Prologis Inc.	ABD	\$31.280.001.024
Welltower Inc.	ABD	\$27.069.999.104
Avalonbay Communities Inc.	ABD	\$26.339.999.744
Weyerhaeuser Co.	ABD	\$25.870.000.128
Unibail-Rodamco SE ADR	Fransa	\$25.070.000.128
Equity Residential	ABD	\$24.660.000.768
Ventas Inc.	ABD	\$24.359.999.488
GGP Inc.	ABD	\$20.550.000.640
Boston Properties Inc.	ABD	\$18.300.000.256
Digital Realty Trust Inc.	ABD	\$18.240.000.000
UDR Inc.	ABD	\$17.749.999.616
Essex Property Trust Inc.	ABD	\$17.369.999.360
Link Real Estate Investment Trust	Hong Kong	\$17.340.000.256
SBA Communications Corp.	ABD	\$16.570.000.384
Realty Income Corp.	ABD	\$15.649.999.872
TOPLAM		\$506.380.005.376

Veri Kaynağı: (GFM, 2017).

Tablo 6’da gösterildiği gibi, sektörde Amerikan firmalarının yoğunluğu yanında, sermayenin merkezileşmiş olması dikkat çekmektedir. Sektörde ilk 200 firmanın⁶⁸ toplam piyasa değeri 1,1 trilyon dolar olup, yukarıdaki ilk 20 firmanın ilk 200 firma içinde payı %50 dolaylarındadır. İlk 200 firma içinde ilk 5 firmanın payı ise yaklaşık 211 milyar dolar ile %19 civarlarındandır.

Günümüze kadar olan gelişim sürecine baktığımızda, sektörün oluşumunun tarihsel arka planında özellikle 1990’lı yıllarda ABD’de çıkarılan ve kurumsal sermayenin sektöre yönelmesinin önünü açan bir dizi gelişim yatmaktadır. ABD’de gayrimenkul yatırım ortaklıklarının gelişim sürecini incelediğimizde kökeninin 1880 yılındaki Massachusetts Tröst Şirketine kadar uzandığını görebiliriz. O dönemdeki söz konusu bu ilk girişimin karşı karşıya kaldığı kısıt, şirketlerin, yalnızca kendi faaliyetlerinin bir bileşeni ise yasal yoldan gayrimenkul sahibi olabilmeleridir (Chan, Erickson, & Wang, 2002, s. 17). O dönemki GYO’lar, bugün halka açık olan GYO’lardan farklı olarak kamuya açık değillerdir ve temelde işletme ortaklığı olarak örgütlenmişlerdir (Valachi, 1977, s. 441). Şirketin yatırımcıları kapsayacak şekilde büyümesi, ABD Yüksek Mahkemesinin 1935 yılında tüm pasif yatırım araçlarının şirketler gibi vergilendirilmesi kararı alması ile sektöre uğramıştır. Bu karar çerçevesinde artık bu ortaklıkların vergi muafiyeti kaldırılmıştır. 1880 ile başlayan süreç, 1930’lu yıllara kadar belirli bir gelişim sergilemişse de krizle açığa çıkan ve bu dönemde yaşanan sermaye birikim tikanıklığı, gayrimenkul yatırım ortaklıklarının gelişiminde bir duraklamaya sebep olmuştur.

1950’li yıllarda ABD Kongresi’nde faaliyette bulunan grupların da etkisiyle, 1961’de Gayrimenkul Yatırım Yasası yürürlüğe girmiştir. Yasa ile gayrimenkul ve mortgage piyasasındaki fon ihtiyacını karşılama amacı güdülmüştür (Block, 1998, s. 16). 1961 yılında geliştirilen yapı sayesinde GYO’lar, halka hisse arzı yapabilecek kurumsal düzenlemeye erişmişlerdir. Bu yapı, bir yandan GYO yatırım fonlarının gayrimenkul sektöründe bir karşılığı olmasını sağlarken diğer yandan küçük yatırımcılara, büyük projelere katılma ve likit ihtiyaçlarını karşılama olanağı sunmaktadır (Block, 1998, s. 17). Bir diğer deyişle bu durum; küçük ölçekli sermayenin büyük ölçekli projelerde değerlendirilme olanağının yanında, para sermaye ihtiyacını gidermenin ilk adımını ifade

⁶⁸ Bakınız: EK-1.

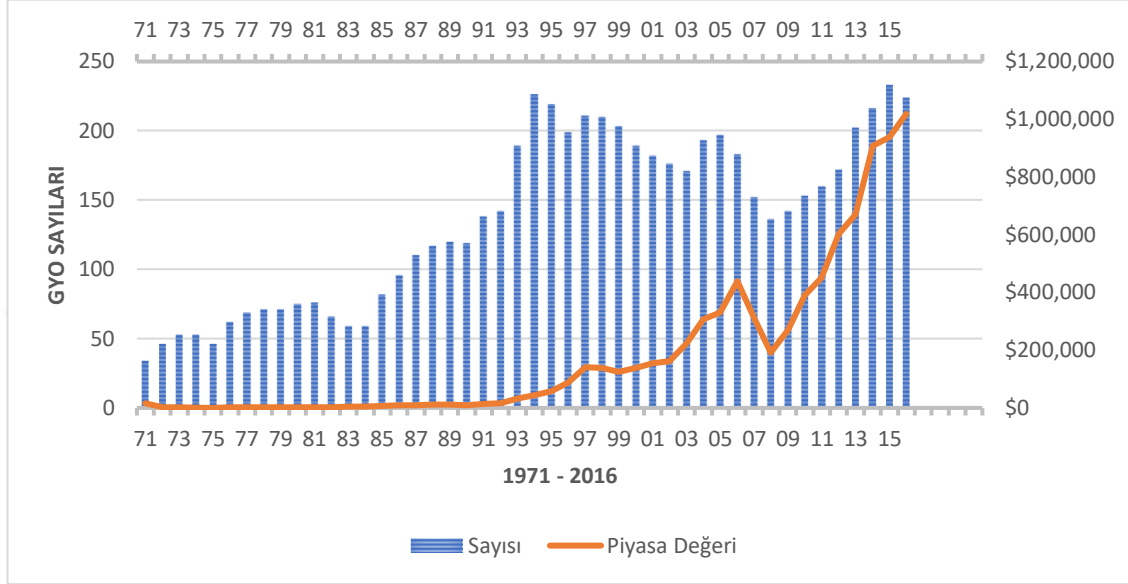
etmektedir. Bu ilk adım aynı zamanda GYO'ların gayrimenkul sektöründe yatırım aracı olmalarının da ilk nüvesidir.

1970'lerin başına gelindiğinde ise GYO'lar doğrudan gayrimenkul yatırımı yerine mortgage⁶⁹ kredilendirmesine ağırlık vermeye başladılar ve sayıları, menkul kıymetlerin sermaye piyasalarında yatırım aracı olarak kabul edilmeye başlamasıyla artış gösterdi (Brueggeman & Fisher, 2011, s. 629). Bunların yanısıra o tarihteki yasal düzenlemeler, geleneksel kredi kuruluşlarının gayrimenkul faaliyetlerinin doğrudan finanse edilmesi noktasında birtakım kısıtlamalar getiriyordu. Brueggeman ve Fisher'a göre bu kısıtın temel nedeni 1968-73 dönemi boyunca ABD'de faiz oranlarının dönemin en yüksek seviyelerine ulaşmış olmasından kaynaklıydı ve ilgili kuruluşların yüksek faiz oranı ödeyecek kaynaklara yönelmelerinin önüne geçilmişti (Brueggeman & Fisher, 2011). Bu sebepten birçok firma para-sermaye ihtiyacı için kamuya açık GYO'lar oluşturma yoluna gitti. 1976 tarihli Vergi Reformu Yasası, GYO'ların sekiz yıllık zararlarının ötelenmesine imkan vererek performans ve risk açısından, düzenlenmiş bir GYO piyasasının oluşumunda önemli bir adımdı (Block, 1998).

1980'lerin başına gelindiğinde ABD'de toplam piyasa değeri 2,2 Milyar dolar olan 75 adet GYO bulunmaktaydı (Edmunds, 1982). 1986 yılındaki Vergi Reformunun etkisi ile 1985'de sayısı 82, piyasa değeri 7,6 Milyar dolar olan GYO'ların 1990 yılına gelindiğinde sayısı 119, piyasa değeri ise 8,7 Milyar doları bulmuştu. Söz konusu vergi reformunun etkisini GYO'ların rekabetçi gayrimenkul aracı olarak dönüşmesi ve gelişmesini sağlayan önemli bir adım olarak görenler (Han & Liang, 1995), GYO'ların yatırım aracı olarak ortaya çıkışının da yasa ile başladığını belirtirler. Yasanın getirdiği en önemli değişiklik GYO'ların gayrimenkul yönetimine aktif olarak katılmalarının önünü açılmasıdır. Bu anlamda daha önce varolan bağımsız taşeron kuralı kaldırılmıştır. İlgili düzenlemeler küçük yatırımcılarla birlikte kurumsal yatırımcıların da GYO'lara yönelmesine yol açmıştır. Sonuç olarak, GYO'lar para döngüsünde likidite avantajı sundukları için ön plana çıkmaya başlamışlardır. Bu durum aynı zamanda finans kapital için de sermaye birikiminin olanaklarını arttıran bir temel hazırlamıştır. Aşağıda ABD'de

⁶⁹ "Mortgage, Türkçe anlam karşılıklarında; tutsat, tutulu satış, ipotekli satış, rehinli satış ya da mortgage bir malın kendisinin güvence olarak gösterilerek, ödünç alınan parayla satın alınması anlamına gelen iktisadi terimdir" (Wikipedia, 2017).

gelişim gösteren GYO'ların sayıları ve piyasa değerlerini gösteren tablo ve değişimi sergileyen grafik mevcuttur.



Grafik 6 ABD'de GYO'ların Piyasa Değeri ve Sayısındaki Değişim, 1971-2015

Kaynak: (NAREIT, 2019)'dan derlenmiştir.

Grafik 6'ya göre, 1990'lı yıllar ABD piyasasında GYO piyasasının tam anlamıyla geliştiği ve ölçeğinin arttığı yıllardır. 1992 yılında 'Şemsiye Ortaklık' modelinin gelişmesi ile birlikte GYO üzerinde yoğunlaşan sermaye, dolaşım ve üretim alanında topyekün hakimiyetini ilan edecek bir yapıda olgunlaşmıştır. Bu yapı iki bileşenden oluşmaktadır: GYO'nun kendisi ve işletme ortaklığı. Bu yapı sayesinde GYO'lar, kendi gayrimenkullerine yatırım yapmanın yanında dolaylı olarak sahibi de olmuşlardır. 1997 tarihli GYO Basitleştirme Yasası ve devamında 1999 tarihli GYO Modernizasyon Yasası ile GYO'ların kiracılarına; vergiye tabi olarak ve GYO statülerini kaybetmeden hizmet verme olanağı tanınmıştır. Yasaların desteği ile GYO piyasasında yoğunlaşan sermaye, hizmet sektöründe de değerlendirme olanağı yakalamıştır. 1998 yılına gelindiğinde GYO'ların sayıları 210 ve piyasa değerleri 138 Milyar dolara ulaşmıştır. Söz konusu genişleme, 2007 yılındaki mortgage kökenli kriz döneminde zirveye ulaşmıştır. ABD'de kriz etkisinde yaşanan kısa süreli gerilmeye karşın 2019 yılı itibarıyla sayıları

226 ve piyasa değeri 1 trilyon dolar olan GYO'lar; günümüzde ofis, avm, endüstriyel, perakende, konaklama, konut, ormanlık arazi, sağlık merkezi, kiralık depo, altyapı, veri merkezi gibi farklı ve özel alanlarda faaliyet sürdürmektedir. Tablo 7'de ABD'de GYO'ların sayıları ve piyasa değerlerine ilişkin tarihsel bir özet sunulmuştur.



Tablo 7:
ABD’de GYO’ların Sayısı ve Piyasa Değeri (Milyon \$)

Tüm GYO			Özsermaye GYO		Mortgage GYO	
Yıllar	Sayısı	Piyasa Değeri	Sayısı	Piyasa Değeri	Sayısı	Piyasa Değeri
1971	34	1,494.3	12	332.0	12	570.8
1972	46	1,880.9	17	377.3	18	774.7
1973	53	1,393.5	20	336.0	22	517.3
1974	53	712.4	19	241.9	22	238.8
1975	46	899.7	12	275.7	22	312.0
1976	62	1,308.0	27	409.6	22	415.6
1977	69	1,528.1	32	538.1	19	398.3
1978	71	1,412.4	33	575.7	19	340.3
1979	71	1,754.0	32	743.6	19	377.1
1980	75	2,298.6	35	942.2	21	509.5
1981	76	2,438.9	36	977.5	21	541.3
1982	66	3,298.6	30	1,071.4	20	1,133.4
1983	59	4,257.2	26	1,468.6	19	1,460.0
1984	59	5,085.3	25	1,794.5	20	1,801.3
1985	82	7,674.0	37	3,270.3	32	3,162.4
1986	96	9,923.6	45	4,336.1	35	3,625.8
1987	110	9,702.4	53	4,758.5	38	3,161.4
1988	117	11,435.2	56	6,141.7	40	3,620.8
1989	120	11,662.2	56	6,769.6	43	3,536.3
1990	119	8,737.1	58	5,551.6	43	2,549.2
1991	138	12,968.2	86	8,785.5	28	2,586.3
1992	142	15,912.0	89	11,171.1	30	2,772.8
1993	189	32,158.7	135	26,081.9	32	3,398.5
1994	226	44,306.0	175	38,812.0	29	2,502.7
1995	219	57,541.3	178	49,913.0	24	3,395.4
1996	199	88,776.3	166	78,302.0	20	4,778.6
1997	211	140,533.8	176	127,825.3	26	7,370.3
1998	210	138,301.4	173	126,904.5	28	6,480.7
1999	203	124,261.9	167	118,232.7	26	4,441.7
2000	189	138,715.4	158	134,431.0	22	1,632.0
2001	182	154,898.6	151	147,092.1	22	3,990.5
2002	176	161,937.3	149	151,271.5	20	7,146.4
2003	171	224,211.9	144	204,800.4	20	14,186.5
2004	193	307,894.7	153	275,291.0	33	25,964.3
2005	197	330,691.3	152	301,491.0	37	23,393.7
2006	183	438,071.1	138	400,741.4	38	29,195.3
2007	152	312,009.0	118	288,694.6	29	19,054.1
2008	136	191,651.0	113	176,237.7	20	14,280.5
2009	142	271,199.2	115	248,355.2	23	22,103.2
2010	153	389,295.4	126	358,908.2	27	30,387.2
2011	160	450,500.6	130	407,528.9	30	42,971.7
2012	172	603,415.3	139	544,414.9	33	59,000.3
2013	202	670,334.1	161	608,276.6	41	62,057.4
2014	216	907,425.5	177	846,410.3	39	61,017.2
2015	233	938,852.0	182	886,487.5	41	52,364.6
2016	224	1,018,729.9	184	960,192.8	40	58,537.1
2017	222	1,133,697.6	181	1,065,947.7	41	67,749.9
2018	226	1,047,641.3	186	980,314.9	40	67,326.4

Kaynak: (NAREIT, 2019)’dan derlenmiştir.

Amerika’da 2019 yılı itibariyle ile Özsermaye GYO’ları (Equity REITs) ve İpotek GYO’ları (Mortgage REITs) olmak üzere iki temel GYO türü bulunmaktadır. İlki doğrudan gayrimenkul işletme ve kira getirisi ile ilgili iken, ikincisi gayrimenkulün borç finansmanına yatırım yapma fırsatı verir. Bunların yanında temel olarak örgütlenme biçimleri ve mülkiyet esaslarına göre gruplandırılan GYO’lar ABD’de halka açılma zorunlulukları olmadığından, açıklık durumuna göre de gruplandırılabilir. Bu çerçevede GYO’lar, hisseleri sermaye piyasalarında işlem gören GYO’lar (Public REIT) ve görmeyen GYO’lar (Private REIT) olarak sınıflandırılır (NAREIT, 2019).

Yukarıdaki tablodan, ABD’de GYO’ların tarihsel gelişim seyri incelendiğinde, GYO’ların *özsermaye* türünde yoğunlaştığı görülmektedir. Ticari sermaye işlevi niteliğindeki Özsermaye GYO’ları, inşaat sektöründeki artı-değerin realize edilmesi ve yeniden üretimin finansmanı noktasında faaliyet gösterirler. Bu tipteki GYO’lar doğrudan gayrimenkul mülkiyetine sahip olmak şartıyla, portföylerinde bulunan arsalar üzerinde inşaat faaliyeti yönetebilir, gayrimenkul alabilir, yönetebilir, kiralayabilir veya satabilirler. Bu çerçevede inşaat özelinde, üretimden doğacak olan artı-değerden kâr biçiminde gelir elde ederler. Türkiye’deki GYO’ların hepsi özvarlığa dayalıdır.

Mortgage REIT’s ise borcun yeniden piyasa işlemlerine konu edilmesi çerçevesinde kârlı yatırım olanakları bulamayan “aşırı” para sermayenin borç-sermayeye dönüşerek spekülasyona konu olduğu bir alanda faaliyet gösterir. İpotekli GYO’lar, gayrimenkul sahiplerine ipotek karşılığı borç para verirler ve bu borcun karşılığı olan para-sermayeyi menkul kıymet yatırımlarına aktarırlar. Bu sebepten temel faaliyet alanları menkul kıymet yatırımlarıdır. Bu GYO’lar gayirmenkullerin sahibi değildirler yalnızca mülkiyet ipoteklerinden doğan hakların, ipotek kredileri biçiminde değerlendirilmesi işlevi sürdürürler.

ABD’deki GYO’ların tarihsel gelişimi izleğinde, 2008 krizi dönemi GYO bileşimini incelediğimizde; piyasa değeri 176,237.7 milyon dolar olan Özsermaye GYO’larına karşılık, piyasa değeri 14,280.5 milyon dolar olan İpotek GYO’ları bulunduğu gözlemlenmektedir. Bu bileşen 2018 yılında da benzer bir tablo sergilemektedir. 2018 yılı itibariyle, piyasa değeri 980,314.9 milyon dolar Özsermaye GYO’larına karşılık, piyasa değeri 67,326.4 milyon dolar olan İpotek GYO’ları

bulunmaktadır. 1992 yılından sonra bu bileşimin Özsermaye GYO'ları yönlü geliştiği ve bugün de hala GYO nezdinde, sermayenin spekülâtif alandan ziyade, gayrimenkul üretim sürecine müdahil olduğu gözlemlenmektedir. Bu da 'finansallaşma' tartışmalarının aksine, sermayenin halen üretken ve ticari sermaye işlevlerini sürdürdüğü ve hatta o alanda yoğunlaştığını göstermektedir. Ayrıca 2008 krizi sonrasında kısa dönemli gerilemenin yerini, daha önce görülmemiş düzeyde bir genişlemeye bıraktığı da belirtilmelidir. 2008'de 191 milyar dolar olan piyasa değeri, 2018 itibariyle 1.05 trilyon dolara yükselmiş görünmektedir.

4.4.Türkiye’de Sermaye Birikimi Sürecinde Gayrimenkul Sektörünün Oluşumu ve Gelişimi

ABD GYO'ları, dünyanın dört bir yanındaki GYO'lar için bir model haline gelmiştir ve bugün dünya genelinde 35'ten fazla ülke, GYO mevzuatını kabul etmiştir. Bu listenin içinde Türkiye’de vardır (Reit.com, 2017). Türkiye’de inşaat sektörünün oluşumu, hangi dinamikler üzerinden şekillendiği ve bugün gayrimenkul sektöründe sermaye birikimi açısından para-sermaye işlevinin ön plana çıkması bu kısımda irdelenecektir.

İnşaat sektörünün ekonominin sürükleyici ve lokomotif sektörlerinden biri olduğu ve özellikle geç kapitalistleşmiş ülkelerde inşaata dayalı büyümenin, ekonominin genelini olumlu yönde etkileyeceğine dair yaygın bir kanaat vardır. Bu iddia bir yandan sektörün, diğer sektörlerle yoğun ilişkide olması⁷⁰ açısından doğrulanabilir gözükse de günümüzde yaşanan finansal krizin bir veçhesinin inşaat sektöründe yaşanmış olması, “inşaata dayalı büyüme stratejisini” yeniden sorgulanır hale getirmiştir.

İnşaat sektörünün gerek altyapı gerekse gayrimenkul üretimi açısından ileri-geri bağlantıları oldukça yoğundur.⁷¹ Türkiye’de 2000-2014 yılları arasında, GSYH içindeki sektör payları değerlendirildiğinde, inşaat sektörünün yirmi sektör arasında altıncı sırada

⁷⁰ İnşaat sektörü diğer birçok sektörde üretilen ürün ve hizmetleri girdi olarak kullanır. İnşaatın nihai ürünü olan yapılar birçok sektörün ürün ve hizmetlerinin bir bileşeni olarak karşımıza çıkar. Yirmi sektör içinde, diğer sektörlerle ilişkilerin yoğunluğu bakımından inşaat sektörü, en güçlü dört sektörden birisidir (Giang, 2011).

⁷¹ Diğer yandan ise, girdi-çıktı analizlerinde, inşaat sektörünün en önemli girdilerinden olan metal ürünler sektörünün çarpan etkisinin de zayıfladığı görünmektedir (Gül & Çakaloğlu, 2017).

olduğu görülmektedir. Gayrimenkul faaliyetlerinin tümünü de kapsayacak şekilde değerlendirildiğinde ise ikinci sırada yer alır.

Sektöre gelişimine tarihsel olarak baktığımızda; Türkiye’de kapitalist gelişim sürecinin ilk evrelerinde, inşaat sektörünün öne çıkan sektörlerden olduğunu söylemek olanaklıdır. Örneğin, günümüzde enerji, inşaat ve iş makinaları üretimi sektöründe faaliyet gösteren STFA (Sezai Türkeş – Feyzi Akkaya Ortaklığı) 1938 yılında kurulmuş ve ilk büyük ölçekli sözleşmesi Malatya Köprüleri olmuştur (STFA, 2018). Dünya kapitalizmi bu dönemde, meta sermayenin uluslararasılaşması düzeyinde nitelenirken, gayrimenkul üretimi yapan küçük ve yeni palazlanan sermaye unsurları, erken kapitalistleşen ülke sermayeleri ile ticari sermaye ilişkileri üzerinden eklemlenmiştir. Özellikle bu dönem, Türkiye’de inşaatın önemli girdilerinden olan çimento talebindeki artış, dönem itibariyle sektördeki gelişiminin ve yukarıda bahsettiğimiz eklemlenmenin bir göstergesidir. Bu dönemde, çimento ithalatı “öylesine artmıştır ki çimento talebinin yarısı yurtiçinden, diğer yarısı da yurtdışından” (Ekiz, 2008, s. 180) karşılanır hale gelmiştir. Sonuç olarak, Türkiye’de kapitalist gelişimin ilk yılları değerlendirildiğinde inşaat sektörünün; ithalat kısıtlamaları, düşük üretim, çimento fiyatlarında yüksek fiyat politikası uygulayan kartellerin varlığı gibi sebeplerden sermaye açısından çok da kârlı bir sektör olmadığı söylenebilir (Sey, 2003).

1950’lerden 1980’lere kadar uzanan süreçte; inşaat sektörünün gelişimini sağlayan ve gayrimenkul üretimi açısından birikimin ilk nüvelerini teşkil eden alanlar konut yapımı ve kentsel altyapı yatırımlarıdır. Birinci ve İkinci Kalkınma Planlarında devletin altyapı yatırımlarına (otoban, otoyol, baraj, havaalanı vs.) özel olarak yer ayırması ve konut üretimini küçük ve orta ölçekli sermaye gruplarına bırakması söz konusudur (Çelik Ö. , 2013). Bu şekillenişin arka planında, Türkiye’de üretken sermayenin oluşumu temelinde (Tuna, 2011), 1950’lerde İstanbul’a yapılan sanayi yatırımları ile birlikte kırdan kente yaşanan göç dalgası yatmaktadır. Göç dalgası ile birlikte artan konut üretimi, döneme damgasını vurmuştur. Türkiye’de üretken sermayenin oluşum ve gelişim sürecine paralel gelişen bu dönemde, “inşaat yoğunluğu sermaye sahiplerinin bu sektöre yönelmesinden ziyade devlet ve sanayi sermayedarları arasında maliyetleri düşürmeye yönelik bir iş birliğinin sonucudur” (Karaçimen & Çelik,

2017, s. 84). Söz konusu iş birliğinden kastedilen, sanayi bölgeleri yakınlarındaki hazine arazilerine gecekondular tipinde konut yapımına olanak sağlayan bir devlet politikasının benimsenmiş olmasıdır. İlerleyen süreçte, imar düzenlemeleri ve aflarıyla gecekondular yasallaştırılırken; küçük sermaye sahiplerinin de müteahhitler olarak sektörde mevzilenmelerinin önü açılmıştır.

İnşaat sektörünün Türkiye’de sermaye birikiminin tarihsel seyri çerçevesinde 1980 sonrası ve 2000 sonrası olmak üzere iki dönemde öne çıktığı söylenebilir.

1980-1990 arası Türkiye’de kapitalist gelişim süreci açısından değerlendirildiğinde, ülke içi birikimin sınırlarına gelinmesiyle beraber, sermayenin dünya kapitalizminin gelişim eğilimleri etrafında uluslararasılaştığı bir dönemdir. ‘İhracata dayalı büyüme modeli’ çerçevesinde uluslararası sistemle eklemlenme, başta emek gücünü piyasası olmak üzere birçok alanda kurumsal ve yapısal dönüşümü de beraberinde getirmiştir. Reel ücretlerin geriletilmesi yoluyla sermayenin emek maliyetinin düşürülmesi; sendikal haklar, toplu sözleşmeler gibi 1980 öncesi elde edilen kazanımların geri alınması, emek gücü üzerinde sistematik bir hakimiyetin tahsis edilmesi anlamına gelmiştir. 1983 ile 1987 yılları arasında özel sektör ücretlerinin katma değer içindeki payı %27,5’den %17,1’e; kamudaki ücret payı ise %25’den, %13’e gerilemiş (Boratav, Yeldan, & Köse, 2000) ve ücretlerde reel anlamda %18’lik bir düşüş yaşanmıştır (Boratav, 2016).

İnşaat sektörü cephesinde ise 1980 sonrası dönemde devlet, gerek doğrudan yatırım gerekse yasal ve yönetsel düzenlemeler ile sektörde etkinlik kazanmıştır. 1980’de kamu altyapı ve inşaat yatırımlarının GSMH içindeki payı %9,8 iken bu oran 1985’de %11,7’ye yükselmiştir (Balaban, 2011, s. 23). Türkiye’de o dönemden başlayarak, günümüze kadar olan süreçte, kamu yatırımları ile inşaat sektörünün büyümesi arasında yüksek bir bağıntı olduğu belirtilmelidir (Saracoğlu & Ercan, 2004). Türkiye’de kentsel yapıli çevre üretiminin en önemli aktörü olan TOKİ, bu dönemde kurulmuş ve inşaat sektöründe büyümeyi yaratan faktörlerden biri olmuştur.

1980’li yılların inşaat sektörü açısından belirgin özelliği, yaşanan büyümenin toplu konut üretimindeki artış ve altyapı yatırımlarına dayanmasıdır. Balaban’a göre,

Türkiye’de yapım kesimi faaliyetleri çerçevesinde ilki 1982-1988, dönemi, ikincisi ise 2000’li yıllar olmak üzere iki büyüme dönemi yaşanmıştır (Balaban, 2011). Birinci dönemde, “...ülke genelinde yapımına başlanan bina sayısı, 1982’de 54.361’den; 1988 yılında 139.995’e yükselmiştir. İnşaat sektörü yatırımlarının GSMH içindeki payı ise 1982 yılında %5,2’den, 1987 yılında %7,3’e yükselmiştir” (Balaban, 2011, s. 22). Dönem itibariyle toplu konut üretiminin yasallaştırılması ve devletin finansman desteği ayrıca arsanın sermaye işlevleri içerisine çekilmesinin önünü açan 2981 numaralı imar affı⁷²; sektörde yaşanan büyümenin başlıca sebepleridir.

1984 yılında yürürlüğe konulan ve imar affı olarak bilinen 2981 sayılı yasa, büyük kentlerin gecekondu bölgelerinde, gecekonduların apartmana dönüşümünü sağlarken, küçük ölçekli müteahhitlerin de inşaat sektöründe ciddi birikimler sağlamalarının altyapısını hazırlamıştır. İmar affı kapsamında verilen inşaat ruhsatlarının sayısı 1984’de 40.000’den, 1987’de 110.000’e çıkmıştır (Türel, 2004). Başta İstanbul olmak üzere birçok metropolde, 1984 yılındaki imar affıyla birlikte günümüze kadar gelen süreçte kent çeperlerinde kalan alanlar değer kazanırken, bu alanların yeniden sermayenin işlevleri içerisine çekilmesi de halen gündemde olan bir konudur. 1950’li yıllarla birlikte, büyük kentlerin çeperlerinde yer alan ve kentsel alanların önemli kısmını oluşturan gecekonduların, kentsel nüfus içindeki payı, günümüzde 1950’lerden daha yüksek seviyededir. Türkiye’de gecekonduların sayısı ve kentsel nüfus içindeki payı Tablo 8’de özetlenmiştir.

⁷² İlgili Kanuna şu adresten erişilebilir: <http://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.2981.pdf> (MGYGM, Mevzuat Bilgi Sistemi, 2018)

Tablo 8:
Türkiye'de Gecekondu Sayısı ve Kentsel Nüfus İçindeki Payı

Yıllar	Gecekondu	Gecekondu Nüfus	Kentsel Nüfustaki Payı %
1955	50.000	250.000	14,7
1960	240.000	1.200.000	16,4
1965	430.000	2.150.000	22,9
1970	600.000	3.000.000	23,6
1980	1.150.000	5.750.000	26,1
1990	1.750.000	8.750.000	33,9
1995	2.000.000	10.000.000	35,0
2002	2.200.000	11.000.000	27,0

Kaynak: (Tercan, 2018, s. 20).

1950'lerden sonra gecekondu sayısındaki artışa paralel olarak, kent merkezlerinde konut sayısı artmış ve inşaat sektörü bu dönemde de konut bazlı genişlemiştir. Özellikle, 2002-2006 dönemi inşaat sektöründe bir sıçrama yaşanmıştır: "...ülke genelinde yapımına başlanan bina sayısı, 2002'de 43.330'dan, 2006'da 114.204'e ve 2007 yılında 106.659'a çıkmıştır. İnşaat sektörünün GSMH içindeki payı ise 2004'de %3,8'den 2006'da %4,8'e yükselmiştir. 2004 ile 2007 yılları arasında, yıllık ortalama %12'lik büyüme oranı ile inşaat sektörü, ekonominin en çok ve hızlı büyüyen sektörü olmuştur" (Balaban, 2011, s. 22).

Çeper alanların sermaye işlevleri içerisine çekilmesi çerçevesinde değerlendirildiğinde; 1940'lardan bugüne imar aflarının⁷³, kentsel yaşam alanların

⁷³ Türkiye'de çıkarılan tüm imar aflarının özeti için: (Tercan, 2018).

organizasyonu ve iyileştirilmesinden ziyade, sermaye birikimine olanak tanıdığı görülmektedir (Erbaş, 2018). Örneğin, 2012 yılında yürürlüğe giren 6306 sayılı 'Afet Riskli Altındaki Alanların Dönüştürülmesi' hakkındaki kanunun 23. maddesi⁷⁴, 1984 yılında yürürlüğe giren ve 'tapusuz evi olan vatandaşa mülkiyet hakkı tanıyan' (Emlak Kulisi, 2015) 2981 sayılı İmar ve Gecekondu Mevzuatı'nı yürürlükten kaldırırken, gelen yoğun talep üzerine (Haberler, 2015) mevzuatın süresi 31 Mayıs 2018'e kadar uzatılmıştır (Sabah, 2015). Çıkarılan her imar affının kapsamı bir öncekine göre daha da genişletirken, en son olarak 11.05.2018 tarihinde kabul edilen 7143 sayılı "Vergi ve Diğer Bazı Alacakların Yeniden Yapılandırılması ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına İlişkin Kanun"⁷⁵ bugüne kadarki imar aflarının en geniş kapsamlısıdır. Kamu için kaynak yaratımı anlamına da gelen uygulama (Politeknik, 2018), TMMOB raporuna göre, "sermaye ile yapılan barış" niteliğindedir (TMMOB, 2018).

2000 sonrası dönemde devletin inşaat sektörünü destekleyici ve düzenleyici rolü artan kurumsallaşmalarla daha da genişlemiştir. Bir başka deyişle devlet, sektördeki büyümeyi teşvik edecek ve destekleyecek çok sayıda yasal düzenlemeyi yürürlüğe koymuştur. 2000 sonrası dönemin esas belirleyeni, devletin yukarıda belirttiğimiz yasal-yönetimsel pozisyonu ile beraber konut projelerine ve üreticilerine finansman ve altyapı desteğinin yanında; doğrudan inşaat sektöründeki aktörlerden biri haline gelmiş olmasıdır. Bu saptamanın odağında TOKİ bulunmaktadır. Balaban'ın belirttiği gibi; 2002-2008 yılları arasında TOKİ'nin faaliyet alanını genişleten ve kaynaklarını arttıran 14 adet yasal düzenleme yapılmış (Balaban, 2009) ve TOKİ konut ve arsa üretimi alanında tek yetkili kurum haline gelmiştir (Balaban, 2011). TOKİ kuruluş yılı olan 1984 ile 2002 arasında 43.145 adet konut üretmiş ve 19 yıl içinde 940.000 konuta kredi desteği sağlamıştır (TOKİ, 2016, s. 10). TOKİ'nin esas görünürlüğü 2001 yılında Emlak Bankası'nın bankacılık faaliyetlerinin Ziraatbank ve Halkbank'a, aktif ve gayrimenkullerinin TOKİ'ye aktarılması ile hızlanmıştır. Bu devir ile 64,5 milyon m2 arsa Aralık 2004'te TOKİ mülkiyetine geçirilmiştir (TOKİ, 2016, s. 11). 2003 yılında AK Parti hükümeti öncülüğünde gündeme alınan Konut ve Kentleşme için Acil Eylem Planı

⁷⁴ İlgili kanuna şu adresten erişilebilir: <http://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.6306.pdf> (MGYGM, 2012)

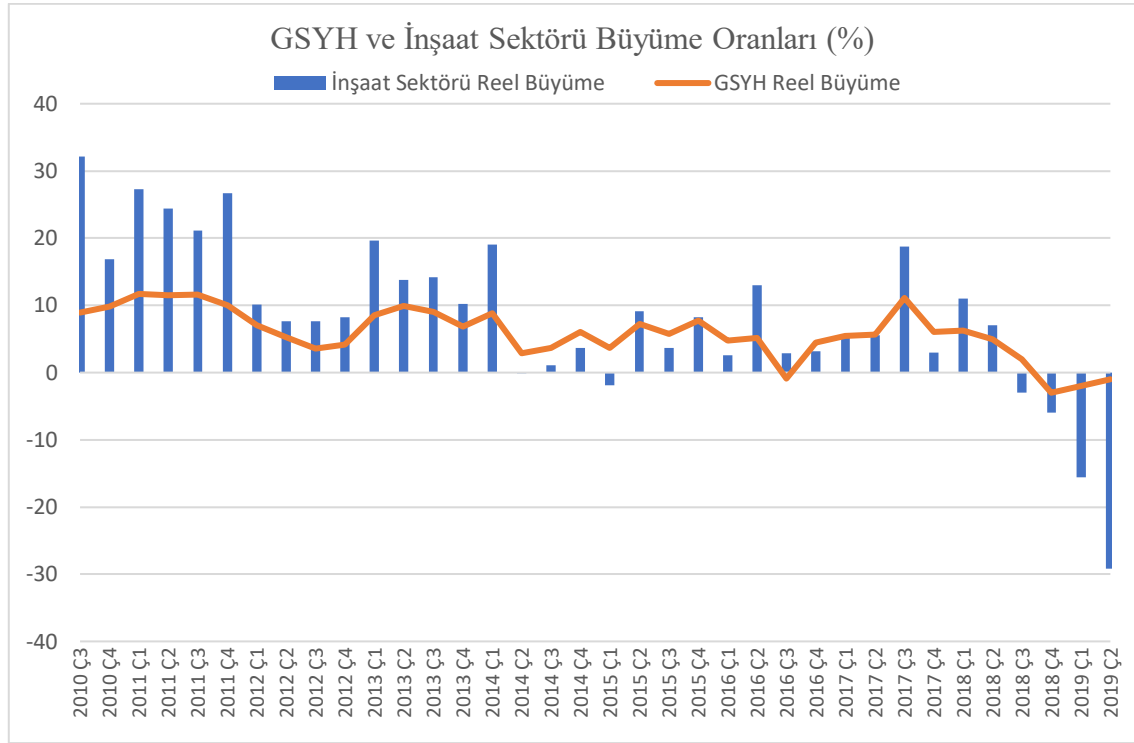
⁷⁵ İlgili kanuna şu adresten erişilebilir: <https://www.tbmm.gov.tr/kanunlar/k7143.html> (TBMM, 2018).

ile beş yıllık bir hedef belirlenmiş ve 2011 yılında bu hedefe ulaşılarak 500.000 konutun (kümülatif olarak) yapımı başlatılmıştır. Eylül 2016 itibariyle yapımı başlatılan konut sayısı ise 737.136'dır (TOKİ, 2016, s. 11). TOKİ'nin 2003 yılından itibaren genişleyen faaliyetlerinin temelinde, devredilen arsaların yanında bir dizi müdahale de etkili olmuştur: Konut Müsteşarlığı kapatılıp, tüm görevleri TOKİ'ye devredilmiştir. Göçmen Konutları Koordinatörlüğü ve Ahıska Türkleri İskan Koordinatörlüğü'nün görevleri ile Arsa Ofis Genel Müdürlüğü'nün kapatılmasını takiben tüm görev ve sorumlulukları TOKİ'ye devredilmiştir. Son olarak, Çevre ve Şehircilik Bakanlığı, Mesken İşleri Daire Başkanlığı ile Başbakanlık Proje Uygulama Birimi'nin tüm görev ve yetkileri TOKİ'ye aktarılmıştır. Bu şekilde Türkiye tarihinde ilk defa, büyük çapta bir “planlı kentleşme ve konut atağı” başlatılmış ve karar verme mekanizmaları tek çatı altında toplanarak, arsanın ve inşaatın sermaye işlevleri içerisine çekileceği kurumsal yapı oluşturulmuştur. Bu yapının bir diğer bileşenini de inşaatın tüketim ve üretiminde etkin olacak finansal-kurumsal ayak oluşturmaktadır.

1990 sonrası ve 2000'leri takip eden süreçte, sermayenin uluslararası ölçekte birikim mantığını düzenleyen para-sermayenin organizasyonudur. Türkiye'de de finansal piyasaların oluşumu ve gelişimine dair ilk emareler bu dönemden gözlemlenir. Devletin bu konuda kayda değer ilk hamlesi 1989 yılında yürürlüğe konulan *Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar*'dir.⁷⁶ Karar ile birlikte, para ve sermaye hareketliliğine dair tam serbestlik benimsenmiş ve uluslararası finansal piyasalara eklemlenmenin adımı atılmıştır. Dönemin devamında; sıcak para girişlerine dayalı büyüme politikasının bilinçli tercihi doğrultusunda (Gültekin Karakaş, 2009) IMF ile yapılan anlaşmalar, yapısal uyum programları ve devletin kaynak ihtiyacını ve ortaya çıkan bütçe açığını borçlanma yoluna giderek kapatması gündem olmuştur. Ancak birikim krizinden çıkış politikaları yeni krizlerin temellerini oluşturmuştur (Altıok, 2002). Bu dönem yaşanan birikim krizleri, para-sermaye hareketlerinin belirleyiciliğinde sektöre yön vermiştir. Bu çerçevede, 2008 krizi sonrası dönemde inşaat sektörünün, ekonomik

⁷⁶ “Türk parasının yabancı paralar karşısındaki değerinin belirlenmesine, döviz ve dövizli temsil eden belgelere (menkul değerler ve diğer sermaye piyasası araçları dahil) ilişkin tüm işlemler ile dövizlerin tasarruf ve idaresine, Türk parası ve Türk parasını temsil eden belgelerin (menkul değerler ve diğer sermaye piyasası araçları dahil) ithal ve ihracına, kıymetli maden, taş ve eşyalara ilişkin işlemlere, ihracata, ithalata, özelliği olan ihracat ve ithalata, görünmeyen işlemlere, sermaye hareketlerine ilişkin kambiyo işlemlerine ait düzenleyici, sınırlayıcı esaslar” bu karar ile tayin ve tespit edilmiştir (TCMB, 1989).

büyüme sürecinin iniş-çıkışlarına duyarlılığının yüksek olduğunu söyleyebiliriz. Genelde inşaat sektöründeki aktivite büyüme dönemlerinde GSYH'dan daha hızlı artmakta ya da tersi söz konusu iken daha hızlı düşmektedir. Grafik 7'de gösterildiği gibi, 2014 ve sonrası dönemde ise sektördeki reel büyümenin GSYH büyümesinin altında gerçekleştiği görülmektedir:



Grafik 7: 2010 Sonrası Türkiye'de GSYH ve İnşaat Sektörü Büyüme Oranları (%)

Kaynak: TÜİK verilerinden derlenmiştir.

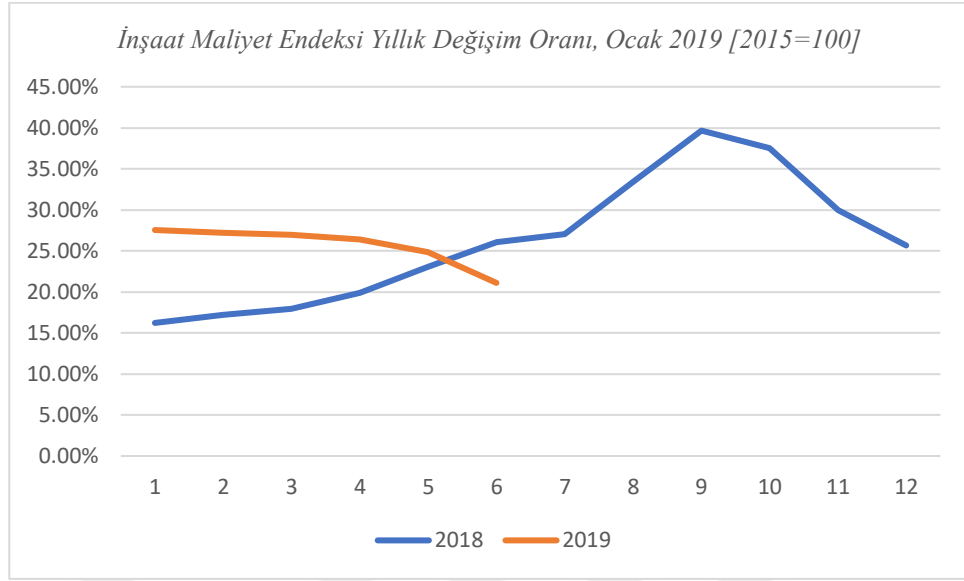
2010'dan 2016 yılına kadar, Türkiye'de gayrimenkul özelinde konut, önemli bir yatırım aracı olmayı sürdürmektedir. Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği'nin Yatırım ve Algı Araştırması'na göre altından sonra gayrimenkul, en güvenilir yatırım aracı olarak görülmektedir (TSBP, 2011).

Yine bu dönemde konut kredilerindeki artış dikkat çekicidir. TBB Risk Merkezi'nin banka ve finansal kuruluşlardan topladığı kredi bilgileri kullanılarak hazırlanan Konut Kredi Analizi çalışmasına göre; konut kredileri, 2011-2016 döneminde yıllık ortalama yüzde 21 artarak, 168 milyar TL olmuştur. Konut kredisi olan kişi sayısı,

stok olarak 2011-2016 döneminde yüzde 69 artarak 1,3 milyondan 2,2 milyona ulaşmıştır. Aynı dönemde ortalama kredi miktarı 57 bin TL’den 75 bin TL’ye yükselmiştir (TBB, 2017). GYODER’in hazırlamış olduğu “2023 Vizyonunda Gayrimenkul Sektörü” başlıklı araştırmaya göre 2023 yılında konut kredisi büyüklüğü %5’lik kötümser büyüme ile 166.8 milyar dolara, %8.3’lük potansiyel büyüme ile 420 milyar dolara ulaşacaktır (GYODER, 2012).

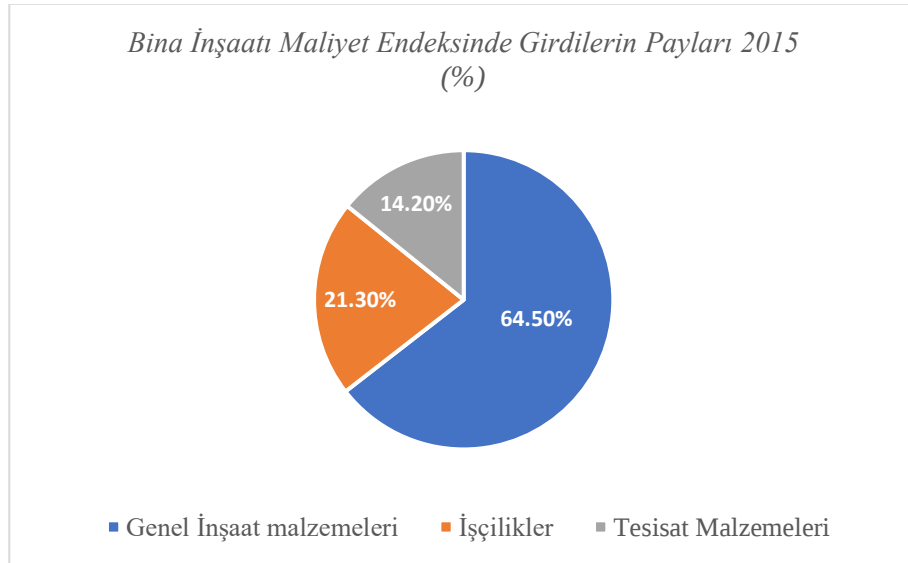
2010-2016 yılları arasında inşaat sektöründe sermayenin dolaşım alanında yaşanan bu genişleme, 2010 yılı sonrası dönemde üretimde benzer bir karşılık bulamamıştır. Grafik 7’de aktarıldığı gibi, inşaat sektöründe düşme eğilimi gösteren büyüme oranları bu durumun somut örneğidir. 2010 yılına %33’lerde seyreden büyüme oranı, 2012 yılında %8 ve 2017 yılında %5 dolaylarındadır. 2018 üçüncü çeyreği itibariyle de inşaat yatırımları küçülmeye geçmiştir. 2019 ilk çeyreğinde -%15,6 olan büyüme oranı ikinci çeyreğinde ise -%29,2’dur. Özellikle döviz biçimindeki para-sermayeye endeksli inşaat malzeme fiyatlarındaki⁷⁷ artış sebebiyle, gayrimenkul üretim alanında sermayenin ortalama kâr oranlarını yakalaması için gerekli olan sermaye değerinin fiyatlar düzeyindeki karşılığı artmıştır. Bu sebepten inşaat sektöründe sermayenin yeniden değerlendirme olanaklarının 2014 yılından sonra, özellikle para-sermaye ihtiyacı temelinde daralması söz konusudur. TÜİK’in açıkladığı 21 Mart 2019 tarihli İnşaat Maliyet Endeksi (İME) verilerine göre, İME 2019 Ocak ayında, bir önceki aya göre aylık %6,49 oranında artış göstermiştir.

⁷⁷ Bu malzemelerden inşaat çeliği gayrimenkul üretimi için öne çıkanlardan biridir. İnşaat çeliği üretiminde, üretim maliyetlerinin yükselmesi sebebiyle çelik üreticilerinin kâr oranlarının düşmesine karşın; gayrimenkul sektöründe yaşanan görece kârlılık son dönemde Türkiye’de çelik üreticileri ve müteahhitler arasında ciddi bir çatışma alanıdır (Çelik İhracatçıları Birliği, 2018).



Grafik 8 İnşaat Maliyet Endeksi Yıllık Değişim Oranı, Ocak 2019 [2015=100]
Kaynak: (TÜİK, 2019).

Grafik 8’de görüleceği gibi, inşaat maliyetleri 2019 Ocak ayında, 2018 Ocak ayı ile kıyaslandığında %27,54 oranında artış göstermiştir. Bununla birlikte, Grafik 9’da 2015 yılı dördüncü çeyrek verileri ile inşaat maliyetlerinin girdi dağılımına baktığımızda, emek gücünün yoğun olarak kullanıldığı bir sektör olan inşaat sektöründe maliyetler açısından en yüksek payın, %64,5 ile genel inşaat malzemelerinde olduğu görülmektedir.



Grafik 9 Bina İnşaatı Maliyet Endeksinde Girdilerin Payları 2015
Kaynak: (Dalkılıç & Aşkın, 2015).

Bu çerçevede, Türkiye inşaat sektöründe maliyetlerin artışı ve bu artışın sabit sermaye ağırlıklı kompozisyonu, gayrimenkul sektöründeki sermayenin yoğunlaşma eğiliminin göstergesidir.

2018 Şubat ayı verilerine göre, inşaat sektöründe istihdam, 2017 yılında bir önceki yıla göre %9,2 oranında azalmıştır. İstihdamdaki bu azalışa bağlı olarak, çalışılan saat de %8,4 azalırken, aynı dönemde inşaat sektöründe ücretler ise %5 oranında gerilemiştir (TÜİK, 2018). Değişen sermayenin(v), sabit sermayeye(c) kıyasla artış miktarının baskılanmış olması ise artı-değer üretiminin yoğunluğunu ortaya koymaktadır. 2005’den bu yana, işçilik maliyetlerinin toplam maliyetler içerisindeki değişim oranı, düşük kalmıştır. TÜİK’in açıkladığı 2018 yılı İnşaatı Maliyet Endeksi Değişim Oranlarına göre, gayrimenkul sektöründe toplam maliyetler 2015 yılı baz alındığında %23,04 oranında artarken; bu artışta girdilerin payı malzemeler için %26,58 ve iş gücü maliyetleri için ise %15,63 seviyesindedir (TÜİK, 2018). Bu durum gayrimenkul üretiminde sermayenin organik bileşiminin (c/v) yükseldiğini ortaya koymaktadır. Sermayenin organik bileşiminin artışı, büyük ölçekli inşaat projelerini finansmanı için artık bir önceki birikim döngüsüne göre daha fazla miktarda sermaye yatırımı gerektirir. Bu ise, gayrimenkul üretiminde aşırı birikimi doğurur. Gayrimenkul üretimindeki aşırı birikim, sermaye birikiminin sürekliliği açısından para-sermaye ihtiyacının giderek artması anlamına gelmektedir.

Gayrimenkul sektöründe sermayenin aşırı birikim olgusuna, metaların realize olması noktasında dolaşım alanında yaşanan tıkanıklık eşlik etmektedir. Gayrimenkul sektörünün bu anlamda önemli göstergelerinden birisi olan, konut satışları rakamlarının 2016-2018 yılları arasındaki dağılımı Tablo 9’da özetlenmiştir.

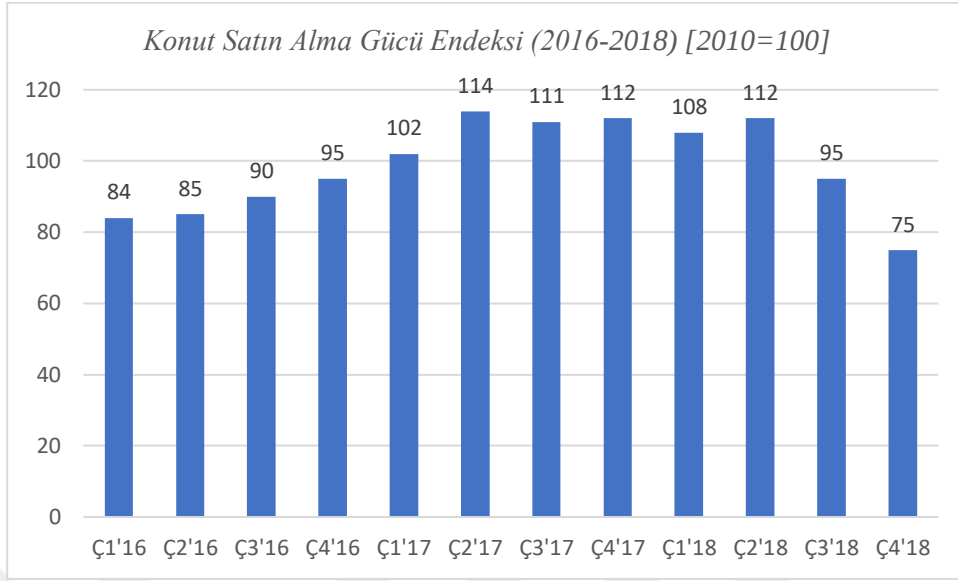
Tablo 9:
Türkiye'de Konut Satış Rakamları 2016-2018 (adet)

	İlk Satış	İkinci El Satış	Toplam Satış	İpotekli Satış
Ç1'16	139.860	163.604	303.464	95.861
Ç2'16	152.305	175.030	327.335	105.223
Ç3'16	142.585	162.427	305.012	102.297
Ç4'16	196.936	208.706	405.642	146.127
2016 Toplam	631.686	709.767	1.341.453	449.508
Ç1'17	145.826	179.954	325.780	125.093
Ç2'17	150.397	178.186	328.583	120.282
Ç3'17	180.466	195.899	376.365	117.852
Ç4'17	183.009	195.577	378.586	109.872
2017 Toplam	659.698	749.616	1.409.314	473.099
Ç1'18	138.777	165.100	303.877	89.380
Ç2'18	160.100	182.055	342.155	112.425
Ç3'18	167.198	189.161	356.359	54.478
Ç4'18	185.497	187.510	373.007	20.537
2018 Toplam	651.572	723.826	1.375.398	276.820

Kaynak: (GYODER, 2019)

Konut satışları, 2018 yılında 2017'ye kıyaslandığında toplamda %2,41 oranında düşmüş, ipotekli satışlar ise %41,4 oranında gerilemiştir. Ayrıca, Konut Satın Alma Gücü Endeksi⁷⁸ mevcut tablonun düşüş eğiliminin süreceği sinyali vermektedir. Grafik 10'da görüldüğü gibi 2018 yılının dördüncü çeyreğinde 75 puan olan endeks, 2010 yılındaki baz puanının gerisindedir.

⁷⁸ Konut Satın Alma Gücü Endeksi “Türkiye’nin 81 şehrinde yaşayan ortalama gelire sahip bir ailenin, 120 ay vadeli konut kredisi kullanarak konut sahibi olup olamayacağını ölçen önemli bir ekonomik göstergedir. 100 ve üzerindeki endeks değerleri mevcut faiz oranı ile 120 ay vadeli konut kredisi kullanılarak bir ev sahibi olunabileceğini gösterirken; 100’ün altındaki değerler ailenin mevcut finansal koşullarda konut kredisi kullanarak konut sahibi olamayacağına işaret etmektedir” (GYODER, 2019, s. 25)



Grafik 10 Türkiye’de Konut Satın Alma Gücü Endeksi (2016-2018)
[2010=100]

Kaynak: (GYODER, 2019).

Türkiye gayrimenkul sektöründeki sermaye birikim sürecinde yaşanan temel sorunlara dair çizdiğimiz tablo, sermayenin ve sermaye örgütlerinin beklenti ve istekleriyle desteklenecek doğrultudadır:

- i) Emlak Bankasının yapısında bir dönüşüme gidilerek, bankanın; yurt dışı örnekler temelinde, “ipotek sistemleri ile menkul kıymetleştirme yapabilecek ve düşük gelir sahiplerine uzun vadeli düşük faizli kredi sağlayabilecek bir alt yapıyı taşıması yerinde olacaktır” (EMLAK KONUT GYO, 2018).
- ii) Gayrimenkul ile ilgili veri ve istatistiklerin tutulacağı analiz merkezinin kurulması (EMLAK KONUT GYO, 2018).
- iii) Gayrimenkul Yatırım Fonları ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının vergi muafiyetlerinin devam etmesi (EMLAK KONUT GYO, 2018).
- iv) Altyapı GYO’ların kurularak, belediyelere özendirici teşvikler verilmesi.
- v) Gayrimenkule dayalı finansal ürünlerin çeşitlendirilmesi, Kredi Garanti Fonu, gayrimenkul sertifikaları gibi finansman modellerinin etkin kullanımı (Elmas, 2017). - Konut Geliştiricileri ve Yatırımcıları Derneği ve Sur Yapı Yönetim Kurulu Başkanı-

- vi) Kredi faiz oranlarının “makul seviyelere getirilmesi” (Kurum, 2017). - Emlak GYO Genel Müdürü-
- vii) Orta ve alt gelir gruplarına yönelik ucuz konut üretimi ve sektör için banka kurulması (Yıldırım İ. , 2017). - KİPTAŞ Genel Müdürü-
- viii) Konutbank kurulması: “Konutbank kurulsun ve makul seviyede bir faizle tahvil ihraç etsin. Bu tahvil geliri, vatandaşa uzun vadeli ve düşük faizle konut kredisi olarak geri dönsün. Böyle bir bankayla konut sektörünün ihtiyacı olan uzun vadeli kredi sağlanabilir ve finans yükü inşaat üreticilerinin üzerinden kalkmış olur”. (Özyurt, 2017) -Özyurtlar Holding Yönetim Kurulu Başkanı-
- ix) “İlk konut ediniminde sağlanan teşvikler genişletilip daha uygulanabilir hale getirilmeli. Alternatif finansman modelleri gündeme getirilmeli” (Maya, 2019). - TSKB Gayrimenkul Değerleme Genel Müdürü-

Bugün, Türkiye’de inşaat sektöründe yaşanan durgunluk eğiliminin aşılması noktasında iki temel model ön plana çıkmıştır. Bu modellerden ilki “mevcut konut stoklarının kamu kaynakları ile satın alınmasıdır” (İMSAD, 2018, s. 5). Diğeri ise tüm dünyada da yaygın biçimde geliştirilen hem üretimi hem de tüketimi desteklemek amaçlı üretici ve tüketicilere kredi kullandırılması, kredilerin karşılığında bankaların menkul kıymetleştirmeye gitmeleri, daha sonra menkul kıymetler adına garanti verilerek bir kamu bankasının bu menkul kıymetleri yurtdışında satıp sektörün para-sermaye ihtiyacının karşılamasıdır (İMSAD, 2018). İkinci model, dünyada ipotekli konut finansman sistemi olarak yaygınlaşan ve uygulanan bir modeldir.

Bir sonraki bölümde, sermayenin para-sermaye ihtiyacını karşılamak için organize olan ve gayrimenkul sektöründe üretken sermaye ile para-sermaye işlevlerinin bütünleşmesi noktasında faaliyet gösteren finansal kurum ve kuruluşlar irdelenecektir. Bu kurumlardan 2000’ler sonrası Türkiye’de ön plana çıkan ve günümüzde giderek yaygınlaşanı ise Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarıdır.

5. TÜRKİYE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜNDE PARA-SERMAYE KURUMLARI VE ARAÇLARI

Çalışmanın bu kısmında, gayrimenkul üretiminin finansmanı ve gayrimenkul sektöründeki para-sermaye döngüsünde işleve sahip olan, gayrimenkul sektörü ile finansal alanın ilişkisini derinleştiren araçlar ve kurumlar ele alınacaktır. Bu kurumlardan öne çıkanı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarıdır. Gayrimenkul sektörü genellikle öz kaynaklar veya banka kredileri gibi firma dışı kaynaklarla finanse edilirken, GYO'ların sisteme dahil olmasıyla inşaat sektöründe sermaye birikim sürecine yeni bir yapı eklenmiş ve sermaye piyasası araçları ile inşaat sektörünün finansmanı olanaklı hale gelmiştir. Bu yapı bir yandan üretken sermayeye arsanın değerlendirilmesi ve üretim için gerekli olan para-sermayenin temini için olanaklar sunar. Diğer yandan sermaye piyasaları aracılığı ile inşaat sektöründeki sermayenin, diğer sektörlerdeki firmaların sermayeleri ile eklemlenmesinin yolunu açar. Bu kısımda Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları hakkında detaylı bilgi verilerek, inşaat sektöründeki birikim sürecine ilişkin işlevi ortaya koyulacaktır. GYO'ların yanında, henüz oluşum evresinde olan diğer finansal araç ve kurumlara da kısaca değinilecektir.

5.1. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ve Gayrimenkul Sermayesi Birikim Sürecindeki Rolü

28 Mayıs 2013 tarihli Resmi Gazetede yayınlanan *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği* gereğince, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, “gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri, gayrimenkule dayalı haklar, sermaye piyasası araçları ve kurulca belirlenecek diğer varlık ve haklardan oluşan portföyü işletmek amacıyla paylarını ihraç etmek üzere kurulan... sermaye piyasası” (SPK, 2013) kurumlarıdır. Ortaklıkların faaliyet kapsamı, 23 Ocak 2014 tarihli Resmi Gazetede yayınlanan değişiklik ile genişletilmiştir. Bu çerçevede, altyapı yatırım ve hizmetleri de faaliyetlerinin kapsamına dahil edilmiştir. Ayrıca sermaye piyasası araçlarına ek olarak bazı finansal işlemleri yürütme yetkisi kazanan ortaklıkların para-sermaye hareketliliği çeşitlendirilmiştir. Bu kapsamda 23 Ocak 2014 tarihli Resmi Gazetede yayınlanan tebliğe

esasen, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, “gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri, gayrimenkule dayalı haklar, altyapı yatırım ve hizmetleri, sermaye piyasası araçları, Takasbank para piyasası ve ters repo işlemleri, Türk Lirası cinsinden vadeli mevduat veya katılma hesabı, yabancı para cinsinden vadeli ve vadesiz mevduat veya özel cari ve katılma hesapları ile iştirakler ve Kurulca belirlenecek diğer varlık ve haklardan oluşan portföyü işletmek amacıyla paylarını ihraç etmek üzere kurulan... sermaye piyasası” (SPK, 2014) kurumlarıdır.

GYO’ların, gayrimenkul sektöründeki üretken sermayenin günümüzde başlıca sorunu olarak beliren para-sermaye ihtiyacına,⁷⁹ sermaye piyasasından temin edilen fonlar ile çözüm sunacağı ve kent mimarisine olumlu katkıda bulunacağı ,birçok akademik çalışmanın temel saptaması ve beklentisidir.⁸⁰ GYO’ların, gayrimenkul sektörünün para-sermaye ihtiyacını karşılama noktasında diğer finansman araçlarından farklılaştığı, nokta sermaye piyasası kurumu olmasıdır. Sermaye piyasasının temel pazarı olan borsada, her ölçekteki yatırımcının GYO’ların hisse senetlerini satın alarak sürece dahil olması, müteahhitlerin öz kaynak veya kredi kullanmaksızın büyük ölçekli projeleri organize edebilmesini sağlar.

Sermaye piyasası kurumu olan “*Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları*”nın, gayrimenkulün alım-satım veya kiralama işlemelerine konu olan varlıklarının, yine SPK tarafından listelenen (SPK, 2018) “*Gayrimenkul Değerleme Şirketler*”ince değerlendirilmesi esastır (SPK, 2018). Gayrimenkul değerlendirme, “bir gayrimenkulün, gayrimenkul projesinin veya bir gayrimenkule bağlı hak ve faydaların, belli bir tarihteki muhtemel değerinin bağımsız ve tarafsız olarak takdiri” (SERPAM, 2018, s. 8) anlamına gelmektedir. Gayrimenkul Değerleme Şirketleri’nin faaliyet konusu, “gayrimenkullerin, gayrimenkul projelerinin veya bir gayrimenkule bağlı hak ve faydaların belli bir tarihteki muhtemel değerinin bağımsız ve tarafsız olarak takdir edilmesi” şeklinde tanımlanmıştır (SPK, 2018). Ekspertiz faaliyeti neticesinde tespit edilen piyasa değeri, metanın piyasada işlem görmeden önce belirlenmiş baz fiyatıdır. Gayrimenkul değerlemesinin ilk amacı, sermayenin dolaşım sürecinde fiyat dalgalanmalarından kaynaklı realizasyon sürecinin

⁷⁹ “Müteahhitler ...mali sıkışıklıkların yarattığı finansman sorunlarını inşaat sektöründe faaliyetleri kısıtlayan en önemli engel olarak görmeye devam ediyor” (İMSAD, 2019).

⁸⁰ Bakınız EK-2

kesintiye uğramamasıdır. Bu sayede olası hasılatın önceden belirlenerek, süreçte rolü bulunan sermaye gruplarına kâr oranlarının öngörüldüğü biçimde aktarılması olanaklı olur. Değerlemenin diğer amacı ise, faaliyet konusu sermaye piyasasında menkul kıymet alım-satımına konu olan portföylerde oluşacak olası fiyat dalgalanmalarının spekülasyona konu olarak, firma hisselerini manipüle etmesinin önüne geçmektir. Ancak değerlendirme faaliyetinin, arsanın spekülatif biçimde değerlendirilmesini sağlayacak bir fonksiyonu da vardır. Bu ayrıntıya ilerleyen sayfalarda değinilecektir.

GYO'ların kurumsal düzeyde, sermaye birikimi açısından sektördeki rakiplerine göre avantajlı olduğu bir dizi durum söz konusudur. Bunlardan ilki, borsada işlem gören GYO'ların, kârlarını temettü olarak dağıtma zorunluluklarına ilişkindir. Türkiye'de GYO'lar yurtdışı örneklerine istisna biçimde, gelirlerinin belirli bir oranını kâr payı biçiminde dağıtmak zorunda değillerdir⁸¹. İkinci olarak GYO'lar, kurumlar vergisinden istisna tutulmuşlardır. Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 15.Madde'sine göre yatırım fonu yöneten firmaların kazançları, bu kazançlar dağıtılsın ya da dağıtılmasın %15 oranında vergi kesintisine tabidir (Mevzuatı Geliştirme ve Yayın Genel Müdürlüğü, 2006). Ancak 2009/14594 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile bu kazançlar üzerinden yapılacak olan stopajın oranı %0 olarak belirlenmiştir (Gelir Dairesi Başkanlığı, 2009). Bu yüzden GYO'ların kazançları kurumlar vergisinden istisnadır.

Sermayesi halka arz edilen GYO'lar, -anonim ortaklıklar- piyasadan topladıkları fonlar aracılığıyla büyük ölçekli inşaat projelerine yatırım yapma olanağına sahip olurlar. Çalışmanın üçüncü bölümde değerlendirdiğimiz gibi, kesim içi rekabet açısından, daha büyük miktarda para-sermayeyi daha kısa dönemde genişleyen yeniden üretime yönlendiren sermayeler, zayıf rakiplerini piyasadan siler. Gayrimenkul yatırım ortaklarını, inşaat sektöründe yer alan diğer büyük/küçük ölçekli sermaye gruplarından ayıran ve onları kesim içi rekabette öne çıkaran temel fonksiyonlardan birisi de budur. GYO'ların, sermayelerini üretim sürecine aktarırken fon kaynaklarına erişimlerinin hızı ve kapasitesi, bankacılık, sermaye piyasaları ve sigorta sektörü ile etkileşimleri bağlamında değerlendirildiğinde, kesim içi rekabette ciddi olanaklar yaratır. GYO'ların kurumlar vergisinden istisna tutulması, kâr dağıtım zorunluluklarının bulunmamasına ek

⁸¹ Bu oran ABD'de %90 ve zorunludur.

olarak, repo ve ters repo gibi para piyasası işlemleri yapabilmeleri gibi hususlar da düşünüldüğünde rekabetçi birikim ortamında sektördeki rakiplerine göre oldukça avantajlı konumdadırlar. GYO'lar, gayrimenkul ve gayrimenkul projeleri yanında, gayrimenkule dayalı haklara, ipoteğe ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilen kuruluş ünvanı taşıdıklarından (SPK, 2018), kesimler arası rekabette bu avantajlarını devam ettirirler. Üçüncü bölümde belirtildiği gibi, sermayenin kârlı alanlar arasında transferi söz konusu olduğunda, hisse senedi piyasalarında aktiflerini kısa vadede başka yatırım alanlarında konumlandırabilen anonim ortaklıklar, rekabette avantaja sahiptirler.

GYO'lar mevzuat gereği doğrudan üretim faaliyetlerinde bulunamazlar (SPK, 2014). GYO'ların gayrimenkul sermayesi üretim sürecindeki işlevlerini temelde iki başlık altında toplayabiliriz: Ticari sermaye işlevi ve para-sermaye işlevi.

5.1.1. Gayrimenkul Sermayesi Üretim Sürecinde Ticari Sermaye İşlevi ve Faiz Getiren Sermaye İşlevi Olarak GYO

GYO'lar, gayrimenkul sermayesinin dolaşım sürecine konu olan gayrimenkul, gayrimenkul projeleri, gayrimenkule dayalı haklar ve altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşan bir portföyü işletme olanağına sahiptirler. Bu anlamda gayrimenkul üretimi sonucu elde ettikleri metarlardan kira, satış ve işletme geliri elde ederler. Diğer taraftan ise portföylerinde bulunan arsaların üretim sürecinde değeri artmasının önünü açarak, üretim sonucu elde edilen artı-değer yüklü taşınmazların satışından doğan ve arsa payına tekabül eden ticari kâr elde ederler.

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, bu çerçevede sadece gayrimenkule dayalı portföyün işletilmesine konu olacak şekilde faaliyet gösterebilirler. Bunun doğal bir sonucu olarak, ortaklıklar aktiflerinde makine ve ekipman bulunduramazlar. Ayrıca, inşaat işlerini kendileri üstlenemez, proje yürütemez, ancak inşaatını başka şirketlerin gerçekleştirdiği projelere finansman sağlayabilirler. Bu sebepten GYO'lar gayrimenkul sermayesinin üretim sürecinde doğrudan faaliyet göstermezler. Gayrimenkul sermayesinin üretilmesi ve değeri artması kapsamında, süreçteki işlevleri ticari sermaye niteliğindedir. Konuyu açacak olursak, GYO'lar nezdinde gayrimenkul sermayesinin

üretilmesi noktasında temelde iki iş modelinden bahsetmek olanaklıdır (Emlak Konut, 2019, s. 25).

Bunlardan ilki *arsa satış karşılığı hasılat paylaşım* modelidir. Model, Toplu Konut İdaresi Başkanlığı İhale yönetmeliğinde, “gelirin, şartnamede tanımlanması kaydıyla, idarenin maliki bulunduğu arazi ve/veya arsada, idarenin uygun göreceği proje uyarınca, müteahhidin proje maliyetinin tamamını karşılayacağı inşaat veya inşaatların bölümlerinin satışından sağlanacak gelirin, sözleşmede belirlenen esaslara göre İdare ve müteahhit arasında paylaşılması” (Resmi Gazete, 2006) şeklinde tanımlanmış ve esasları belirtilmiştir. Bu modelde temel aktörler, arsanın sermaye işlevleri içine çekilmesinde aktif rolü olan devlet, gayrimenkulün üretim sürecini örgütleyen üretken sermaye (müteahhit, yüklenici firma) ve üretilen gayrimenkulün değerlendirilmesinde faaliyet gösteren GYO’dur. İlk olarak GYO, arazi ve arsa sağlama konusunda yetkili mercii olan (Mevzuat Bilgi Sistemi, 1969) TOKİ’den arsa satın alımında bulunur. Alınan arsa için gerekli olan para-sermayeyi(P_T) GYO doğrudan öz sermayesinden karşılayabilir. Ancak sermaye çevriminin sürekliliği için borç biçiminde para ihtiyacı GYO için de söz konusudur. Bu sebepten arsa alımı için gerekli olan para-sermayeyi, para ve sermaye piyasasından borçlanarak ya da doğrudan banka kredisi şeklinde temin edebilir.⁸² Alınan arsa, ekspertiz değeri ya da maliyeti baz alınarak ihaleye çıkılır. İhalede proje önerisi kapsamında bağımsız bölümlerin toplam değerini en yüksek olarak teklif veren firma ihale alımına hak kazanır. GYO mülkiyetindeki arazi (M_T) üretken sermaye tarafından üretim sürecini başlatmak için dolaylı olarak satın alınır. Sürecin dolaylı olmasının sebebi, *arsa satış karşılığı hasılat paylaşım* modelinde satın alma sürecinin doğrudan para-sermaye transferi şeklinde gerçekleşmemesidir. Üretici firma (müteahhit, yüklenici), üretim süreci sonunda elde ettiği bağımsız bölümlerin ($M'Ü$) satışı ve pazarlamasından sorumludur. Yani metaların realizasyon sürecini de üretici firma üstlenir. Üretim sonunda artı-değer yüklü metalar, piyasada alıcı bulur ve artı-değer realize edilir ($P'Ü$). Tüm gelir doğrudan GYO’ya aktarılır. GYO ise ihalede belirlenmiş

⁸² Örneğin Doğuş GYO 2017 yılında Halkbank A.Ş.'den 5 yıl vadeli 20 milyon Euro; Emlak Konut 2019 yılında bankalardan 560 milyon TL; Akfen GYO 2015 yılında Credit Europe Bank'dan 10 yıl vadeli 116 milyon Euro; Vakıf GYO 2018 yılında Vakıfbank'tan 600 milyon TL; İş GYO, İş Bankasından, 1 yıl vadeli 120 milyon TL kredi kullanmıştır. Bunun yanında Yeşil GYO ve Kiler GYO bankalara olan borçlarını yeniden yapılandırmıştır (KAP, 2010-2019).

The diagram illustrates the flow of construction costs and capital. It starts with 'Uluslararası Para Sermaye' (International Capital) and 'Banka Sermayesi Veya Sermaye Piyasaları' (Bank Capital or Capital Markets) both contributing to 'P'. This 'P' then flows into 'GYO' (Real Estate Investment Vehicle). From 'GYO', the flow goes to 'Arazi Alımı' (Land Acquisition), resulting in 'M_T'. 'M_T' then flows into 'Müteahhit Yüklenici (Üretken Sermaye)' (Contractor/Builder (Producer Capital)). From 'Müteahhit Yüklenici', the flow goes to 'M_Ü (Ü.A+ E.G.)', which then flows into 'Artı Değer' (Surplus Value), represented by 'M_Ü'. 'M_Ü' then flows into 'Realizasyon' (Realization), represented by 'P₁'. Finally, 'P₁' flows into 'P₁'.

131

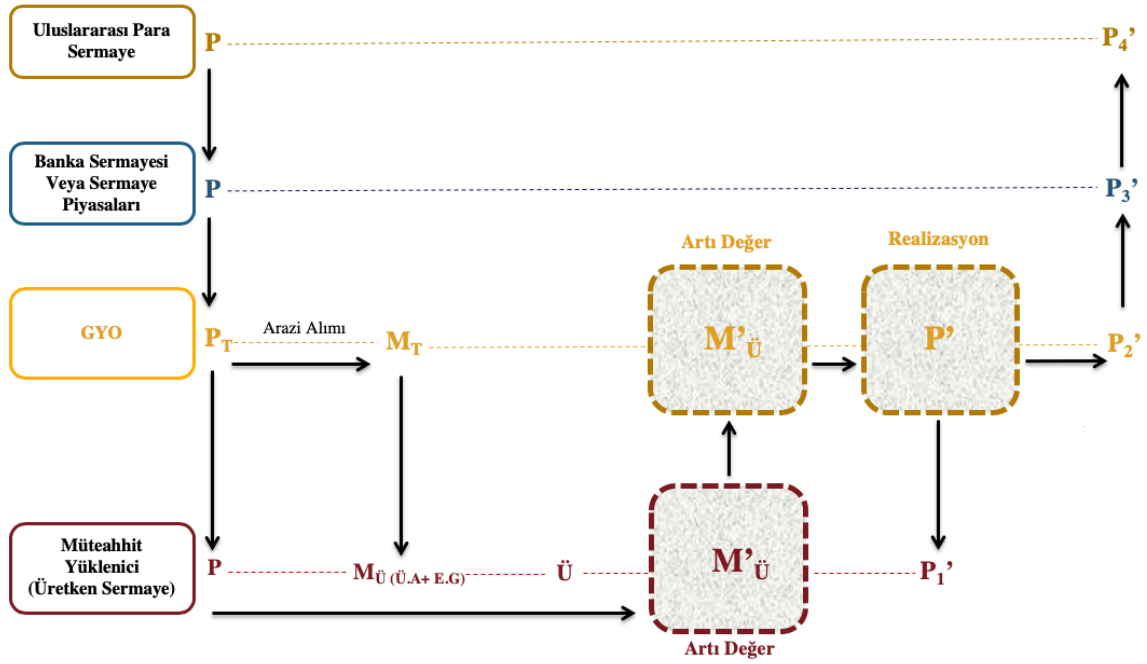
Arsa satışı karşılığı hasılat paylaşım modelinde, başlangıçta arsa biçimindeki değer, sermaye ilişkisi içerisinde emek gücü ve üretim araçları ile üretken faaliyete konu olur. Üretim süreci sonunda değer genişler. Elde edilen artı değer piyasada gerçekleşir ve para biçimine bürünerek üretken, ticari ve para-sermayelerinin gelirini (P₃ ve P₄) oluşturur. Sermayenin para biçimindeki bu formu başka bir birikim döngüsünü başlatma potansiyeli taşır. Bu anlamda daha önce de belirttiğimiz gibi, sermayenin para formu ile paranın sermaye işlevi (para-sermaye) aynı şey değildir. Elde edilen sermaye formundaki para, GYO tarafından başka bir arsanın satın alınması ve yeniden üretime yönlendirilmesi sürecine konu edilirse; para, para-sermaye işlevine bürünür ve bu şekilde kapitalist anlamda değer yeniden ve yeniden büyür. Kısacası, öndelenmiş sermayenin genişlemesine doğrudan katkıda bulunduğu ölçüde para, para-sermayedir. Değer birikiminin bu şekilde sürdürülmesi, parasal biçimlerin diğer ifade ile para ve sermaye piyasası araçlarının çeşitlenmesini beraberinde getirir. GYO'lar bu anlamda gayrimenkul üretim süreci için paranın dolaşım aracı işlevinden, sermaye işlevine kadar taşıyıcılığını üstlenir ve gayrimenkul sermayesinin üretimi için günümüz birikim koşullarında sermaye devir hızını arttırması anlamında kilit roldedir.

Arsa satışı karşılığı hasılat paylaşım modelinin işleyişine örnek olarak, Nidapark İstinye Projesi⁸³ verilebilir. Arsa sahibi Emlak GYO ve proje yüklenicisi Tahincioğlu Holding'in iştiraki olan Tahincioğlu Gayrimenkul'dür. İhalede, Emlak GYO'nun Toki'den aldığı 158.498 m² arsa alanı için, öngörülen arsa satış toplam geliri 3 milyar 672 milyon TL olacak şekilde belirlenmiştir. Tahincioğlu Gayrimenkul (yüklenici firma-üretken sermaye) asgari payı %51,10'a karşılık gelen 1 milyar 876 milyon 392 bin TL'dir. Arsanın satışı ve değerlendirilmesi sonucu Emlak GYO'nun elde edeceği ticari kâr ise %49,10'a karşılık gelen 1 milyar 795 milyon 608 bin TL'dir. Bu tutarlar asgari belirlenmiş olup, proje toplam hasılatı yüzde üzerinden yeniden pay edilecektir. GYO'ların arsa satışı karşılığı hasılat modeli ile sürdürdükleri projelerinde, genel olarak ihaleye temel alınan değer üzerine çıkıldığı görülmektedir. Örneğin Emlak GYO'nun 2002-2018 yılları arasında arsa satışı karşılığı hasılat modeli ile sürdürdüğü projelerin, ihaleye temel alınan değeri 4 milyar 563 milyon TL iken, gerçekleşen payı 11 milyar 195

⁸³ Proje ayrıntılarına <http://www.nidaparkistinye.com/tr/> adresinden erişilebilir.

milyon TL'dir. Bu rakam 2,45 oranında çarpan değerine denk düşmektedir (Emlak GYO, 2019, s. 13).

Gayrimenkul sermayesinin üretilmesi noktasında geliştirilen diğer iş modeli ise, *taahhüt (anahtar teslim)* iş modelidir. Bu modelde, arsa satışı karşılığı hasılat paylaşım modelinden farklı olarak, GYO sürece doğrudan para-sermaye ile dahil olur. GYO öz sermayesini kullanarak veya borçlanarak satın aldığı arsayı üzerinde gayrimenkul projesi yapılmak şartıyla ihale sürecine sokar. İhale sürecinde en düşük teklifi veren firma, projenin yüklenicisi olur. Projenin finansmanı, satışı, proje yapı ruhsatı vs gibi sorumluluklar doğrudan GYO'ya aittir. Üretken sermaye bu modelde sadece taşınmazların üretim sürecinden sorumludur. Taahhüt (anahtar teslim) iş modeli ile gayrimenkul üretiminin sermaye döngüsü bu kapsamda Şekil 6'daki gibi özetlenebilir:



Şekil 6 Gayrimenkul Üretiminde Taahhüt Modeli ve Sermaye Döngüsü

Şekil 6'da gösterildiği gibi, taahhüt modelinde, GYO borçlanarak edindiği para-sermaye (PT) ile birikim döngüsünün başlatıcısı olur. İhale sonucu üretken sermayeye aktarılan para ile müteahhit veya yüklenici firma üretim süreci için gerekli olan

hammadde ve emek gücünü satın alır ($M_{\bar{u}}$). Üretim sürecine sonunda ($\bar{U}$) ilk değerden daha fazla değer yüklü metalar elde edilmiş olur ($M'_{\bar{u}}$). Bu metalar doğrudan GYO'nun mülkiyetidir. Gayrimenkullerin piyasada satılması veya kira geliri getirecek şekilde işletilmesi ile de ilk para-sermaye kütesinden (P_T) daha fazla değer yüklü para (P') elde edilmiş olur. Bu çevrim sonunda üretken sermaye artı değer bir kısmına el koyarken (P'_1), artı-değerin kalan kısmı da GYO'nun ticari kârının kaynağını oluşturur (P'_2). GYO'nun ticari kârının bir kısmı da banka sermayesine faiz biçiminde aktarılır ($P'_3 + P'_4$).

Bu kısımda önemli olan bir diğer husus GYO nezdinde, eldeki sermayenin para formunun, üretken tüketime yönlendirilerek, öndelenmiş sermayenin genişlemesine katkıda bulunmasıdır. Bu noktada dolaşır sermaye, “para-sermayenin kısa zaman aralıklarıyla sürekli olarak yeniden motor olarak ortaya çıkmasını varsayar. Öndelenen tüm sermaye değeri, yani metarlardan (emek gücünden, emek araçlarından ve üretim maddelerinden) oluşan sermaye öğelerinin hepsi, sürekli olarak parayla satın alınmak ve yeniden satın alınmak zorundadır” (Marx, 2013b, s. 340). Bu modelde, GYO tarafından faiz getiren sermaye işlevine benzer şekilde para-sermaye artık-değeri mülk edinme için harekete geçirilir. Süreç sonunda GYO, üretken sermayenin kârının bir bölümüne ortak olur.

Taahhüt (anahtar teslim) iş modeline örnek olarak Ankara Çankaya bölgesinde geliştirilen Ankara Başkent Emlak Konutları 1. Etap Projesi⁸⁴ örnek verilebilir. TOKİ'den arsayı satın alan Emlak GYO, 2017 yılında projeyi ihaleye açmış ve ihaleyi en düşük teklifi veren Kalyon İnş. San. ve Tic. A.Ş.⁸⁵ 559 milyon 500 bin TL bedel ile kazanmıştır. Bu durumda Emlak GYO'nun (para-sermaye), Kalyon İnşaat'a (üretken sermaye) ödeyeceği tutar 559 milyon 500 bin TL olup, Emlak GYO'nun nezdinde projenin arsa maliyeti ve hakkeş ödemesi⁸⁶ tutarı (projenin %55,62'lik ilerleme oranına karşılık gelen) toplamda 557 milyon 844 bin TL'dir (Emlak Konut, 2019, s. 48). Projenin değerlendirme raporuna göre ise, projenin tamamlanması durumundaki pazar değeri 901

⁸⁴ Proje detaylarına <http://www.baskentemlakkonutlari.com/> adresinden erişilebilir.

⁸⁵ Kalyon İnş. San. ve Tic. A.Ş. Cumhuriyet tarihinin en büyük ihalesi olan İstanbul 3. Havalimanı projesini üstlenen, Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu ihalesi ile 1.1 milyar dolara ATV'yi satın alarak basın sektörüne de girmiş, enerji üretim ve dağıtım sektörlerinde de faaliyette bulunan bir aile şirkettir (Star, 2013).

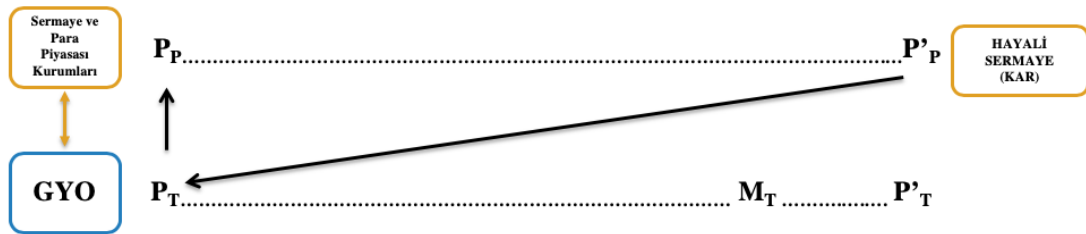
⁸⁶ Hakkeş, “sözleşmesi imzalanmış ve uygulaması başlatılmış proje için, sözleşmede belirlenen aralıklarla, yapılan iş miktarı karşılığında yükleniciye ödenen bedeldir” (Hakedis.org, 2017).

milyon 729 bin TL'dir (TERRA, 2019). Bu durumda üretken sermayenin geliri 559 milyon 500 bin TL iken, para-sermayenin geliri 342 milyon 229 bin TL'dir.

5.1.2. Gayrimenkul Sermayesi Üretim Sürecinde Para-Sermaye İşlevi Olarak GYO

GYO'ların gayrimenkul sermayesi üretim sürecindeki işlevlerinden ikincisi ise para-sermaye işlevidir. GYO'lar gayrimenkul sektörden sağlanan para-sermayenin diğer alanlarda da değerlendirilmesini sağlayacak bir dizi para ve sermaye piyasası işlemi yapma yetkisindedirler: Sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmak, Takasbank para piyasası ve ters repo, Türk Lirası cinsinden vadeli mevduat veya katılma hesabı, yabancı para cinsinden vadeli ve vadesiz mevduat veya özel cari ve katılma hesapları işlemleri yürütmek bunlardan birkaçıdır (SPK, 2014). Bu çerçevede GYO'lar sermaye piyasaları araçlarına yatırım yapabilirler. GYO'ların sermaye piyasasına erişmesi iki noktada önem taşır.

İlk olarak, gayrimenkul sermayesinin diğer sektörlerde de yatırım unsuru haline gelmesi olanaklı olur. GYO'ların sermaye piyasasında işlem yapması, elde bulunan para-sermayenin başka sektörlerde değerlendirilerek yeniden gayrimenkul sektörüne aktarılmasına da hizmet eder. Çünkü borsada işlem gören bir firmanın hisse senedine sahip olmak belirli bir büyüklüğe denk düştüğünde, firma sermayesi üzerinde tasarruf hakkı doğurur. GYO sermayesinin, para-sermaye biçiminde sermaye piyasalarındaki dolaşımı Şekil 7'deki gibidir:



Şekil 7 GYO Sermayesinin Para-Sermaye Döngüsü

Gayrimenkul sermayesinin, bu şekilde para-sermaye biçiminde sermaye piyasalarında dolaşması, sermayenin artık spekülatif alanda değeri anlamına gelir. Ancak daha önce de belirtildiği gibi hisse senedi fiyatlarındaki dalgalanmadan elde edilecek gelir akımının, borsada işlem gören firmaların reel sermayesi ile doğrudan bir ilişkisi yoktur. Bir diğer deyişle, “Bu senetlerin değeriindeki düşme ya da artmanın, temsil ettikleri gerçek sermayenin değerinin hareketinden bağımsız olması ölçüsünde, ulusun sahip olduğu servet, değeriindeki düşme ya da yükselmeden sonra da gene eski büyüklüğündedir” (Satlıgan, 1988, s. 77). Bu sebepten bu para-sermaye gayrimenkul üretimine konu olmazsa sermaye birikim sürekliliği kesintiye uğrar.

İkinci olarak ise, GYO hisseleri nakit karşılığı ihraç edilip borsada işlem görür. Bu sayede gayrimenkul üretimi için gerekli olan sermayenin finansmanı noktasında gereken para-sermaye ihtiyacı karşılanmış olur. GYO’lar için sermaye ve para piyasası işlemleri yapmak, sermayenin spekülatif alanda değeri olanaklarından ziyade, gayrimenkul üretimi için gerekli olan para-sermaye ihtiyacının karşılanması açısından önemlidir. Zira bu savı, çalışmanın ilerleyen kısımlarında da değeriileceği gibi Türkiye’de GYO’ların sermaye portföyü dağılımlarının, spekülatif alandan ziyade gayrimenkul alanında yoğunlaşması desteklemektedir.⁸⁷

Para-sermaye işlevi olarak GYO’lar, meta-sermayenin (öndelenmiş sermaye biçimindeki gayrimenkul üretim araçları ve potansiyel emek gücü) üretken sermayeye (müteahhit sermayesine) dönüşümünü sağlar. Bir diğer ifadeyle,

“ister salt dolaşım aracı olarak isterse ödeme aracı olarak hizmet ediyor olsun, para-sermaye işlevi...üretken sermayenin kendisiyle sonuçlandığı meta-ürünün yerini... kendi üretim öğelerinin almasına, başka bir deyişle, sermaye değeriindeki kendi meta biçiminden gerisin geriye bu metayı oluşturan öğelere dönüşmesine aracılık eder; demek ki, son çözümlemede, bu işlev, sadece meta-sermayenin gerisin geriye üretken sermayeye dönüşmesine aracılık eder” (Marx, 2013b, s. 75).

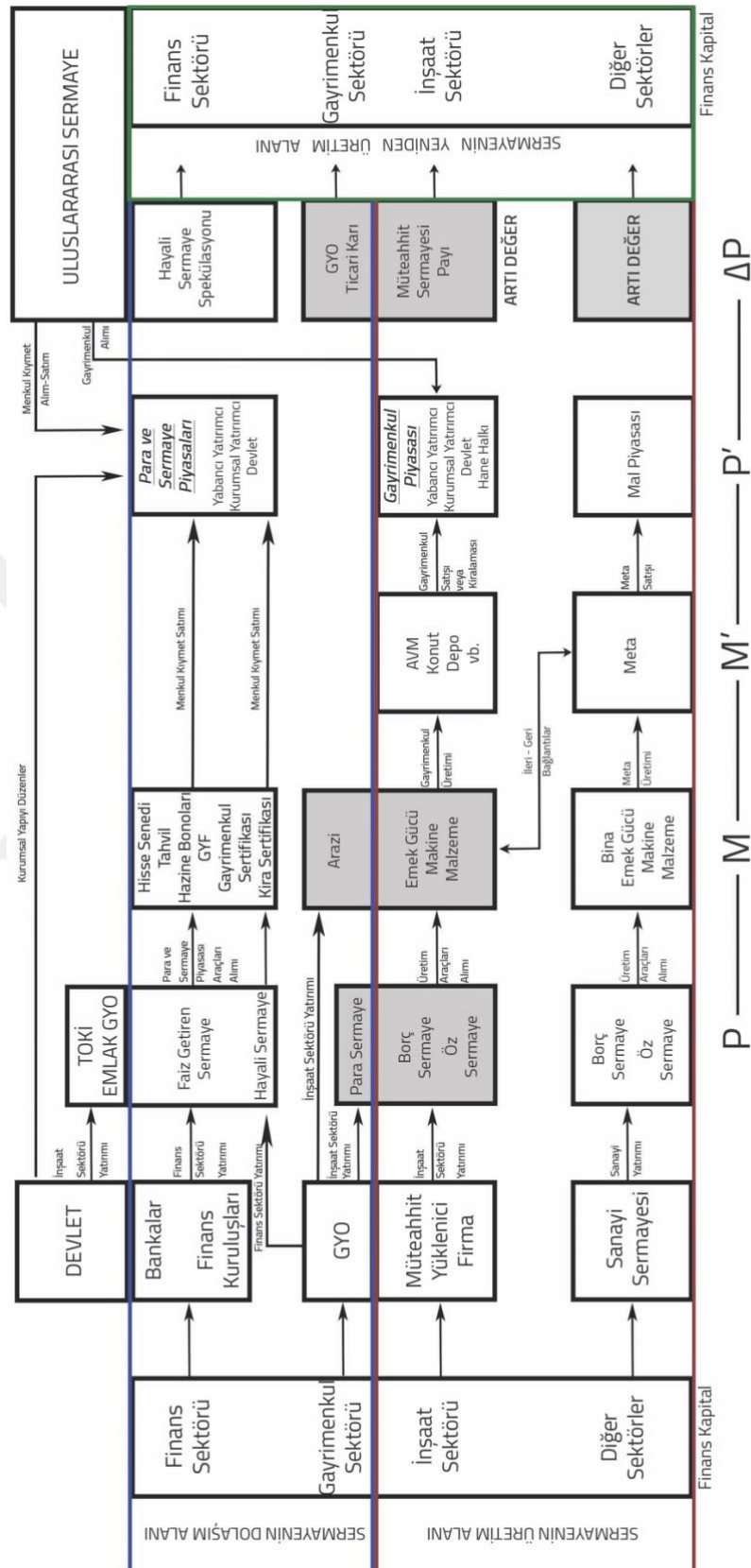
Bu anlamda GYO’lar, gayrimenkul sermayesinin çevrimini sağlar ve devir süresini kısaltır. Para-sermaye biçimindeki GYO sermayesi, gayrimenkul sermayesinin

⁸⁷ Bu çalışmanın 6. Bölümü Tablo 14.

“sahneye çıkarken, sermaye olarak kendi sürecini başlatırken sahip olduğu biçimi oluşturur. Bu nedenle, bütün süreci harekete geçiren primus motor [ilk itici güç] olarak görünür” (Marx, 2013b, s. 340).

Türkiye’de GYO nezdinde çalışmada tespit ettiğimiz bir diğer önemli husus da GYO’ların holding iştiraki oluşudur.⁸⁸ Finans kapital sermayesi, GYO’lar sayesinde gayrimenkulde değerlendirilme olanağı bulmuştur. GYO bünyesinde, gayrimenkul üretim sürecinde genişleyen para-sermaye holdingler için başka sektörlerdeki yatırımların kaynağı olur. Bu sebepten GYO’ların inşaat sektöründeki faaliyetlerini, finans kapitalin faaliyet çeşitliliği ile birlikte kavramak, gayrimenkul sektöründe faaliyet gösteren finans kapitalin birikim sürecini anlamak açısından da önem taşır. Şekil 8’de GYO’lar dolayısıyla gayrimenkul sektöründe yer alan finans kapitalin faaliyet yapısı sunulmuştur. Eşanlı biçimde finans, gayrimenkul (veya inşaat) ve diğer sanayi sektörlerinde faaliyet gösteren finans kapital, gayrimenkul sektöründe GYO biçiminde örgütlenir ve inşaat üretim sürecine doğrudan para-sermaye veya arsa yatırımı biçiminde eklemlenir. İnşaat üretimi sonunda ortaya çıkan artı-değerden payını alır ve bu finans kapital için sanayi yatırımlarını finanse etme veya faaliyet yürüttüğü diğer sektörlerde likidite avantajı sağlar.

⁸⁸ Çalışmada bu olgu 6.bölümde aktarılacaktır.



Şekil 8 Finans Kapitalin Gayrimenkul Sektörü Faaliyet Yapısı

GYO'ların finans kapitalin faaliyet çeşitliliği içinde yer alması, Türkiye'de finans kapitalin tarihsel gelişimi ile inşaat sektöründe birikim sürecinin mevcut konjonktürü üzerinden bir analizi zorunlu kılmaktadır. Oysa ki GYO'lar üzerine Türkiye'de yapılan analizler, sermayenin para formunu daha baştan sermaye biçiminde soyutlayarak, GYO'ları kendinden menkul bir alanda birer yatırım aracı olarak değerlendirmişlerdir⁸⁹ Örneğin, Özkul'a göre GYO'ların kurulmasındaki temel amaç, "yatırımcıların kendi tasarruflarıyla ulaşamayacakları gayrimenkul rantlarına ulaşma imkanı veren vergi avantajlı bir portföy işletmeciliği hizmeti sağlamaktır" (Özkul, 2001, s. ix). Bu yaklaşımlara göre, yatırımcılar borsada işlem gören GYO hisse senetlerini satın alarak, büyük çaplı projelerin getirilerine ortak olmakta ve küçük oranlarda pay elde etmektedirler. Bu sayede hisse senedi sahipleri, çeşitli gayrimenkullere aynı anda yatırım yaparak, bireysel tasarruflarını değerlendirme imkanı bulmaktadırlar. Ancak GYO'ları sadece bir yatırım aracı olarak ele almak, inşaat üretim sürecinde finans kapitalin iştiraki olacak biçimde GYO'ların neden ortaya çıktığını açıklamakta yetersiz kalır.

Oysa ki, GYO'ların finans kapitalin bir iştiraki olarak ortaya çıkmasının daha önceki bölümlerde belirttiğimiz gibi Türkiye'de sermaye birikim sürecinin özgünlükleri ile bağlantılı bir dizi sebebi vardır.

i. Finans kapital, GYO biçiminde inşaat sektörüne dahil olarak diğer sektörlerde yatırım olanaklarını genişletmesi için gerekli olan likidite ihtiyacını karşılama imkanı yakalamıştır.

ii. Faaliyet kârları içinde finansman giderleri payı ve borçluluk oranının arttığı gözlemlenen finans kapitalin kur riskinden kaçınması için bir alan oluşmuştur.

iii. Finans kapital inşaat sektöründe arazi üzerinden spekülasyon rant olanağı bulmuş ve diğer sektörlerde kâr oranları daralan finans kapital kârlılığını arttırma olanağı yakalamıştır.

iv. Finans kapital, inşaat üretiminde GYO biçiminde örgütlenerek yukarıda açıkladığımız GYO modelleri çerçevesinde üretiminden doğacak riskleri dışarıda bırakan

⁸⁹ Bu çalışmalar için bakınız: EK-2

para sermaye ve ticari sermaye işlevleri ile sermaye devir hızını arttırma olanağı yakalamıştır.

5.1.3. GYO'ların Finansal-Kurumsal Yapı İçerisindeki Yeri ve İşlevi

GYO'lar finansal sistemin içerisinde yer alan sermaye piyasası kurumlarıdır. Sermaye piyasaları ile para piyasalarının temelde farkı, farklı sermaye işlevlerinin hareketine konu olmalarıdır. Para piyasalarında yapılan işlemler *paranın para olarak işlevleri* ile ilgilidir. Döviz, altın ve kambiyo senetleri, poliçeler, bono ve çekler, krediler vb. para ticareti yapan ticari sermayenin birer aracıcılar ve daha önceki bölümlerde de belirttiğimiz gibi bu araçlar gayrimenkul üretim sermayesinin büyüklüğü sebebiyle gayrimenkul üretiminin finansmanından ziyade realizasyon sürecine konu olurlar. Sermaye piyasası araçları ise, *paranın sermaye olarak işlevi* ile ilgilidir. Sermaye piyasalarında faiz getiren sermaye, para-sermayeyi artık-değeri mülk edinme için harekete geçirir. Menkul kıymetler bu anlamda hayali sermayenin temel aracıdır. Sermaye Piyasası Kanunu'nun 3.maddesinde menkul kıymet; ortaklık veya alacaklılık sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları Sermaye Piyasası Kurulunca belirlenen kıymetli evrak olarak tanımlanmıştır (Akıray & Temizel, 2018, s. 124). Sermaye Piyasası Kurulu onayı ile menkul kıymet niteliğinde değerlendirilen ve Borsa İstanbul'da işlem gören finansal araçlar ise, "hisse senetleri, rüçhan hakkı kuponları, borsa yatırım fonları, varantlar, Türk Lirası ve döviz ödemeli Devlet İç Borçlanma Senetleri, Gelir Ortaklığı Senetleri, TCMB tarafından ihraç edilen Likidite Senetleri, özel sektör borçlanma araçları, Özelleştirme İdaresi Başkanlığı, Toplu Konut İdaresi Başkanlığı ve mahalli idarelerce ihraç edilen borçlanma araçları, Türkiye Cumhuriyeti Hazinesi tarafından ihraç edilen ve Borsa kotunda bulunan dış borçlanma (Eurotahvil)" (SPK, 2019) araçlarıdır. Sermaye piyasası araçları iki şekilde el değiştirirler. Sermayenin ilk satışı 'birincil piyasa işlemleri' olarak adlandırılan, halka arz veya ihraçtan satışır. SPK'ca yetkilendirilen bir banka ya da finansal aracı kurum vasıtasıyla menkul kıymet ihracı gerçekleştirilir. İlk satışın ardından ikinci el değiştirme, firmanın arz edilen yüzdelik payı borsada "ikincil piyasa" işlemlerine konu olur. GYO'lar

ikincil piyasa işlemlerine konu olan sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilirler (SPK, 2014). Bu işlemlerin tümü, düzenleyici ve denetleyici kurumlar ile finansal yapı üzerinden gerçekleştirilir. 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’na⁹⁰ göre sermaye piyasası araçlarının alım-satım süreçlerinde faaliyette bulunan kuruluşlar ve genel olarak sermaye birikim süreçlerindeki işlevi aşağıda özetlenmiştir:

i. Yatırım Kuruluşları

Sermaye piyasası araçları ile ilgili alım-satım emirlerinin toplanması ve gerçekleştirilmesi, finansal portföylerin yönetimi, danışmanlığı ve sermaye piyasası araçlarının halka arzında satışa aracılık eden kuruluşlardır (SPK, 2019). Para-sermayenin dolaşım alanında faaliyet gösteren bu kuruluşlar, “...öndelenen sermayenin sürekli olarak para biçiminde, para-sermaye olarak durması gereken bölümünün” (Marx, 2013b, s. 249) hareketini koordine ederler.

ii. Kolektif Yatırım Kuruluşları

6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun 48-56. maddeleri arasında kolektif yatırım kuruluşları, yatırım ortaklıkları, değişken sermayeli yatırım ortaklıkları, yatırım fonları ve portföy yönetim şirketlerini kapsayacak biçimde düzenlenmiştir (SPK, 2019). Ancak “yatırım kuruluşu kavramı esas itibarıyla yatırım ortaklıklarını ve yatırım fonlarını ifade etmektedir” (Ertan, 2013, s. 132). Yatırım Ortaklıkları, ilgili kanunun 48. maddesinde “sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, girişim sermayesi yatırımları ile kurulca belirlenecek diğer varlık ve haklardan oluşan portföyleri işletmek amacıyla, paylarını ihraç etmek üzere kurulan sabit veya değişken sermayeli anonim ortaklıklardır” (SPK, 2019) şeklinde tanımlanmıştır. Bu çerçevede, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Esaslar Tebliği’nde (SPK, 2014) tanımlandığı biçimiyle, Kolektif Yatırım Kuruluşlarıdır. Bu kapsamda, gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri, gayrimenkule dayalı haklar, altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşan portföylerini işletebilirler. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları bir yandan portföylerini işleterek, gayrimenkullerin kirası, işletmeciliğinin üstlenilmesi gibi faaliyetler kapsamında *gayrimenkul sermayesinin birikim sürecinde ticari sermaye işlevi üstlenirler*. Uzmanlaşmış ticari sermaye işlevi biçiminde hareket

⁹⁰ 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu tam metni için bakınız: (SPK, 2019)

eden GYO'nun temel fonksiyonu, üretken sermayenin yarattığı artı-değeri paraya çevirmektir. Diğer yandan ise, gayrimenkule dayalı haklar kapsamında, bu hakların menkul kıymetleştirilmesi ve yeniden bir sermaye çevriminin konusu olması noktasında *para-sermaye işlevi üstlenirler*. Çalışmanın ikinci bölümünde belirttiğimiz gibi, paranın, para-sermaye olarak, artı-değeri mülk edinme için harekete geçirilmesinde noktasında faaliyet gösterirler. Sermaye piyasası araçlarında biriken fonlar, gayrimenkul üretim sürecini yeniden kurar.

iii. Sermaye Piyasasında Faaliyette Bulunan Bağımsız Denetim, Değerleme ve Derecelendirme Kuruluşları

Denetim kuruluşları, firmaların tablo ve raporlarının mevzuata uygun biçimde hazırlanmasını denetlerler. Firmaların temelde piyasalara deklare ettikleri temel göstergeleri, finansal tablolarıdır. Finansal tablolar ise esasen sermayenin muhasebeleştirilmesine ilişkin temel başlıkları içerirler (Karan, Doğukanlı, Aras, & Korkmaz, 2018). Bu tabloların mevzuata uygun biçimde denetlenmesi, hayali sermayenin spekülative niteliği sebebiyle önem kazanır.

Değerleme ise bir metanın ya da bir portföyün fiyatlar düzeyinde ekspertiz edilmesidir. GYO'lar gayrimenkul değerleme kuruluşlarından hizmet almakla yükümlüdürler (SPK, 2019). Gayrimenkul değerleme kuruluşları, gayrimenkulün değerinin tespitinde görev alır. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının portföyünde yer alan gayrimenkullerin ya da hakların fiyatlanması; meta değerlerinin tezahürü olan fiyatlarda oluşacak bir dalgalanma etkisiyle daha başlangıçta, türev piyasalarda işlem görecektir gayrimenkule dayalı menkul kıymetlerin, spekülasyona açık hale gelmesinin önüne geçmek için yapılır. Bu işlem sermayenin dolaşım sürecinde, meta fiyatlarının değerlerden sapmasının önüne geçmek için yürütülür. Böylelikle arsanın ilk alımı sonrası üzerinde yapılacak inşaat üretim faaliyeti ile değerlendirilmesine, arsadan gelir elde edilmesine ve bunun asgari bir fiyattan gerçekleşmesine olanak tanır. Arsanın spekülative

arzı, değerkleme şirketinin piyasa için önden hazırladığı değerkleme raporu ile fiyatlanır. Bu sayede ilgili arazinin getireceğı olası kâr garanti altına alınmak istenir.

Değerkleme faaliyetinin, sermaye birikim süreci için önem arz ettiğı bir diğer husus da sermayenin dolaşım maliyetlerine ilişkindir. Sermayenin tüm bu denetleme, değerkleme ve derecelendirme faaliyetlerine tabi tutulması, sermayenin ‘salt dolaşım maliyetleri’ (Marx, 2013b, s. 126) kapsamında ele alınabilir ve sermayenin yeniden üretim zamanının zorunlu uğrağını teşkil eder:

“...süreç içindeki değerk olarak sermaye, meta üreticisinin ya da kapitalist meta üreticisinin kafasında, öncelikle, yalnızca düşünsel olarak, hesap parası biçiminde var olur. Fiyatların belirlenmesini ya da meta fiyatlarının hesaplanmasını da içine alan muhasebeyle bu hareket kayda geçirilir ve denetlenir. Böylece, üretimin ve özellikle değerklenmenin hareketi (burada metalar, salt değerk taşıyıcıları olarak, düşünsel değerk varlıkları hesap parasıyla saptanmış bulunan şeylerin adları olarak gözükkür) imgelemde simgesel bir yansıma bulur” (Marx, Kapital - II, 2013b).

iv. Portföy Yönetim Şirketleri

Portföy Yönetim Şirketleri, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun 55. Maddesi gereğinde, ana faaliyet konusu yatırım fonlarının kurulması ve yönetimi olan anonim ortaklıklardır (SPK, 2019). GYO’lar Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Esaslar Tebliğı’nde (SPK, 2014) tanımlandığı biçimiyle, gayrimenkuller ve gayrimenkul projelerine dayalı varlık ve gayrimenkule dayalı haklardan oluşan portföylerini işletme yetkisine sahiptirler. GYO’lar bu kapsamda aynı zamanda Portföy Yönetim Şirketi statüsündedirler.

v. İpotek Finansmanı Kuruluşları

SPK kanunu gereğince, “konut veya varlık finansmanı fonu kurmaksızın ipoteğe veya varlığa dayalı sermaye piyasası aracı ihraç edebilen” (SPK, 2019, s. 118) ve anonim ortaklık olarak örgütlenen ipotek finansman kuruluşları ile kredi kuruluşlarından kredi satın alınarak, bu kredilerin menkul kıymetleştirilip risk türevi olarak yeniden işlem görmesi amaçlanmaktadır. Bankaların kredi havuzlarına alternatif olarak menkul kıymetleştirme konusunda uzmanlaşan bu kuruluşlar ile konut finansmanı alternatifleri yaratılmak istenmektedir. İpotek Finansman Kuruluşları aracılığıyla bankaların ellerinde biriken ipoteklerin, tahvil türünden ikincil piyasalara sürülmesi ve buradan inşaat sektörünün konut kredisi faizlerinin düşürülmesini tetikleyecek biçimde talep yönlü genişlemesi hedeflenmektedir. İpotek Finansman Kurumu ortaklık yapısı ise bankalar %60, Hazine ve Maliye Bakanlığı ile Borsa İstanbul %30, Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği (TSPB) ile Türkiye Sigorta Birliği (TSB) %5’er pay sahibi olacak şekilde belirlenmiştir. İpotek Finansman Kuruluşları⁹¹ (İFK) Türkiye’de henüz kuruluş aşamasındadır (CNN Türk, 2019).

vi. Varlık Kiralama Şirketleri

Varlık Kiralama Şirketleri, SPK Kanunu Madde 61’de tanımlandığı şekliyle “kira sertifikası ihraç etmek üzere kurulan anonim ortaklıklardır” (SPK, 2019). Aynı maddede tanımlandığı şekliyle kira sertifikası ise “her türlü varlık veya hakkın finansmanını sağlamak amacıyla varlık kiralama şirketleri tarafından ihraç edilen ve sahiplerinin bu varlık veya haklardan elde edilen gelirlerden payları oranında hak sahibi olmalarını sağlayan, nitelikleri Kurulca belirlenen sermaye piyasası araçlarıdır” (SPK, 2019).

vii. Merkezî Takas Kuruluşları

⁹¹ İpotek Finansman Kuruluşlarına ilişkin esaslar tebliğine şu kaynaktan erişilebilir: <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2014/07/20140717-8.htm>

Sermaye piyasasında işlem gören araçların, piyasada mübadelesini organize eden kuruluştur. Türkiye’de İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş. (Takasbank) bu konuda tek yetkilidir (Takasbank, 2013).

viii. Merkezî Saklama Kuruluşları

Sermaye piyasası araçlarının el değişikliğini hak sahipliği bazında organize eden kuruluştur. Türkiye’de Merkezi Saklama Kuruluşu (MKK) bu konuda tek yetkilidir (MKK, 2005).

ix. Veri Depolama Kuruluşları

Sermaye piyasası işlemlerini ve işlemleri gerçekleştirenlerin bilgisini depolama yetkisi bulunan kuruluştur. Türkiye’de Merkezi Saklama Kuruluşu (MKK) bu konuda tek yetkilidir (MKK, 2015).

5.2. Altyapı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları

Gayrimenkul alanında sermayenin yoğun olarak üretildiği alanlardan biri de altyapı yatırımlarıdır. Genel olarak altyapı üretim süreci, sadece gayrimenkul üretimi kapsamında değerlendirilemeyecek kadar geniş bir üretim sürecini içerir. Altyapı, “...enerji, gaz boru hattı, telekomünikasyon, su ve kanalizasyon, katı atık toplama ve imhası alanlarındaki hizmetleri; barajlar, sulama kanalları veya yollara yönelik bayındırlık hizmetlerini ve demiryolları, kent içi ulaşım, limanlar ve su yolları ile havaalanları gibi ulaşım hizmetlerini” (Aktan, Dileyici, & Vural, 2005, s. 12) içermektedir. Ekonominin konusu olan bir sistemin tüm fiziksel bileşenleri altyapı kapsamında değerlendirilebilir. Bu sebepten altyapı projelerinin finansmanı, gayrimenkul üretimine kıyasla çok daha geniş ölçekte sermaye yatırımı gerektirmektedir. 2010-2013 yılları arasında dünya genelinde sadece ulaştırma, enerji ve iletişim sektörlerinde geliştirilen altyapı projelerine 1 trilyon dolardan fazla kaynak aktarılmıştır (Bayraktaroğlu, 2015). Altyapı üretiminde para-sermaye ihtiyacının yüksek miktarlarda oluşu sebebiyle, uzun vadeli finansman metotları, sermayenin temel ihtiyaçları arasında yer almaktadır (Türkiye Kalkınma Bankası, 2007).

Gayrimenkule benzer şekilde altyapı yatırımlarının finansmanında da alternatif arayışlar dünyada birçok geç kapitalistleşmiş ülkenin temel gündemidir. El Salvador’da Banco Multisectorial de Inversiones of El Salvador, Peru’da COFIDE of Peru, Şili’de CORFO of Chile ve Venezuela’da Corporación Andina de Fomento (CAF) gibi bölgesel-kalkınma bankaları, Latin Amerika’da altyapı projelerini destekleyen finansal girişimlerdir. Güney Afrika’da endüstriyel alanda yapılacak yatırımların risk değerlendirmesini yapan ve ortaklık kurma yetkisiyle finansal bir kurum olarak da faaliyet gösteren Industrial Development Corporation (IDC), üretimin finansmanı için geliştirilen kurumlardan biridir. Benzer şekilde Japonya’da, Japan Bank for International Cooperation (JBIC), sermayenin projeye dayalı altyapı yatırımlarının finansmanında, uzun vadeli finansman ihtiyacına dair çözümler arayan kurumlardan biri olarak karşımıza çıkmaktadır.

Türkiye’de inşaat üretiminin finansmanında GYO’ların faaliyete geçmesinin ardından Sermaye Piyasası Kurulu, altyapı yatırımlarının finansmanında benzer bir oluşuma gitme kararı alarak, ilk düzenlemeyi 29 Ocak 2009 tarihinde konuya özel olarak yayınladığı bir tebliğle yapmıştır (SPK, 2009). Ancak dönem itibariyle hiçbir Altyapı GYO kurulmamıştır. Sonrasında SPK mevzuat düzenlemesi çerçevesinde, Altyapı GYO’larıyla ilgili ayrı bir düzenleme yapmak yerine, Altyapı GYO’larını, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (SPK, 2018) içinde altyapı yatırımlarına özel bir faaliyet alanı tanımlayarak dahil etmiş ve 29 Ocak 2009 tarihli tebliği yürürlükten kaldırmıştır (SPK, 2014a). Bu çerçevede güncel mevzuatta “altyapı yatırım ve hizmetleri” GYO’ların ortaklık tanımı içerisinde yerini almış (SPK, 2018, s. 3) ve GYO’ların bazı şart ve yükümlülükleri yerine getirerek AGYO biçimde kurulmaları veya dönüşmeleri olanaklı hale getirilmiştir.

Altyapı yatırım ve hizmetleri, ilgili mevzuatta belirtildiği üzere, “kamu idareleri, sosyal güvenlik kurumları, mahalli idareler ve kamu iktisadi teşebbüsleri tarafından yürütülen tarım, sulama, madencilik, imalat, enerji, ulaştırma, haberleşme, bilgi teknolojileri, turizm, konut, kültür, kentsel ve kırsal altyapı, belediye hizmetleri, kentsel dönüşüm, çevre, araştırma-geliştirme hizmetleri ile eğitim, sağlık, adalet, güvenlik, genel idare altyapısı ve benzeri yatırım ve hizmetleri ile bu yatırım ve hizmetlere ilişkin

projeleri ve bunlara dayalı hakları” (SPK, 2018, s. 2-3) ifade etmektedir. Portföyünde, yukarıda aktarılan altyapı yatırım ve hizmetleri bulunan GYO’ların mevzuatta tanımı ‘altyapı şirketi’ şeklinde yer almaktadır. Altyapı şirketi “8/6/1994 tarihli ve 3996 sayılı Bazı Yatırım ve Hizmetlerin Yap-İşlet-Devret Modeli Çerçevesinde Yaptırılması Hakkında Kanunda⁹² tanımlanan sermaye şirketini veya yabancı şirketi, altyapı yatırım hizmetlerini ilgili mevzuatta düzenlenen diğer kamu-özel işbirliği veya özelleştirme modelleri çerçevesinde yürütecek şirketi veya merkezi yönetim kapsamındaki kamu idareleri, sosyal güvenlik kurumları, mahalli idareler ve kamu iktisadi teşebbüsleri tarafından yürütülen altyapı yatırım ve hizmetlerini gerçekleştirmek üzere kurulan şirket” biçiminde tanımlanmıştır (SPK, 2018, s. 1). Bu çerçevede sermayenin kamuyu ilgilendiren yatırımlarda finansman kaynağı oluşturmasının önü açılmıştır. Sermaye gruplarının altyapı yatırımlarına yönelmelerinde önlerindeki en önemli engellerden biri olan para-sermaye ihtiyacını giderecek sermaye piyasası araçlarına erişimi olanaklı hale gelmiştir. Örneğin 2013 yılında özelleştirilip, Torunlar Enerji tarafından 1 milyar 162 milyon dolar bedelle satın alınan ve 2016 yılı Şubat ayından itibaren Türkiye’nin ilk altyapı GYO’su olarak faaliyet gösteren, yıllık cirosu 2,5 milyar TL’yi bulan Başkent Doğalgaz⁹³, halka arz için SPK’ya başvuru yapan firmalar arasında yer almaktadır. Ödenmiş sermaye miktarı 700 milyon lira olan Başkent Doğalgaz’ın, payının yüzde 25’ine denk düşen 175 milyon lira nominal değerli hissesi 2017 yılında halka arz edilmiştir (Hürriyet, 2017).

Altyapı GYO’larının standart GYO’lardan farkı, sadece faaliyet alanı değildir. Yatırımları büyük ölçekte sermayeye ihtiyaç duyduğu için, kuruluş sermayesinde gerekli minimum tutar 100 milyon TL olarak belirlenmiştir.⁹⁴ Ayrıca GYO’ların başlangıç veya çıkarılmış sermayesinin %25’i oranındaki paylarının Borsa İstanbul’da halka arzı tek ihraç şekli iken; Altyapı GYO’lar bunun yanında paylarının nitelikli yatırımcılara⁹⁵ satışı

⁹² İlgili kanuna (Başbakanlık Mevzuatı Geliştirme ve Yayın Müdürlüğü, 1994)’den ulaşılabilir.

⁹³ GYO Yönetim Kurulu Başkanı Mehmet Torun Başkent Doğalgaz’ı 2013 yılının mayıs ayında devraldıklarında “1.4 milyon olan abone sayısının 2017 yılının ilk yarısı itibariyle 1.7 milyonu aştığını, 2020 yılında 2 milyona ulaşmayı hedeflediklerini” (Torun, 2017) belirtmiştir.

⁹⁴ Standart GYO’lar için bu tutar minimum 30 milyon TL’dir (SPK, 2018, s. 4).

⁹⁵ Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği kapsamında nitelikli yatırımcı “Yerli ve yabancı yatırım fonları, emeklilik fonları, yatırım ortaklıkları, aracı kurumlar, bankalar, sigorta şirketleri, portföy yönetim şirketleri, ipotek finansmanı kuruluşları, emekli ve yardım sandıkları, vakıflar, 506 sayılı Sosyal Sigortalar Kanununun geçici 20 nci maddesi uyarınca

yoluyla da ihraç gerçekleştirebilmektedirler. Bu sayede ilgili ortaklığın %25'ine bir gerçek veya tüzel kişi tek başına sahip olabilmektedir. GYO'lar ile AGYO'ların en önemli farklarından biri de AGYO'larının Kurumlar Vergisi'ne tabi olmalarıdır. Maliye Bakanlığı (Gelir İdaresi Başkanlığı) tarafından 1 Aralık 2017 tarihli ve 30257 sayılı Resmi Gazetede yayımlanan *Kurumlar Vergisi Genel Tebliği (Seri No: 1) 'Nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (Seri No: 13)* 'e göre "portföyü, ... altyapı yatırım ve hizmetleri gibi diğer varlık ve haklardan oluşan yatırım fon veya ortaklıklarının kazançlarının... istisnaya konu edilmesi mümkün değildir. Bu fon veya ortaklıkların, sermaye piyasası mevzuatına göre kurulmuş olmaları ya da unvanlarında "Gayrimenkul Yatırım Fonu" veya "Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı" ibarelerinin bulunması" (Gelir Dairesi Başkanlığı, 2017) GYO ve GYF'lere tanınan Kurumlar Vergisinden muaf olma istinasını sağlamayacaktır.

5.3. Gayrimenkul Yatırım Fonu

Gayrimenkul sermayesi üretim sürecinde, inşaat sektörü ile finansal alanın ilişkisini derinleştirecek bir diğer araç ise Gayrimenkul Yatırım Fonudur.⁹⁶ Gayrimenkul Yatırım Fonu 03.01.2014 tarih ve 28871 sayılı Resmi Gazete ile resmi olarak kurulmuştur. Gayrimenkul Yatırım Fonu, bankalarla konut sektörünün eklemlenmesini sağlayan, portföy yönetim şirketleri tarafından katılım sağlanan fon havuzudur. Havuzda toplanan fonlar; arsa, arazi, konut, alışveriş merkezi, otel, hastane ve benzeri her türlü gayrimenkulün alım-satım ve kiralama faaliyetlerinde kullanılabilir. Fona, ipotekli gayrimenkullerin dahil edilmesi olanaklı iken, fonların gayrimenkul üretim sürecine konu olması dolayısıyla inşaat üretim faaliyetlerinde kullanılması söz konusu değildir (SPK, 2016).

Bu çerçevede gayrimenkul yatırım fonu, gayrimenkul sermayesinin dolaşımı için organize edilmiş finansal araçtır. Fonun ipotekli gayrimenkulleri ve gayrimenkule dayalı hakları yeniden dolaşım sürecine sokması, inşaat üretiminin finansal piyasalarla

kurulmuş olan sandıklar, kamuya yararlı dernekler ile nitelikleri itibarıyla bu kurumlara benzer olduğu Kurulca belirlenecek diğer yatırımcılar ve sermaye piyasası araçlarının ihraç tarihi itibarıyla en az 1 milyon TL tutarında Türk ve/veya yabancı para ve sermaye piyasası aracına sahip olan gerçek veya tüzel kişileri" (SPK, 2010) ifade etmektedir.

⁹⁶ Gayrimenkul Yatırım Fonu Esaslar Tebliğine şu kaynaktan erişilebilir: <http://mevzuat.spk.gov.tr/MevzuatDosya.aspx?nid=134523&dt=2>

ilişisini derinleştirmektedir. Dünyada ABD, İngiltere, Almanya, Lüksemburg, Singapur, Birleşik Arap Emirlikleri, Japonya ve Suudi Arabistan gibi ülkelerde GYF'ler sermaye birikim sürecinde önemli rol oynamaktadır. Dünyadaki GYF'lerin toplam büyüklüğü 17 trilyon dolar iken, Türkiye'de kurulan GYF'lerin portföy büyüklüğünün, 2023 yılında 30 Milyar TL'ye ulaşması hedeflenmektedir (emlakkulisi.com, 2018). Türkiye'de kurulan ilk gayrimenkul yatırım fonu Ziraat Portföy olup⁹⁷, fon büyüklüğü 5 Milyar TL ve fon ortaklık yapısının %80'ni finansal kurumlardan, %20'si ise inşaat şirketlerinden oluşmaktadır (inşaatderyasi.com, 2019). Fonun ortaklık yapısından da anlaşılabileceği üzere, üretken sermaye, finansal alandan kopuk değil tam tersine doğrudan sürecin içerisindedir. Bu durum, gayrimenkul üretim sermayesinin, sermaye dolaşım süreci ile eklemlendiği ve finansal alanın üretimden kopuk kendinden menkul bir alanda değil tam tersine sermaye birikim sürecini tamamlayıcı nitelikte olduğu tezimizi doğrulamaktadır.

Türkiye inşaat sektörünün para-sermaye ihtiyacına yönelik uluslararası yabancı sermaye girişi için GYF'ler önemli bir konumdadır. Uluslararası Yatırımcılar Derneği, 2018 yılı Uluslararası Doğrudan Yatırım Raporuna göre, 2018 yılındaki toplam 13,1 milyar dolarlık uluslararası doğrudan yatırımlar içerisinde, yurtdışındaki yerleşik kişilerin gayrimenkul alımlarının payı, 5,9 milyar dolar ile uluslararası toplam yatırımların %45'ini oluşturmaktadır. Bu rakam 2013 yılında %22 iken, 2016 yılında %27, 2017 yılında %40 seviyelerindedir (YASED, 2018, s. 5). Bu çerçevede GYF'ler yabancı doğrudan yatırımlar için önemli bir alternatif olarak görülmektedir.

GYF'lerin yanında gayrimenkulün realize olması noktasında işleve sahip bir diğer kurum ise Türkiye Emlak Katılım Bankası'dır. 1926 yılında bir kamu bankası olarak kurulan Emlak Bank 2001 krizinde kapatılarak Ziraat Bankasına devredilmiştir. BDDK'nın 26/02/2019 tarihli ve 8262 sayılı kurul kararı ile yeniden faaliyete geçen bankanın sektörün ihtiyacı olan kredi-para yükünü hafifletmesi öngörülmektedir.

⁹⁷ Türkiye'de 2019 yılı itibariyle kurulmuş 47 fon olup, fonların güncel listesine <https://www.kap.org.tr/tr/YatirimFonlari/GMF> adresinden erişilebilir.

6. TÜRKİYE’DE GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI

Bu bölümde Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının üretken sermaye ile olan bağlantılarına, holding iştiraklerine, holdinglerin faaliyet alanlarına ve bu kapsamda GYO’ların faaliyetlerine odaklanılacaktır.

Türkiye’de 2000’li yıllar sonrası finans kapitalin faaliyet çeşitliliği kapsamında yöneldiği sektörlerin başında gayrimenkul sektörü gelmektedir. Örneğin tekstil, enerji, beyaz eşya, telekomünikasyon, elektronik, maden ve metalürji alanlarında faaliyet gösteren Zorlu Holding, 2006 yılında gayrimenkul sektöründe de faaliyet göstermeye başlamıştır. Son dönemde ise sektörde GYO biçiminde faaliyet sürdürmek üzere harekete geçmiştir (Emlaktasondakika.com, 2011). Zorlu Holding’in 2018 yılı faaliyet raporuna göre de toplam 49,3 milyar TL olan aktif büyüklüğünün 8,4 milyar TL’sini gayrimenkul sektörü oluşturmaktadır (Zorlu Holding, 2018, s. 26).

Türkiye’de GYO’lar 22 Temmuz 1995 tarihli Resmi Gazetede yayınlanan Sermaye Piyasası Kurulu’nun Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği ile hayata geçmiştir. İlk kurulan GYO; Alarko GYO olup, kuruluş yılı olan 1996’dan bir yıl sonra halka açılmıştır.

GYO’ların ilk sermaye örgütü olan GYODER 1999 tarihinde kurulmuştur. GYODER, sektörün tüm bileşenlerini aynı çatı altında toplayarak; gayrimenkul sektörünün gelişimi için sektörün kurumsallaşmasını hızlandırmak, sektörün alt segmentleriyle ilgili konularda standartlar oluşturmak, şehirleşme sürecine katkıda bulunmak, sektörde koordinasyon sağlamak ve sektörün ihtiyaç duyduğu veri sistemini sektörle paylaşmak amacındadır (GYODER, 2018).

Türkiye’de 2019 yılı itibariyle faaliyet gösteren GYO’ların listesi Tablo 10’da gösterilmiştir:

Tablo 10:
2019 yılı itibariyle Türkiye’de Faaliyet Gösteren Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları

	Firma Adı	Kuruluş Tarihi
1.	Akfen Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2011
2.	Akiş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2013
3.	Akmerkez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2005
4.	Alarko Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1996
5.	Ata Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1997
6.	Atakule Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2002
7.	Avrasya Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1996
8.	Deniz Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1995
9.	Doğuş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1998
10.	Emlak Konut Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2010
11.	Halk Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2013
12.	İdealist Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2010
13.	İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1999
14.	Kiler Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2011
15.	Körfez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2014
16.	Martı Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2010
17.	Mistral Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2017
18.	Nurol Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1999
19.	Özak Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2012
20.	Özderici Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1994
21.	Panora Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2013
22.	Peker Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2018
23.	Pera Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1992
24.	Reysaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2010
25.	Servet Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2013
26.	Sinpaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2007
27.	Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2010
28.	Trend Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2018
29.	TSKB Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2010
30.	Vakıf Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1996
31.	Yapı Kredi Koray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1998
32.	Yeni Gimat Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1999
33.	Yeşil Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1999

Veri Kaynağı: (SPK, 2018)’den derlenmiştir.

Tablo 10’a göre, 2019 yılı itibariyle Türkiye’de faaliyet gösteren 33 adet GYO bulunmaktadır. Bu firmaların 2018 yılı itibariyle konsolide olmayan aktif toplamaları ve

piyasa değerleri dağılımları Tablo 11’de özetlenmiştir. Türkiye GYO’ları dünya pazarının %0,09’una hakimdir (EPRA, 2018, s. 438).



Tablo 11:
Türkiye'de GYO'ların Konsolide Olmayan Aktif Toplamı ve Piyasa Değeri (2018)

	Ortaklığın Ünvanı	Konsolide Olmayan Aktif Toplamı (TL)	Piyasa Değeri (TL)
1	EMLAK KONUT GYO	21.901.718.000	9.614.000.000
2	TORUNLAR GYO	10.876.190.000	2.900.000.000
3	İŞ GYO	5.480.537.118	1.227.200.000
4	SİNPAŞ GYO	5.042.398.925	637.431.205
5	AKİŞ GYO	4.263.246.421	1.427.904.942
6	ÖZAK GYO	2.596.866.397	625.000.000
7	HALK GYO	2.425.042.804	738.000.000
8	YEŞİL GYO	2.082.420.792	162.229.837
9	YENİ GİMAT GYO	1.999.473.841	1.445.068.800
10	KİLER GYO	1.884.646.664	436.480.000
11	REYSAŞ GYO	1.883.021.371	359.160.001
12	NUROL GYO	1.825.247.104	408.800.000
13	AKFEN GYO	1.338.263.952	406.640.000
14	VAKIF GYO	1.244.999.875	574.200.000
15	DOĞUŞ GYO	1.158.957.471	1.035.864.292
16	ALARKO GYO	951.077.652	506.125.731
17	PANORA GYO	907.080.365	396.720.000
18	PEKER GYO	657.922.192	166.800.000
19	ÖZDERİCİ GYO	551.239.908	999.000.000
20	MARTI GYO	507.879.764	119.900.000
21	TSKB GYO	458.938.173	114.000.000
22	SERVET GYO	452.872.356	203.840.000
23	DENİZ GYO	439.888.690	159.500.000
24	ATAKULE GYO	389.470.204	311.080.000
25	AKMERKEZ GYO	262.224.080	734.100.800
26	MİSTRAL GYO	245.030.232	251.550.000
27	PERA GYO	164.989.165	80.190.000
28	AVRASYA GYO	159.462.412	113.040.000
29	KÖRFEZ GYO	110.784.083	102.960.000
30	ATA GYO	95.561.301	95.000.000
31	TREND GYO	95.114.551	44.943.750
32	YAPI KREDİ KORAY GYO	83.277.486	94.400.000
33	İDEALİST GYO	8.706.416	21.600.000
	TOPLAM	72.544.549.765	26.512.729.359

Veri Kaynağı: (SPK, 2018)'den derlenmiştir.

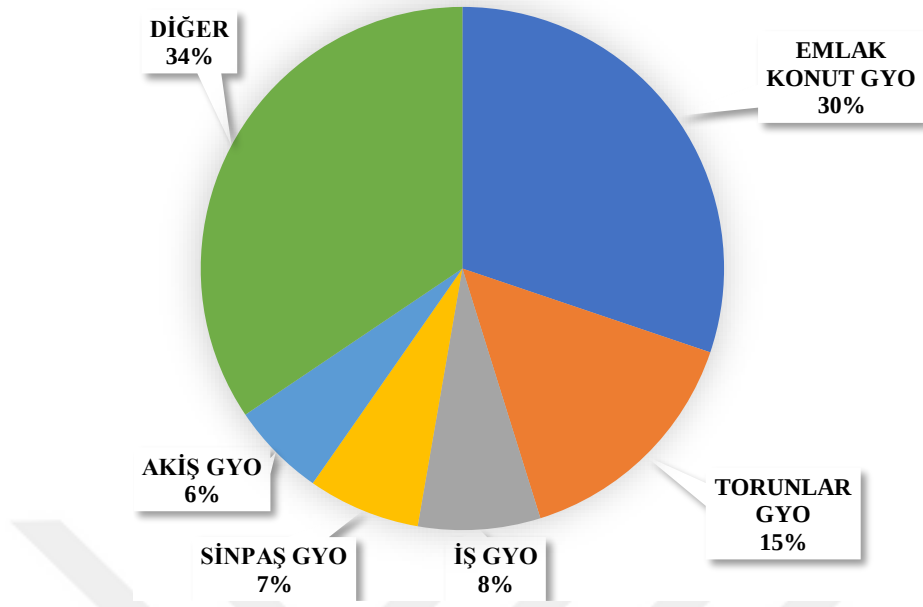
Tablo 11'e göre, konsolide olmayan aktifler toplamı bazında incelendiğinde, ilk 16 GYO'nun aktif toplamı 66.954.108.387 TL ile toplam büyüklüğün %92,29 unu oluşturmaktadır. İlk 16 firma içinde ise Emlak Konut GYO, Torunlar GYO, İŞ GYO, SİNPAŞ GYO ve AKİŞ GYO öne çıkan ortaklıklardır. Bu durum Tablo 12'de gösterilmiştir.

Tablo 12:
Türkiye'de GYO'lar İçinde ilk Beş Firmanın Büyüklükleri

Ortaklığın Ünvanı	Konsolide Olmayan Aktif Toplamı (TL)
EMLAK KONUT GYO	21.901.718.000
TORUNLAR GYO	10.876.190.000
İŞ GYO	5.480.537.118
SİNPAŞ GYO	5.042.398.925
AKİŞ GYO	4.263.246.421
DİĞER	24.980.459.301
TOPLAM	72.544.549.765

Veri Kaynağı: (SPK, 2018)'den derlenmiştir.

Bu beş ortaklığın, GYO'ların toplam büyüklükleri bazında yüzde dağılımları Grafik 11'de verilmiştir:



Grafik 11 Türkiye'de GYO'ların Büyüklük Dağılımları (%)
Veri Kaynağı: (SPK, 2018)'den derlenmiştir.

Grafik 11'de aktardığımız şekliyle; 2018 SPK verileri kapsamında, GYO'lar içerisinde Emlak Konut GYO %30 ile en büyük ortaklıktır. Emlak GYO'yu %15 ile Torunlar GYO izlemektedir. İş GYO %8, SİNPAŞ GYO %7, AKİŞ GYO %6 ile ilk beş GYO arasında yer almaktadır. Bu beş GYO'nun Türkiye'de GYO'ların toplam büyüklüğü içinde yüzde payı ise %66'dır. Buradan Türkiye'de gayrimenkul yatırım ortaklığı biçiminde örgütlenen sermayenin merkezileşme eğiliminde olduğu ve ilk iki firmanın (EMLAK GYO ve TORUNLAR GYO) sektörün %45'ine hakim olduğu görülebilir. İlk beş firmanın tarihsel gelişimine kısaca göz atalım.

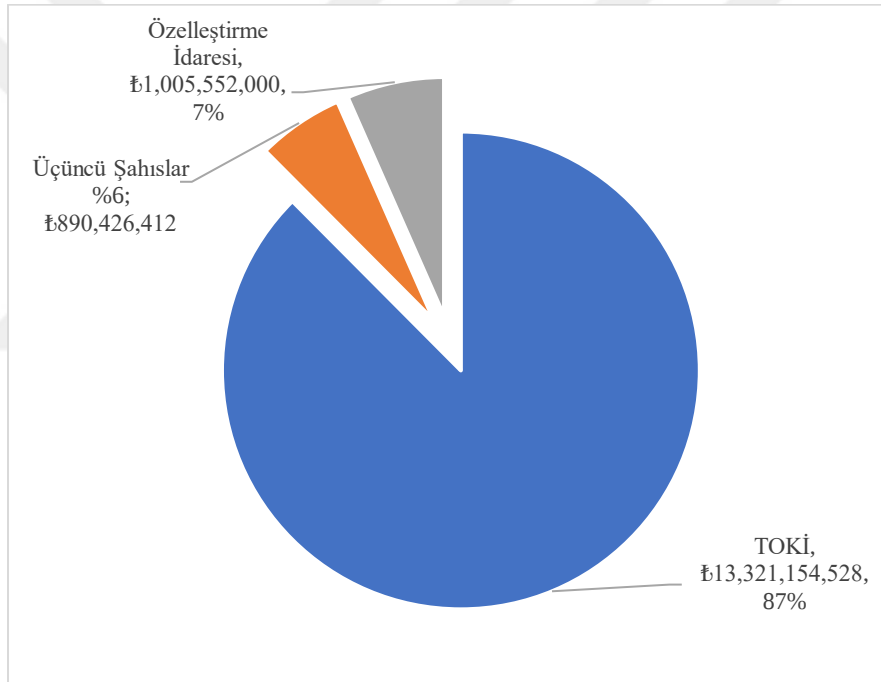
6.1. Sermaye Büyüklükleri Bazında Öne Çıkan İlk Beş GYO

6.1.1. Emlak Konut GYO

İlk beş GYO'dan Emlak Konut GYO %49.37'si Toplu Konut İdaresi Başkanlığı'na ait olan devlet sermayeli bir ortaklıktır. Emlak Konut GYO, 1953 yılında Emlak Konut'un 2002 yılında Emlak Konut GYO'ya dönüşmesi ile kurulmuştur. Kuruluşundan bu yana yaklaşık 135 proje yürüten devlet sermayeli ortaklık, 2010 yılında borsaya açılmıştır. Emlak GYO 2018 yılı faaliyet raporuna göre, dünyadaki en büyük 88.

ve Avrupa, Orta Doğu ve Afrika ülkeleri bazında ise 4. büyük GYO'dur. Emlak Konut GYO'nun 2018 yıl sonu kârı 1,26 milyar TL iken, ihale edilen arsaların toplam portföy değeri ise 3,9 milyar TL ve henüz ihale edilmemiş arsa stokunun ekspertiz değeri ise 4 milyar TL'dir (Emlak Konut, 2018).

Emlak Konut GYO, devletin gayrimenkul üretim sektörüne bir fiil dahil olması anlamında önem arz etmektedir. Emlak Konut'un inşaat birikim sürecine yaptığı en önemli etki, devlet elinde bulunan arazileri TOKİ'den satın ya da devralarak, arazileri inşaat üretim sürecine yönlendirmesidir. Grafik 12'de Emlak GYO'nun 2003-2018 yılları arasında arsa satın alımlarının dağılımı gösterilmiştir.



Grafik 12: Emlak GYO Arsa Alımlarının Dağılımı 2003-2018

Kaynak: (Emlak Konut, 2019).

Grafik 12'ye göre, 2003-2018 yılları arasında Emlak GYO'nun arsa satın alımlarının %94'ü kamu kaynaklıdır. Emlak GYO'nun kamu arazilerini sermayeye

açarak, hem tekil sermayelerin değerli arsalarda inşaat üretimi yaparak yüksek kârlar elde etmesinde⁹⁸ hem de inşaat sektörünün genişlemesinde sürece ciddi etkisi olmuştur.

Sayıştay'ın Kamu İşletmeleri 2015 Yılı Genel Raporu'na göre sadece 2015 yılında 2.020.479 m² büyüklüğe sahip 110 taşınmaz Emlak GYO'ya devredilmiştir. Aynı yıl TOKİ, 1.660.573 m² büyüklükteki 118 taşınmazı 86.895.711 TL bedelle satmıştır. Bu arazilerin değerleri ise birikim sürecine konu oldukları anda yükselmiştir (Sayıştay Başkanlığı, 2015).

Örneğin, 2015 yılında TOKİ'den 400 milyon TL'ye alınan ve Zeytinburnu'nda yer alan 102 dönümlük askeri lojman arazisi, 2017 yılında arsa hasılat paylaşım modeli ile ihaleye çıkarılmıştır. İhaleyi Güney Gayrimenkul, Baş Yapı İnşaat, Esta İnşaat ve Elit Vizyon Yapı ortaklığı kazanmıştır. İhale sonucu, satış değeri için 1 milyar 730 milyon lira teklif veren yükleniciler, Emlak Konut'a da bu miktarın %37'sine denk gelen (şirket payı) 640 milyon 100 bin TL ödeme teklifi sunmuştur. İhale sonucu Emlak GYO 2 yılda arazi alış-satışından 240 milyon TL kazanç elde ederken, yüklenici firmaların payı ise %63'e karşılık gelen 1 milyar 90 milyon TL'dir.

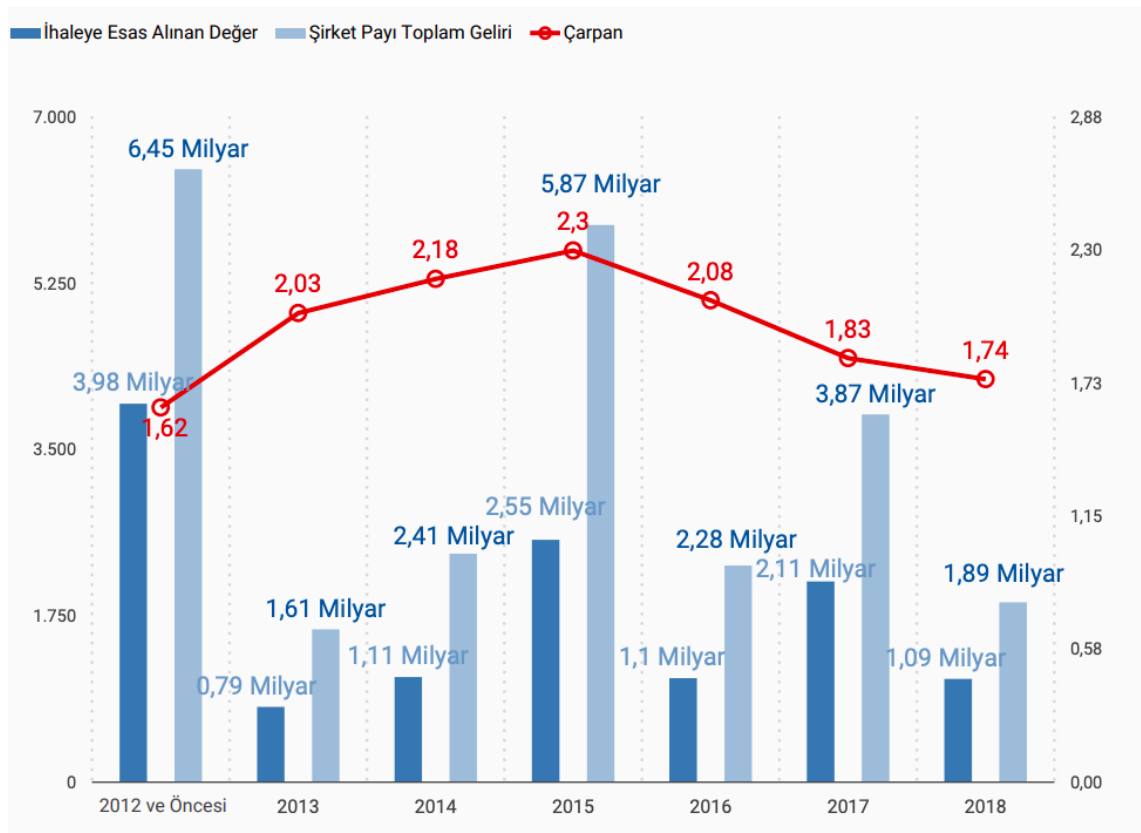
Benzer şekilde, İstanbul'un gayrimenkul değeri yüksek semtlerinden Nişantaşı Teşvikiye'de yer alan Marmara Üniversitesi kampüsü arazisi için 2018 yılında gerçekleştirilen ihaleyi, 1.763.750.000 TL bedelle DAP Yapıya ait Eltes ve İstlife iş Ortaklığı kazanmıştır. Emlak GYO'nun arsanın değerlendirilmesi sonrası alacağı tutar ise 705 milyon 500 bin TL'dir. Proje arsa satış karşılığı hasılat paylaşım modeli şeklinde yürütülmüştür (Dünya, 2018).

Arsa satış karşılığı hasılat paylaşım modeli daha çok Emlak GYO tarafından tercih edilen modeldir. Bunun sebebi, firmanın devlet ortaklığı olması nedeniyle yüklenici firma ortaklığı bulunmamasıdır. Bu modelde daha önce belirttiğimiz gibi GYO, asgari bir geliri, ihaledeki şirket payını garanti altına alır. Proje satışları sonrası ise firma payları yüzde olarak dağıtıldığında, öngörülenin üzerinde pay ele edilebilir. Emlak GYO faaliyet raporları incelendiğinde projelerden öngörülenden daha fazla gelir elde edildiği

⁹⁸ Emlak Konut Projeleri yüklenici listesine şu adresten erişilebilir: <http://www.emlakkonut.com.tr/tr-TR/yukleniciler-listesi-hizmet-isi>

görülmektedir. Örneğin 2011 faaliyet raporuna göre, yıl içinde hasılat paylaşım modeli ile yapılan ihalelerin, ihaleye temel alınan değeri 737 milyon 394 bin 787 TL iken, gerçekleşen gelir 1 milyar 922 milyon 153 bin 233 TL olmuştur (Emlak Konut, 2011). Bu durum, proje için değerlendirme raporunda öngörülen değer 2,6 katı oranında satış geliri elde edildiği anlamına gelmektedir.

Emlak GYO’nun 2012’den 2019’a kadar geliştirdiği projelerde çarpan katsayısının yüksekliği dikkat çekicidir. Bu durum Grafik 13’de sergilenmiştir.



Grafik 13: Emlak GYO Gelir Paylaşım Modeli Projelerde Şirket Payı

Kaynak: (Emlak Konut, 2019).

Grafik 13’de aktardığımız verilere istinaden, Emlak GYO’nun 2018 yılına kadar olan tüm projeleri ele alındığında çarpan katsayısı toplamda 13,78 olarak belirlemektedir. Bunun anlamı Emlak GYO’nun projelerinde ihaleye temel alınan değer yaklaşık olarak 14 katı gelir elde ettiğidir. Bu rakam arsa üzerinden sağlanan gelirin spekülasyon niteliğini ortaya koymaktadır. Grafik 13’de vurguladığımız çarpan etkisi sadece GYO için değil,

proje gelir ortağı olan yüklenici firmalar için de geçerli bir durumdur. Çünkü gelir paylaşım modelinde gelirler yüzde olarak pay edilir ve toplam hasılatın firmalar ihaleye uygun yüzde paylarına karşılık gelen parasal tutarı alırlar. Grafik 13’den çıkarılacak bir diğer sonuç da Emlak GYO’nun 2015 yılından sonra gelirlerinin düşüş eğiliminde olduğudur.

6.1.2. Torunlar GYO

Türkiye’nin en büyük 2. GYO’su olan Torunlar GYO, Torunlar Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.’nin gayrimenkul sektöründe faaliyet gösteren iştiraklerinden birisidir.

Firmanın kurucuları, 1955 yılında İstanbul’a gelip Atıl Han’da çay ocağı kuran Osman Torun ve oğlu Aziz Torun’dur. 1960 yılında bakkal dükkanı açan aile, 1980’li yıllarda toptancılık yaparak birikim elde etmişlerdir. 1980’li yıllar, ailenin aynı zamanda küçük çapta inşaat işleri de yürüttüğü yıllardır. 1986 yılında toptancılık ve inşaat işlerini Torunlar Gıda A.Ş. ve Torunlar İnşaat A.Ş. bünyesinde sürdürmüşlerdir. 1991 yılında yurtdışına pirinç ve şeker ihracatı yapan firma, 1994 yılında yurtdışı ticaret hacmini Azerbaycan, İran, Kuzey Irak, Gürcistan, Romanya, Bulgaristan ve Taylan’a ihracat yaparak genişletmiştir. Ticari sermaye niteliğinde birikim olanaklarını sürdüren firma, 1994 yılında Torun Kağıt Pazarlama A.Ş. ve 1996 yılında Torun Çay Sanayi ve Ticaret A.Ş.’yi kurarak kağıt ve çay ticaretine de başlamıştır.

1997 yılı sonrasında firmanın daha önce ticari birikimle elde ettiği kârları, inşaat sektörüne yoğun biçimde yönlendirdiği gözlemlenmiştir. Bu yılda Torunlar, Toray İnşaat’ı kurmuş ve inşaat faaliyetlerine başlamıştır. Aynı yıl Ankara’da Ankamall AVM ve Crowne Plaza otelinin sahibi olan Yeni Gimat A.Ş. şirket bünyesine kazandırılmıştır. Yeni Gimat A.Ş. 1999 yılında anonim şirkete dönüştürülmüş ve 2013 yılında SPK’dan dönüşüm izni alarak Yeni Gimat GYO halini almıştır. Yeni Gimat GYO, Torunlar GYO’dan sonra şirketin ikinci GYO firmasıdır.

2000’li yıllar firmanın gıda sektöründe üretken faaliyetini genişlettiği yıllardır. 2000 yılında kurulan Uzunköprü, Bandırma ve Mersin çeltik fabrikaları, 2004 yılında açılan yağ fabrikaları, yağ işleme tesisleri bunlardan birkaçıdır.

Firma, 2004 yılında yapılan özelleştirme ile Kütahya Şeker Fabrikası'nı şirket bünyesine katarken, fabrika bünyesinde bulunan 113 dönümlük lojman arazisi de Kiler/Torunlar ortaklığına hibe edilmiştir (EmlakKulisi, 2016). 2013 yılında 1 milyar 162 milyon dolar ihale bedeli ile Başkent Doğalgaz'ı bünyesine katan firma, enerji sektörüne de dahil olmuştur. Çalışmanın önceki bölümlerinde değinildiği gibi, Başkent Doğalgaz Türkiye'nin ilk kurulan altyapı gayrimenkul yatırım ortaklığıdır. 2007 yılı itibariyle konut ve alışveriş merkezleri üretimini hızlandıran firma, bu tarihten sonra Torunlar GYO bünyesinde İstanbul merkezli olmak üzere birçok proje yürütmüştür. Aynı yıl, TOKİ'den 21 milyon TL değerinde satın alınan arsaya firmanın büyük projelerinden olan Mall of İstanbul inşa edilmiştir. Mall Of İstanbul'un 2015 tarihinde firmaya sağladığı yıllık kira geliri 86 milyon TL olup, değeri 1.5 milyar TL'dir. 2018 yılında Torunlar GYO, Mall Of İstanbul arazisine komşu yan parseli de 75 milyon TL bedelle Başakşehir Belediyesi'nden satın almış ve arsa üzerinde Mall Of İstanbul 2.etap otel, kongre merkezi ve konut karma projesini başlatmıştır (Torunlar GYO, 2018).

Torunlar GYO'nun portföy dağılımında, yoğunluğu %50'lik payla AVM ve %23'lük payla ofis üretimi oluşturmaktadır. Projeleri ise %73.3'lük bir oranla İstanbul'da yoğunlaşmıştır. Torunlar GYO, arazinin devletten (TOKİ veya belediyeler) ucuz maliyetle alınıp, sermaye işlevleri içine çekilerek değerlendirilmesi noktasında daha önceki bölümde GYO'ların işlevlerine dair yaptığımız tespiti uygun nitelikte bir gelişim sergilemiştir. Torunlar Grubun 2018 yılı itibariyle toplam varlıklarının %66.4'ü gayrimenkul, %18.5'i enerji %15.2'si ise gıda sektörlerinde bulunmaktadır (Torunlar GYO, 2018).

6.1.3. İş GYO

İlk beş GYO arasında üçüncü sırada yer alan İş GYO ise bir Türkiye İş Bankası A.Ş. iştirakidir.

Türkiye İş Bankası cumhuriyetin ilk ulusal bankası olarak 1924 tarihinde kurulmuştur. Türkiye'de finans kapitalin gelişimi, ticari ve sınai faaliyetlerden sonra banka ve finans alanına doğru yönelme şeklinde bir seyir izlerken, Türkiye İş Bankası bu eğilimin aksine doğrudan para-sermaye merkezli birikimle diğer sektörlerde faaliyetlerini

devam ettirmiştir. Firma 1930'lu yıllarda madencilik, ormancılık, gıda, basın, liman işletmeciliği, tekstil, turizm, ulaştırma gibi birçok alanda doğrudan faaliyet sürdürmüştür. Öztürk'ün (2008, s. 251) çalışmasında belirttiği gibi, faaliyet çeşitliliği olgusu, Türkiye İş Bankası'nın erken dönemlerinde gözlemlenen bir olgudur.

Dünya ekonomisinde yaşanan 1929 krizi etkisiyle, Türkiye'de 1930 ile 1940 arası dönemde birçok banka kapanırken, Türkiye İş Bankası bu dönem ve devamında ölçeğini genişletmiştir. Banka iştiraklerine 1945'ten 1960'a kadar olan dönemde yapılan yatırımlar altı kat artmıştır (Koçak, 2001, s. 149-180). Bu dönemde bankanın çimento üretimi için verdiği destekler dikkat çekicidir. Aralarında İzmir Çimento'nun da bulunduğu yirmiye yakın çimento fabrikasının kurulması için destek veren banka bu fabrikaların bir kısmına ortak da olmuştur.

1990'lı yıllarda Türkiye İş Bankası eş anlı biçimde finans ve inşaat sektörüne yönelmiştir. 1994 yılında kurulan Tuba Sim İnşaat Konsorsiyumu A.Ş., 1996 yılında kurulan Soyak Turizm İnşaat ve 1999 yılında kurulan İŞ GYO inşaat ve finans alanında yapılan yatırımlardır. Para-sermaye bağlantılı GYO'ların çoğunda görülen temel eğilim, inşaat üretim faaliyetlerini iştirakleri nezdinde yürütmektense, gayrimenkul sürecine doğrudan para ve ticari sermaye işlevleri ile dahil oluşlarıdır. İş GYO'nun inşaat sektöründeki faaliyeti de buna benzer bir nitelik taşımaktadır. İş GYO projelerinden Çınarlıbahçe Konutları'nı Mesa Holding'e ait Mesa İnşaat, İş Kuleleri'ni Bilkent Holding'e ait Tepe İnşaat, Teknoloji Merkezi'ni Koray İnşaat üstlenmiştir. Bu çerçevede, 2000'li yıllarda inşaat sektöründeki iştiraklerini başka firmalara satan İşbankası'nın bugün gayrimenkul sektöründeki tek yatırımı ise İş GYO'dur.

İş GYO'nun İstanbul kent merkezlerinde yoğunlaşan, çoğunluğu ticari gayrimenkul olan ve firmaya kira geliri sağlayan bir dizi projesi bulunmaktadır. İstanbul Kanyon AVM, İstanbul İş Kuleleri Kompleksi, İstanbul Marmara Park AVM ve İstanbul Finans Merkezi Projesi bunlardan başlıcalarıdır. Firmanın 2018 yılı içerisinde elde ettiği kira geliri 217 milyon TL iken satış gelirleri ise 1 milyar 98 milyon TL'dir (İŞ GYO, 2018). İşbankası'nın 2018 yılı net dönem kârının 6.8 milyar TL olduğu düşünüldüğünde

(KAP, 2019), firmanın gayrimenkul yatırımlarının sermaye birikim süreci için önemi ortaya çıkmaktadır.⁹⁹

6.1.4. Sinpaş GYO

Türkiye'nin ilk beş büyük GYO'su arasında 2019 yılı itibariyle dördüncü sırada yer alan firma Sinpaş GYO'dur. Sinpaş GYO, Sinpaş Holding'in gayrimenkul sektöründe faaliyet gösteren iştiraklerinden biridir.

Sinpaş Holding, 1974 yılında Ankara'da tüccar kökenli bir ailenin mensubu olan inşaat mühendisi Avni Çelik tarafından kurulmuştur. Avni Çelik, 1970'lerde yazlık konut üretimi işiyle sektöre girme arzusu çektiğini ve firmayı Sahil İnşaat ve Pazarlama A.Ş. adıyla kurduğunu belirtmiştir (Çelik A. , 2011). Firma aileden gelen ticari birikimle 1974-1985 yılları arasında bir dizi yazlık konut üretimi yaptıktan sonra, 1985'de merkezini İstanbul'a taşımış ve bu dönemde İstanbul'da müteahhitlik faaliyetine yönelmiştir.

2004 yılına kadar lüks konut üretimi ve yalı tipi konut ticareti işleri yapan firma, 2004 yılında Mikron's Mikronize Kalsit'i¹⁰⁰ kurmuştur. Mikron's bugün üretiminin %60'ını yurtdışına satan ve talk hammadde rezervleri olan bir tekel haline gelmiştir.

2004 yılından sonra lüks konut üretimi yoğunlaşan firma, 2006 yılında Sinpaş GYO'yu kurarak finans sektörüne de girmiştir. Sinpaş GYO özellikle lüks konut ve konak üretimine yönelmiştir. İstanbul Sarıyer'de Rumeli Konakları, İstanbul Çekmeköy'de Avangarden, İstanbul Sancaktepe'de Lagün, Bursa Demirtaş'ta Bursa Modern, İstanbul Küçükçekmece'de Bosphorus City firmanın projelerinden bir kaçıdır. GYO'ların toplumun barınma ihtiyacından ziyade, ileri gelir gruplarının sahip olabileceği, getirisi yüksek ve spekülasyona açık lüks “yaşam alanlarına” (veya AVM, ticaret merkezleri,

⁹⁹ Konut üretiminden elde edilen kârların yüksek oluşu sanayi sermayedarları tarafından dile getirilen bir husustur. Örneğin, 1965'de kurulan ve 30 ülkeye ihracat yapan Dalkıran Kompresör'ün sahibi ve aynı zamanda Orta Anadolu İhracatçılar Birliği Başkanı da olan Adnan Dalkıran 2005 tarihinde Referans Gazetesi'ne verdiği röportajda şunları iletmıştır: “40 yıllık bir sanayi markasının bir yılda kazanamadığı parayı konut yapıp satarak kazanmasının kendisine acı verdiğini söyleyen Adnan Dalkıran, ‘makinaçıyı resmen müteahhit yaptılar. Üç konut projemiz 55 milyon dolar değerinde. Bu durum bana acı veriyor. Acı veren konut işinden bu kadar çok ve kolay para kazanmak’ dedi” (Dalkıran, 2005).

¹⁰⁰ Kalsit; kağıt, boya, plastik, hayvan yemi, ilaç, kozmetik, su arıtımı ve derz dolgu malzemesi gibi birçok hammadde ve sektörün temel girdilerindendir.

plazalar vs.) yönelmesi, toplumsal ihtiyacı gözetmekten ziyade kâr güdüsüyle birikim sürecini sürdürdüklerini ortaya koymaktadır. Bu durum daha önceki bölümlerde ortaya koyduğumuz gibi Türkiye’de gecekondulu nüfus ve gecekondulu sayısının sürekli artışıyla düşünüldüğünde anlam kazanır. Tüm GYO’lar kent merkezlerindeki değerli arazileri - özellikle devletin mülkinde bulunan- almak için ciddi bir rekabet halindedir. Örneğin, 2015 yılında Emlak GYO, Başakşehir Belediye Başkanlığı’ndan 260.410.000 TL bedel üzerinden aldığı İstanbul Başakşehir’deki 4.306,14 m²’lik değerli arsayı, Artış İnşaat’a 876.000.000 TL ihale bedeli üzerinden arsa karşılığı gelir paylaşımı şeklinde ihale etmiştir. Bazı parseller de Tahincioğlu İnşaat’a 1.072.600 TL’ye satılmıştır. Benzer şekilde, EMLAK GYO tarafından, 85.000.000 TL’ye alınmış olan İstanbul Üsküdar Altunizade’deki değerli arazi 810.000.000 TL’ye Ağaoğlu’na ait Eltes İnşaat ile Dap Yapı’ya İstlife Yapı’ya satılmıştır.

Firma 2013 yılında, ikinci GYO firması olan Servet GYO’yu kurmuştur. Servet GYO, sanayi sermayesi için endüstriyel gayrimenkuller yapmak üzere örgütlenmiştir. Sinpaş Holding’in 2019 yılı itibariyle gayrimenkul dışında, kimya, gayrimenkul, finans, turizm, enerji alanlarında faaliyet gösteren holding şirketleri bulunmaktadır.

6.1.5. Akiş GYO

İlk beşte yer alan son ortaklık ise Akiş GYO’dur. Akiş GYO, Akkök Holding’in bir iştirakidir. Akkök Holding Türkiye’nin önde gelen tekstil ve kimya endüstrisi üreticilerinden iken, faaliyet çeşitliliğini arttırarak inşaat sektörüne yönelmiştir. Akkök Holding ve Akiş GYO, finans kapitalin faaliyet çeşitliliği çerçevesinde değerlendirdiğimiz GYO’ların, finans kapital bağlantısını daha net biçimde görebileceğimiz bir yapıya sahip olduğundan detaylı incelenecektir.

AKKÖK Holding’in temelleri, bugün Yunanistan ve Makedonya arasında yer alan Doyran Gölü bölgesinden Balkan savaşları sırasında göç etmek durumunda kalan ve 1912 yılında Selanik’te doğan Raif Dinçkök’e dayanmaktadır. Aile o dönem, Doyran şehrinde ticaretle uğraşan, tanınmış ve bölgenin önde gelen ailelerindendir. Balkan savaşları sırasında ailenin bir kısmının Doyran soyadını alarak İzmir’e göçtüğü, büyükbaba Ali Bey’in ise, eşi ve çocuklarıyla birlikte İstanbul’a taşınıp, taahhüt işleri ve

ticaretle uğraştığı ayrıca Laleli semtinde, "Dinçkök" apartmanını yaptırdığı ve vefatına kadar orada ikamet ettiği bilinmektedir (Akkök, 2018).

Grubun kurucusu Raif Dinçkök 1934-1943 yılları arasında Ankara’da ticaret ve müteahhitlik faaliyeti yürütmüş 1943 yılında İstanbul’a gelerek iplik ve kumaş ticareti ile tekstil sektörüne adım atmıştır. Grubun ilk birikim olanakları, Türkiye’de kapitalizmin gelişim özgünlüklerine uygun biçimde ticari sermaye formundadır. Raif Dinçkök, sonrasında iplik ve kumaş işinde fason dokuma imalatı da yapmaya başlayarak, artı-değer üretiminin ilk nüvelerini gerçekleştirmiş ve sanayi sermayesi biçiminde örgütlenmenin adımlarını atmıştır. İkinci Dünya Savaşı döneminde dünya genelinde yaşanan ekonomik durgunluk belirleyiciliğinde ve içerideki birikim olanaklarının etkisiyle, Türkiye’de sermaye birikimi esas olarak ticari nitelikte seyretmiştir. Bu dönemdeki grupların faaliyetleri de Türkiye’de finans kapitalin oluşumuna dair genel olarak çizdiğimiz çerçeveye uygun biçimde ticari faaliyet şeklinde belirmiş ve grupların sanayi sermayesi niteliği kazanması 1950’li yılların ikinci yarısında gerçekleşmiştir (Tuna, 2011). Koç, Yaşar, Sabancı gibi gruplar daha geniş ölçekte ticari faaliyet sürdürürken; Akkök (Dinçkök ailesi), Borusan (Kocabıyık ailesi) gibi gruplar küçük çapta ticari faaliyet sürdüren gruplar arasındadır (Öztürk, 2008, s. 148).

Grubun ilk faaliyetleri arasında taahhüt ve inşaat işleri yer alsa da üretken sermaye biçimindeki ilk faaliyeti 1 Ekim 1952’de Bakırköy’de kurulan Aksu İplik Dokuma Fabrikası’dır.

Aksu İplik, “2.000.000 TL. sermaye ve 15 kişilik bir çekirdek kadroyla” (CARPETRIUM, 2017) faaliyetine başlamıştır. Fabrika kurulumunda gerekli olan para sermaye ihtiyacı, “Dünya Bankası, T.C. Merkez Bankası (TCMB) desteği ve ticari bankaların pay sahipliği ile Türkiye’nin ilk özel kalkınma ve yatırım bankası” (TSKB, 2018) olan Türkiye Sınai Kalkınma Bankası’ndan (TSKB) sağlanmıştır. Aksu İplik Fabrikası 31 Aralık 2008 tarihi itibarıyla üretimini durduğunda (Dünya, 2008) 20.000.000 YTL sermaye ve 1000 kişiye yaklaşan çalışanıyla, 400.000 m²’lik alan üzerine kurulu 5 fabrika ile yılda 7.000 ton yünlü ve yün karışımı iplik; 6.000.000 metre kadın-erkek giyimi ve döşemelik için yünlü kumaş üretebilecek kapasitededir (CARPETRIUM, 2017). Üretimin durmasının ardından şirketin 20 milyon lira nominal hisse senetleri

İMKB'de işlem gören Ak-al Tekstil Sanayi A.Ş bünyesinde birleştirilmiştir (Borsa Gündem, 2009). Ak-al Tekstil, grubun 1974 yılında kurduğu tekstil yatırımlarından biridir. Ak-al Tekstil 2011 yılı itibariyle şirket ana sözleşmesine Gayrimenkul Yatırımları ibaresini de ekleterek faaliyet alanını bu alana kaydirmiştir (AK-AL, 2011). 4 Ocak 2013 tarihi itibariyle de firma Akiş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'na devrolmuştur (Tokay, 2012). Bakırköy Osmaniye bölgesindeki Aksu İplik Fabrikası'nın 27 bin metrekarelik fabrika arazisine 590 konut 35 dükkanı içeren lüks konut projesi ise Özaksu Gayrimenkul Yatırım ve Turizm A.Ş tarafından üstlenilmiş ve projenin 2020 yılında bitirilmesi hedeflenmiştir (Aksu, 2017). Özaksu Gayrimenkul Yatırım ve Turizm A.Ş, “Avrupa Konutları'nın mimarı Süleyman Çetinsaya ve İlyas Özkök Ortaklığı'nda 16,5 milyon TL sermaye ile 2012 yılında kurulmuştur” (Yelkenci, 2017).

1953 yılında makina halısı üretimi yapan Dinarsu ve aynı yıl iplik üretimi ve ticareti yapan Dinkal A.Ş. kuruluşu ile birlikte şirket birikim sürecini hızlandırmıştır. 1990 yıllarına gelindiğinde Dinarsu, Eyüp tesislerini Çerkezköy'e taşımış ve Türkiye'nin en büyük battaniye ve halı üreticisi konumuna yükselmiştir. Dinarsu faaliyet süresinin son iki yılında ise inşaat sektörünün girdilerinden biri olan laminat parke üretimine geçmiştir (Karamuk, 2005). 2005 yılında ise AKKÖK Şirketler Grubu İcra Kurulu Başkanı Mehmet Ali Berkman'ın yaptığı açıklamaya göre şirket, “Dünya tekstil sektöründeki gelişmeler çerçevesinde oluşturulan yeni stratejiye bağlı olarak halı üretiminden çıkma kararı” (Anadolu Ajansı, 2005) almış ve firmayı sektörde öncü sermaye gruplarından biri olan Erdemoğlu Ailesi'ne ait Merinos'a satmışlardır.

İplik üretimi ve ticareti yapan Dinkal A.Ş, 1976 yılında sigortacılık faaliyetlerine başlamış ve 1990 yılında yeniden yapılanarak, sigorta danışmanlık ve acentelik anonim şirketi olarak faaliyet göstermeye başlamıştır.

1968 yılında Yalova'da kurulan Aksa, 1971 yılında halk arasında orlon olarak bilinen akrilik elyaf üretimine başlamıştır. Dönem itibariyle firma, “elyaf pazarının yüzde 90'ını elinde tutuyordu... Aksa'nın ürettiği *sürekli elyaf*, diğer kuruluşları Ak-Al, Aksu ve Dinarsu tarafından *kesikli elyaf* ve *taranmış fitil* haline getiriliyordu. Bu firmalar elyaf üretimlerinin bir kısmını kendi tesislerinde kumaş, battaniye, halı üretiminde kullanırken, bir kısmını da diğer tekstil firmalarına satıyorlardı. Kısacası, orlon tekeli Dinçkökler'in

elindeydi” (Sönmez, 1990, s. 238). Tekstilde üretkenliği dolayısıyla sermayenin üretim kapasitesini arttıran bu hammaddeye, grubun üretimde tek elci pozisyonu da eklenince, grup tekstil sektöründe ciddi avantajlar sağlamıştır. Şirket 1977 yılında ilk ihracatını gerçekleştirir. Söz konusu faaliyet, Türkiye’de sermayenin içe yönelik birikiminin sınırlarına eriştiği bir konjontürle birlikte düşünüldüğünde, tekil sermayenin birikim olanakları açısından başka bir boyut ifade etmektedir. Aksa, halen faaliyet kolları arasında yer alan kimya sektöründe de üretimine devam etmektedir. Firma günümüzde, yılda 315.000 ton üretim kapasitesiyle, “global pazarda yüzde 17, yurt içinde ise yüzde 70’lik paya sahiptir” (AKKÖK, 2018).

1974 yılında kurulan akrilik karışımı iplik üreten Ak-Al, 1976 yılında kurulan ve yatak-mobilya sektöründe girdi olarak kullanılan poliüretan sünger üretimi yapan Akmeltem, 1976 yılında akriliğin yurtdışı satışlarını üstlenen Akpa, 1977 yılında ise kükürtdioksit üretimi yapan Akkim firmaları, grubun kimya ve tekstil sektöründe genişlemesinde köşe taşlarıdır.

Şirket 1980’li yıllara kadar tekstil, tekstil ara malları ve kimya sektöründe faaliyet göstermiş, bu sektörlerde ‘dikey ve yatay entegrasyon’ sağlamıştır. 1970’li yıllarda ticari sermaye ve üretken sermaye formunda sermaye birikim olanaklarını sürdüren firma, 1970’li yıllardan sonra ise “geriye doğru entegrasyona girerek ‘ana faaliyet çeşitlenmesi’ gerçekleştirmiştir... Firmanın 1945 yılında 2 adet olan faaliyet sayısı 1960’ta 3’e, 1970’te 5’e, 1980 yılında ise 10’a yükselmiştir” (Öztürk, 2008, s. 365-366).

1970 sonları itibarıyla Türkiye’de sermayenin içe yönelik birikim olanaklarının sınırlarına ulaşılmıştır. 1980 darbesi ve beraberinde gelen bir dizi düzenleme ile ülke içerisinde emek gücü üzerindeki denetimini yeniden organize edecek olan sermaye, birikimini sürdürebilmek için uluslararası olanakları değerlendirecek ve birikim stratejisini bu yönde kurma çabası içirişine girecektir. İfade ettiğimiz konjontürle uyumlu olacak biçimde, Akkök grubu için de 1980’li yıllar, grubun ihracat teşvik politikalarını arkasına alarak, birikimini dışa yönelik sürdürdüğü yıllar olacaktır. 1980 döneminden önce ticari ve üretken sermaye formuyla, özellikle tekstil ve ona bağlı kimya sektöründe ileri ve geri bağlantılarını yapılandıran firma, birikim açısından stratejik

tercihini spesifik bir alanda ilerletmenin avantajlarını 1980’li yıllarda görecektir. 1980’li yıllarda iç pazarın daralması ve faiz oranlarının yüksekliği birçok sermaye grubunu zor duruma düşürürken, birikim olanaklarını ülke dışına taşıma fırsatı olan firmanın döviz biçiminde para sermaye elde ediyor oluşu yeni birikim olanaklarının kapısını aralamıştır.

Grup, 1980 ve 1990’lı yıllarda Akkim bünyesinde bir dizi yeni yatırım gerçekleştirilmiştir. Tekstil, kağıt, deterjan üretiminde ve deri sektöründe girdi olarak kullanılan çok sayıda kimyasalın üretimine başlamış ve ihracata yönelmiştir. Akkim günümüzde; temizlik, kimya, tekstil, kâğıt, su arıtma, gıda, metal, zirai ilaç, enerji, yapı, maden, deri, plastik ve inşaat sektörleri için ara malı niteliğinde bir dizi kimyasal madde üretmekte ve ihraç etmektedir (Akkök, 2017).

Yukarıda aktarılanlar çerçevesinde firmanın ilk birikim olanaklarını iplik ve kumaş ticareti yaparak ticari sermaye formunda başlattığı, kuruluşundan 1980’li yıllara kadar olan sürede, çalışmada kullandığımız anlamda finans kapital özellikleri sergilediği, yani bir bütün olarak tekstil ve kimya sektöründe sermayenin üretilmesi noktasından hakimiyet kurduğu; sektörün gereksinimi olan hammadde ve ara malı ile üretimin çıktısı olan nihai metanın realizasyon sürecine kadar, sürecin bütününde iştirakleriyle faaliyet gösterdiği söylenebilir.

1980’li yıllar aynı zamanda firmanın ana faaliyetlerini çeşitlendirdiği ve birikim olanaklarını diğer sektörlerle taşıdığı yıllardır. Turizm sektörü bu faaliyetlerden biri iken, grubun bu dönemdeki en önemli yatırımı enerji sektöründe olmuştur. 1989 yılında Akenerji kurulmuş ve firma Türkiye’de otopredüktör¹⁰¹ statüsünde kurulan ilk firma ünvanını almıştır (Akkök, 2018). Firma bu yatırımla hem kendi üretim süreci için enerji üretebilecek hem de artan enerjiyi devlete satabilecektir.

1990 yıllarda grubun uluslararası piyasaya meta ihracı yanında, sermaye ihracına da başlaması, grubun para-sermaye ihtiyacını giderek arttıran bir unsur olarak düşünülebilir. 1990’lı yıllarda grubun sermaye birikimini sürdürme noktasında para-sermaye ihtiyacını karşılamak için çeşitli girişimleri olmuştur. Dinkal A.Ş.’nin 1990

¹⁰¹ Otopredüktör, “...bir sanayi tesisi ile entegre olarak çalışan, buhar, sıcak gaz gibi çıktıları proseste kullanılan veya sanayi atıklarını, yan ürünlerini elektrik üretiminde kullanarak aynı zamanda sanayi tesisinin elektrik enerjisi ihtiyacını karşılayan tesislerdir” (Yiğit, 2006, s. 1).

yılında yeniden yapılanarak, sigorta danışmanlık ve acentelik anonim şirketi olarak faaliyet göstermeye başlaması, grubun banka kurma için başvuruda bulunması, 1986 yılında Aksa, Ak-al ve 1990 yılında Aksu şirket hisselerinin borsaya kote ettirilmesi, finansal piyasalara yönelme çabalarının başlıcalarıdır.

1990'lı yıllarda firmanın faaliyet gösterdiği alan sayısı 15 iken, bu sayı 2000 yılı itibarıyla 20'ye yükselmiştir (Öztürk, 2008, s. 368-370). Türkiye'de sermayenin uluslararasılaşması eğilimlerine paralel biçimde grubun, 2000'li yıllardan sonra, dünya kapitalist ekonomisiyle eklemlenmesinin yoğunlaştığı gözlemlenir. Balkan ülkeleri, İspanya, Fransa, Mısır, Hollanda gibi ülkelere yapılan yatırımlar ve ortaklıklar bu eğilimin göstergeleri olarak görülebilir. Aynı dönemde "...belirginleşen bir diğer eğilim, grubun ortaklıklar ve krediler gibi 'dış' finansman yollarına daha fazla başvurmaya başlamış olmasıdır" (Öztürk, 2008, s. 370). Öztürk (2008, s. 370), Türkiye'de büyük sermaye grupları üzerine yaptığı çalışmada, 2000'li yılların "Türkiye'de finans kapitalin faaliyet bileşimini yeniden şekillendirdiği" yıllar olduğunu belirtir. Tespiti doğrular nitelikte Akkök grubunda görülen eğilim, grubun kurulduğu yıllardan bu yana ana faaliyet kolu olan tekstil sektöründen giderek uzaklaşması ve yatırımlarını enerji, kimya ve gayrimenkul sektöründe yoğunlaştırması yönündedir. Örneğin 1974 yılında kurulan ve şirketin tekstil sektöründeki önemli yatırımlarından biri olarak ifade edilen Ak-al Tekstil'in Yalova Fabrikası, 2006 yılında "...üretim miktarının toplam üretime oranı yüzde 32, üretiminin maliyet içindeki tutarının toplam maliyete oranı yüzde 42" (haber7.com, 2006) olması sebebiyle kapatılmıştır.

Buraya kadar anlatılanlardan özetle, grubun 1940'lı yıllarda iplik, kumaş ticareti ve küçük ölçekli fason dokuma atölyeleriyle başlayan ticari sermaye formundaki birikim sürecinin, 1950'lerin sonu ve 1960'ların ilk yarısında tekstil ve kimya sektöründe kurulan çok sayıda fabrikayla üretken sermaye formuna geçtiği söylenebilir. Firmanın spesifik bir alana yönelerek birçok sektör için ara malı niteliğindeki kimyasal madde üretiminde uzmanlaşması, 1980'li yıllara kadar içe yönelik birikim sürecinde ciddi olanaklar yaratmış ve firma ihracat yapabilecek kapasiteye ulaşmıştır. 1980'li yıllarda firma, devletin ihracatı teşvik edici politikaları sayesinde ihracata yönelmiş ve uluslararası piyasaya meta ve sermaye ihracına başlamıştır. Grup 2000'li yıllarda ise, o dönem

Türkiye’deki büyük sermaye gruplarına benzer biçimde ana faaliyet çeşitliliğine yönelmiştir. Firmanın 2000’li yıllardan sonra ana faaliyetlerinden biri olan tekstil üretimini kısararak, kimya sektöründeki yatırımlarını genişlettiği, enerji ve finans sektörüne yöneldiği gözlemlenmektedir. Firmanın artan sermaye ölçeği karşısında para-sermaye ihtiyacını da sermaye piyasalarında, borsada halka arzlar ile sağladığı gözlemlenmektedir. Grubun firmalarından, Akenerji, Aksa Akrilik Kimya Sanayi, Akmerkez GYO ve Akiş GYO hisseleri borsada işlem gören firmalarındır.

Günümüzde holdingin faaliyet yürüttüğü başlıca sektör, firma ve sermaye işlevleri Tablo 13’de özetlenmiştir.



Tablo 13:
Akkök Holding Faaliyet Alanları ve Sermaye İşlevleri

Sektör	Firma	Faaliyet Kapsamı	Sermaye İşlevi
Kimya	Aksa Akrilik Kimya Sanayii A.Ş.	Akrilik Elyaf Üretimi ¹⁰²	Üretken Sermaye
Kimya	DowAksa	Karbon Elyaf Üretimi ¹⁰³	Üretken Sermaye
Kimya	Ak-Kim Kimya San. ve Tic. A.Ş.	Temel Kimyasal Üretimi	Üretken Sermaye
Kimya	Gizem Firit A.Ş.	Frit Üretimi ¹⁰⁴	Üretken Sermaye
Enerji	Akenerji Elektrik Üretim A.Ş.	Enerji Üretimi ve Ticareti	Üretken-Ticari Sermaye
Enerji	Egemer Elektrik Üretim A.Ş.	Enerji Üretimi	Üretken Sermaye
Enerji	AKCEZ Enerji Yatırımları San. ve Tic. A.Ş.	Elektrik Dağıtım Ve Perakende Satış	Ticari Sermaye
Enerji	Sakarya Elektrik Dağıtım A.Ş. (SEDAŞ)	Elektrik Dağıtım Ve Perakende Satış	Ticari Sermaye
Finans	Akiş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Gayrimenkul Projesi Yönetimi ve Ticareti	Ticari-Para Sermaye
Finans	Akmerkez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Gayrimenkul Projesi Yönetimi ve Ticareti	Ticari-Para Sermaye
Finans	Dinkal Sigorta Acenteliği A.Ş.	Sigorta Acenteliği	Ticari-Para Sermaye
Bilişim	Aktek Bilgi İletişim Teknoloji San. ve Tic. A.Ş.	Bilgi Teknolojileri Servis Üretimi	Üretken Sermaye
Gayrimenkul	Ak Turizm ve Dış Tic. A.Ş.	Gayrimenkul Projesi Yönetimi ve Ticareti	Ticari Sermaye
Gayrimenkul	KidZania	Gayrimenkul Yönetimi	Ticari Sermaye
Hizmet	Akmerkez Lokantacılık Gıda San. Ve Tic. A.Ş.	Lokantacılık	Ticari-Üretken Sermaye
Tekstil	Ak-Pa Tekstil İhracat Pazarlama A.Ş.	Tekstil ve Hammadde İhracatı	Ticari Sermaye

Kaynak: (Akkök Holding, 2017)

¹⁰² Akrilik elyaf son kullanım alanları: Giyimde, süeterler, çoraplar, peluş, yuvarlak örgü, spor giyim ve çocuk giyimi; ev tekstilinde, halı, battaniye, kilim, döşemelik, kadife kumaşlar; dış mekanda, araba tavanları, tekne örtüleri, branda, dış mekan mobilyaları, endüstriyel kullanımda, toz filtresi, **inşaat yapımında güçlendirici dolgu malzemesi**, araba aküleri (Aksa, 2018) şeklinde sıralanabilir.

¹⁰³ Karbon elyaf, “rüzgar türbinlerinin enerji üretiminin artırılması, otomobillerdeki yakıt tüketiminin azaltılması, altyapı ve yapıların güçlendirilerek ömürlerinin uzatılması” (DowAksa, 2017) gibi birçok alanda çözümler sunabilen, katma değeri yüksek bir üründür.

¹⁰⁴ Frit, seramik, emaye gibi ürünlerin yüzeyini kaplayan sırların ana hammaddesidir.

Tablo 13'e göre Akkök Holding'in yatırımları kimya, gayrimenkul ve enerji alanında yoğunlaşmaktadır. Bu yatırımların ağırlıkları ise, %65'i kimya, %17'si gayrimenkul, %15'i enerji ve kalan %3 de diğer sektörler şeklindedir. (Dünya, 2017). Firmanın finans sektöründe öne çıkan yatırımı ise Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarıdır. Holding bünyesinde iki adet GYO faaliyet göstermektedir.

2005 yılında Akkök Holding bünyesinde Akiş Gayrimenkul Yatırımı A.Ş.'nin kurulmasıyla, firma inşaat sektörü yatırımlarına yönelmiştir. 2007 yılında Hollandalı Corio ve Garanti Koza ortaklığıyla "Akkoza Evleri" projesi firmanın ilk büyük inşaat yatırımları arasındadır (Akkök Holding, 2017). 2009 yılında Corio ve Garanti Koza'nın ortaklık paylarını devralarak, Akbatı Alışveriş Merkezi & Akbatı Residence'ın tek sahibi olur. Yine 2005 yılında kurulan ve 2011 yılında Sağlam Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ile birleşen SAF Gayrimenkul Geliştirme İnşaat ve Ticaret A.Ş.'nin hisseleri, 2007 yılında borsada işlem görmeye başlamıştır. 2012 yılında tamamen gerçekleşen birleşme süreci ile de şirket ünvanı SAF Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. olarak belirlenmiştir (SAF GYO, 2018). 2011 yılında Akiş, İstanbul Esenyurt'ta Akbatı Alışveriş Merkezini inşa eder. Aynı yıl içerisinde Akiş, gayrimenkul yatırım ortaklığı ünvanını alır ve 2013 yılında firma, Borsa İstanbul Kurumsal Ürünler Pazarı'nda işlem görmeye başlar (Akkök Holding, 2017). 2014 yılında Akiş GYO cadde mağazacılığına da yönelir ve günümüzde de Bağdat Caddesi'nde yoğunluklu olarak faaliyet göstermektedir. Aynı yıl Akiş'in %19,71 oranında hissedarı olduğu SAF GYO tarafından günümüzde de faaliyet sürdüren Akasya projesi faaliyete geçirilir. 18 Ocak 2017 tarihinde ise SAF GYO, AKİŞ GYO bünyesine dahil edilerek şirket birleşmesi gerçekleşir. Günümüzde AKİŞ GYO, piyasa değerine göre %5,30'luk payı ve konsolide olmayan aktifleri açısından ise %7,69'luk payı ile sektördeki en büyük beşinci GYO'dur.

AKİŞ GYO A.Ş.'nin 2018 yılı itibarıyla, toplamda 430.091.850 TL değerindeki çıkarılmış sermaye tutarının pay sahiplerine dağılımı Tablo 14'de gösterilmiştir:

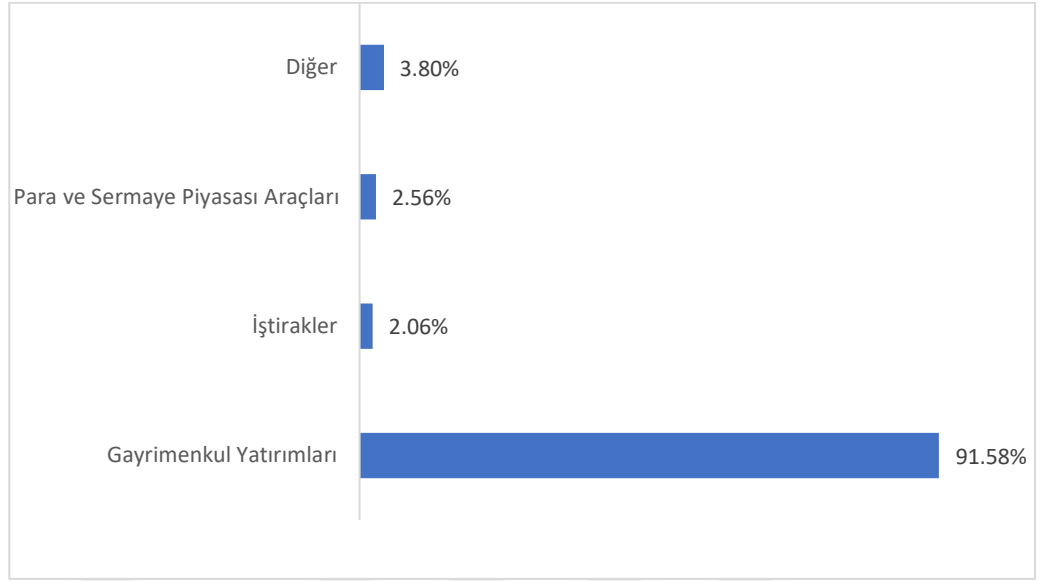
Tablo 14:
Akış Gyo A.Ş. Ortaklık Yapısı (2018)

Pay Sahibi	Sermaye Tutarı(TL)	Oran%
Ali Raif Dinçkök	104.022.994	24,19%
Akkök Holding A.Ş.	63.065.857	14,66%
Nilüfer Çiftçi	39.605.908	9,21%
Emniyet Ticaret ve Sanayi A.Ş.	39.267.011	9,13%
Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası (EBRD)	31.650.000	7,36%
Raif Ali Dinçkök	28.196.103	6,56%
Diğer	124.283.975	28,9%
TOPLAM	430.091.850	100%

Kaynak: (AKİŞ GYO, 2018).

En büyük sermaye pay sahibi Ali Raif Dinçkök, aynı zamanda Akkök Holding Yönetim Kurulu Başkanı'dır. Benzer biçimde Nilüfer Çiftçi, Akkök Holding Yönetim Kurulu Başkan Vekili ve Raif Ali Dinçkök Akkök Holding Yönetim Kurulu üyesidir (Akkök, 2018).

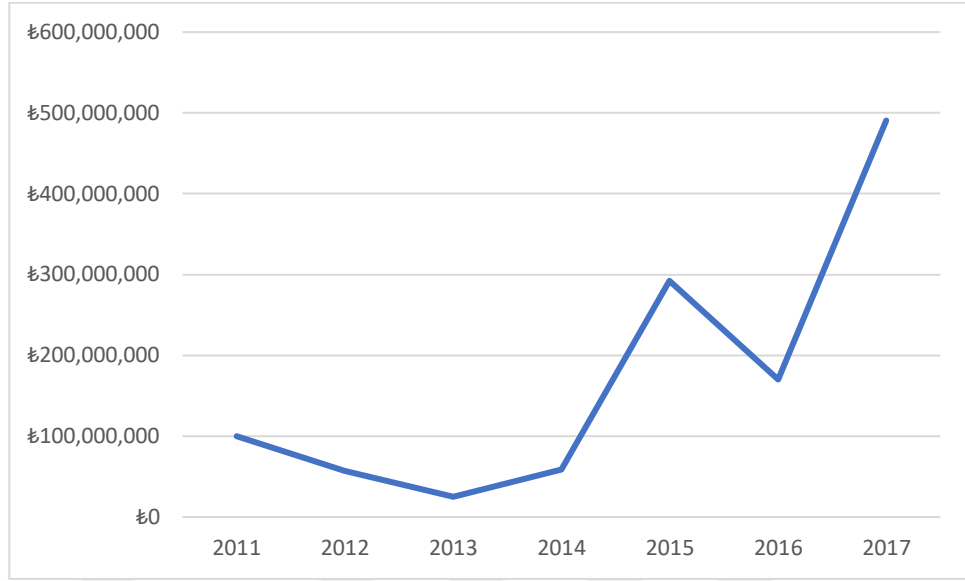
AKİŞ GYO'nun 2018 yılı itibariyle konsolide olmayan aktif toplamı 5.929.428.046 TL olup, 430.091.850 TL tutarındaki çıkarılmış sermayesinin (430.091.850 lot hisse) piyasa değeri ise 1.075.229.625 TL'dir (SPK, 2018). AKİŞ GYO'nun portföy dağılımı Grafik 14'de aktarılmıştır:



Grafik 14 AKİŞ GYO 2018 Yılı Portföy Dağılımı (%)
Veri Kaynağı: (SPK, 2018)'den derlenmiştir.

Grafik 14'e göre, portföy dağılımında en büyük pay gayrimenkul yatırımları olarak görünmektedir. Firma sermayesinin para ve sermaye piyasası araçları üzerine dağılımı ise %2,56'dır.

Akiş GYO'nun 2011 yılından bu yana finansal tabloları incelendiğinde, 2017 dönem net kârındaki artış dikkat çekmektedir. Bu durum Grafik 15'de gösterilmiştir.



Grafik 15 AKİŞ GYO Net Dönem Kârı (2011-2017)

Veri Kaynağı: (AKİŞ GYO , 2017)'den derlenmiştir.

Grafik 15’de dikkat çeken 2017 yılı dönem net kârındaki artışta, 18 Ocak 2017 tarihinde gerçekleşen SAF GYO birleşmesinin payı büyüktür (AKİŞ GYO , 2017).

Firma projelerinde faaliyet yürüten iştirakler listesi Tablo 15’de sunulmuştur:

Tablo 15:
Akiş Gyo İştirak Listesi (2018)

İştirak’in Adı	İştirak Oranı (%)	Faaliyet Konusu
Kârlitepe	100	Gayrimenkul Yatırım
Aksu Real Estate EAD.	100	Gayrimenkul Yatırım
Akyaşam Yönetim Hizmetleri A.Ş.	100	Bakım, Hizmet ve Yönetim
Akiş GYO – Mudanya Adi Ortaklığı	50	Gayrimenkul Yatırım
Ottoman Gayrimenkul Yatırımları İnş. ve Tic. A.Ş.	10	Gayrimenkul Yatırım

Kaynak: (AKİŞ GYO , 2017)

Tablo 15’e göre; firmanın projelerinin ana yüklenicisinin firma iştirakleri olduğu, mevzuat gereği, inşaatın üretimi noktasında fiili olarak faaliyet gösteremeyen AKİŞ GYO’nun, iştirakleri yoluyla inşaat üretimi gerçekleştirdiği söylenebilir. Diğer

yandan inşaatın üretimi sonrası kiralama, satış ve bakım, hizmet, yönetim faaliyetlerinin de doğrudan AKİŞ GYO ve iştirakleri bünyesinde yürütüldüğü görülmektedir.

Firmanın 2017 yılı için, portföy kira geliri 300.070.253 TL, portföy varlıklarının toplam rayiç değeri ise 3.535.536.000 TL'dir. Firmanın projelendirilmiş ancak henüz tamamlanmamış stok varlıklarının toplam rayiç değeri ise 372.020.000 TL'dir.

Sonuç olarak; AKİŞ GYO'nun kendi proje ve stokları dahilindeki büyük inşaat projelerinde, sermayenin üretim sürecinden dolaşım sürecine kadar, bir bütün olarak sermayenin üretiminde hakimiyet kurduğu söylenebilir.

Akmerkez GYO, Akkök Holding'in ikinci gayrimenkul yatırım ortaklığı firması olup, piyasa değerine göre sektördeki % 3,41'lik payı ile en büyük dokuzuncu, konsolide olmayan aktifleri açısından ise %0,37'lik payı ile en büyük yirmialtıncı GYO'dur.

1989 yılında kurulan Akmerkez Gayrimenkul Yatırımı A.Ş. 2005 yılında ticaret unvanını Akmerkez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. olarak değiştirmiştir ve 2005 tarihinde borsaya açılmıştır (AKMGYO, 2018). Akmerkez Alışveriş Merkezi firmanın ilk ve tek portföyü olup (alışveriş, ticaret merkezi ve residence kompleksinden oluşmaktadır), Akkök Holding'in de gayrimenkul sektöründeki ilk faaliyetidir.

Akmerkez GYO A.Ş.'nin 2018 yılı itibariyle, toplamda 37.264.000 TL değerindeki çıkarılmış sermaye tutarının pay sahiplerine dağılımı Tablo 16'da verilmiştir:

Tablo 16:
Akmerkez Gyo A.Ş Ortaklık Yapısı (2018)

Pay Sahibi	Sermaye Tutarı(TL)	Oran%
Klepierre S.A.	11.747.397	31,52%
Akkök Holding A.Ş.	4.890.900	13,12%
Tekfen Holding A.Ş.	4.019.839	10,79%
Corio Nederland Kantoren B.V.	2.932.840	7,87%
Hoog Catharijne B.V.	2.794.800	7,50%
Davit Braunştayn	2.601.380	6,98%
Diğer	8.276.843	22,22%
TOPLAM	37.264.000	100%

Kaynak: (Akmerkez GYO, 2018)

En büyük pay sahibi olan Klepierre S.A. Fransız kökenli bir firma olup, Avrupa'da 13 ülkede faaliyet gösteren alışveriş merkezi işletmecisidir. Türkiye'de de TEB ile bankacılık faaliyeti gösteren BNP Paribas'ın Klepierre'de yüzde 22'lik payı bulunmaktadır.

GYO'ların faaliyet kapsamı daha önce de belirttiğimiz gibi, 23 Ocak 2014 tarihli Resmi Gazetede yayınlanan değişiklik ile genişletilmiştir. Altyapı yatırım ve hizmetleri faaliyet kapsamına dahil edilmiş ve sermaye piyasası araçlarına ek olarak bazı finansal işlemleri yürütme yetkisi tebliğce tanımlanarak, para-sermaye hareketliliği çeşitlendirilmek istenmiştir. Bu kapsamda GYO'ların portföy dağılımı Tablo 17'de özetlenmiştir.

Tablo 17:
Türkiye'de GYO'ların Portföy Dağılımları

	Ortaklık Unvanı	Gayrimenkul Yatırımları	İştirakler	Para ve Sermaye Piyasası Araçları	Diğer
1	EMLAK KONUT GYO	66,61	0,00	1,51	31,98
2	TORUNLAR GYO	87,37	2,82	7,43	2,37
3	İŞ GYO	88,50	0,07	0,72	10,71
4	SİNPAŞ GYO	74,26	2,00	0,72	23,02
5	AKİŞ GYO	91,58	2,06	2,56	3,80
6	ÖZAK GYO	81,87	0,00	2,76	15,37
7	HALK GYO	90,42	0,00	0,31	9,27
8	YEŞİL GYO	61,71	17,11	0,00	21,17
9	YENİ GİMAT GYO	87,21	0,00	10,95	1,84
10	KİLER GYO	67,26	7,55	0,99	24,20
11	REYSAŞ GYO	80,49	1,31	10,41	7,79
12	NUROL GYO	73,16	4,98	15,79	6,06
13	AKFEN GYO	60,45	29,23	1,5	8,82
14	VAKIF GYO	72,66	0,00	8,95	18,39
15	DOĞUŞ GYO	98,31	0,00	0,69	1,00
16	ALARKO GYO	50,98	0,73	45,71	2,57
17	PANORA GYO	95,40	0,01	1,91	2,68
18	PEKER GYO	39,22	5,66	0,23	54,89
19	ÖZDERİCİ GYO	79,21	0,00	6,10	14,68
20	MARTI GYO	80,61	12,20	0,03	7,15
21	TSKB GYO	98,06	0,00	0,26	1,68
22	SERVET GYO	69,19	11,53	0,21	19,07
23	DENİZ GYO	81,17	0,00	2,68	16,15
24	ATAKULE GYO	90,62	0,00	0,79	8,59
25	AKMERKEZ GYO	67,93	0,00	21,27	10,80
26	MİSTRAL GYO	89,74	0,05	4,23	5,98
27	PERA GYO	89,30	4,37	0,89	5,43
28	AVRASYA GYO	68,23	0,00	21,41	10,36
29	KÖRFEZ GYO	72,91	0,00	11,00	16,09
30	ATA GYO	75,76	0,00	20,05	4,19
31	TREND GYO	87,70	0,00	3,66	8,64
32	YAPI KREDİ KORAY GYO	83,99	0,26	11,61	4,13
33	İDEALİST GYO	76,39	9,17	0,18	14,26
	Ortalama	78,13	3,37	6,59	11,91

Veri Kaynağı: (SPK, 2018)'den derlenmiştir.

GYO'ların portföy dağılımları incelendiğinde, finansal piyasalarda faaliyet gösteren gayrimenkul sermayesinin gayrimenkul yatırımlarında yoğunlaştığı görülmektedir. Portföy dağılımı içinde gayrimenkul yatırımları %78,13'lük bir paya sahip iken, sermayenin para ve sermaye piyasası araçlarında değerlendirme oranı %6,59'dur.

Çalışmanın ikinci bölümünde aktardığımız 'finansallaşma' tartışmalarının, günümüz kapitalizminin belirleyici bir unsuru olarak altını çizdiği husus, sermayenin üretim alanından uzaklaşarak spekülasyon alanında değerlendirme eğiliminin olduğu ve bunun günümüz kapitalizmi için yapısal bir farklılık ifade ettiği yönündedir. Ancak yukarıda aktardığımız portföy dağılımına ilişkin veriler, Türkiye'de gayrimenkul özelinde finansal piyasalarda faaliyet gösteren sermayenin halen üretken sermaye işlevlerine eklenecek biçimde birikimlerini sürdürdüğünü ortaya koymaktadır. Sermayenin finansal alana yönelerek faaliyet çeşitliliğine gitmesinin, özellikle finansal piyasalar nezdindeki karşılığı, sermayenin yoğunlaşma eğilimi ve bunun sonucu olarak para-sermaye ihtiyacının yoğun biçimde belirmesidir. Başat olan bu belirlenimin yanında, finansal piyasalar aracılığı ile para-sermayenin spekülasyon değeri olanağı bulunduğu da yerinde bir tespit olacaktır. Ancak sermaye birikim süreci halen fiili üretim süreci üzerinden yükselen niteliğini korumaktadır. Mevcut konjonktür, gayrimenkul sektöründe sermaye devrelerinin bir bütün olarak derinleşme eğiliminde olduğunun göstergesidir.

Bu tespiti güçlendirmek için, bir sonraki kısımda GYO'ların bağlı oldukları holdinglerin sektör faaliyetleri sunulacak ve bazı GYO'lar hakkında kısa aktarımlarda bulunulacaktır.

6.2. Diğer Ortaklıklar

Bu kısımda GYO'lar üretken, ticari ve para sermaye bağlantıları ile birlikte haritalandırılmıştır. Bu haritalandırmayı yapmak, GYO'ların finansal kapital bağlantılarını daha açık bir biçimde görmemize olanak tanıyacaktır.

Tablo 18'de Türkiye'de bulunan GYO'ların holding iştirakleri nezdinde *üretken sermaye bağlantıları* ve grup şirketlerinin faaliyette bulunduğu sektörler sunulmuştur.

Tablo 18:
Türkiye'de Üretken Sermaye Bağlantılı Ortaklıklar ve Grup Şirketi Sektör Faaliyetleri (2019)

Ortaklık Unvanı	Bağlantılı Olduğu Grup Şirketi	Grup Şirketi Sektör Faaliyetleri
Akiş GYO Akmerkez GYO	Akkök Holding	Kimya Enerji Finans Bilişim Gayrimenkul Hizmet
Akfen GYO	Akfen Holding	İnşaat Enerji Liman İşletmeciliği Taşımacılık Madencilik Gayrimenkul Finans Sigorta Atık Su ve Çevre Döviz Ticareti
Alarko GYO	Alarko Holding	İnşaat Enerji İklimlendirme Sanayi Turizm Gayrimenkul
Ata GYO	Ata Holding	Gıda Finans Teknoloji İnşaat Gayrimenkul Lojistik Turizm Hizmet Tekstil
Doğuş GYO	Doğuş Holding	Otomotiv İnşaat Medya Turizm Yeme-İçme Gayrimenkul Enerji Perakende
İdealist GYO	Hektaş Şirketler Grubu	İnşaat

		Gayrimenkul
Kiler GYO	Kiler Holding	İnşaat Enerji Turizm Hizmet Savunma Sanayi
Nurol GYO	Nurol Holding	İnşaat Savunma Sanayi İmalat Enerji Madencilik Finans Bankacılık Sigortacılık Turizm Ticaret Hizmet Gayrimenkul
Özak GYO	Özak Global Holding	Tekstil Turizm İnşaat Enerji Gayrimenkul
Özderici GYO	Özderici Holding	Finans İnşaat Gayrimenkul
Peker GYO	Peker Holding	Gayrimenkul Medya Hizmet
Pera GYO	Global Yatırım Holding	Liman İşletmeciliği Enerji Madencilik Gayrimenkul Finans
Sinpaş GYO Servet GYO	Sinpaş Holding	Kimya Gayrimenkul Finans Turizm Enerji
Torunlar GYO Yeni Gimat GYO	Torunlar Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Gıda İnşaat Turizm Gayrimenkul Lojistik
Yeşil GYO	Yeşil Yapı Endüstri	İnşaat Lojistik
Avrasya GYO	Metro Holding	Taşımacılık

		Turizm Gıda Enerji Madencilik
Mistral GYO	Miray İnşaat	Gayrimenkul İnşaat Depoculuk Turizm

Veri Kaynağı: Firma Faaliyet Raporları ve KAP Bildirimleri (KAP, 2019)’den derlenmiştir.

6.2.1. Akfen GYO

Üretken sermaye bağlantılı ortaklıklarından Akfen GYO, Akfen Holding’in gayrimenkul sektörü yatırımlarından biridir.

Akfen Holding’in temelleri, 1976 yılında Hamdi Akın tarafından ısı ekipmanları ve basınçlı kaplar imalatı yapan AKINISI A.Ş.’nin kurulmasıyla atılmıştır. 1977 yılında Akfen Mühendislik Müşavirlik Müteahhitlik ve Mümessillik A.Ş. ile inşaat sektörüne atılan holding, 1981 yılında ilk inşaat projesini tamamlamıştır. 1984 yılında mühendislik hizmeti vermeye başlayan holding, atık su alanında faaliyet gösteren ve sektöre ara malı üreten bir dizi şirket kurmuştur.

1986 yılında Akfen İnşaat’ın kurulmasıyla ilk devlet ihalesini alan firma, Ankara’da yürüttüğü birçok altyapı ve inşaat projesi ile birikim sürecini hızlandırmıştır. Firma, 1986 ile 1993 yılları arasında devlet ihaleleri ile kazandığı; pis su ve yağmur suyu kanalizasyon inşaatı, katı yakıtlı ısı merkezi ikmal inşaatı, teneke dolum boru hattı inşaatı, dinlenme tesisleri inşaatı, ısı santrali tevsii inşaatı, dağıtım hatları inşaatı, yağ harmanlama tesisleri gibi birçok altyapı projesi ile inşaat faaliyetlerine hız kazandırmıştır. Birçok sektörde üretken sermaye için fabrika ve altyapı üretimleri yapan firma, 1993 yılında konut yapımına başlamıştır.

1997 yılında Tepe-Akfen ortaklığında TAV Havalimanlarının kurulması ile firmaya bağlı tüm şirketlerin holding çatısı altında yapılandırılmasına karar verilmiştir. Firma kuruluşundan bu yana inşaat sektörü faaliyetlerini yoğunlaştırarak devam ettirirken, madencilik, taşımacılık, liman işletmeciliği gibi alanlarda da yatırım yapmıştır.

2005 yılında TÜVTURK'ü kuran firma, özelleştirme yoluyla tekelleşme avantajı yakalamıştır. “2008 yılı ortalarına kadar gerçekleştirilen 36 milyar dolar tutarındaki özelleştirmenin yüzde 80’i 13 sermaye grubuna” (Öztürk, 2008, s. 365-366) yapılmıştır ve bu grupların içinde Akfen’de vardır. 2007 yılında enerji sektörüne de yönelen holding, 2011 yılında İstanbul Deniz Otobüsleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. (İDO)’nun özelleştirme ihalesini 861 milyon dolar ile kazanmış ve 2019 yılı itibarıyla İDO’nun %30’una ortak olmuştur.

1997 tarihinde faaliyete geçen Aksel Turizm Yatırımları ve İşletmecilik A.Ş.’nin, 2006 yılında gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüştürülüp yeniden yapılandırılması ile Akfen GYO kurulmuştur. Akfen GYO, özellikle Avrupa’nın en büyük uluslararası zincir otel işletmecisi olan Accor ile yürüttüğü İbis otel projeleriyle dikkat çekmektedir. Accor grubunun sahibi olduğu uluslararası bir otel zinciri olan İbis’in, Fransa ve Avrupa’da 380, dünyanın geri kalan ülkelerinde ise 950 adet oteli bulunmaktadır. Akfen GYO, İbis’in Türkiye’de kullandığı binaları kendi iştiraki olan Akfen İnşaat ile üretmekte ve işletmelerine ortaklık yapmaktadır. Bu çerçevede Akfen GYO, iştirakleri yoluyla üretken sermaye faaliyeti yürütürken, firmanın otel ve kira gelirleri, 2019’un ilk altı ayında 49 milyon TL’yi aşmıştır (Yeşilyurt, 2019).

6.2.2. Alarko GYO

Üretken sermaye bağlantılı ortaklıklarından Alarko GYO, Alarko Holding’in gayrimenkul sektörü yatırımlarından biridir.

Alarko, 1954 yılında İshak Alaton ve Üzeyir Garih tarafından, kolektif bir şirket olarak kurulmuştur. Firmanın ilk faaliyeti 1954 yılında ısıtma-soğutma ve havalandırma tesisatlarının montajıdır. 1956 yılında endüstriyel imalata başlayan firmanın, 1959 yılında Merkez Bankası banknot matbaasının, Sümerbank Malatya ilave dokuma kompleksinin havalandırma tesisatlarının inşasına başlaması birikim süreci için sıçrama niteliğindedir. 1960 yılında TSKB kredisi ile ilk klima cihazları fabrikasını inşa eden firma; 1960’lı yıllarda, tesisat ve izolasyon işleri alanında faaliyet gösteren bir dizi şirket kurmuştur. 1970’li yılların başında, Maslak İş Merkezleri projesiyle inşaat faaliyetlerine de yönelen

Alarko, bu yıllarda endüstriyel tesis üretimine girişmiş ve ağır makine üretimi yapan Alamsaş A.Ş.'yi kurmuştur.

1973 yılına gelindiğinde sınai tesis, ağır sanayi, endüstriyel proses gereçleri imalatı, gıda sanayi, turizm ve hizmet sektörü alanlarında faaliyette bulunan firma, aynı yıl holding haline gelmiştir. 1980'li yıllar firmanın elektronik sektörüne girdiği, ihracata yöneldiği ve beliren döviz biçiminde para sermaye ihtiyacını karşılayamaması ile kısmen küçüldüğü yıllardır. 1982 yılında yazar kasa, müzik seti ve televizyon üretimi yapan elektrik sanayi fabrikası olan Altron'u kuran holding; Alamsaş A.Ş bünyesinde ihracata başlamıştır. 1986 yılında grubun toplam cirosu içinde sanayi şirketlerinin payı %48, inşaat şirketlerinin payı %32.4, ticaret şirketlerinin payı ise 18.6'dır (Sönmez, 1990, s.246). 1986 yılında yoğun biçimde konut üretimine yatırım yapan Alarko Holding, 1988 yılında İstanbul doğal gaz dağıtım şebekesi işini üstlenmiş ve endüstriyel tesis üretimi yanında altyapı inşasına da girişmiştir.

1989 yılında elektronik sektöründen çıkarak -daha sonraları Oyakbank olacak- First National Bank of Boston'a %30 ortak olan holding, finans alanına giriş yapmıştır (Mercan, 2007, s.47). Alarko'nun 1990'lı yılların başındaki faaliyet çeşitliliğine finans yanında enerji sektörü de eklenmiştir. 1970'lerden bu yana bir dizi lüks konut üretimi gerçekleştiren firma, Türkiye'nin ilk GYO'su olan Alarko GYO'yu 1997 yılında kurarak, inşaat sektörü faaliyetleri için beliren para-sermaye ihtiyacını sermaye piyasalarından elde etme şansı yakalamıştır. GYO'nun kurulması ile otel inşaatlarına başlayan holding, turizm ve eğlence sektörüne de yönelmiştir. Holding 2000'li yıllarda altyapı inşaatı projelerini yoğunlaştırmıştır. 2000 yılındaki TCDD hızlı tren ve metro projeleri, 2007 yılında İstanbul Metrosu 4. Levent Ayazağa bölümü, 2008 Samsun Büyükşehir Belediyesi ile imzalanan 156 milyon Euro'luk hafif raylı sistem inşaatı, 2009 yılında Antalya Belediyesi hafif raylı sistem projesi, 2011 Ankara Metrosu Elektromekanik İşleri Projesi, 2016 İstanbul Metrosu'nun 4. Kabataş - Mecidiyeköy Mahmutbey Metro Projesi ile inşaat-altyapı faaliyetlerinden bazılarıdır. Alarko GYO diğer GYO'lardan farklı olarak, özellikle altyapı yatırımlarında yoğunlaşmasıyla ön plana çıkmaktadır.

Tablo 19'da Türkiye'de bulunan GYO'ların holding iştirakleri nezdinde *para sermaye bağlantıları* ve grup şirketlerinin faaliyette bulunduğu sektörler sunulmuştur.

Tablo 19:
Türkiye'de Para Sermaye Bağlantılı Ortaklıklar ve Grup Şirketi Sektör Faaliyetleri (2019)

Ortaklık Unvanı	Bağlantılı Olduğu Grup Şirketi	Grup Şirketi Sektör Faaliyetleri
Deniz GYO	Denizbank A.Ş	Finans Bankacılık Gayrimenkul Teknoloji Lojistik
Halk GYO	Türkiye Halk Bankası A.Ş	Finans Bankacılık Sigortacılık Liman İşletmeciliği Gayrimenkul
İş GYO	Türkiye İş Bankası A.Ş	Finans Sigortacılık Bankacılık Gayrimenkul Cam Sanayi Telekomünikasyon Hizmet Yayıncılık
Körfez GYO	Kuveyt Türk Katılım Bankası	Finans Gayrimenkul Bankacılık Teknoloji
TSKB GYO	Türkiye Sınai Bankası	Finans Gayrimenkul Bankacılık Lojistik Sanayi
Vakıf GYO	Türkiye Vakıflar Bankası	Finans Gayrimenkul Bankacılık Sigortacılık Otelcilik Enerji Maden
Yapı Kredi Koray GYO	Yapı Kredi Bankası	Finans Gayrimenkul Bankacılık Sigortacılık Kültür Sanat

Veri Kaynağı: Firma Faaliyet Raporları ve KAP (KAP, 2019)’den derlenmiştir.

Para-sermaye bağlantılı olacak biçimde aktardığımız gruplardan büyük bir kısmı; ortaklıklar nezdinde incelendiğinde, sanayi sektörlerinde faaliyet gösteren holdinglerin iştirakleridir. Bu durum; çalışmanın üçüncü bölümde aktardığımız gibi, Türkiye’de büyük sermaye gruplarının finans kapital niteliği taşıması ile ilgilidir. Finans kapital kavramı ile yaptığımız vurgu, sermayenin merkezileşmesi ve yoğunlaşması neticesinde büyük sermaye gruplarının, faaliyet çeşitlilikleri kapsamında üretken, ticari ve para sermaye döngüleri üzerinde eşanlı kontrol kuran nitelikte olmalarıdır. Ancak finans kapital sadece sermaye döngüleri üzerinde eşanlı hakimiyet kurmayı ifade etmez. Sermayenin bir bütün olarak işlevlerinin bütünleşmesine de işaret eder. Bu bütünleşme ise sermayenin tekil sermayeler düzeyinde örgütlenmiş, ayrı kısımlarının bütünleşmeleri anlamına gelir. Örneğin Yapı Kredi Koray GYO, Yapı ve Kredi Bankası A.Ş. bankası iştirakidir. Yapı Kredi Bankası ise Koç Holding iştirakidir. Ya da İş GYO bir Türkiye İş Bankası iştiraki olup, bu bölümde daha önce değindiğimiz gibi birçok sektörde faaliyet gösteren bir sermaye grubudur.

Tablo 20’de Türkiye’de bulunan GYO’ların holding iştirakleri nezdinde *ticari sermaye bağlantıları* ve grup şirketlerinin faaliyette bulunduğu sektörler sunulmuştur.

Tablo 20:

Türkiye'de Ticari Sermaye Bağlantılı Ortaklıklar ve Grup Şirketi Sektör Faaliyetleri (2019)

Ortaklık Unvanı	Bağlantılı Olduğu Grup Şirketi	Grup Şirketi Sektör Faaliyetleri
Martı GYO	Martı Grup	Gayrimenkul Turizm ve Otel İşletmeciliği Gemi ve Yat Sektörü
Reysaş GYO	Reysaş Lojistik	Gayrimenkul Lojistik Taşımacılık Teknoloji
Panora GYO	*	*
Trend GYO	Aydın Holding	Gayrimenkul Otomotiv Alım-Satım
Atakule GYO	Tarman Grup	Gayrimenkul

Veri Kaynağı: Firma Faaliyet Raporları ve KAP (KAP, 2019)'den derlenmiştir.

6.2.3. Reysaş GYO

Ticari sermaye bağlantılı gruplardan Reysaş GYO, Reysaş Lojistik firmasının bir iştirakidir. 1989 yılında kurulan Reysaş Lojistik; araç taşıma, uluslararası taşıma, akaryakıt taşıma, forwarding, depolama gibi temel lojistik faaliyetleri yürüten bir firmadır. Firma, 2008 yılında depoculuk faaliyetlerini hızlandırmak için Reysaş GYO'yu kurmuş ve hisse senetlerini piyasalara açmıştır. Firma aynı zamanda, GYO'lar içinde ilk tahvil ihraç eden firmadır. GYO kuruluşu sonrası firmanın faaliyetlerinin çeşitlendiği görülmektedir. GYO kurarak depo tipi gayrimenkul üretime başlayan ve 7 yılda 84 depo kuran Reysaş bu sayede hem lojistik faaliyetlerinin ölçeğini genişletmiş hem de temel faaliyet alanları için gerekli olan para-sermaye ihtiyacını piyasalardan karşılamıştır. Firmanın depo kirasından 2017 yılında elde ettiği toplam kira geliri bedeli 92.708.233 TL iken, firma depo çatılarında güneş enerjisi üretimi yapmaktadır. Reysaş aynı zamanda sahip olduğu arazilerini turizm faaliyeti içinde değerlendirmeye başlamıştır. Bu kapsamda Hilton Hotel inşaatları ile solar ve hidro elektrik santralleri gibi depo tipi gayrimenkul dışındaki alanlara da yönelmiştir (Dünya Gazatesi, 2016). Firmanın 2018

faaliyet raporuna göre, elinde bulunan arsalarının toplam portföy değeri 166.140.510 TL'dir. Bu arsaların maliyeti ise 112.836.261 TL olarak belirtilmiştir. Depo tipindeki gayrimenkullerin toplam piyasa değeri 2018 yılı itibariyle 1.811.058.000 TL iken bu binaların maliyetleri ise 359.416.757 TL'dir (Reysaş GYO, 2018).



7. SONUÇ

Finansal sektörün uluslararası ve ulusal ölçekteki hareketinin mal ve hizmet akımlarına kıyasla görece fazla olduğu günümüz dünya ekonomisinde; birçok sektör üretim, dolaşım ve bölüşüm süreçleri içinde finansal sektör ile eklemlenmiş haldedir. Bu sektörlerden özellikle Türkiye’de öne çıkanı inşaat sektörüdür.

Bu çalışmada, sermaye birikimi çerçevesinde, günümüzde inşaat sektörü ile finansal piyasa ve kurumların derinleşen ilişkisini temsil eden ve inşaat üretiminde rol oynayan sermaye piyasası kurumu statüsündeki Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları analiz edilmiştir.

Bu çerçevede çalışma, birçok akademik çalışmada vurgulanan finansal alanının üretim alanından özerkleştiği hipotezinin aksine; finans ile inşaat ve sanayi sektörünün ilişkisinin derinleştiği ve finans sektörü ile inşaat sektörünün GYO biçimine bürünen ilişkisinin; üretim alanında Türkiye gibi geç kapitalistleşen ekonomilerde sanayi sermayesinin özgül ihtiyaçlarının bir ürünü olduğu hipotezini GYO’lar nezdinde öne sürmektedir. Dolayısıyla bu derinleşme; erken kapitalistleşen ülkelerde kapitalist birikim sürecinin birbirine bağlı olarak gelişen yoğunlaşma, aşırı birikim, kâr oranlarının düşme ve merkezileşme eğilimleri ile sermayenin uluslararasılaşma dinamiklerine eklemlenme biçimleri anlamında Türkiye’de birikim sürecinin özgünlükleri ve bu sürecin aktörleri çerçevesinde incelenmiştir.

Türkiye’de 2000’li yıllara kadar inşaatın üretimi ve tüketimi noktasında gerekli olan para-sermaye ihtiyacını karşılamak için; doğrudan finansman yöntemi, sözleşme karşılığında birikim yöntemi ve mevduat finansmanı yöntemi gibi gayrimenkul finansman sistemleri uygulanmıştır. Bununla birlikte, özellikle 2000’li yıllardan sonra sermaye piyasalarına konu olan ve gayrimenkul sektöründe sermaye birikim sürecinin yoğunlaşmasına paralel biçimde gelişen bir dizi finansal kurum ve araç ortaya çıkmış, inşaat sektörü ile finansal piyasaların eklemlenmesi belirgin hale gelmiştir. Çalışmada belirtildiği gibi gayrimenkul yatırım ortaklıkları, altyapı gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve gayrimenkul yatırım fonları bunların başlıcalarıdır. GYO’ların bu noktada öne

çıkmasındaki temel husus, diğer araçların aksine sermayenin üretim alanıyla doğrudan ilişkili olmasıdır.

GYO'ların yoğunlaştığı ve diğer ülkeler için rol model teşkil ettiği ülke ABD'dir. Ancak, ABD ipotekli gayrimenkul piyasasının tetiklediği ve finansal piyasalarda gün yüzüne çıkan 2007 krizi, finans sermayenin gayrimenkul alanı ile yoğunlaşan ilişkisinin sorgulanmasına sebep olmuştur. Yaşanan kriz erken kapitalistleşen ülkelerde daha yoğun hissedildiğinden, yapılan araştırmalar erken kapitalistleşmiş ülke coğrafyalarında yoğunlaşmıştır. Geç kapitalistleşen ülkelerdeki araştırmaların temel vurgusu ise yoğun olarak, ikincil piyasaların gelişimiyle birlikte gayrimenkullerin küresel piyasalarda işlem gören akışkan finansal varlıklar haline gelmesi üzerine olmuştur. Türev piyasa işlemleri içinde menkul kıymetleştirilen varlık/meta; artı-değerin üretim sürecinden ayrıştırılıp, kerameti kendinden menkul bir alana hapsedilmiştir. Benzer şekilde Türkiye'de GYO'lar, literatürde yapılan çalışmaların çoğunda bir yatırım aracı olarak ele alınmaktadır. Ancak çalışmada değindiğimiz çerçevede, gayrimenkul yatırım ortaklıkları yalnızca finansal akımlarla açıklanamayacak ilişkileri içinde barındıran oluşumlardır.

Türkiye'de inşaat sektörünün, finansal sektörle derinleşen ilişkisine, "...belirli sermaye kesimlerinin etki alanlarını genişletmeye ve derinleştirmeye çalıştıkları" (Gülöksüz, 2012, s. 157) bir sürecin eşlik ediyor oluşu, Türkiye'de GYO'ların analizi için önem taşımaktadır. Bu çerçevede çalışmanın temel bulgularından ilki Türkiye'de GYO'ların finans kapital iştiraki olduğudur.

19. yüzyıl başlarında, dünya ölçeğinde meta sermayenin uluslararasılaşma dinamiğiyle birlikte ticari birikim olanakları elde eden Türkiye'de büyük sermaye grupları, ticari nitelikteki birikimlerini 1940'lı yıllardan 1960'lı yıllara kadar sürdürmüşlerdir. 1960'lı yıllarla birlikte üretken sermaye niteliği kazanan bu gruplar, birikimin eşitsiz ve bileşik gelişim niteliğine uygun olarak, teknoloji ve üretim araçlarının yurtdışından transferi ile birlikte, ülke içine yönelik üretimle nitelenen bir gelişim göstermişlerdir. Dünya ölçeğinde üretken sermayenin uluslararasılaşmasının eşlik ettiği bu süreç, ülke içine yönelik birikim olanaklarının sınırına gelinmesi ve üretim araçları, teknoloji ve hammaddeye bağımlı artan döviz biçiminde para-sermaye ihtiyacı sebebiyle

1980’li yıllara kadar sürdürülebilmıştır. 1980’li yıllardan sonra, para-sermayenin kapitalist gelişimin görece erken olduğu ülkelerden geç olduğu ülke ekonomilerine doğru seyreden uluslararasılaşma dinamiği hızlanmış ve bu durum büyük sermaye için ülke dışına yönelik birikim arayışının destekleyicisi olmuştur. 1990’lı yıllardan sonra, özellikle döviz biçiminde para-sermaye ihtiyacı birçok sermaye grubu için belirmiş ve 2000’li yıllarla birlikte uluslararası finansal piyasalara eklemlenme derinleşmiştir. Bu süreçte dünya ekonomisi ile bütünleşmede temel belirleyenler, erken kapitalistleşen ülkelerde sermayenin yoğunlaşması ve aşırı birikimi etkisiyle kâr oranlarının düşme eğilimi göstermesi ve finansal alanda yaşanan kredi genişlemesi ile geç kapitalistleşen ülkelerde beliren döviz biçiminde para-sermaye ihtiyacı ile biçim bulan borçluluk artışıdır. Uluslararası para sermaye ile borçluluk ilişkisi üzerinden şekillenen bu eklemlenmeyi takiben gözlemlenen bir başka olgu ise Türkiye’de finans kapitalin faaliyet çeşitliliğine yönelmesidir. Bu yönelim, dünya ekonomisi ile bütünleşmede yaşanan zorluklar (görece geri rekabet gücü, artı değer transferi vb.) etkisinde, iç pazara dönük “ticarete konu olmayan” çeşitli sektörlerde yoğunlaşma ile somutlaşmıştır. Bu dönemde özellikle enerji, finans ve inşaat sektörü birçok büyük sermaye grubu için yeni faaliyet alanı haline gelmiştir.

Türkiye’de 2000’li yıllardan sonra birikimlerini farklı alanlara yönlendiren finans kapitalin büyük gayrimenkul projeleri ile inşaat sektöründe varlık göstermeye başlaması ve bu girişimlerini inşaat sektörü için yeni bir finansal piyasa kurumu olan GYO biçiminde örgütlemiş olmaları, çalışmamızın odak noktasını oluşturmaktadır.

Sermayenin kendini yeniden genişletmek için büründüğü form, değer en soyut ifadesi olan sermayenin para formudur. Para ancak artı-değer üretmek için üretim sürecine konu edildiğinde kendini genişletir ve sermaye olarak iş görür. Bir diğer deyişle sermaye işlevi kazanır. Kapitalist üretim biçiminde değer farklı formlara bürünebilir ancak bu formlar kendi başlarına sermaye niteliği taşımazlar. Değerin bir formu olan paranın sermaye niteliği taşıması için değer sistemine, üretim sistemine girmesi gerekir. Bu sebeple çalışmamın teorik kısmında da vurguladığımız gibi parayı üretim süreci içerisindeki işlevinden azade kavramsallaştırmak, onu yanlış anlamda araçsallaştırmaktır. Sermayenin, büyük ölçekte para-sermayeyi faaliyet yürüttüğü sektörlerde ortalama kâr

oranına yaklaşacak veya onu geçecek biçimde ettime katması gerekir. Bu tercihi kapsamlı biçimde yönetebilecek sermaye ise finans kapital özelliği taşıyan sermaye gruplarıdır. Çalışmanın teorik kısmında, soyut düzeyde paranın sermaye formu ile sermayenin para formu arasında kurduğumuz ayırım, finans kapitalin üretken, ticari ve para sermaye döngüleri üzerinde eşanlı kontrol kuran sermayeler olarak ele alındığında bir bütünlük yaratır. Finans kapital niteliğindeki sermaye grupları; sermayenin temel işlevlerini içermeleri, bunları eşanlı kontrol edebilmeleri, birikimlerini farklı sektörlere yönlendirebilmeleri ve sermaye büyüklükleri gibi tarihsel birikimlerinden kaynaklanan bir dizi özelliğe sahiplerdir. Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının hepsinin bir holding iştiraki oluşu ve bu holdinglerin inşaat dahil birçok alanda faaliyet yürütüyor oluşu bu biçimde anlaşıldığında bir bütünlük arz eder. Geniş çaplı gayrimenkul üretiminin büyük lkte döviz biçiminde para-sermaye ihtiyaı ve ithal girdi ile sürdürülebilmesi sebebiyle, para biçiminde sermaye, finans kapital için önem arz etmektedir. Bu çerçevede para piyasaları, bankalar ve kredi kurumları yanında sermaye piyasalarında fon toplama avantajına sahip olan büyük sermaye grupları, birikim açısından ciddi olanaklara sahiptir.

Ancak geç kapitalistleşen ülkelerde finansallaşmaya dair temel belirleyenler kapitalist birikimin uluslararası lkte birikim mantığı ile bu gelişim çizgisine eklemlenmenin yarattığı gerilimde şekil almıştır. Bu erevede Türkiye gibi geç kapitalistleşen ülkelerde finansallaşma, detaylarına çalışmada değindiğimiz gibi, sanayi sermayesinin özgül ihtiyaçları ile şekillenmiştir. Geç kapitalistleşen ülkelerin ithalata bağımlı üretim yapısı, artan dış borçlanma ve cari açık, dolarizasyon, üretkenlik kapasitesinde yaşanan daralma sürecin temel belirleyenlerden olmuştur. Bu belirleyenler, döviz biçiminde para sermaye ihtiyaı ile birlikte şekillendiğinde bir dizi çelişkili süreci doğurmuştur. lke içinde yüksek faiz oranları sebebiyle uluslararası para piyasalarından borçlanan lke içindeki sermaye kesimi için; ani ve büyük sermaye ve döviz kuru hareketlerine karşılık yatırımları olumsuz etkileyecek aşırı duyarlı bir yapı oluşmuştur. Bu yapı finansallaşma sürecine hız katacak bir dizi çelişkili süreci beraberinde getirmiştir. Sürecin temel semptomları; finans kapitalin faaliyet kârları içinde finansman giderlerinde görülen artış, faaliyet dışı gelirlerin toplam gelirler içindeki artan payı, yatırımları finanse etme noktasında borç/zkaynak oranının borçlar lehine çoğalmasıdır. Sonuç olarak artan likidite ihtiyaı, artan finansman giderleri ve sermaye devir hızını arttırma isteğiyle

şekillenen birikim süreci, finans kapitalin finansal alanda etkinliğinin artması ile sonuçlanmıştır. Finans kapital için gayrimenkul üretim sürecine fiilen olmasa da para-sermaye ve ticari sermaye döngüleriyle GYO biçiminde örgütlenerek dahil olmak, kârlılığını arttırma noktasında bir dizi olanak sağlamıştır. Firmaların faaliyet raporlarına dayanarak aktardığımız şekliyle; Türkiye’de inşaat sektörüne yönelen büyük sermaye gruplarının gayrimenkul yatırımlarının, toplam yatırımlar içindeki payı sürekli biçimde artmaktadır.

Finans kapitalin GYO biçiminde sektöre dahil olmasının diğer sebebi ise inşaat üretimi için organize olmak yerine para-sermaye işlevi ile üretim sürecini başlatmanın üretimden doğacak riskleri dışarıda bırakmasıdır. Finans kapital şeklinde örgütlenen sermaye, büyük inşaat projeleri için gerekli olan para-sermayeyi, holding yapısında bulunan bankalardan, sermaye piyasası araçlarından veya uluslararası para piyasalarından borçlanarak elde edebilmekte ve bunu getirisi yüksek gayrimenkul projelerine yönlendirebilmektedir. Ayrıca büyük ölçekli inşaat projelerinde sermaye döngüsünü başlatmanın veya sermayeyi yeniden üretmenin, kapitalizmde para-sermaye biçimi ile olanaklı olması ve finans kapitalin bu ölçekte bir para-sermayeyi harekete geçirecek örgütlenme tarzına sahip olması, GYO’ların birer finans kapital iştiraki oluşlarına da açıklama getirmektedir.

Türkiye’de finans kapitalin inşaat sektörüne finansal alan üzerinden eklemlenmesinin sebebi, sadece bölüşüm alanında finans sektörü lehine bir eğilim olması ya da ‘finansallaşma’ sürecinin hızlanması değildir. Bu yönelim, sermayenin genişleyen yeniden üretimi başlatabilmek için, bir başka deyişle büyük bütçeli gayrimenkul projelerinin üretiminde, artı-değer yaratma koşullarını sağlamak üzere, yerine getirdiği stratejik bir tercih ve zorunluluktur. Sermayesinin para-sermaye, ticari sermaye ve üretken sermaye biçiminde bütünleşmesi, finans kapitale üretim sürecinde artı-değerden pay alma ve bunu yeniden üretim sürecine yönlendirme anlamında bir dizi olanak sunar. GYO biçiminde örgütlenen finans kapital, gayrimenkul sektöründe metanın üretilmesi, dolaşıma sokulması ve açığa çıkan artı-değerin sanayi sektöründe yeniden üretime sokulması anlamında bir dizi hareket alına sahiptir.

Bu çerçevede, ilk olarak; sermayenin, üretim alanında birikimin tıkanmasının bir sonucu olarak finansal alana yönelmesi, ikinci olarak da inşaat sektöründe bulunan sermayenin para-sermaye ihtiyacı bağlamında değerlendirdiğimiz GYO'lar, derinleşen inşaat-finans ilişkisinin kurumsal ayağını oluşturmaktadır. Hem yeni bir değerlendirme alanı olarak hem de birikim krizin bir sonucu olarak inşaat sektörünün giderek mali sermaye ile iç içe geçtiğini söylemek olanaklıdır.

Çalışmada GYO'ların gayrimenkul üretimindeki rolü diğer bir deyişle gayrimenkul üretime dahil olma biçimleri, GYO'ların birikim süreçlerinin ve bu süreçte işlevlerinin detaylı analizi ile ortaya konmuştur. GYO'ların varlığı üretim sürecinin finansmanın yanında kent merkezlerindeki arazilerin değerlendirilmesi noktasında inşaat sektörü için önem arz etmektedir.

Sermaye birikim sürecinin temel döngüsü olan P-M-Ü-M-P' hareketi, sermayenin para formundan, meta formuna ve üretim süreci sonunda artı-değerle yüklü meta formundan kendini genişleten değer görüntüsü olarak yeniden para formuna geçtiği bir süreci betimler. Sermayenin bu çevrimsel hareketi, iç içe geçmiş ve birbirini takip eden sermayenin işlevsel biçimlerini (para-sermaye, ticari-sermaye, üretken sermaye) ve bu farklı işlevsel biçimlere pratikte karşılık gelen finansal, üretken ve ticari faaliyetleri doğurur. Bu sebeple sermaye birikim süreci, sermayenin üretim ve dolaşım alanlarının bütünlüğünde anlam kazanır. Para-sermayenin bu süreçteki rolü, bütün süreci harekete geçiren "ilk itici güç" olması anlamında önemlidir. Bu noktada, paranın temel işlevleri yanında (değer ölçüsü işlevi, fiyat ölçüsü işlevi, dolaşım aracı işlevi, değer saklama işlevi, ödeme aracı işlevi, evrensel para işlevi) paranın sermaye işlevi; -yani sermayenin para biçimine bürünmesinden kaynaklı yerine getirdiği işlevler- para-sermayenin birikim sürecinin taşıyıcılığını üstelenmesini sağlar. Para-sermayenin kendini genişletecek biçimde yeniden üretim sürecine dahil edilmesi, inşaatın üretimi noktasında ilk olarak, her seferinde ortalama kâr oranını elde etmek için göreceli olarak daha fazla sermaye ihtiyacı doğurur. Bu durum sermayenin aşırı birikimi anlamına gelir. Bunun pratikteki karşılığı büyük ölçekte projeler için gerekli olan fon ihtiyacının göreceli artışıdır. İkinci olarak ise, sermayenin aşırı birikim olgusuna, sermayenin yoğunlaşması olgusunun eşlik etmesidir. Bu ise bireysel sermayelerin, sürecin farklı kısımlarında farklı sermaye

işlevlerine ayrılarak süreci devam ettirmeleri, yani iş bölümünün derinleşmesi anlamına gelir. Bu çerçevede para-sermaye, inşaat üretim sürecinin ve konut tüketimin finansmanı için paranın alım satımı ile ilgilenir ve üretimi finanse eden işlevi ile *faiz getiren sermaye*; tüketimi finanse eden işlevi ile de *para ticareti yapan ticari sermaye* işlevini üstlenir. Üretken sermaye, fiili olarak inşaat faaliyeti yürütür ve üretim süreci başında satın alınan metaların (emek gücü, üretim araçları ve arazi) artı-değerle yüklü gayrimenkullere dönüşümünü organize eder. Ticari-sermaye ise, inşaat üretimi sonunda elde edilen metaların satışı ve artı-değerin realize edilmesi işlevini üstlenir. Her bir sermaye işlevi, üretimden doğan artı-değerden kâr ve faiz biçiminde gelir elde eder.

Bu bağlamda ilk olarak, ticari-sermaye niteliğinde değerlendirildiğinde GYO'lar saptadığımız iki model çerçevesinde gayrimenkul üretimini olanaklı hale getirir. İlk olarak, portföylerinde bulunan arsaların müteahhit veya yüklenici firmaya, *arsa satış karşılığı hasılat paylaşım modeli* ile üzerinde inşaat üretimi yapılmak suretiyle ihale eder ve metaların üretimi ve satışı sonrası artı-değerden pay alır. İkinci olarak, taahhüt modeli ile portföyünde bulunan arsayı inşaat faaliyetinde değerlendirilmesi için yüklenici firmaya ihale eder. Üretim sonunda elde edilen metaların satışı ve kiralanması suretiyle de artı-değerden pay alır. Bu iki modelde de GYO'lar sermayenin para formunu üretken tüketime yönlendirme noktasında işleve sahiptir ve sermaye devir hızının artırılması anlamında da kilit roledir.

İkinci olarak ise portföy gelirleri (satış veya kiralama) sonunda elde edilen para-sermaye, bir dizi para ve sermaye piyasası işlemine konu olacak şekilde borsada değerlendirilebilir. GYO'ların para-sermaye işlevi olarak niteliğimiz bu işlevi sayesinde, ilk olarak gayrimenkul sermayesinin diğer sektörlerde de yatırım unsuru haline gelmesi olanaklı olur. İkinci olarak, GYO sermayesinin sermaye piyasalarında işleme tabi tutulması sermayeye spekülasyon alanına değerlendirilme olanağı yaratır. Ancak çalışmada gösterildiği gibi Türkiye'de GYO'ların sermaye dağılımları incelendiğinde portföylerin sermaye piyasalarından ziyade doğrudan gayrimenkul yatırımlarında değerlendirildiği gözlemlenmiştir. GYO'ların portföy dağılımı içinde gayrimenkul yatırımları %78,13'lük bir paya sahip iken, sermayenin para ve sermaye piyasası araçlarında değerlendirilme oranı ise %6,59'dur. Bu durum, ikinci bölümde özetlemeye çalıştığımız 'finansallaşma'

tartışmalarında vurgulanan; para-sermayenin üretken sermayeden koptuğu ve onun üzerinde egemen hale geldiği, birikimin spekülâtif alanda sürdürüldüğü ve tüm bunların sermaye birikiminin içsel çelişkilerinin değil, izlenen ‘neo-liberal’ politikaların bir sonucu olduğu tezine ters düşmektedir.

Çalışmanın temel bulgularından bir diğeri de gayrimenkul üretim sürecine doğrudan katılma hak ve yetkileri bulunmasa da -mevzuatta faaliyet kapsamı dışında tanımlanmış olsa da- GYO’ların tümünün, inşaat üretimi ile iştirakler nezdinde bağlantılı olmasıdır. Örneğin Türkiye’nin ilk beş büyük GYO’su içinde yer alan Akış GYO’nun projelerinde faaliyet yürüten yüklenici firmalar ile gayrimenkuller için bakım ve hizmet yönetimini üstlenen firmalar, Akış GYO’nun birer iştirakidir. Bu durum, finansal alanda değerlendirilen sermayenin, üretim sürecinden özerkleşmediği, tam aksine finans sermayenin üretim ve dolaşım sürecini destekleyecek biçimde gelişim gösterdiği tezini desteklemektedir.

GYO’lar için çalışmada tespit ettiğimiz bir diğer husus ise ortaklıkların kent merkezlerinde değerli arazilere yoğunlaştığı ve bu arazilerde ağırlıklı olarak lüks konut, alışveriş merkezi, ofis vb. tipinde; ileri gelir gruplarının sahip olabileceği, getirisi yüksek ve spekülasyona açık gayrimenkul projeleri geliştirdikleridir. Bu durum GYO’ların toplumun barınma ihtiyacını gözetmekten ziyade kâr güdüsüyle birikim sürecini sürdürdüklerini ortaya koymaktadır. Ayrıca yüksek kârlılık arayışı, projelerde ana yüklenicilerin işi alt yüklenici firmalara yönlendirmesine sebep olmakta ve bu çerçevede GYO’lar inşaat sektöründe taşeronlaşmayı da derinleştirmektedir.

Çalışmadan çıkartılacak önemli sonuçlardan bir diğeri ise, kapitalist birikim sürecinin eğilimlerine uygun biçimde, gayrimenkul yatırım ortaklığı şeklinde örgütlenen sermayenin merkezileşme eğiliminde olduğudur. Önceki bölümlerde detaylarıyla aktardığımız gibi sektördeki ilk iki firma (Emlak Konut GYO ve Torunlar GYO) sektörün %45’ine hakimdir. Bu GYO’lardan Emlak Konut GYO devlet sermayeli bir oluşumdur.

Türkiye’de 1950’lerden 1980’lere kadar uzanan süreçte; inşaat sektörü konut yapımı ve kentsel altyapı yatırımları üzerinde yükselmiştir. Türkiye’de üretken sermayenin oluşum ve gelişim sürecine paralel gelişen bu dönemde; sanayi bölgeleri

yakınlarındaki hazine arazilerine gecekondulu tipinde konut yapımına olanak sağlayan bir devlet politikasının benimsenmesi ve imar düzenlemeleri sayesinde gecekonduların yasal hale getirilmesi ile devlet, küçük sermaye sahiplerinin müteahhitler olarak sektörde mevzilenmesinin önünü açmıştır.

1980’li yıllarda ise devletin gerek doğrudan yatırım gerekse yasal ve yönetsel düzenlemeler ile sektörde etkinlik kazandığını belirtmek mümkündür. Gayrimenkul üretiminin en önemli aktörlerinden biri olan TOKİ bu dönemde kurulmuş ve günümüzde GYO’ların arsa portföylerinin temel sağlayıcılarından biri haline almıştır. 2000 sonrası dönemde devletin inşaat sektörünü destekleyici ve düzenleyici rolü artan kurumsallaşmalarla daha da genişlemiştir. Bir başka deyişle devlet, sektördeki büyümeyi teşvik edecek ve destekleyecek çok sayıda yasal düzenlemeyi yürürlüğe koymuştur. 2000 sonrası dönemin esas belirleyeni, devletin yasal-yönetsel pozisyonu ile beraber konut projelerine ve üreticilerine finansman ve altyapı desteğinin yanında; doğrudan inşaat sektöründeki aktörlerden biri haline gelmiş olmasıdır.

Devlet bir yandan fiilen arazinin sermaye işlevleri içerisine çekilmesi noktasında bir dizi düzenleme ile diğer yandan ise inşaat üretimini “sürdürülebilir” kılacak finansal araç ve kurumların geliştirilmesi çerçevesinde inşaat sermayesi birikim sürecine müdahil olmuştur. Ayrıca devlet elinde bulunan arazilerin özel sektöre transferi yoluyla birikim sürecinin desteklenmesi de söz konusudur. Emlak Konut, 2013-2018 yılları arasında yaklaşık 14,3 milyar TL değerindeki araziye TOKİ ve Özelleştirme İdaresi’nden satın almış ve arazileri *hasılat paylaşım modeli* ile inşaat faaliyetine açmıştır. Bu sayede hem firmaların değerli arsalarda inşaat üretimi yaparak yüksek kârlar elde etmesinde hem de inşaat sektörünün genişlemesinde sürece ciddi etkisi olmuştur. Bu çerçevede devletin pozisyonu “dışarıdan müdahale” eden bir pozisyondan ziyade sürecin fiili aktörü olarak süreçte yer almaktır. Bu bağlamda, devlet bugün, inşaat sermayesinin üretiminde ve yeniden üretiminde sürecinin fiili aktörlerinden biri olarak birikim sürecine eklemlenmiştir.

GYO’ların TOKİ ve özel idarelerden ucuz bedellerle satın aldıkları arsalar, üzerinde inşaat üretimi yapılmak üzere projelendirmesi sonrası yüksek fiyatlara satılmaktadır. Bu satışların asgari bir tutarda sürdürülmesini destekleyecek önemli

faaliyetlerden biri ise gayrimenkul değerleme faaliyetidir. GYO'lar, gayrimenkul değerleme kuruluşlarından gayrimenkul değerleme hizmeti almakla yükümlüdürler. Gayrimenkul değerleme firmaları, raporlarında ihaleye konu olan faaliyetin piyasa değerini belirlemektedir. Bu faaliyet iki açıdan önemlidir. İlk olarak, meta değerlerinin tezahürü olan fiyatların değerlerden sapmasının önüne daha baştan geçilerek; elde edilecek gelirin asgari bir fiyattan gerçekleşmesi sağlanır. İkinci olarak ise, arsanın spekülatif arzı sayesinde arazinin getireceği olası kâr garanti altına alınmak istenir. GYO'ların faaliyet raporları incelendiğinde değerleme raporlarında öngörülen tutarların çok üzerinde cirolara ulaşıldığı tespit edilmiştir. Örneğin, Emlak Konut GYO'nun bugüne kadar yürüttüğü projelerden elde ettiği toplam gelir değerleme raporlarının işaret ettiği ihaleye esas alınan 12,73 milyar TL'nin üzerinde; 24,38 milyar TL olarak gerçekleşmiştir.

Türkiye'de inşaat sektörünün finansal sektörle ilişkisini yoğunlaştıracakını öngördüğümüz birçok kurum ve araç ise henüz oluşum aşamasındadır. Bu kurumlardan biri altyapı gayrimenkul yatırım ortaklıklarıdır. Altyapı gayrimenkul yatırım ortaklıkları, GYO'ların faaliyet kapsamını aşacak biçimde enerji, telekomünikasyon, kanalizasyon, ulaşım gibi bir dizi altyapı hizmetinin kamu faaliyetinden çıkarılarak sermaye ilişkisi içinde sürdürülmesini sağlayacak bir yapıdır. Ayrıca altyapı gayrimenkul ortaklıkları faaliyet kapsamının genişliği sebebiyle, GYO'lardan çok daha yüksek kârlılık olanaklarına sahiptir. Detaylarını çalışmada aktardığımız; Torunlar GYO'nun da sahibi olan Torunlar Enerjinin 1 milyar 162 milyon dolar bedelle satın aldığı ve yıllık cirosu 2,5 milyar TL'yi bulan Başkentgaz GYO, Türkiye'de 2019 itibarıyla, altyapı gayrimenkul yatırım ortaklığı statüsündeki ilk ve tek GYO'dur.

İnşaat üretimi sonunda elde edilen gayrimenkullerin realize olması noktasında işleve sahip olan yeni araçlardan bir diğeri de gayrimenkul yatırım fonlarıdır. 2018 yılında gerçekleşen toplam 13,1 milyar dolarlık uluslararası doğrudan yatırımlar içerisinde gayrimenkul alımlarının, 5,9 milyar dolar ile yabancı sermaye girişlerinin %45'lik payını oluşturması ekseninde düşünüldüğünde; GYF'ler sektörün para-sermaye ihtiyacına yönelik uluslararası yabancı sermaye girişi için alternatif bir kanal teşkil etmektedir. GYF'ler yanında, sektörün ihtiyacı olan kredi-para yükünü hafifletmesi için

yeniden kurulan Türkiye Emlak Katılım Bankası, gayrimenkulün realize olması noktasında işleve sahip bir diğer kurumdur.

Bu çalışma, GYO'ların birikim düzeyinde para-sermaye kurumu olmasının yanında; inşaat sermayesinin bir bütün olarak üretiminde, değerlendirilmesinde ve genişlemesinde işleve sahip olduğu tezini olgusal ve teorik alanla tartışmaya açmıştır. GYO'lar, dünya ekonomisinde yaşanan temel eğilimlerin sonucu olarak finansal genişlemenin ve bu genişlemeye ülke içindeki büyük sermayenin özgül ihtiyaçları çerçevesinde eklemlenişinin bir ürünü olarak ortaya çıkmış finans kapital iştirakleridir. Bulgular gayrimenkul sektöründe faaliyet gösteren para sermaye kurumu olan GYO'ların üretim alanından, reel sektörden ve sanayi sermayesinden bağımsız olmadığı, tam aksine finansal alanın üretim ve dolaşım ilişkilerinin etkisinde gelişim gösterdiğini ortaya koymuştur.

EKLER

Ek 1: Piyasa Değeri Bazında Dünyadaki İlk 200 REIT(GYO)

Firma Adı	Ülke	Piyasa Değeri
American Tower REIT	ABD	\$57.899.999.232
Simon Property Group Inc.	ABD	\$50.130.001.920
Public Storage	ABD	\$36.320.002.048
Crown Castle International Corp.	ABD	\$35.610.001.408
Prologis Inc.	ABD	\$31.280.001.024
Welltower Inc.	ABD	\$27.069.999.104
Avalonbay Communities Inc.	ABD	\$26.339.999.744
Weyerhaeuser Co.	ABD	\$25.870.000.128
Unibail-Rodamco SE ADR	Fransa	\$25.070.000.128
Equity Residential	ABD	\$24.660.000.768
Ventas Inc.	ABD	\$24.359.999.488
GGP Inc.	ABD	\$20.550.000.640
Boston Properties Inc.	ABD	\$18.300.000.256
Digital Realty Trust Inc.	ABD	\$18.240.000.000
UDR Inc.	ABD	\$17.749.999.616
Essex Property Trust Inc.	ABD	\$17.369.999.360
Link Real Estate Investment Trust	Hong Kong	\$17.340.000.256
SBA Communications Corp.	ABD	\$16.570.000.384
Realty Income Corp.	ABD	\$15.649.999.872

Vornado Realty Trust	ABD	\$14.899.999.744
HCP Inc.	ABD	\$14.800.000.000
Host Hotels & Resorts Inc.	ABD	\$13.290.000.384
Westfield Corp. ADR	Avustralya	\$12.949.999.616
Annaly Capital Management Inc.	ABD	\$12.810.000.384
Mid-America Apartment Communities Inc.	ABD	\$11.489.999.872
Alexandria Real Estate Equities Inc.	ABD	\$11.120.000.000
Regency Centers Corp.	ABD	\$10.919.999.488
SL Green Realty Corp.	ABD	\$10.380.000.256
Duke Realty Corp.	ABD	\$9.950.000.128
Extra Space Storage Inc.	ABD	\$9.939.999.744
Federal Realty Investment Trust	ABD	\$9.390.000.128
Iron Mountain Inc.	ABD	\$9.159.999.488
British Land Co. PLC ADR	İngiltere	\$8.360.000.000
Macerich Co.	ABD	\$8.339.999.744
VEREIT Inc.	ABD	\$8.200.000.000
Camden Property Trust	ABD	\$8.070.000.128
Kimco Realty Corp.	ABD	\$8.040.000.000
Gaming & Leisure Properties Inc.	ABD	\$7.840.000.000
Equity Lifestyle Properties Inc.	ABD	\$7.609.999.872
AGNC Investment Corp.	ABD	\$7.520.000.000
W. P. Carey Inc.	ABD	\$7.240.000.000
Kilroy Realty Corp.	ABD	\$7.190.000.128
Sun Communities Inc.	ABD	\$7.100.000.256
Lamar Advertising Co. Cl A	ABD	\$7.080.000.000

Apartment Investment & Management Co.	ABD	\$6.950.000.128
Douglas Emmett Inc.	ABD	\$6.830.000.128
Omega Healthcare Investors Inc.	ABD	\$6.590.000.128
American Campus Communities Inc.	ABD	\$6.569.999.872
Liberty Property Trust	ABD	\$6.089.999.872
National Retail Properties Inc.	ABD	\$5.960.000.000
American Homes 4 Rent Cl A	ABD	\$5.920.000.000
Healthcare Trust of America Inc.	ABD	\$5.820.000.256
Brixmor Property Group Inc.	ABD	\$5.720.000.000
Starwood Property Trust Inc.	ABD	\$5.710.000.128
EPR Properties	ABD	\$5.400.000.000
Highwoods Properties Inc.	ABD	\$5.150.000.128
Japan Retail Fund Investment Corp. ADR	Japonya	\$5.089.999.872
DCT Industrial Trust Inc.	ABD	\$5.059.999.744
Hudson Pacific Properties Inc.	ABD	\$5.020.000.256
New Residential Investment Corp.	ABD	\$4.910.000.128
Medical Properties Trust Inc.	ABD	\$4.769.999.872
Dupont Fabros Technology Inc.	ABD	\$4.720.000.000
Hospitality Properties Trust	ABD	\$4.659.999.744
Senior Housing Properties Trust	ABD	\$4.569.999.872
Gramercy Property Trust	ABD	\$4.560.000.000
CubeSmart	ABD	\$4.350.000.128
Apple Hospitality REIT Inc.	ABD	\$4.060.000.000
Weingarten Realty Investors	ABD	\$3.990.000.128
Colony Starwood Homes	ABD	\$3.969.999.872

Equity Commonwealth	ABD	\$3.960.000.000
Smart Real Estate Investment Trust	Kanada	\$3.950.000.128
Healthcare Realty Trust Inc.	ABD	\$3.870.000.128
Spirit Realty Capital Inc.	ABD	\$3.790.000.128
Rayonier Inc.	ABD	\$3.760.000.000
GEO Group Inc.	ABD	\$3.750.000.128
Taubman Centers Inc.	ABD	\$3.689.999.872
Paramount Group Inc.	ABD	\$3.670.000.128
Cousins Properties Inc.	ABD	\$3.569.999.872
CoreSite Realty Corp.	ABD	\$3.569.999.872
First Industrial Realty Trust Inc.	ABD	\$3.560.000.000
Sunstone Hotel Investors Inc.	ABD	\$3.550.000.128
Canadian Apartment Properties Real Estate Investment Trust Un	Kanada	\$3.540.000.000
Chimera Investment Corp.	ABD	\$3.529.999.872
PS Business Parks Inc.	ABD	\$3.520.000.000
DDR Corp.	ABD	\$3.510.000.128
Life Storage Inc.	ABD	\$3.440.000.000
Two Harbors Investment Corp.	ABD	\$3.430.000.128
Corporate Office Properties Trust	ABD	\$3.430.000.128
MFA Financial Inc.	ABD	\$3.390.000.128
LaSalle Hotel Properties	ABD	\$3.350.000.128
Physicians Realty Trust	ABD	\$3.320.000.000
Empire State Realty Trust Inc. Cl A	ABD	\$3.209.999.872
National Health Investors Inc.	ABD	\$3.160.000.000
Ryman Hospitality Properties Inc.	ABD	\$3.150.000.128

Retail Properties of America Inc.	ABD	\$3.020.000.000
Piedmont Office Realty Trust Inc. Cl A	ABD	\$2.990.000.128
Blackstone Mortgage Trust Inc. Cl A	ABD	\$2.980.000.000
Brandywine Realty Trust	ABD	\$2.960.000.000
Education Realty Trust Inc.	ABD	\$2.870.000.128
EastGroup Properties Inc.	ABD	\$2.849.999.872
Columbia Property Trust Inc.	ABD	\$2.750.000.128
Urban Edge Properties	ABD	\$2.680.000.000
RLJ Lodging Trust	ABD	\$2.630.000.128
Tanger Factory Outlet Centers Inc.	ABD	\$2.620.000.000
QTS Realty Trust Inc. Cl A	ABD	\$2.609.999.872
STAG Industrial Inc.	ABD	\$2.449.999.872
Lexington Realty Trust	ABD	\$2.449.999.872
Granite REIT Inc.	Kanada	\$2.430.000.128
Acadia Realty Trust	ABD	\$2.420.000.000
Washington Real Estate Investment Trust	ABD	\$2.420.000.000
Mack-Cali Realty Corp.	ABD	\$2.340.000.000
Diamondrock Hospitality Co.	ABD	\$2.320.000.000
Pebblebrook Hotel Trust	ABD	\$2.240.000.000
Retail Opportunity Investment Corp.	ABD	\$2.200.000.000
Alexander's Inc.	ABD	\$2.200.000.000
Select Income REIT	ABD	\$2.120.000.000
LTC Properties Inc.	ABD	\$2.030.000.000
Monogram Residential Trust Inc.	ABD	\$1.990.000.000
Potlatch Corp.	ABD	\$1.950.000.000

American Assets Trust Inc.	ABD	\$1.900.000.000
Boardwalk Real Estate Investment Trust	Kanada	\$1.890.000.000
Apollo Commercial Real Estate Finance Inc.	ABD	\$1.880.000.000
Invesco Mortgage Capital Inc.	ABD	\$1.880.000.000
Summit Hotel Properties Inc.	ABD	\$1.860.000.000
Rexford Industrial Realty Inc.	ABD	\$1.850.000.000
Seritage Growth Properties Cl A	ABD	\$1.710.000.000
Washington Prime Group Inc.	ABD	\$1.690.000.000
Terreno Realty Corp.	ABD	\$1.680.000.000
Kite Realty Group Trust	ABD	\$1.640.000.000
Sabra Healthcare REIT Inc.	ABD	\$1.530.000.000
CBL & Associates Properties Inc.	ABD	\$1.510.000.000
Chesapeake Lodging Trust	ABD	\$1.490.000.000
Global Net Lease Inc.	ABD	\$1.470.000.000
New York REIT Inc.	ABD	\$1.450.000.000
CIM Commerical Trust Corp.	ABD	\$1.360.000.000
Agree Realty Corp.	ABD	\$1.340.000.000
Redwood Trust Inc.	ABD	\$1.340.000.000
CareTrust REIT Inc.	ABD	\$1.330.000.000
Saul Centers Inc.	ABD	\$1.290.000.000
CYS Investments Inc.	ABD	\$1.280.000.000
Government Properties Income Trust	ABD	\$1.270.000.000
InfraREIT Inc.	ABD	\$1.200.000.000
Hannon Armstrong Sustainable Infrastructure Capital Inc.	ABD	\$1.190.000.000
PennyMac Mortgage Investment Trust	ABD	\$1.190.000.000

Franklin Street Properties Corp.	ABD	\$1.150.000.000
Universal Health Realty Income Trust	ABD	\$1.130.000.000
Parkway Inc.	ABD	\$1.130.000.000
Monmouth Real Estate Investment Corp. Cl A	ABD	\$1.120.000.000
Ramco-Gershenson Properties Trust	ABD	\$1.080.000.000
Armour Residential REIT Inc.	ABD	\$1.050.000.000
National Storage Affiliates Trust	ABD	\$1.000.000.000
Easterly Government Properties Inc.	ABD	\$995.600.000
Felcor Lodging Trust Inc.	ABD	\$986.950.016
Capstead Mortgage Corp.	ABD	\$978.129.984
Getty Realty Corp.	ABD	\$933.729.984
Far East Hospitality Trust ADR	Singapur	\$899.120.000
iStar Inc.	ABD	\$876.080.000
MTGE Investment Corp.	ABD	\$865.580.032
New Senior Investment Group Inc.	ABD	\$847.550.016
Pennsylvania Real Estate Investment Trust	ABD	\$838.289.984
Urstadt Biddle Properties Inc.	ABD	\$798.910.016
Urstadt Biddle Properties Inc. Cl A	ABD	\$798.910.016
Armada Hoffer Properties Inc.	ABD	\$792.769.984
Chatham Lodging Trust	ABD	\$784.739.968
Hersha Hospitality Trust Cl A	ABD	\$766.099.968
Investors Real Estate Trust	ABD	\$751.480.000
NorthStar Realty Europe Corp.	ABD	\$718.350.016
New York Mortgage Trust Inc.	ABD	\$709.080.000
Independence Realty Trust Inc.	ABD	\$700.280.000

NSI N.V.	Hollanda	\$696.960.000
First Potomac Realty Trust	ABD	\$652.030.016
Ashford Hospitality Trust Inc.	ABD	\$618.729.984
Anworth Mortgage Asset Corp.	ABD	\$580.489.984
UMH Properties Inc.	ABD	\$554.499.968
Gladstone Commercial Corp.	ABD	\$549.769.984
NexPoint Residential Trust Inc.	ABD	\$532.609.984
AG Mortgage Investment Trust Inc.	ABD	\$518.270.016
Arbor Realty Trust Inc.	ABD	\$513.500.000
Preferred Apartment Communities Inc.	ABD	\$509.200.000
Whitestone REIT	ABD	\$489.020.000
One Liberty Properties Inc.	ABD	\$453.369.984
CatchMark Timber Trust Inc.	ABD	\$448.500.000
Cedar Realty Trust Inc.	ABD	\$439.680.000
Western Asset Mortgage Capital Corp.	ABD	\$432.200.000
Orchid Island Capital Inc.	ABD	\$408.230.016
City Office REIT Inc.	Kanada	\$381.240.000
Ares Commercial Real Estate Corp.	ABD	\$368.100.000
Ashford Hospitality Prime Inc.	ABD	\$351.980.000
Dynex Capital Inc.	ABD	\$338.529.984
Bluerock Residential Growth REIT Inc.	ABD	\$328.270.016
Resource Capital Corp.	ABD	\$317.969.984
Community Healthcare Trust Inc.	ABD	\$307.310.016
Farmland Partners Inc.	ABD	\$297.980.000
Great Ajax Corp.	ABD	\$265.960.000

Global Medical REIT Inc.	ABD	\$196.070.000
RAIT Financial Trust	ABD	\$187.240.000
Ellington Residential Mortgage REIT	ABD	\$177.480.000
Gladstone Land Corp.	ABD	\$138.890.000
Condor Hospitality Trust Inc.	ABD	\$124.680.000
First Real Estate Investment Trust	ABD	\$119.300.000
TOPLAM		\$1.106.919.715.936



Ek 2: Türkiye’de Gyo Üzerine Yapılan Tez Çalışmaları

Sıra	Yazar	Tür	İncelenen Konular	Temel Bulgular
1	(Özkul, 2001)	YL	GYO ve Türkiye Değerlendirmesi	Ülkemizde çok kısa bir geçmişe sahip olan gayrimenkul yatırım ortaklıkları sektörünün henüz tam olarak oturmamış olmasından ötürü, uygulamada ve yatırımcılara tanıtılmasında bir takım sorunlarla karşılaşmıştır.
2	(Özus, 2001)	YL	İstanbul’da GYO’ların Planlamaya Ve Kentsel Gelişime Etkileri	GYO’ların kentsel gelişme ve planlamaya etkileri henüz kayda değer boyutlarda değildir. Etkilerin birkaç istisna dışında planlama açısından olumsuz olduğu belirlenmiştir. Ancak GYO projelerinin gerçekleştirildikleri alanlara dışsal faydalarla birlikte doğrudan ekonomik katma değer sağladıkları da belirtilmelidir. Büyüme hızları göz önüne alındığında yakın gelecekte GYO projelerinin özellikle İstanbul’da kentsel gelişmeyi ve planlama sürecini doğrudan etkileyecekleri öngörülebilir. Bu anlamda merkezi ve yerel yönetim birimleriyle geliştirilecek ortaklıklar söz konusu etkilerin niteliğini belirleyecektir. kentleri etkileyebilecek kapasitede olabilecekleri düşünülmektedir.
3	(Akgül, 2001)	YL	Türk Hukukunda GYO’lar	Profesyonel yönetim, likiditasyon ve yüksek getiri gibi avantajlar ile GYO, en çekici yatırım araçları arasında yer almaktadır.
4	(Göktepe, 2003)	D	ABD ve Türk Hukuklarında GYO’lar	GYO yöneticilerin genel olarak tebliği yeterli buldukları fakat bazı konularda değişiklik yapılmasını istedikleri ortaya çıkmıştır.
5	(Güven T. , 2002)	YL	Tezin amacı GYO’lar yoluyla sermaye piyasalarından konut	GYO’ların kurumlar vergisi muafiyeti de topladıkları fonları konut ağırlıklı projelere

			sektörüne nasıl kaynak aktarılacağına dair fikir üretmektir.	aktarmaları şartına bağlanırsa, konut projelerine uygun ve ucuz fon sağlanabilir.
6	(Güven M. , 2006)	YL	GYO'ların hisse senetlerinin verimini etkileyen faktörler	GYO endeksindeki değişim, İMKB 30 endeksinin değişim oranıyla pozitif yönlü bir kolerasyona sahiptir. Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Endeksi'ndeki değişim ile döviz kur sepeti arasındaki ilişki de anlamlı sonuç vermektedir.
7	(Kalyoncu, 2006)	YL	GYO'lar ve konut sorununun çözümüne katkıları	GYO'lar, her yeni finansman aracının sunduğu gelişme işlevinin yanı sıra, sosyal yönü de bulunan bir yatırım aracıdır.
8	(Babacı, 2006)	YL	Gayri menkul yatırım ortaklıklarının bağımsız dış denetimi	Yapılan bu çalışma ile GYO'ların bağımsız dış denetiminin yasal çerçeveye ve denetim mesleğinin gereklerine uygun olarak nasıl yapılacağı incelenmiştir.
9	(Üreten, 2007)	YL	Gayrimenkul değerlendirme yöntemleri ve GYO değer tespiti	GYO'ların değer tespitinde İndirgenmiş Nakit Akımlar Yöntemi sonuçları ile GYO'ların piyasa değerleri arasında yüksek korelasyon bulunmuştur.
10	(Erdoğan, 2008)	YL	GYO'ların gelir yapıları ve temel yasal düzenlemeleri	GYO'lara ilişkin düzenlemeler, hem düzenlenme amaçlarının “okunması” ve hem de “gerçekleşmeler” bazında amaca ulaşıp ulaşılmadığının test edilmesi için önemlidir.
11	(Kaçıra, 2008)	YL	GYO'lar	GYO'lar sağlam esaslara dayalı olarak kurulup faaliyetlerini sürdürdüğünde, ekonomiye çok büyük katkıları olan bir kurum olacaktır.
12	(Yıldırım B. , 2008)	YL	GYO'ların sermaye yapısı	Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki şirketlerin sermaye yapılarını etkileyen faktörler Türk GYO'larını da etkilemektedir.
13	(Ergene, 2010)	YL	GYO'lar ve genel nitelikleri	GYO'ların hukuki yapısı ve faaliyetlerine ilişkin esaslı unsurların bir kanun hükmü ile düzenlenmesi gerekmektedir.
14	(Uyar, 2009)	D	Türk hukukunda GYO'lar	GYO'ların işlevleri yerine getirebilmeleri için vergi muafiyeti ve temettü politikası

				üzerinde yasal değişiklerin yapılması gerekmektedir.
15	(Hayta, 2009)	YL	GYO'lar ve performans değerlendirmesi	GYO'ların araştırma dönemlerinde kullanılan tüm modellerde, anlamlı ve pozitif bir performans sergilemediklerini gösterilmiştir.
16	(Demirdöven, 2009)	YL	Türkiye'de gayrimenkul sektörünün gelişimi ve gayrimenkul finansmanı	2007 yılında yasalaşan 'mortgage' sisteminin, ekonomimiz üzerine yansıyacak, olumlu ve olumsuz etkilerini vardır.
17	(Altınsoy, 2009)	YL	GYO'larda değişken beta tahmini	Türk GYO sektöründe de betanın durağan olmadığını ve GYO'ları betalarının azalma eğiliminde olduğu genel görüşünün Türk GYO'ları için de geçerli olduğu sonucu bulunmuştur.
18	(Şahin, 2010)	YL	GYO'ların kentsel gelişmeye ve planlamaya etkileri	GYO'ların yakın gelecekte kentsel gelişme ve planlamaya etkilerinin büyük olabileceği söylenebilir.
19	(Akkaya K. Ö., 2010)	YL	Kamu-Özel sektör işbirlikleri ve GYO'larla ilişkisi	Kamu-Özel Sektör İşbirliğinin sağlanabilmesinde GYO'ların araç olarak kullanılabilmesi mümkündür.
20	(Çıkılı, 2010)	YL	Türkiye'de gayrimenkul sektörü ve GYO'lar	GYO'ların, gayrimenkul sektörünün sürdürülebilir finansman sisteminin oluşturulması ve sektörün kurumsal bir yapı tarafından şekillendirilmesi gibi sorunlara çözüm olacağı belirtilmektedir.
21	(Yelgen, 2010)	YL	Konaklama işletmelerinde GYO uygulamaları	GYO'lar özellikle finansman kaynaklarının kısıtlı olduğu gayrimenkul sektörüne kurumsal sermayenin girebilmesi ve nitelikli projelerin gerçekleştirilebilmesi için önemli yatırım araçlarıdır.
22	(Sultanov, 2010)	YL	Yatırım şirketlerinin performans analizi	Fama-French üç faktör modeli, hem GYO'lar hem de MKYO'ların getirilerini açıklanma konusunda en yüksek güce sahip olan modeldir.
23	(Çıkılı, 2010)	YL	Çalışmada GYO'ların ülkemiz için uygulanabilirliği ve sorunun	GYO'lar gayrimenkul sektörünün temel sorunları olan, sürdürülebilir finansman sisteminin oluşturulması ve

			çözümüne ne derece katkı sağlayacağı hususu incelenmiştir.	sektörün kurumsal bir yapı tarafından şekillendirilmesi gibi sorunlara çözüm olacağı muhakkaktır. Bununla beraber; sektördeki kayıt dışılığın önlenmesi, sağlıklı yapılaşmanın sağlanması ve gayrimenkulün menkulleştirilmesi gibi diğer faydaları da vardır.
24	(Özcan Ö. , 2011)	YL	Türkiye’de kentsel mekan ve GYO’lar	GYO'ların ekonomik ve kentleşme açılarından olumlu yönde etkisi olacaktır.
25	(Mert, 2012)		GYO’lar ve genel nitelikleri	GYO’lar, gayrimenkul sektörünün temel sorunları olan, sürdürülebilir finansman sisteminin oluşturulması ve sektörün kurumsal bir yapı tarafından şekillendirilmesi gibi sorunlara çözüm olacaktır.
26	(Turnacıgil, 2012)	YL	Genel olarak GYO’lar ve İMKB’de bir araştırma	Değişkenler arasındaki nedenselliğe bakıldığında, İMKB 100, TÜFE ve GYO endeksi arasında herhangi bir nedensellik ilişkisine rastlanmamıştır.
27	(Yıldırım H. H., 2012)	YL	Gayrimenkul yatırımlarında getiri-risk analizi	Gayrimenkul sektöründeki risklerin iyi analiz edilmesi mümkündür. Bu risklerin tehlikeli hale gelmeden önce önlem alınması ve riskleri elimine edici yapılanmalara girilmesi gereklidir.
28	(Aydemir, 2012)	YL	Çoklu endeks varlık fiyatlandırma modeli	Amerikan GYO’ları, SMB ve HML faktörleriyle pozitif, MOM faktörüyle ise negatif korelasyona sahiptir.
29	(Kırdök, 2012)	YL	GYO getirileri ve makroekonomik faktörler arasındaki dinamik ilişki	Varyans dağılımı analizlerinin sonuçları makroekonomik faktörlerin GYO getirilerinin varyansının yaklaşık olarak yarısını açıkladığı bulunmuştur.
30	(Özcan İ. , 2013)	YL	GYO'ların Balanced Scorecard performans modeline göre incelenmesi	GYO’lar, risk alma konusunda gönüllü yatırımcılar için uygun bir alternatiftir.
31	(Pekalp, 2013)	YL	Gayrimenkul yatırım ortaklarında vergilendirme	İnşaat şirketlerini GYO olmaya teşvik edecek uygulama ve

			sürecinin bağımsız denetim ile yönetim kurulu beyanı açısından önemi	yasal düzenlemelerin yapılması gerekmektedir.
32	(Sağlam, 2015)	YL	GYO'lar ve faaliyetlerini etkileyen dışsal değişkenler	GYO'ların faaliyetlerinin dışsal değişken özelliklere sahip olduğu, bu değişkenlerin, ekonomik, sosyal ve demografik, coğrafi, küresel ve yapısal değişkenlere bağlı olduğu sonucuna varılmıştır.
33	(Hasanova, 2015)	YL	Gayrimenkul değerlendirme yöntemleri ve gayrimenkul yatırım ortaklıklarında performans analizi	istatistiksel bir yöntem olarak Veri Zarflama Analizi (VZA) açıklanmış ve VZA kullanılarak 2010-2014 yılları arasında Borsa İstanbul'a (BIST) kayıtlı olan GYO'ların performans analizi yapılmıştır.
34	(Yönder, 2015)	D	Türkiye'de Gyo'lar: Global Sistemlerden Farklılıkların Etkileri	Lider sermayedar sahipliği ve finansal performans arasında doğrusal olmayan ilişki bulunmuştur.
35	(Lafdal, 2016)	YL	Şirketlerin internet sitelerini yatırımcı ilişkileri yönetimi adına nasıl kullandıklarına ilişkin bir araştırma yapılmıştır.	Gayrimenkul yatırım ortaklığı sektöründe, yatırımcı ilişkileri uygulamaları konusunda en güçlü şirketin HLGYO olduğu görülmüştür.
36	(Gögen, 2016)	YL	Gayrimenkul yatırım ortaklığı vergisel avantajları ve muhasebeleştirilmesi	Türkiye'de son yıllarda ekonominin lokomotifi durumuna gelen inşaat firmalarının Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı gibi profesyonel bir şekilde organize olmuş firmalara teslim edilmesi gerekmektedir.
37	(Çelik A. , 2016)	YL	Portföy yatırım stratejilerinin gayrimenkul yatırım ortaklıklarının piyasa performansı üzerindeki etkisi	Genel literatürün aksine kâr payı dağıtımının, halka az oranları ve gayrimenkullerin ticari faaliyet türlerinin GYO performanslarına olumlu bir katkı yapmadığı sonucuna ulaşılmıştır.
38	(Çayır, 2017)	YL	Çalışmada, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının UFRS sonrası UMS 40 "Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller Standardı"nı	Yapılan analiz sonucunda UFRS sonrasında Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının özellikle aktif kârlılık oranı, öz sermaye kârlılığı ve net kârında ciddi artışların meydana geldiği görülmüştür. Bu artışın en

			kullanmaları ve mali performanslarına olan etkisi incelenmiştir.	önemli nedenlerinin URFS sonrası mali tablolarda yapılan düzenlemeler ve gerçeğe uygun değer muhasebesi olduğu sonucuna varılmıştır.
39	(Manan, 2017)	YL	Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının risk göstergelerinin performans ile ilişkisi	Araştırmada yatay kesit çoklu regresyon modeli kullanılmıştır. Araştırma sonuçları GYO'ların risk ve performanslarının ilişkili olduğunu göstermektedir.
40	(Özcan N. , 2018)	YL	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Performanslarının İncelenmesi	Yapılan çalışma sonunda incelenen yıllar arasında sektörün en başarılı olduğu yılın 2014 yılı olduğu görülmüştür. Sektörde yer alan firmaların başarı durumuna bakıldığında ise 2013 yılında İdeal GYO, 2014 yılında Körfez GYO, 2015 yılında Vakıf GYO, 2017 yılında Panora GYO performansı en yüksek şirket olmuştur.
41	(Özhan, 2019)	YL	Çalışmanın amacı; Borsa İstanbul'da (BİST) işlem gören Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO) pay getirilerini etkileyen faktörlerin belirlenip GYO pay getirileri üzerindeki etki düzeylerinin araştırılmasıdır.	Basit regresyon analizi sonucunda; BİST endeksinin GYO pay getirileri üzerinde önemli bir etkisi olduğu, Konut Fiyat Endeksinin ise GYO pay getirileri üzerinde herhangi bir etkisinin bulunmadığı sonucuna varılmıştır.

Kaynak: (Çelik & Manan, 2017)'den alınmış ve YÖK Ulusal Tez Merkezi Veritabanı (YÖK, 2018) üzerinden genişletilmiştir.

KAYNAKÇA

- Aalbers, M. (2008). The Financialization of Home and the Mortgage Market Crisis. *Competition and Change*, s. 148-166.
- Adalet Bakanlığı. (2018, Ocak 2). *Hukuk Sözlüğü*. Adalet Bakanlığı Hukuk Sözlüğü : <http://www.sozluk.adalet.gov.tr/> adresinden alındı
- Adamson, M. (2012). Labor, Finance and Counterrevolution: Finally Got the News at the End of the Short American Century. *South Atlantic Quarterly*, 803-823.
- Aglietta, M. (2000). *A Theory of Capitalist Regulation: The US Experience*. London: Verso.
- Aglietta, M., & Breton, R. (2010). Financial Systems, Corporate Control and Capital Accumulation. *Economy and Society* , 433-466.
- Ağırman, D. (2002). Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları . *Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*. Yayınlanmamış Doktora Tezi.
- AK-AL. (2011, 01 01). AK-AL: <http://www.ak-al.com.tr/index.php> adresinden alındı
- Akçay, Ü. (2009). *Para, Banka, Devlet, Merkez Bankasının Bağımsızlaşmasının Ekonomi Politikası*. İstanbul: Sosyal Araştırmalar Vakfı Yayınları.
- Akçay, Ü., & Güngen, A. R. (2014). *Finansallaşma, Borç Kirizi ve Çöküş Küresel Kapitalizmin Geleceği*. Ankara: NotaBene Yayınları.
- Akçay, Ü., & Türkay, M. (2006). Neoliberalizimden Kalkıncı Yaaklaşım; Devletin Sermaye Birikim Sürecindeki Yeri Üzerine. B. Ülman, & İ. Akça içinde, *İktisat, Siyaset, Devlet Üzerine Yazılar* (s. 49-65). İstanbul: Bağlam Yayınları.
- Aker, A. (1975). *12 Mart Döneminde Dışa Bağımlı Tekelleşme*. İstanbul: Sander Yayınları.

- Akerlof, G. A. (1970). The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 488-500.
- Akgiray, A. G., & Temizel, F. (2018). *Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar*. Eskişehir: T.C. ANADOLU ÜNİVERSİTESİ YAYINI NO: 3769.
- Akgiray, A. V., & Temizel, F. (2018). *Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar*. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları.
- Akgül, b. (2001). Türk Hukukunda Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları. *Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*. Ankara: Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- AKİŞ GYO . (2017). *Faaliyet Raporu*.
- AKİŞ GYO. (2018, Kasım 13). *Ortaklık Yapısı: AKİŞ GYO*. AKİŞ GYO Web Sitesi: <http://www.akisgyo.com/ortaklik-yapisi> adresinden alındı
- Akkaya, G. C. (1999). Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları . *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*. Yayınlanmamış Doktora Tezi.
- Akkaya, K. Ö. (2010). Kamu - Özel Sektör İşbirlikleri ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarıyla İlişkisi . *İstanbul Teknik Üniversitesi, Fen Bilimleri Enstitüsü*. İstanbul: Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Akkök. (2017, 12 12). *Akkök Holding: Sektörler*. <http://www.akkok.com.tr/Sektorler/Kimya/Pages/Akkim.aspx> adresinden alındı
- AKKÖK. (2018, 12 12). *Aksa Akrilik'in Tarihsel Gelişimi*. <http://www.akkok.com.tr/Sektorler/Kimya/Pages/Aksa.aspx> adresinden alındı
- Akkök. (2018, 11 14). *Kurucumuz*. AKKÖK Holding A.Ş. Web Sitesi: <http://www.akkok.com.tr/Kurumsal/Pages/Kurucumuz.aspx> adresinden alındı
- Akkök. (2018, 11 18). *Sektörler: Enerji*. <http://www.akkok.com.tr/sektorler/enerji/Pages/default.aspx> adresinden alındı

- Akkök. (2018, 10 01). *Yönetim Kurulu: AKKÖK Holding*. AKKÖK Holding Web Sitesi: <http://www.akkok.com.tr/Kurumsal/Pages/YonetimKurulu.aspx> adresinden alındı
- Akkök Holding. (2017). *Akkök Holding A.Ş. 2017 Faaliyet Raporu*. İstanbul: Akkök Holding A.Ş. http://www.akkok.com.tr/YatirimciIliskileri/Lists/FaaliyetRaporu/Attachments/15/Akkok_2017.pdf adresinden alındı
- Akmerkez GYO. (2018). *01.01.2018 – 30.09.2018 Dönemi Faaliyet Raporu*. İstanbul.
- AKMGYO. (2018, 10 12). *Sıkça Sorulan Sorular: Akmerkez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı*. Akmerkez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Web Sitesi: <http://www.akmgys.com/sss.aspx?l=TR> adresinden alındı
- Aksa. (2018, 01 01). *Akrilik Elyaf Nedir?* Aksa Web Sitesi: <http://www.aksa.com.tr/urunler/akrilik-elyaf-nedir-/akrilik-elyaf/i-14> adresinden alındı
- Aksu, F. (2017, 03 07). *65 yıllık fabrika yerine lüks konut*. Hürriyet: <http://www.hurriyet.com.tr/ekonomi/65-yillik-fabrika-yerine-luks-konut-40508312> adresinden alındı
- Aktan, C. C. (1994). *Çağdaş Liberal Düşünce ve Politik İktisat*. Ankara: TAKAV.
- Aktan, C. C., & Eroğlu, M. Y. (2019). Friedrich A. Von Hayek: Serbest Bankacılık ve Rekabete Dayal Özel Para Sistemi . *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar* , 165-184.
- Aktan, C., Dileyici, D., & Vural, İ. (2005). *Altyapı Ekonomisi Altyapı Hizmetlerinde Serbestleşme ve Özelleştirme*. Ankara: Seçkin Yayınları.
- Albo, G. (2004). The Old and New Economics of Imperialism. *Socialist Register*, 99-123.
- Allen, F., & Santomero, A. (1998). The Theory Of Financial Intermediation. *Journal of Banking & Finance*, 146-1485.

- Altınsoy, G. (2009). Time Varying Beta Estimation for Turkish Real Estate Investment Trusts: An Analysis of Alternative Modeling Techniques. *ODTU, Sosyal Bilimler Enstitüsü*. Ankara: Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Altıok, M. (2002). Yeni Liberal İstikrar ve Yapısal Uyum Programları: Türkiye Ekonomisinde Sermaye Birikimi ve Kriz. *Praksis*, 77-130.
- Anadolu Ajansı. (2005, 11 11). *Akkök Dinarsu'yu sattı*. <http://www.hurriyet.com.tr/ekonomi/akkok-dinarsuyu-satti-3510588> adresinden alındı
- Appadurai, A. (2011). The Ghost in the Financial Machine. *Public Culture* 23 (3), s. 517-539.
- Appadurai, A. (2012a). The Spirit of Calculation. *Cambridge Anthropology* 30 (1), s. 3-17.
- Appadurai, A. (2012b). Why Enumeration Counts. *Environmnet and Urbanization* 24 (2), s. 639-641.
- Arrighi, G. (2000). *Uzun Yirminci Yüzyıl, Para güç ve Çağımızın Kökenleri*. Ankara: İmge Yayınları.
- Arrighi, G. (2009). *Adam Smith Pekin'de 21. Yüzyılın Soykütüğü*. İstanbul : Yordam Kitap.
- Arrighi, G. (2010). *Adam Smith Pekin'de 21. Yüzyılın Soykütüğü*. İstanbul: Yordam Yayınları.
- Arrow, K. J., & Debreu, G. (1954). Existence of an Equilibrium for a Competitive Economy. *Econometrica*, 265-290.
- Asia Times. (2019, 04 03). First Batch Of Public REITs Coming 'Soon' : <https://www.asiatimes.com/2019/04/article/first-batch-of-public-reits-coming-soon/> adresinden alındı

- Aydemir, M. (2012). A Test of Multi-Index Asset Pricing Models: The US REIT Market. *ODTU Sosyal Bilimler Enstitüsü*. Ankara: Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Aytekin, S., & Kahraman, E. (2015). BIST Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Endeksindeki (XGMYO) Şirketlerin Finansal Etkinliklerinin Veri Zarflama Analizi Yöntemi ile Değerlendirilmesi. *Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 289-301.
- Babacı, M. (2006). Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Bağımsız Dış Denetimi ve Bir Uygulama. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*. Kütahya: Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Bahçe, S. (2015). Kitap İncelemesi: Gerald Epstein, Financialization and the World Economy . *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 305-308.
- Bahçe, S., & Köse, A. H. (2010). Krizin Teğet Geçtiği Ülkelerden Krize Bakış: Teorinin Naifliği, Gerçekliğin Kabalığı. *Praksis*(22), 9-40.
- Bal, H. (2018). *Gayrimenkul Değerleme Esasları*. Ankara: Finansed.
- Balaban, O. (2009). Planlama ve Mimarlık Ekseninde TOKİ Uygulamaları. *TMMOB Kentleşme ve Yerel Yönetimler Sempozyumu Bildiriler Kitabı* (s. 93-115). Ankara: TMMOB.
- Balaban, O. (2011). İnşaat Sektörü Neyin Lokomotifi. *Birikim*, 270, 19-26.
- Başar, M., & Coşkun, M. (2006). *Bankacılık Uygulamaları*. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları.
- Başbakanlık Mevzuatı Geliştirme ve Yayın Müdürlüğü. (1994, Haziran 8). *Bazı Yatırım Ve Hizmetlerin Yap-İşlet-Devret Modeli Çerçevesinde Yaptırılması Hakkında Kanun*. Başbakanlık Mevzuatı Geliştirme ve Yayın Müdürlüğü Web Sitesi: <http://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.3996.pdf> adresinden alındı

- Bayraktaroğlu, E. (2015, Aralık 2). *Vergi Portalı*. Dünya: <https://www.dunya.com/kose-yazisi/altyapi-yatirimlarinin-finansmaninda-gyo-modeli-kullanilabilir-mi-i/26276> adresinden alındı
- BDDK. (2018). *Türk Bankacılık Sektörü Temel Göstergeleri*. İstanbul: BDDK.
- Becker, J., Jäger, J., Leubolt, B., & Weissenbacher, R. (2010). Peripheral Financialization and Vulnerability to Crisis: A Regulationist Perspective. *Competition and Change*, 225–247. doi:10.1179/102452910X12837703615337
- Bellofiore, R. (2005). A Ghost Turning into a Vampire: The Concept of Capital and Living Labour. *Historical Materialism*. London.
- Berbercuma, H. (2006). Mortgage Konut Finansman Sistemi ve Türkiye'deki Yapı. *Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi*.
- Block, R. L. (1998). *Investing in REITs: Real Estate Investment Trusts*. NJ: Bloomberg Press.
- Boratav, K. (2016). *Türkiye İktisat Tarihi*. İstanbul: İmge Kitabevi.
- Boratav, K. (2017, 08 18). *Kapitalizmin Krizleri ve Yıl Dönümleri*. 02 05, 2018 tarihinde Sol: <http://haber.sol.org.tr/yazarlar/korkut-boratav/kapitalizmin-krizleri-ve-yil-donumleri-206578> adresinden alındı
- Boratav, K., Yeldan, E., & Köse, A. H. (2000). *Globalization, Distribution and Social Policy: Turkey, 1980-1998*. CEPA: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.197.641&rep=rep1&type=pdf> adresinden alındı
- Borsa Gündem. (2009 , 12 24). *Aksu İplik Tarih Oluyor*. Borsa Gündem: <http://www.borsagundem.com/haber/aksu-iplik-tarih-oluyor/132303> adresinden alındı

- Borsa Gündem. (2019, Ocak 09). *Yabancı Payı Artarken Borsa Neden Geriliyor?* Borsa Gündem: <https://www.borsagundem.com/yazarlar/borsa-duserken-yabancilar-hangi-hisseleri-aldi-yazisi/1251489> adresinden alındı
- Boyd, J. H., & Prescott, E. (1986). Financial Intermediary-Coalitions . *Journal of Economic Theory*, 211-232.
- Bozar, E. (2017, 12 22). *Mortgage Krizi Öncesinde ve Sonrasında Yaşanan 10 Durum*. Ekonomist: <https://ekonomist.co/ekonomist/ekonomi/mortgage-krizi-oncesi-yasananlar-6547/> adresinden alındı
- Brenner, R. (2009). What is Good for Goldman Sachs is Good for America The Origins of the Present Crisis. *UCLA: Center for Social Theory and Comparative History*. <https://escholarship.org/uc/item/0sg0782h> adresinden alındı
- Brueggeman, W. B., & Fisher, J. D. (2011). *Real Estate Finance and Investments*. Boston: McGraw-Hill/Irwin.
- Brunhoff, S. (2007). Finans ve Sanayi Kapitalsitleri Arasında Yeni Bir Koalisyon. A.-S. Filho içinde, *Kapitalizme Reddiye - Marksist Bir Giriş* (s. 175-184). İstanbul: Yordam Yayınları.
- Brunhoff, S. D. (2009). *Marx'ın Para Teorisi*. İstanbul: Kalkedon.
- Bruton, H. (1970). The Import-Substitution Strategy of Economic Development A Survey . *The Pakistan Development Review*, s. 123-146.
- Bryan, D. (1995). *The Chase Across the Globe : International Accumulation and the Contradictions for Nation States*. Boulder: Westview Press.
- Büyükakın, T. (2007). Yeni Keynesyen İktisat mı, Yeni Neo-Klasik Sentez mi? . *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 22-36 .
- Callinicos, A. (2012). *Yanılsamaların Şenlik Ateşi*. İstanbul: Habitus Kitap.

- Capital. (2005, Eylül 1). Finans 2020: <https://www.capital.com.tr/finans/bankacilik/finans-2020> adresinden alındı
- Capital. (2016). *Capital 500 - Türkiye'nin En Büyük 500 Şirketi*. Capital: <https://www.capital.com.tr/listeler/capital-500?industry=%C4%B0n%C5%9Faat> adresinden alındı
- Carchedi, G. (2009). *Başka Bir Avrupa İçin Avrupa'nın Ekonomik Bütünleşmesinin Sınıf Tahlili*. İstanbul: Yordam Kitap.
- Carchedi, G. (2017). The Exhaustion of the Present Phase of Capitalist. *Critique*, s. 339-357.
- CARPETRIUM. (2017, 12 12). *Aksu İplik Dokuma ve Boya Apre*. CARPETRIUM Salı ve Tekstil Sanayi Portalı: <http://www.carpetrium.com/haftaninfirması-Aksu-Iplik-Dokuma-ve-Boya-Apre-27.html> adresinden alındı
- Chan, S. H., Erickson, J., & Wang, K. (2002). *Real Estate Investment Trusts: Structure, Performance, and Investment Opportunities*. New York: Oxford University Press.
- Clarke, S. (2009). *Marx'ın Kriz Teorisi*. İstanbul: Otonom Yayıncılık.
- CNN Türk. (2019, 03 09). *Hazine'den Tarihi Adım! 'ipotek Finansman Kurumu' Kuruluyor*. <https://www.cnntrk.com/ekonomi/hazineden-tarihi-adim-ipotek-finansman-kurumu-kuruluyor> adresinden alındı
- Collier, A. (2017). *Shadow Banking and the Rise of Capitalism in China*. Ebook: Orient Capital Research.
- Cooper, M., Downs, D., & Patterson, G. (2000). Asymmetric Information and the Predictability of Real Estate Returns. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 225–244.
- Coşar, N. (2010). Türkiye’de Bankacılığın Tarihsel Gelişimi. N. Coşar içinde, *Tarihi, Siyasi, Sosyal Gelişmelerin Işığında Türkiye Ekonomisi 1908-2008*. İstanbul: Ekin Kitabevi Yayınları.

- Coşkun, M. (2010). *Para ve Sermaye Piyasaları - Kurumlar , Araçlar , Analiz*. Ankara: Detay yayıncılık.
- Crotty, J. (1986, 01 01). Marx, Keynes and Minsky of the Instability of the Capitalist Growth Process and the Nature of Government Economic Policy. New York, New York, USA. <https://people.umass.edu/crotty/MarxKeynesMinsky.pdf> adresinden alındı
- Çağatay, Y. H. (2000). Gayrimenkul Finansmanında Yeni Bir Model: Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı. *Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*. Yayınlanmamış Doktora Tezi.
- Çayır, H. (2017). UFRS 40 Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller Standardının Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarındaki Kullanımı ve Mali Performansa Etkilerinin Ölçülmesi: BİST Örneği. *Manisa Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Çayır, H. (2017). UFRS 40 Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller Standardının Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarındaki Kullanımı ve Mali Performansa Olan Etkilerinin Ölçülmesi:BİST Örneği. *Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*. Manisa: Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Çelik İhracatçıları Birliği. (2018, 01 10). *İnşaat Çeliği Tartışmasında Sular Durulmuyor*. Çelik İhracatçıları Birliği Basın Bülteni: <http://www.cib.org.tr/tr/basin-odasi-basin-bultenleri-insaat-celigi-tartismasinda-sular-durulmuyor.html> adresinden alındı
- Çelik Oruç, İ. (2018, 04 09). *GAYRİMENKUL MÜ? TAŞINMAZ MI? KAVRAMLARIN YASALARIMIZDAKİ DEĞİŞİM SÜRECİ*. Hukuki Haber: <http://www.hukukihaber.net/gayrimenkul-mu-tasinmaz-mi-kavramlarin-yasalarimizdaki-degisim-sureci-makale,5819.html> adresinden alındı
- Çelik, A. (2011, 02 07). Sinpaş'ın Patronu Veda Ediyor. (R. Sanyer, Röportaj Yapan) Radikal Gazetesi.

- Çelik, A. (2016). Portföy Yatırım Stratejilerinin Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Piyasa Performansı Üzerine Etkisi. *Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Çelik, M. (2012, 03 21). Emegın Finansallaşması. İstanbul, İstanbul, Türkiye. 08 04, 2012 tarihinde <http://www.otonomdergisi.org/index.php/makaleler/emek-ve-deger-teori/179-emegin-finanslamasi?tmpl=component&print=1...> adresinden alındı
- Çelik, Ö. (2013). Changing Forms And Strategies Of State Intervention In The Housing Of The Poor In Istanbul. *Yayınlanmamış Doktora Tezi*. Sheffield: University Of Sheffield.
- Çelik, Ş., & Manan, M. T. (2017). Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Risk Göstergelerinin Performans İle İlişkisi. *Yaşar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Çelik, Ş., & Manan, T. M. (2018). Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Risk İle Performans İlişkisi. *Muhasebe ve Finans İncelemeleri Dergisi*, 60-79.
- Çıkılı, G. (2010). Türkiye’de Gayrimenkul Sektörü ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları. *Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimleri Enstitüsü*. İzmir: Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Çolak, E., & Alıcı, A. (2001). *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları A’dan Z’ye*. Ankara: Serame Piyasası Kurulu Yayın no:136.
- Çonkar, K. (1988). *Kalkınma Bankacılığı ve Türkiye’deki Uygulama*. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları Yayın No:374.
- Dalkılıç, B., & Aşkın, M. (2015). *Gayrimenkul ve Konut Sektörüne Bakış*. EMLAK GYO.
- Dalkıran, A. (2005, 05 25). Sanayiden Kazanmadığını Konuttan Kazandı. (N. Dalan, Röportaj Yapan) Referans Gazetesi.
- Delice, G., Doğan, A., & Uzun, M. (2004). Finansal Regülasyon ve Piyasa Disiplini. *Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 101-130.

- Demirdöven, M. (2009). Türkiye'de Gayrimenkul Sektörünün Gelişimi ve Gayrimenkul Finansmanı. *Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Desai, M. (1977). *Marksist İktisat Teorisi*. İstanbul: Birikim Yayınları.
- Diamond, D. W. (1984). Financial Intermediation and Delegated Monitoring. *The Review of Economic Studies*, 393-414.
- Dinçel, G. (2015). *Büyüme Bağlamında İnşaat Sektörü*. İstanbul: TSKB Araştırma.
- Dinerstein, A. C., & Neary, M. (2011). *Emek Tartışması*. İstanbul: Otonom Yayıncılık.
- Dixon, T., Thompson, B., McAllister, P., Marston, A., & Snow, J. (2005). *Real Estate and the New Economy: The Impact of Information and Communications Technology (Real Estate Issues)*. New Jersey: Blackwell Publishing .
- Dobb, M. (1997). *Kapitalizmin Gelişimi Üzerine İncelemeler* . İstanbul: Belge Yayınları.
- Doğukanlı, H. (2018). *Finansal Yönetim*. Eskişehir: T.C. ANADOLU ÜNİVERSİTESİ YAYINI NO: 2610.
- DowAksa. (2017, 12 12). *DowAksa*. <http://www.akkok.com.tr/Sektorler/Kimya/Pages/DowAksa.aspx> adresinden alındı
- Dowd, K. (1993). *Laissez-Faire Banking*. London: Routledge.
- Dowd, K. (1996). The Case for Financial Laissez-Faire. *The Economic Journal*, 657-687.
- Duraz, A. (2002). Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Ve Türkiye Uygulaması . *Yıldız Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Dünya. (2008, 12 02). *Aksu, iplik üretimini durdurdu*. <https://www.dunya.com/ekonomi/aksu-iplik-uretimini-durdurdu-haberi-61895> adresinden alındı

- Dünya. (2017, 06 17). *Akkök Holding Hedef Büyüttü*. Dünya Gazetesi Web Sitesi: <https://www.dunya.com/sirketler/akkok-holding-hedef-buyuttu-haberi-366556> adresinden alındı
- Dünya. (2018, 03 21). *Dünya Gazetesi*. Marmara Üniversitesi Nişantaşı Arazisi DAP'ın Oldu: <https://www.dunya.com/ekonomi/marmara-universitesi-nisantasi-arazisi-dapin-oldu-haberi-408301> adresinden alındı
- Dünya Gazetesi. (2016, 01 18). Reysaş Bu Yıl 315 Milyon Liralık Yatırım Yapacak.
- Edmunds, J. C. (1982). Why REIT stocks are undervalued? *Real Estate Review*, 96-99.
- Eğilmez, M. (2014, 07 10). *Gölge Bankacılık ve Çin*. Kendime Yazılar: <http://www.mahfiegilmez.com/2013/07/golge-bankacilk-ve-cin.html> adresinden alındı
- Ekiz, C. (2008, 01 01). Türkiye'de Tekelleşme ve Rekabet Yönetimi: Çimento Sektörü Örneği. *Yayınlanmamış Doktora Tezi*. Ankara, Ankara, Türkiye. <http://acikarsiv.ankara.edu.tr/browse/3601/4489.pdf> adresinden alındı
- Elmas, A. (2017, 28 12). Gayrimenkul sektörü temsilcileri 2018'den ne bekliyor? (A. Ajansı, Röportaj Yapan)
- Emlak GYO. (2019). *Emlak Konut GYO A.Ş Yatırımcı Sunumu*. İstanbul: Emlak Konut.
- Emlak Konut. (2011). *Emlak Konut GYO 2011 Faaliyet Raporu*. Emlak Konut. <http://www.emlakkonut.com.tr/PDFs/Faaliyet/20110101-20110630-Donemi-Emlak-Konut-GYO-Faaliyet-Raporu.pdf> adresinden alındı
- Emlak Konut. (2018). *Emlak Konut 2018 Faaliyet Raporu*. Emlak Konut. http://www.emlakkonut.com.tr/_Assets/Upload/Images/file/Yatirimci/faaliyetraporlari/tr/Faaliyet%20Raporu%202018.pdf adresinden alındı
- Emlak Konut. (2019). *01 Ocak - 31 Mart 2019 Dönemi faaliyet Raporu*. http://www.emlakkonut.com.tr/_Assets/Upload/Images/file/Yatirimci/faaliyetraporlari/tr/2019-faaliyet-raporu-tr.pdf adresinden alındı

- Emlak Konut. (2019). *Emlak Konut Yatırımcı Sunumu*. İstanbul.
http://www.emlakkonut.com.tr/_Assets/Upload/Images/file/YatirimciSunumu/turkceSunum.pdf adresinden alındı
- EMLAK KONUT GYO. (2018). *Gayrimenkul ve Konut Sektörüne Bakış*. İstanbul: EMLAK KONUT Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
- EMLAK KONUT GYO. (2018). *Gayrimenkul ve Konut Sektörüne Bakış*.
- Emlak Kulisi. (2015, 03 25). *Tapusuz Eve Af Geliyor!* <https://emlakkulisi.com/tapusuz-eve-af-geliyor/356444> adresinden alındı
- EmlakKulisi. (2016, 05 15). *Kütahya Şeker Fabrikası'nın Özelleştirilmesi İptal Mi Edildi?* EmlakKulisi Web Sitesi: <https://emlakkulisi.com/kutahya-seker-fabrikasinin-ozellestirilmesi-iptal-mi-edildi/468269> adresinden alındı
- emlakkulisi.com. (2018, 08 16). *Gayrimenkul Yatırım Fonları 5 yılda 30 milyar TL'ye ulaşacak!* <https://emlakkulisi.com/gayrimenkul-yatirim-fonlari-5-yilda-30-milyar-tlye-ulasacak/579371> adresinden alındı
- Emlaktasondakika.com. (2011, 02 03). *Zorlu Holding'te Cironun Yarısı Gayrimenkulden*. <https://www.emlaktasondakika.com/haber/sektorden-haberler/zorlu-holdingte-cironun-yarisi-gayrimenkulden/7749> adresinden alındı
- EPRA. (2018). *EPRA Global REIT Survey 2018*. European Public Real Estate Association.
- Epstein, G. (2018). On the Social Efficiency of Finance. *Development and Change*, 1-23.
- Epstein, G. A. (2006). *Financialization and The World Economy*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Erbaş, İ. (2018). Kimileri İçin Fırsat, Kent İçin İse Bir Tehdit: İmar Barışı. *Mimarlık*, 27-30.
- Ercan, F. (2001). *Toplumlar ve Ekonomiler*. İstanbul: Bağlam Yayınevi.

- Ercan, F. (2002). Çelişkili Bir Süreklilik Olarak Sermaye Birikimi (1): Türkiye'de Kapitalizmin Gelisme Dinamiklerinin Anlasilmesi icin Marksist Bir Cerçeve Denemesi. *Praksis*, s. 25-75.
- Ercan, F. (2005). *Para ve Kapitalizm*. İstanbul: Devın Yayınları.
- Ercan, F. (2011). Sermayeyi Haritalandırmaya Yönelik Kavramsal. *Praksis Sayı:19*, s. 9-53.
- Erdem, E., & Dumrul, C. (2014). Keynesyen Ve Neo- Klasik Yaklaşımlarda Finansal Sistem Ve İktisadî Büyüme. *Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi* , 45-86.
- Erdoğan, S. (2008). Türkiye’de ve Dünya’da Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Temel Yasal Düzenlemeleri Gelir Yapıları ve Sermaye Piyasalarından Sağladıkları Fon. *İstanbul Teknik Üniversitesi, Fen Bilimleri Enstitüsü*. İstanbul: Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Ergene, D. (2010). Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları. *Galatasaray Üniversitesi, Sosyal Bilimleri Enstitüsü*. İstanbul: Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Ertan, F. N. (2013). 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda Kolektif Yatırım KuruluşlarıVe Özellikle Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklığı. *İstanbul Hukuk Mecmuası*, 131-144.
- Euler Hermes. (2018). *Economic Research : Construction*. Construction by Euler Hermes Economic Research.
- Ewing, B., & Payne, J. (2003). The Response of Real Estate Investment Trust Returns to Macroeconomic Shocks. *Journal of Business Research*, 293-300.
- EY Global. (2018, 08 22). *How REIT Regimes Are Doing In 2018* . EY: https://www.ey.com/en_gl/real-estate-hospitality-construction/how-reit-regimes-are-doing-in-2018 adresinden alındı

- Filho, A. S. (2005). From Washington to Post-Washington Consensus: Neoliberal Agendas for Economic Development. A. S. Filho, & J. Deborah içinde, *Neoliberalism: A Critical Reader* (s. 13-119). London: Pluto Press.
- Fine, B. (2001). Neither the Washington Nor the Post-Washington Consensus: An Introduction. B. Fine, C. Lapavitsas, & J. Pincus içinde, *Development Policy In The 21st Century: Beyond The Post-Washington Consensus* (s. 1-27). London: Routledge. Neither the Washington Nor the Post-Washington Consensus: An Introduction adresinden alındı
- Fine, B., & Saad-Filho, A. (2006). *Marx'ın Kapitali*. İstanbul: Yordam Yayınları.
- Forbes. (2019, Mart 28). *The World's Largest Real Estate Companies 2018*. Forbes: <https://www.forbes.com/sites/samanthasharf/2018/06/06/global-2000-the-worlds-largest-real-estate-companies-2018/#544e49205ee8> adresinden alındı
- Fortune. (2019, 03 13). *Fortune 500*. <http://fortune.com/fortune500/> adresinden alındı
- Foster, J. (2007). The Financialization of Capitalism. *Monthly Review*.
- Foucault, M. (2016). *Özne ve İktidar*. İstanbul: Ayrıntı Yayınları.
- Fredric, J. (1997). Culture and Finance Capital. *Critical Inquiry*, 246-265.
- Fredric, J. (1998). The Cultures Of Globalization. F. Jameson, & M. Miyoshi içinde, *Notes On Globalization as a Philosophical Issue* (s. 54-79). NC ve Londra: Duke University Press.
- Fukuyama, F. (2005). *Devletin İnşası*. İstanbul: Remzi Kitabevi.
- Gambino, F. (2007). A Critique of Fordism and the Regulation School. *The Commoner*, 39-63.
- Gelir Dairesi Başkanlığı. (2009, Şubat 3). B.K.K. No 2009/14594. Gelir Dairesi Başkanlığı Web Sitesi: <http://www.gib.gov.tr/node/86543> adresinden alındı

- Gelir Dairesi Başkanlığı. (2017, Aralık 1). *Kurumlar Vergisi Genel Tebliği (Seri No: 1)'Nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (Seri No: 13)*. Resmi Gazete Web Sitesi: <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2017/12/20171201-5.htm> adresinden alındı
- Gevgili, A. (1989). *Türkiye'de Kapitalizmin Gelişmesi ve Sosyal Sınıflar*. İstanbul: Bağlam Yayınları.
- GFM. (2017, 08 3). *Top 200 US-listed Real Estate Investment Trusts (REITs) by Market Cap as of 2017Q3*. GFM Asset Management: <https://gfmasset.com/2017/08/top-200-us-listed-real-estate-investment-trusts-reits-by-market-cap-as-of-2017q3/> adresinden alındı
- Giang, D. (2011). Role of construction in economic development: Review of key concepts in the past 40 years. *Habitat International*, 118-125.
- Girón, A. (2012). Crisis, Dollar and Shadow Financial System . *Journal of Economic Issues* , 511-518 .
- Goggin, J. (2012). Regulating (Virtual) Subjects: Finance, Entertainment and Games. *Journal of Cultural Economy*, s. 441-456.
- Gögen, G. (2016). İnşaat İşletmelerinde Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Vergisel Avantajları ve Muhasebeleştirilmesi. *İstanbul Aydın Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Göktepe, H. (2003). ABD ve Türk Hukuklarında Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları. *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimleri Enstitüsü*. Eskişehir: Yayınlanmamış Doktora Tezi.
- Graeber, D. (2015). *Borç : İlk 5000 Yıl*. İstanbul: Everest Yayınları.
- Gül, Z. B., & Çakaloğlu, M. (2017). İnşaat Sektörünün Dinamikleri: Türkiye için 2000-2014 Girdi-Çıktı Analizi. *Akdeniz İ.İ.B.F. Dergisi*, 130-155.

- Gülöksüz, E. (2012, 08 19). İnşaat Sanayiinde Uluslararasılaşma ve Sermayeler Arası İlişkiler. *Praksis*, s. 157-189.
- Gültekin Karakaş, D. (2009). *Hem Hasımız Hem Hısıımız*. İstanbul: İletişim Yayınları.
- Gültekin-Karakaş, D., & Ercan, F. (2008). Türkiye’de Uluslararasılaşma Sürecindeki Sermayenin  retken ve Para Sermaye Arasındaki Zaman Yönelimli Stratejik Tercihi. *İktisat İşletme ve Finans*, 33-55.
- Güngen, A. R. (2010). Finansallaşma: Sorunlu bir Kavram ve Verimli bir Araştırma Gündemi. *Praksis*, s. 85-108.
- Güven, M. (2006). Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Hisse Senetlerinin Verimini Etkileyen Faktörler  zerine İMKB’de Bir Uygulama. *İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü* . İstanbul: Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Güven, T. (2002). Finansal Araç Olarak Türkiye’de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları. *Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*. Yayınlanmamış Doktora Tezi.
- GYODER. (2012, Mayıs). *2023 Vizyonunda Gayrimenkul Sektörü* . <https://i.emlaktasondakika.com/Files/EditorImages/files/Gayrimenkul%20Sektorunun2023Vizyonu.pdf> adresinden alındı
- GYODER. (2018, Ocak 5). *Hakkımızda*. Gayrimenkul ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Derneği Web Sitesi: <http://www.gyoder.org.tr/hakkimizda> adresinden alındı
- GYODER. (2018, 01 12). *Türkiye Gayrimenkul Sektörü 2017 - 3.eyrek Raporu* . Gayrimenkul ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Derneği Web Sitesi: http://www.gyoder.org.tr/img/mc-content/20171124151357_2583gyoder-gosterge-2017.pdf adresinden alındı
- GYODER. (2019). *Gyoder Gösterge, Türkiye Gayrimenkul Sektörü 2018 4.eyrek Raporu*. İstanbul: GYODER.

- haber7.com. (2006, 01 18). *Akal Tekstil fabrika kapattı.*
<http://ekonomi.haber7.com/ekonomi/haber/133106-akal-tekstil-fabrika-kapatti>
adresinden alındı
- Haberler. (2015, Mart 5). *İmar Affi Olarak Bilinen 2981 Sayılı Yasa Kalkıyor, Mahalle Temsilcileri Ankara'ya Gidiyor.* <https://www.haberler.com/imar-affi-olarak-bilinen-2981-sayili-yasa-kalkiyor-7036782-haberi/> adresinden alındı
- Haiven, M. (2016). *Hayali Sermaye Popüler Kültürde ve Gündelik Yaşamda Finansallaşma.* İstanbul: Koç Üniversitesi Yayınları.
- Hakedis.org. (2017, 25 01). *Hakediş Nedir, Nasıl Düzenlenir ? Hakediş ve İhale Uygulamaları Bilgi Kaynağı:* <https://www.hakedis.org/hakedis/> adresinden alındı
- Han, J., & Liang, Y. (1995). The Historical Performance of Real Estate Investment Trusts. *Journal of Real Estate Research*, 10(3), 235-262.
- Hanişoğlu, G. S., & Güler, F. (2019, 03 22). *Konut Sektöründe Finansman Modellerinin Analizi: Türkiye Uygulaması.* International Conference on Eurasian Economies : <https://www.avekon.org/papers/1964.pdf> adresinden alındı
- Harvey, D. (2015). *Sermayenin Sınırları .* İstanbul: Yazılama.
- Hasanova, S. N. (2015). Gayrimenkul Değerleme Yöntemleri ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında Performans Analizi. *Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.* Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Hayek, F. A. (1973). *Law, Legislation And Liberty, Vol. 1: Rules And Order.* Chicago and London: University of Chicago Press and Routledge and Kegan Paul.
- Hayek, F. A. (1976). *Choice in Currency.* London: IEA.
- Hayek, F. A. (1978). *The Denationalization of Money, The Argument Refined.* London: Institute Of Economic Affairs.

- Hayta, Ö. (2009). Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Performans Değerlendirmesi: İMKB'de Bir Uygulama. *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü* . Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Hedges, C. (2009). *Empire Of Illusion: The End of Literacy and the Triumph of Spectacle*. New York: Nation Books.
- Hilferding, A. (1995). *Finans Kapital*. Ankara: Belge Yayınları.
- Hirschman, A. O. (1959). *The Strategy of Economic Development*. New Haven: Yale University.
- Hobsbawm, E. (2009). *Sermaye Çağı 1848-1875*. Ankara: Dost Kitabevi.
- Hobsbawm, E. (2016). *Devrim Çağı*. Ankara: Dost Yayınevi.
- Hölmstrom, B. (1979). Moral Hazard and Observability. *The Bell Journal of Economics*, 74-91.
- Hukuk Desteği. (2016, 10 18). *Üst Hakkı*. <http://hukukdestegi.com/2016/10/18/ust-hakki/> adresinden alındı
- Hunt, E. K. (2005). *İktisadi Düşünce Tarihi*. Ankara: Dost Yayınevi.
- Hutson, E., & Stevenson, S. (2008). Asymmetry in REIT Returns. *Journal of Real Estate Portfolio Management*, 105-124.
- Hürriyet. (2017, Temmuz 24). *Hürriyet*. Hürriyet Web Sitesi: <http://www.hurriyet.com.tr/ekonomi/baskent-dogalgaz-halka-arz-icin-spkyabasvurdu-40588762> adresinden alındı
- IMF. (2018, 4). *World Economic Outlook*. <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2018/03/20/~media/Files/Publications/WEO/2018/April/text.ashx?la=en> adresinden alındı
- İMSAD. (2018). *Türkiye İnşaat Malzemesi Sanayicileri Derneği Aylık Sektör Raporu*. İstanbul.

- İMSAD. (2019). *TÜRKİYE İMSAD ŞUBAT 2019 SEKTÖR RAPORU*. İstanbul: İMSAD.
- insaatteryasi.com. (2019, 04 29). *Gayrimenkul Yatırım Fonu Kuruldu: 5 Milyar TL!*
insaatteryasi.com: <https://www.insaatteryasi.com/gayrimenkul-yatirim-fonu-kuruldu-5-milyar-tl-11743h.htm> adresinden alındı
- ISO. (2019, 05 28). İSO, “Türkiye’nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu 2018” Araştırmasını Açıkladı. İstanbul.
- İŞ GYO. (2018). *İŞ GYO 2018 Yılı Faaliyet Raporu*.
[https://www.isgyo.com.tr/Sites/1/upload/files/IS_GYO_2018_YILI_FAALIYET_RAPORU_\(1\)-21164.pdf](https://www.isgyo.com.tr/Sites/1/upload/files/IS_GYO_2018_YILI_FAALIYET_RAPORU_(1)-21164.pdf) adresinden alındı
- İşbank. (2018). *İnşaat Sektörü*. Türkiye İşbankası İktisadi Araştırmalar Bölümü.
https://ekonomi.isbank.com.tr/ContentManagement/Documents/sr201802_insaat_sektoru.pdf adresinden alındı
- Işık, S. (2006). Adam Smith’in Parasal Analizinde Serbest Bankacılık: Para Ve Bankacılıkta Regülasyon Mu Yoksa Serbest Ticaret Mi? *Akdeniz İ.İ.B.F. Dergisi*, 45-69.
- Itoh, M., & Lapavitsas, C. (2012). *Para ve Finansın Ekonomi Politikası*. İstanbul: Yordam Yayınları.
- Kaçıra, F. B. (2008). Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları. *Bahçeşehir Üniversitesi, Sosyal Bilimleri Enstitüsü*. İstanbul: Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Kahyaoğlu, H. (2008). Finansal Gelişim Politikalarına Yönelik Temel Yaklaşımlar. *Finans, Politik ve Ekonomik Yorumlar* , 21-30.
- Kaltenbrunner, A., & Paineira, J. P. (2017). Subordinated Financial Integration and Financialisation in Emerging Capitalist Economies: The Brazilian Experience. *New Political Economy*. doi: 10.1080/13563467.2017.1349089

- Kalyoncu, S. S. (2006). Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ve Konut Sorununun Çözümüne Katkıları: Emlak Konut GYO Uygulaması. *Beykent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Kane, E. (1988). How Market Forces Influence the Structure of Financial Regulation. W. Haraf, & R. M. Kushemider içinde, *Restructuring Banking & Financial Services in America* (s. 343-381). Washington: Enterprise Institute for Public Policy Research.
- KAP. (2010-2019). *Kamu Aydınlatma Platformu Web Sayfası*. Kamu Aydınlatma Platformu Bildirim Sorgu Sayfası: <https://www.kap.org.tr/tr/bildirim-sorgu> adresinden alındı
- KAP. (2019). *Kamu Aydınlatma Platformu*. <https://www.kap.org.tr/tr/> adresinden alındı
- Karaçimen, E. (2015). *Türkiye'de Finansallaşma - Borç Kıskaçında Emek*. İstanbul: SAV.
- Karaçimen, E., & Çelik, Ö. (2017). Türkiye'de Gayrimenkul ve Finansın Derinleşen ve Yeniden Yapılanan İlişkisi. P. Bedirhanoglu, Ö. Çelik, & H. Mıhçı içinde, *Finansallaşma Kıskaçında Türkiye'de Devlet, Sermaye Birkimi ve Emek* (s. 83-102). İstanbul: Nota Bene Yayınları.
- Karahanogulları, Y. (2009). *Marx'ın Değeri Ölçülebilir mi?* İstanbul: Yordam Yayınları.
- Karamuk, O. (2005, 11 11). *Akkök Ailesi Dinarsu Halı'yı Merinos'a sattı*. Vatan: <http://www.gazetevatan.com/akkok-ailesi-dinarsu-hali-yi-merinos-a-satti-64213-ekonomi/> adresinden alındı
- Karan, M. B., Doğukanlı, H., Aras, G., & Korkmaz, T. (2018). *Finansal Yönetim*. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları.
- Karşlı, K. (2002). Konut Finansman Tekniği Olarak Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Türkiye'de Uygulanabilirliği Ve Yatırımcıların Eğitiminin Önemi. *Gazi Üniversitesi Eğitim Bilimleri Enstitüsü*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.

- Kavak, İ. E. (2015). Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında Bağımsız Denetim Ve Örnek Vaka İncelemesi. *Okan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü* . Yayınlanmamış Doktora Tezi.
- Kazanç, İ. (2018, Ocak 19). Başkentgaz Halka Arz Çalışmalarını Sürdürüyor. (Reuters, Röportaj Yapan)
- Kazgan, G. (2010). *İktisadi Düşünce Veya Politik İktisadın Evrimi*. Ankara: Remzi Yayınevi.
- Keskin, F. (1999). Söylem, Arkeoloji ve İktidar. *Doğu Batı*, 15-25.
- Khan, R. A., Gazder, U., & Ali, A. (2015). Review Of Financial Practices in Construction Industry of Pakistan. *7th International International Civil Engineering Congress (ICEC-2015) "Sustainable Development through Advancements in Civil Engineering"* . Karachi,Pakistan.
- Kırdök, F. E. (2012). Dynamic Relationship Between Macroeconomic Variables and Returns on Turkish Real Estate Investment Trusts. *İhsan Doğramacı Bilkent Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü*. Ankara: Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Koçak, O. (2001). *Atatürk'ün Bankası*. İstanbul: Türkiye İş Bankası Yayınları.
- Köse, A. H., & Öncü, A. (2009, Ocak-Şubat). Marksist Perspektiften Krize Bakış: Başka Bir Dünya Mümkündür. *Toplum ve Hekim*, s. 3-12.
- Krippner, G. R. (2005). The Financialization of the American Economy. *Socio-Economic Review*, s. 173-208.
- Kurum, M. (2017, 12 26). Gayrimenkul sektörü temsilcileri 2018'den ne bekliyor? (A. Ajansı, Röportaj Yapan)
- Küçükgüngör, G. (1998). Türkiye'de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının İncelenmesi Ve Değerlendirilmesi. *Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*. Yayınlanmamış Doktora Tezi.

- Külekçi, M. (2014). Antepfıstığı Üretiminde Kâr Etkinliğinin Belirlenmesi; Veri Zarflama Analizi Uygulaması. *Gaziosmanpaşa Üniversitesi Ziraat Fakültesi Dergisi*, 94-103.
- Lafdal, S. (2016). Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Web Sitelerindeki Yatırımcı İlişkilerinin Analiz Edilmesi. *Eskişehir Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Lapavitsas, C. (2003). *Social Foundations of Markets, Money and Credit*. New York: Routledge.
- Lapavitsas, C. (2009). *Finansallaşma ve Kapitalizmin Krizi*. İstanbul: Yordam Yayınları.
- Lapavitsas, C. (2019). Finansallaşmayı Teorileştirmek. *Nuray Ergüneş İçin Yazılar* (s. 99-127). içinde İstanbul: Sosyal Araştırmalar Vakfı Yayınları.
- Leland, H. E., & Pyle, D. H. (1976). Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *The Journal of Finance*, 371-387.
- Leland, H. E., & Pyle, D. H. (1977). Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation. *The Journal of Finance* , 371-387.
- Levine, R. (2005). Finance and Growth: Theory and Evidence. P. Aghion, & S. Durlauf içinde, *Handbook of Economic Growth* (s. 865-934). Elsevier. http://faculty.haas.berkeley.edu/ross_levine/papers/forth_book_durlauf_finngrowth.pdf adresinden alındı
- Lewis, D., Springer, T. M., & Anderson, R. I. (2003). The Cost Efficiency of Real Estate Investment Trusts: An Analysis with a Bayesian Stochastic Frontier Model. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 65-80.
- Lin, C.-Y., & Wang, M.-T. (2003). Taiwanese construction sector in a growing ‘maturity’ economy, 1964–1999. *Construction Management and Economics* , 719-728.
- Lucintel. (2017). *Growth Opportunities in the Global Construction Industry*. Lucintel.

- Maito, E. E. (2014). The historical transience of capital: the downward trend in the rate of profit since XIX century. *Munich Personal RePEc Archive*.
- Manan, M. T. (2017). Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Risk Göstergelerinin Performans ile İlişkisi . *Yaşar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*. İzmir: Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Mandel, E. (1999). *Marksizme Giriş* . İstanbul: Yazın Yayıncılık.
- Mandel, E. (2008). *Marx'ın Kapitali*. İstanbul: Yazın Yayıncılık.
- Mandel, E. (2013). *Geç Kapitalizm* . İstanbul: Versus Kitap.
- Maraş, E. (2017). ürkiye'deki Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Veri Zarflama Analizi Yöntemiyle Etkinlik Analizi . *Recep Tayyip Erdoğan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*. Yayınlanmamış Doktora Tezi.
- Marazzi, C. (2009). Finansal Kapitalizmin Şiddeti. *Otonom Dergisi*, 32-49.
- Marx, K. (1977). *Capital Volume I*. New York: Random House.
- Marx, K. (1998). *Artı-Değer Teorileri İkinci Kitap*. Ankara: Sol Yayınları.
- Marx, K. (2008). *Grundrisse - Ekonomi Politğin Eleştirisi İçin Ön Çalışma*. İstanbul: Birikim Yayınları.
- Marx, K. (2013a). *Kapital-I*. İstanbul: Yordam Yayınları.
- Marx, K. (2013b). *Kapital - II*. İstanbul: Yordam Yayınları.
- Marx, K. (2015). *Kapital III*. İstanbul: Yordam Kitap.
- Maya, M. Y. (2019, Ocak 2). Gayrimenkul Sektörü Talep Artışı İçin Yeni Politikalar İstiyor . (L. G. Demirciler, Röportaj Yapan)
- McClanahan, A. (2012, Temmuz 5). *yale.edu.tr*.
<http://post45.research.yale.edu/archives/2291> adresinden alındı

- McClanahan, A. (2013). Investing in the Future:Late Capitalism's End of History. *Journal of Cultural Economy*, 79-93.
- McNeil, A., Frey, R., & Embrechts, P. (2018). *Quantitative Risk Management: Concepts, Techniques and Tools*. New Jersey: Princeton University Press .
- Merkovich, A. (2019, Nisan). *21 Insightful Construction & Construction Industry Statistics*. FitSmallBusiness: <https://fitsmallbusiness.com/construction-statistics/> adresinden alındı
- Mert, B. S. (2012). Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Yapısı, Faaliyetleri ve Gayrimenkul Sektöründeki Risklerin İncelenmesi. *Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Mevzuat Bilgi Sistemi. (1969, 04 29). ARSA ÜRETİMİ VE DEĞERLENDİRİLMESİ. <http://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.1164.pdf> adresinden alındı
- Mevzuatı Geliştirme ve Yayın Genel Müdürlüğü. (2006, Haziran 13). *Kurumlar Vergisi Kanunu*. Mevzuat Bilgi Sistemi Web Sitesi: <http://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.5520.pdf> adresinden alındı
- MGYGM. (2012, Mayıs). *Mevzuat Bilgi Sistemi*. <http://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.6306.pdf> adresinden alındı
- MGYGM. (2018, Ocak). *Mevzuat Bilgi Sistemi*. <http://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.2981.pdf> adresinden alındı
- Milliyet Emlak. (2018, Ocak 2). *Milliyet Emlak Dergi*. Milliyet Emlak Web Sitesi: <https://www.milliyetemlak.com/dergi/tapu-sicili-nedir/> adresinden alındı
- Milliyet Emlak Dergi. (2018, Ağustos 5). *Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Nedir?* . milliyetemlak.com: <https://www.milliyetemlak.com/dergi/gayrimenkul-yatirim-ortakligi-nedir/> adresinden alındı

- Milonakis, D., & Fine, B. (2009). *From Political Economy To Economics: Method, The Social And The Historical In The Evolution Of Economic Theory*. London And New York: Routledge.
- Minsky, H. (1998). Finance and Stability: The Limits of Capitalism. *Levy Economics Institute Working Paper*.
- MKK. (2005, 04 25). *MKK Kimdir?*
<https://www.mkk.com.tr/tr/content/Hakkimizda/MKK-Kimdir-> adresinden alındı
- MKK. (2015, 06 05). *MKK, Veri Depolama Kuruluşu Yetkisi Aldı*.
<https://www.mkk.com.tr/tr/content/Haber-ve-Gelismeler/MKK-Veri-Depolama-Kurulusu-yetkisi-aldi> adresinden alındı
- Mooradian, R., & Yang, S. (2002). Commercial Real Estate Leasing, Asymmetric Information, And Monopolistic Competition. *Real Estate Economics*, 293-315.
- Moseley, F. (2018). *Marx'ın Para Kuramı*. İstanbul: Heretik Yayıncılık.
- MSCI. (2019, Mart 29). *Msci World Reits Index (Usd)*. Morgan Stanley Capital International : <https://www.msci.com/documents/10199/ddf1037b-481a-4b17-a2a7-ba9c51043b45> adresinden alındı
- MSG. (2019, 01 12). *History of Modern Banking*.
<https://www.managementstudyguide.com/history-of-modern-banking.htm> adresinden alındı
- NAREIT. (2019, 04 23). *U.S. REIT Industry Equity Market Cap* .
<https://www.reit.com/ihttps://www.reit.com/data-research/reit-market-data/us-reit-industry-equity-market-capnvesting/reit-basics/what-reit> adresinden alındı
- Nareti. (2019, 01 01). *REIT Sectors*. <https://www.reit.com/what-reit/reit-sectors> adresinden alındı
- Nidapark İstinye*. (tarih yok). <http://www.nidaparkistinye.com/tr/> adresinden alındı

- OECD. (2018). *Household Debt* . OECD Data: <https://data.oecd.org/hha/household-debt.htm> adresinden alındı
- Okabe, A. (2005). Towards the Spatial Sustainability of City-regions: A Comparative Study of Tokyo and Randstad. M. Jenks, & N. Dempsey içinde, *Future Forms and Design For Sustainable Cities* (s. 55-72). Elsevier.
- Ollman, B. (2006). *Diyalektiğin Dansı - Marx'ın Yönteminde Adımlar*. İstanbul: Yordam Yayınları.
- Orhangazi, Ö. (2011). Financial” vs. “Real”: An Overview of the Contradictory Role of Finance. P. Zarembka, & R. Desai içinde, *Revitalizing Marxist Theory for Today's Capitalism* (s. 121 - 148). Emerald Group Publishing Limited.
- Otonom. (2008). Toplumsal Fabrika. *Otonom*. <http://www.uninomade.org/toplumsal-fabrika/> adresinden alındı
- Önal, Y. B. (2007). *İpotekli Konut Finansmanı ve Hukuku*. Ankara: Karahan Kitabevi.
- Öniş, Z., & Şensen, F. (2003). Rethinking the Emerging Post-Washington Consensus: A Critical Appraisal. *Economic Research Center Working Paper in Economic*.
- Özcan, İ. (2013). Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ve BIST'te işlem Gören Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Balanced Scorecard Performans Ölçüm Modeline Göre İncelenmesi. *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Özcan, N. (2018). Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Performanslarının İncelenmesi: Türkiye'deki Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Üzerine Bir Araştırma. *Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü* . Ankara: Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Özcan, Ö. (2011). Kentsel Mekanın Oluşum Sürecinde bir Uygulama ve Finans Aracı olarak Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları. *Yıldız Teknik Üniversitesi, Fen Bilimleri Enstitüsü*. İstanbul: Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.

- Özhan, E. (2019). Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Pay Getirilerini Etkileyen Faktörlerin Araştırılması. *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*. Adana: Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Özkul, S. (2001). Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Ve Türkiye Değerlendirmesi. *İstanbul Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Öztürk, Ö. (2006). Emperyalizm Kuramları ve Sermayenin Uluslararasılaşması. *Praksis*, s. 323-356.
- Öztürk, Ö. (2008). Türkiye’de Büyük Sermaye Grupları Finans Kapital Ve Faaliyet Çesitliliği Üzerine Bir İnceleme. *Doktora Tezi*. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Kalkınma İktisadı Ve İktisadi Büyüme Bilim Dalı.
- Özus, E. (2001). Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Planlamaya ve Kentsel Gelişmeye Etkilerinin İrdelenmesi: İstanbul Örneği. *İstanbul Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü*. İstanbul: Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Özyurt, T. (2017, 12 26). Gayrimenkul sektörü temsilcileri 2018'den ne bekliyor? (A. Ajansı, Röportaj Yapan)
- Pantalone, C., & Platt, M. (1987). Predicting Failure of Savings & Loan Associations. *Real Estate Economics*.
- Pekalp, C. (2013). Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında Vergilendirme Sürecinin Bağımsız Denetim İle Yönetim Kurulu Beyanı Açısından Önemi. *İstanbul Aydın Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Politeknik. (2018, 06 16). *Bir Seçim Yatırımı: İmar Affi Ne Getiriyor, Ne Götürüyor?* . Politeknik: <http://politeknik.org.tr/bir-secim-yatirimi-imar-affi-ne-getiriyor-ne-goturuyor/> adresinden alındı
- Pollin, R. (2004, 03 06). He Was An Amazingly Great Man.

Randy, M. (2002). *Financialization of Daily Life*. Philadelphia: Temple University Press.

Reit.com. (2017, 08 05). Reit.com: <https://www.reit.com/investing/reit-basics/global-real-estate-investment> adresinden alındı

Reit.com. (2017, 07 31). Reit.com: <https://www.reit.com/data-research/data/us-reit-industry-equity-market-cap> adresinden alındı

Resmi Gazete. (2006 , 05 03). Resmi Gazete Sayı : 26157: <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2006/05/20060503-12.htm> adresinden alındı

Reysaş GYO. (2018). *Reysaş GYO 2018 Yılı Faaliyet Raporu*. http://www.reysasgyo.com.tr/uploads/rgyo-fr-31122018_1550246158.pdf adresinden alındı

REYSAŞ GYO. (2019, 01 23). *GYO Sektörü Hakkında* . REYSAŞ GYO Web Sitesi: <http://www.reysasgyo.com.tr/gyo-sektoru-hakkinda> adresinden alındı

Roberts, M. (2009). *The Great Recession*. Morrisville: Lulu Press.

Rodrik, D. (2004). *Scholars At Harvard*. Harvard Web Publishing: <https://scholar.harvard.edu/files/dani-rodrik/files/rethinking-economic-growth-luca-lecture.pdf> adresinden alındı

Rosdolski, R. (2012). *Marx'ın Kapital'inin Oluşumu*. İstanbul: Otonom Yayıncılık.

Rubin, I. I. (2010). *Marx'ın Emek Değer Teorisi*. İstanbul: Kalkedon.

Saad-Filho, A. (2006). *Marx'ın Değeri / Çağdaş Kapitalizm İçin Ekonomi Politik*. İstanbul: Yordam Yayınları.

Sabah. (2015, Mart 23). *Tapusuz Eve Af Geliyor*. <https://www.sabah.com.tr/ekonomi/2015/03/23/tapusuz-eve-af-geliyor> adresinden alındı

SAF GYO. (2018, 10 14). <http://www.safgyo.com/pdf/sss.pdf> adresinden alındı

- Sağlam, S. (2015). Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Faaliyetlerini Etkileyen Dışsal Değişkenlerin Araştırılması. *Okan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü* . Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Saracoğlu, D. Ş., & Ercan, H. (2004). İç ve Dış Pazarlarda Türk İnşaat Sektörü: Büyüme ve İstihdam Dinamikleri. *2004 Türkiye İktisat Kongresi*, (s. 235-256). Ankara.
- Satlıgan, N. (1988). Günümüz Kapitalizminin Pamuk İpliği: Hayali Sermaye Spekülasyonu. N. Satlıgan, & S. Sungur içinde, *Dünya Kapitalizminin Bunalımı* (s. 501-524). İstanbul: Alan Yayıncılık.
- Savran, S. (1979, Mart). Siyasal İktisadın Eleştirisi. *Birikim*. Birikim Dergisi: http://www.birikimdergisi.com/images/UserFiles/images/Spot/70/49/siyasal_iktisadin_elestirisi_sungur_savran.pdf adresinden alındı
- Savran, S. (2010). Keynesçilik, Fordizm, ‘Refah Devleti’: Bir efsaneye Reddiye. *Devrimci Marksizm*, 86-129.
- Savran, S. (2011). *Kod Adı Küreselleşme*. İstanbul: Yordam Kitap.
- Savran, S. (2017, 01 01). *Kapitalist Üretim Tarzında Yüzey Biçimleri*. eatonak.org: <http://www.eatonak.org/bilgiekpol/styled-3/index.html> adresinden alındı
- Sayıştay Başkanlığı. (2015). *Kamu İşletmeleri 2015 Yılı Genel Raporu*. Sayıştay Başkanlığı. https://www.sayistay.gov.tr/tr/Upload/62643830/files/raporlar/genel_raporlar/kit_genel/2015_Ki2.pdf adresinden alındı
- Saylor Academy. (2012, 04 30). Macroeconomics: Theory Through Applications. *The Circular Flow of Income*. https://saylordotorg.github.io/text_macro-economics-theory-through-applications/ adresinden alındı
- Scholtens, B., & Wensveen, D. v. (2003). *The Theory of Financial Intermediation: An Essay On What It Does (Not) Explain*. (T. E. Forum, Dü.) SUERF:

https://www.suerf.org/docx/s_903ce9225fca3e988c2af215d4e544d3_143_suerf.pdf adresinden alındı

Schuler, K. (1992). *The World History of Free Banking: An Overview*. K. Dowd içinde, *The Experience of Free Banking* (s. 7-49). London: Routledge.

Schuler, K. (2001). Note Issues By Banks: A Step Toward Free Banking in The United States? *Cato Journal*, 453-465.

Selgin, G. (1988). *The Theory of Free Banking: Money Supply Under Competitive Note Issue*. Maryland: Rowman & Littlefield.

Selgin, G., & White, L. (1994). How Would the Invisible Hand Handle Money? *Journal of Economic Literature*, 1718-1749.

SERPAM. (2018, Mayıs 15). *Gayrimenkul Değerleme Esasları*. Sermaye Piyasaları Araştırma ve Uygulama Merkezi Web Sitesi: <http://serpam.org/wp-content/uploads/Gayrimenkul.pdf> adresinden alındı

Sey, Y. (2003). *Türkiye Çimento Tarihi*. İstanbul: TCMB ve ÇMİS Yayınları.

Sezgin, A. G., & Aşarkaya, A. (2017, 02). İşbank Ekonomi: https://ekonomi.isbank.com.tr/UserFiles/pdf/sr201702_insaatsektoru.pdf adresinden alındı

Smith, A. (2006). *Milletlerin Zenginliği*. İstanbul: İş Bankası Kültür Yayınları .

Sotelo, R., & McGreal, S. (2013). *Real Estate Investment Trusts in Europe: Evolution, Regulation, and Opportunities for Growth*. Berlin: Springer.

Sönmez, M. (1987). *Türkiye'de Holgindler- Kırk Haramiler*. İstanbul: Gözlem Yayınları.

Sönmez, M. (1990). *Kırk Haramiler / Türkiye'de Holdingler*. Ankara: Arkadaş.

SPK. (2009, Ocak 29). *Altyapı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği*. Resmi Gazete Web Sitesi:

<http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2009/01/20090129-10.htm> adresinden alındı

SPK. (2010, Nisan 3). *Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği*. Resmi Gazete Web Sitesi: <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2010/04/20100403-9.htm> adresinden alındı

SPK. (2013, Mayıs 23). *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği*. Resmi Gazete: <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/05/20130528-14.htm> adresinden alındı

SPK. (2014, Ocak 23). *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği*. Resmi Gazete: <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2014/01/20140123-9.htm> adresinden alındı

SPK. (2014a, Ocak 23). *Altyapı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri:VI, No:24)'Nin Yürürlükten Kaldırılmasına Dair Tebliğ*. Resmi Gazete Web Sitesi: <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2014/01/20140123-10.htm> adresinden alındı

SPK. (2016, 06 01). *Gayrimenkul Yatırım Fonu Tanıtım Rehberi*. Sermaye Piyasası Kurulu Web Sitesi: <http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/1232> adresinden alındı

SPK. (2018, 06 07). *Gayrimenkul Değerleme Şirketleri*. Sermaye Piyasası Kurulu Web Sitesi: <http://www.spk.gov.tr/SiteApps/Sirketiletisim/Index/gds> adresinden alındı

SPK. (2018, Haziran 12). *Gayrimenkul Değerleme Şirketleri Tanıtım Rehberi*. Sermaye Piyasası Kurulu Web Sitesi: <http://www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/359> adresinden alındı

SPK. (2018, Şubat 2). *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Tanıtım Rehberi*. Sermaye Piyasası Kurulu Web Sitesi: <http://www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/409> adresinden alındı

- SPK. (2018, Mayıs 10). *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği*. Sermaye Piyasası Kurulu Web Sitesi: <http://mevzuat.spk.gov.tr/MevzuatDosya.aspx?nid=134481&dt=2> adresinden alındı
- SPK. (2018, Haziran 06). *GYO Şirket İletişim Bilgileri*. Sermaye Piyasası Kurulu Web Sitesi: <http://www.spk.gov.tr/SiteApps/Sirketiletisim/List/gyo> adresinden alındı
- SPK. (2018, Eylül 12). *SPK Aylık İstatistik Bültenleri*. Sermaye Piyasası Kurulu: <http://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/AylikIstatistikBulteniDosya/149> adresinden alındı
- SPK. (2019, 02 14). *Gayrimenkul Değerleme Şirketleri*. Sermaye Piyasası Kurulu Gayrimenkul Değerleme Şirketleri Tanıtım Rehberi: <http://www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/359> adresinden alındı
- SPK. (2019, 03 27). *Sermaye Piyasası Mevzuatı*. Sermaye Piyasası Kurulu Web Sitesi: <http://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.6362.pdf> adresinden alındı
- SPK. (2019, 03 23). *Sıkça Sorulan Sorular*. Sermaye Piyasası Kurulu Web Sitesi: <http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/3/6> adresinden alındı
- Star. (2013, 12 20). *ATV'yi Satın Alan Kalyon İnşaat Kimindir?* İstanbul. <https://www.star.com.tr/ekonomi/atvyi-satin-alan-kalyon-insaat-kimindir-haber-818830/> adresinden alındı
- STFA. (2018, 11 14). *Tarihçe: STFA*. STFA Web Sitesi: <http://www.stfa.com> adresinden alındı
- Stiglitz, J. E. (2012). *Serbest Düşüş*. İstanbul: Gündoğan Yayınları.
- Sultanov, R. (2010). *An Analysis of the Performance of Investment Companies: Evidence from the Istanbul Stock Exchange*. ODTU, Sosyal Bilimler Enstitüsü. Ankara: Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.

- Susar, Ö. (2003). Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları . *Kırıkkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Susar, Ö. (2004). *Tüm Yönleriyle Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları*. Ankara: Adalet Yayınevi.
- Sweezy, P. (1970). *Kapitalizm Nereye Gidiyor*. İstanbul: Ağaoğlu Yayınevi.
- Sweezy, P. (1984). *Feodalizmden Kapitalizme Geçiş*. İstanbul: Metis Kitap.
- Sweezy, P. (1997). More (or less) On Globalization. *Monthly Review*.
- Şahin, E. (2010). Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Kentsel Gelişmeye ve Planlamaya Etkilerinin İstanbul Örneğinde İncelenmesi. *Gazi Üniversitesi, Fen Bilimleri Enstitüsü*. Ankara: Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Şarkaya, C. (2007). Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Üzerine Bir İnceleme ve Türkiye'ye İlişkin Sektör Analizi. *İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, s. 175-190.
- Şen, G. (2002). Türkiye'de Gayrimenkul Finansmanı Ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları . *Yıldız Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*. Yayınlanmamış Doktora Tezi.
- Takasbank. (2013, 01 12). *Takasbank, Sermaye Piyasası Kurulu Tarafından Nitelikli Merkezi Karşı Taraf Olarak İlan Edildi*. Takasbank Web Sitesi: <https://www.takasbank.com.tr/tr/hizmetler/verilen-hizmetler/merkezi-karsi-taraf-mkt/takasbank-sermaye-piyasasi-kurulu-tarafindan-nitelikli-merkezi-karsi-taraf-olarak-ilan-edildi> adresinden alındı
- Tanrısever, B. K. (2004). Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Yasal Düzenleme Eleştiri Ve AB'Ye Uyum Sürecinde Teklif. *Yeditepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*. Yayınlanmamış Doktora Tezi.
- Tanyılmaz, K. (2002). Dalgaları Aş(ama)mak- Kapitalizmi Dönemleştiren Teoriler Üzerine Düşünceler. *Praksis*, s. 323-356.

- Tanyılmaz, K. (2016). İnşaat sektörü:lokomotif mi yedek lastik mi? *Devrimci Marksizm*, 69-85. http://www.devrimcimarksizm.net/sites/default/files/dm_27_.pdf adresinden alındı
- TBB. (2017, Mart). *Tüketici Kredileri Konsolide Raporu*. https://www.tbb.org.tr/Content/Upload/Dokuman/7436/TBB_BD_150317.pdf adresinden alındı
- TBMM. (2001, 11 22). *Türk Medeni Kanunu*. <https://www.tbmm.gov.tr/kanunlar/k4721.html> adresinden alındı
- TBMM. (2014, 7 22). *Tapu Sicil Tüzüğü*. <https://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/2.5.20135150.pdf> adresinden alındı
- TBMM. (2018, 05 11). *Vergi Ve Diğer Bazı Alacakların Yeniden Yapılandırılması İle Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına İlişkin Kanun*. <https://www.tbmm.gov.tr/kanunlar/k7143.html> adresinden alındı
- TCMB. (1989, 07 08). <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/8bb1302e-cecc-4ae4-9622-54365f8ee2e1/kambiyo2.pdf?MOD=AJPERES> adresinden alındı
- TCMB. (2018, 04 04). *Finansal İstikrar*. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası: <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Finansal+Istikrar/> adresinden alındı
- TDK. (2018, Ocak 5). *Güncel Türkçe Sözlük*. Türk Dil Kurumu Web Sitesi: <http://www.tdk.gov.tr/> adresinden alındı
- Tercan, B. (2018). 1948'den Bugüne İmar Afları. *Mimarlık*, 20-26.
- TERRA. (2019). *EMLAK Konut GYO A.Ş. Gayrimenkul Değerleme Raporu*. Terra Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş. http://www.emlakkonut.com.tr/_Assets/Upload/Report/05-04-2019yiliciterrabaskentemlakkonutlari1-etaprojesieksizrapor-pdf10042019113613.pdf adresinden alındı

- TESAM. (2018, 01). *Yeni Analiz ve Raporlar- Çin Raporu*. <http://tesam.org.tr/cin-raporu/> adresinden alındı
- Thakor, A. (2015). *International Financial Markets: A Diverse System Is the Key to Commerce*. Washington: The Center for Capital Markets Competitiveness.
- The Bank of England. (2018, 12 11). *LIST OF BUILDING SOCIETIES AS COMPILED BY THE BANK OF ENGLAND*. <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/prudential-regulation/authorisations/which-firms-does-the-pra-regulate/building-societies-list---june-2018.pdf?la=en&hash=6EBC974FB29EE76E2AB4C534A52B9812C6207607> adresinden alındı
- Thompson, G. (1977). The Relationship Between The Financial and Industrial Sector in The U. K. Economy. *Economy and Society* , 235-283.
- TMMOB. (2018). *Sermaye İle Yapılan Bariş: İmar Affi*. İstanbul: TMMOB.
- Tokay, U. (2012, 08 18). *Akiş GYO, Ak-Al Gayrimenkul'ün tamamını devraldı!* Emlakta Son Dakika: <https://www.emlaktasondakika.com/haber/sirket-haberleri/akis-gyo-ak-al-gayrimenkulun-tamamini-devraldi/31563> adresinden alındı
- TOKİ. (2016, Ocak). *TOKİ YAYINLAR - KURUMSAL*. <https://www.toki.gov.tr/content/images/main-page-slider/16012017212815-pdf.pdf> adresinden alındı
- Tonak, E. (2012). Dönüşüm Sorunu Üzerine Bir Not. N. Satlıgan, & S. Savran içinde, *Kapital'in İzinde* (s. 159-166). İstanbul: Yordam Kitap.
- Toporowski, J. (1999). *The End of Finance: Capital Market Inflation, Financial Derivatives and Pension Fund*. Routledge.
- Torun, M. (2017, Temmuz 9). Başkent Doğalgaz Halka Arz' İçin SPK'ya Başvurdu. (Milliyet, Röportaj Yapan) <http://m.milliyet.com.tr/baskent-dogalgaz-halka-arz-icin-ekonomi-2523841/> adresinden alındı

- Torunlar GYO. (2018). *Torunlar GYO 2018 Faaliyet Raporu*. Torunlar GYO. http://www.torunlargo.com.tr/pdf/faaliyetraporlari/TRN_FRAT_2018_uyg37.pdf adresinden alındı
- Torunlar GYO. (2018). *Torunlar GYO Yatırımcı Sunumu*. http://www.torunlargo.com.tr/pdf/yatirimcisunumlari/TRGYO_Sunum_TR_Siyah_2018%2005%2009_1C%202018%20Finansal%20Neticeler.pdf adresinden alındı
- TSBP. (2011, Nisan). *Sermaye Piyasası Algı ve Yatırım Potansiyeli Belirleme Araştırması*. https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/06/ETM_baskanin_konusmalari_SP_algi_anketi_basin_sunumu_13042011.pdf adresinden alındı
- TSKB. (2018, 10 15). *Bizi Tanıyın: Kısaca TSKB*. TSKB Web Sitesi: <http://www.tskb.com.tr/tr/hakkimizda/bizi-taniyin> adresinden alındı
- Tuna, G. (2011). *Bir Kavram Kapitalizm Neyi Anlatır? Türkiye'de Kapitalizmin Ve Fetişizmin İnşa Süreci*. İstanbul: SAV Yayınları.
- Turnacıgil, S. (2012). Genel Olarak Gayirmenkul Yatırım Ortaklıkları ve İMKB'de Bir Araştırma. *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- TÜİK. (2018, 07 30). *İnşaat Maliyet Endeksi Haber Bülteni*. <http://tuik.gov.tr/PreHaberBultenleri.do?id=27747> adresinden alındı
- TÜİK. (2018). *TÜİK Haber Bülteni Sayı:30566, İnşaat işgücü Girdileri Endeksleri*.
- TÜİK. (2019). *TÜİK Haber Bülteni*. TÜİK. <http://www.tuik.gov.tr/PdfGetir.do?id=30815> adresinden alındı
- Türel, A. (2004). Türkiye'de İllere Göre Konut Üretiminin Farklılaşması. *Değişen Dönüşen Kent ve Bölge- 28. Dünya Şehircilik Günü Kolokiyumu Bildirler Kitabı* (s. 703-716). Ankara: ODTÜ.

- Türk, E. (2018, 03 12). *İrtifak Hakkı Nedir?* <http://www.sanayigazetesi.com.tr/irtifak-hakki-nedir-makale,1378.html> adresinden alındı
- Türkay, M. (2009). *Sermaye Birikimi, Kalkınma, Azgelişmişlik*. İstanbul: Sosyal Araştırmalar Vakfı Yayınları.
- Türkiye Kalkınma Bankası. (2007, Mart). *Raporlar*. Türkiye Kalkınma Bankası Web Sitesi: http://www.kalkinma.com.tr/data/file/raporlar/ESA/ga/2007-GA/GA-07-07-30_Kamu_Altiyapi_Yatirimlari.pdf adresinden alındı
- Türkmen Yılmaz, S. (2011). İMKB'de İşlem Gören Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Finansal Etkinliklerinin Veri Zarflama Analizi İle Değerlendirilmesi. *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 273-288.
- Uyar, M. (2009). Türk Hukukunda Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları. *Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimleri Enstitüsü*. İstanbul: Yayınlanmamış Doktora Tezi.
- Üreten, A. (2007). Gayrimenkul Değerleme Yöntemleri ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında Değer Tespiti. *Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimleri Enstitüsü*. Ankara: Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Valachi, D. J. (1977). REITs: A Historical Perspective. *Appraisal Journal*, 449.
- Vasconcelos, D. d. (2014). Minsky on "Big Government" . *Brazilian Journal of Political Economy*, 15-38.
- Vasudevan, R. (2009, Temmuz). Doların Uluslararası Rolü Sorgulanıyor mu? *Monthly Review*.
- Weeks, J., & Dore, E. (1979). International Exchange and the Causes of Backwardness . *Latin American Perspectives*, s. 62-87.
- White, L. (1984). *Free Banking in Britain: Theory, Experince, and Debate,1800- 1845*. Cambridge: Cambridge University Press.

- Wikipedia. (2017, 07 13). Wikipedia: <https://tr.wikipedia.org/wiki/Mortgage> adresinden alındı
- Wikipedia. (2018, 13 Ocak). Wikipedia. Wikipedia: <https://tr.wikipedia.org/wiki/Altyapi> adresinden alındı
- Wikipedia. (2019, 02 12). *Johann Christoph Gatterer*. Wikipedia Free Encyclopedia: https://en.wikipedia.org/wiki/Johann_Christoph_Gatterer adresinden alındı
- Wong, J. M., Thomas, S., & Chan, A. P. (2010). Strategic planning for the sustainable development of the construction industry in Hong Kong. *Habitat International*, 256-263.
- WorldBank. (2019, 03 19). *The World Bank Data*. WorldBank: <https://data.worldbank.org/indicator/FS.AST.DOMS.GD.ZS?end=2017&start=1960> adresinden alındı
- WPWealth. (2017, 05 03). *2016 Annual Market Review*. WPWealth |Financial Services and Wealth Management: <https://www.wpwealth.com/wp-content/uploads/sites/3/2017/05/AnnualMarketReview2016.pdf> adresinden alındı
- Wray, R., & Papadimitriou, D. (1998). The Economic Contributions of Hyman Minsky: Varieties of Capitalism and Institutional Reform . *The Jerome Levy Economics Institute*.
- YASED. (2018). *Uluslararası Doğrudan Yatırımlar 2018 Yıl Sonu Değerlendirme Raporu*. YASED Uluslararası Yatırımcılar Derneği.
- Yazıcı, R., & Yazıcı, A. (2018, 06 01). Gayrimenkul Sektörünün Gelişiminde Sermaye Piyasalarının Önemi. *The Journal of Academic Social Science Studies*, s. 391-411.
- Yelgen, E. (2010). Konaklama İşletmelerinde Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Uygulamaları: Alanya’da bir Araştırma. *Akdeniz Üniversitesi, Sosyal Bilimleri Enstitüsü*. Antalya: Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.

- Yelkenci, G. (2017, 06 22). *Özaksu Bakırköy projesi yıl sonunda başlıyor!* Emlak Kulisi: <https://emlakkulisi.com/ozaksu-bakirkoy-projesi-yil-sonunda-basliyor/535778> adresinden alındı
- Yeşilyurt, E. F. (2019, 08 21). *Akfen GYO'nun Otel gelirleri 6 Ayda 49 Milyon TL'yi Aştı.* Anadolu Ajansı Web Sitesi: <https://www.aa.com.tr/tr/sirkethaberleri/gayrimenkul/akfen-gyo-nun-otel-gelirleri-6-ayda-49-milyon-tl-yi-asti/652734> adresinden alındı
- Yi Man Li, R., & Chau, K. W. (2016). *Econometric Analyses of International Housing Markets*. Routledge.
- Yiğit, A. (2006, 09 14). *Otoprodüktör Uygulaması*. Elektrik Mühendisleri Odası: http://www.emo.org.tr/ekler/384dec9f5f7a64a_ek.pdf?dergi=4 adresinden alındı
- Yıldırım, B. (2008). The Capital Structure of Real Estate Investment Trusts. *ODTU, Uygulamalı Matematik Enstitüsü*. Ankara: Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Yıldırım, H. H. (2012). Gayrimenkul Yatırımlarında Getiri-Risk Hesabı ve Türkiye’de bir Uygulama. *Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimleri Enstitüsü*. İstanbul: Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Yıldırım, İ. (2017, 12 26). Gayrimenkul sektörü temsilcileri 2018'den ne bekliyor? (A. Ajansı, Röportaj Yapan)
- Yılmaz, A., & Uçak, A. (2012, Ocak). Dünya Ekonomisinde Finansallaşma Sürecinin Eleştirel Bir Değerlendirmesi. *C. Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, s. 67-84.
- Yılmaz, E. (2010). *Türkiye’de Kentsel Dönüşüm Politikaları ve TOKİ’nin Önenemez Yükselişi*. Academia: http://www.academia.edu/2180307/Türkiye_de_Kentsel_Dönüşüm_Politikaları_ve_TOKİ_nin_Önenemez_Yükselişi adresinden alındı

YÖK. (2018). *YÖK Tez Merkezi*. Yüksek Öğretim Kurumu Web Sitesi:
<https://tez.yok.gov.tr/UlusalTezMerkezi/giris.jsp> adresinden alındı

Yönder, E. (2015). REITs in Turkey: The Impact of the Deviations from the Global Systems. *ODTU Sosyal Bilimler Enstitüsü*. Ankara: Yayınlanmamış Doktora Tezi.

Zorlu Holding. (2018). *Zorlu Holding 2018 Yılı Faaliyet Raporu*.
<http://www.zorlu.com.tr/assets/files/faaliyet-raporlari/faaliyet-raporu-2018.pdf>
adresinden alındı

