

T.C.
İSTANBUL KÜLTÜR ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ

**TÜRKİYE'DE GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI: KAMU BANKA
HİSSELİ GYO'LARIN PERFORMANS ANALİZİ**

YÜKSEKLİSANS TEZİ
Farid Agha MOHAMMAD ESA
1800004585

Anabilim Dalı: İktisat
Programı: Para ve Sermaye Piyasaları

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Sinan ALÇIN

MAYIS 2021

T.C.
İSTANBUL KÜLTÜR ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ

TÜRKİYE'DE GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI: KAMU BANKA
HİSSELİ GYO'LARIN PERFORMANS ANALİZİ

YÜKSEKLİSANS TEZİ
Farid Agha MOHAMMAD ESA
1800004585

Anabilim Dalı: İktisat
Programı: Para ve Sermaye Piyasaları

Tez Danışmanı : Prof. Dr. Sinan Alçın
Jüri üyeleri : Doç. Dr. Deniz Dilara Dereli
Dr. Öğr. Üyesi Levent Polat

MAYIS 2021

İÇİNDEKİLER

KISALTMALAR LİSTESİ.....	iii
TABLolar LİSTESİ.....	iv
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	vi
ÖZET.....	vii
ABSTRACT	viii
GİRİŞ	1
1. GAYRİMENKUL TANIMI NİTELİĞİ VE TÜRLERİ.....	5
1.1. Gayrimenkul Kavramı	5
1.2. Gayrimenkul Türleri ve Özellikleri.....	6
1.2.1. Gayrimenkul Türleri.....	6
1.2.2. Gayrimenkullerin Özellikleri	8
1.3. Gayrimenkulde Değer Oluşumunu ve Etkileyen Faktörler	10
1.3.1. Enflasyon Faktörü	10
1.3.2. Kredi Koşulları ve Faiz Faktörü.....	11
1.3.3. Demografik Faktörler.....	12
1.3.4. Gelir Düzeyi Faktörü.....	13
1.3.5. Yasal ve Çevresel Faktörler	14
1.3.6. Piyasa Koşullarından Kaynaklı Faktörler	15
1.3.7. Diğer Faktörler	16
1.4. Gayrimenkullere İlişkin Yasal ve Düzenlemeler	17
1.5. Gayrimenkul Piyasası.....	19
1.5.1. Aktif Yatırımcı	21
1.5.2. Pasif Yatırımcı	21
1.5.3. Piyasa Oluşumu.....	22
1.6. Türkiye’de Gayrimenkul Piyasası	23
1.7. Türkiye’de Gayrimenkul Finansman Yöntemleri	26
2. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI.....	30
2.1. Tanımı	30

2.2. Amacı	32
2.3. İşleyişi	34
2.4. Kuruluşu	35
2.4.1. Kuruluş ve Dönüşüm Şeklinde	38
2.4.2. Münhasıran Portföyü İşletecek Ortaklıklar Şeklinde	40
2.5. Yönetim Yapısı	41
2.6. Yapılabilecek İşler ve Sınırlamalar	42
2.6.1. Yapılabilecek İşler	42
2.6.2. Sınırlamalar	43
2.7. Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Türleri	44
2.7.1. Özsermaye Temelli GYO	44
2.7.2. İpotek Temelli GYO	45
2.7.3. Karma GYO	46
2.8. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Faydaları	46
2.9. Türkiye’deki GYO’ların Nicel Görünümü	47
3. TÜRKİYE’DE GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ PERFOMANSLARI	54
3.1. Metodoloji	54
3.1.1. Araştırmanın Amacı	54
3.1.2. Araştırmanın Örneklemi ve Kısıtları	54
3.1.3. Araştırmanın Yöntemi	55
3.2. Araştırmanın Bulguları	55
3.2.1. Cari Oran	59
3.2.2. Asit-Test Oranı	61
3.2.3. Kaldıraç Oranı	63
3.2.4. Özkaynak Oranı	64
3.2.5. Karlılık ve Finansal Gerçekleşmeler	65
3.2.5.1. Özkaynak Değişimi	66
3.2.5.2. Brüt ve Esas Karlılık Değişimi	68
3.2.5.3. Dönem Net Kârı Değişimi	69
3.2.5.4. Hisse Başına Kazanç Değişimi	70
SONUÇ	72
KAYNAKÇA	77
EKLER	84

KISALTMALAR LİSTESİ

BK : Borçlar Kanunu

GYO : Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı

PYŞ : Portföy Yönetim Şirketi

SPK : Sermaye Piyasası Kurulu

SPKn : Sermaye Piyasası Kanunu

TBK : Türk Borçlar Kanunu

TMSF : Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu

TSPB : Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği

TTK : Türk Ticaret Kanunu

TMK : Türk Medeni Kanunu

TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 1.1. Gayrimenkullerle İlgili Mevzuat	17
Tablo 1.2. Türkiye’de İlk ve İkinci El Konut Satış Adetleri (2013-2020).....	24
Tablo 1.3. Maliyet Gruplarına Göre İnşaat Maliyet Endeksi (2015-2020).....	25
Tablo 2.1. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-48.1) ve Revizyonları	37
Tablo 2.2. Yatırım Enstrümanları Karşılaştırması (%) (2016-2020).	49
Tablo 2.3. Türkiye’deki GYO’ların Kayıtlı Sermaye Tavanı, Çıkarılmış Sermaye ve Hisse Sayısı	52
Tablo 2.4. Türkiye’deki GYO’ların Yatırım Dağılımları	53
Tablo 3.1. Halk GYO 2017-2020 Dönemi Bilançoları (Varlıklar).....	56
Tablo 3.2. Halk GYO 2017-2020 Dönemi Bilançoları (Kaynaklar).....	57
Tablo 3.3. Ziraat GYO 2017-2020 Dönemi Bilançoları (Varlıklar)	58
Tablo 3.4. Ziraat GYO 2017-2020 Dönemi Bilançoları (Kaynaklar).....	58
Tablo 3.5. Halk GYO ve Ziraat GYO Cari Oran (31.12.2017-31.12.2020)	61
Tablo 3.6. Halk GYO ve Ziraat GYO Asit Test Oranı (31.12.2017-31.12.2020)	62

Tablo 3.7. Halk GYO ve Ziraat GYO Kaldıraç Oranı (31.12.2017-31.12.2020)..... 64

Tablo 3.8. Halk GYO ve Ziraat GYO Özkaynak Oranı (31.12.2017-31.12.2020).... 65

Tablo 3.9. Halk GYO ve Ziraat GYO Özkaynak ve Ödenmiş Sermaye Değişimi (31.12.2017-31.12.2020)..... 66

Tablo 3.10. Halk GYO ve Ziraat GYO Brüt ve Esas Kârı (31.12.2017-31.12.2020) 68

Tablo 3.11. Halk GYO ve Ziraat GYO Dönem Net Kârı (31.12.2017-31.12.2020) . 69

Tablo 3.12. Halk GYO ve Ziraat GYO Dönem Net Kârı (31.12.2017-31.12.2020) . 70

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1. Konut Finansman Sisteminin İşleyişi 26

Şekil 2.1. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Portföy Değeri (Milyar TL ve Milyar Dolar) 51



Enstitüsü : Lisansüstü Eğitim
Anabilim Dalı : İktisat
Programı : Para ve Sermaye Piyasalar
Tez Danışmanı : Sinan Alçın
Tez Türü ve Tarihi : Yüksek Lisans- Mayıs, 2021

TÜRKİYE’DE GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI: KAMU BANKA HİSSELİ GYO’LARIN PERFORMANS ANALİZİ

ÖZET

Farid Agha Mohammad ESA

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO) portföylerinde gayrimenkul bulunan, onları işleten veya finanse eden anonim ortaklık niteliğindeki sermaye yoğun kuruluşlardır. GYO’ların temel fonksiyonu, küçük yatırımcıların tasarruflarının büyük gayrimenkul proje ve yatırımlarına yöneltmek ve aracılık yapmaktır. Gayrimenkul yatırım ortaklıklarına ortak olan yatırımcılar, portföyde bulunan gayrimenkullerin kira ve faiz gibi gelirlerinden faydalanmaktadır. GYO’ların finansman kaynakları ağırlıklı olarak satmış oldukları hisse veya pay senetlerinden meydana gelmektedir. Gayrimenkul piyasasında yatırımcı için en önemli konu, hedeflediği getiriye kendisine kazandırabilecek gayrimenkulü seçmek olduğundan GYO’lar bu noktada devreye girmektedir. GYO’lar profesyonellerin yönettiği kurumlar olduğundan uzmanlık deneyimleriyle küçük yatırımcılara kâr sağlayabilmektedir. Ancak GYO’ların küçük yatırımcının ilgisini çekebilmesi için istikrarlı bir mali yapıya sahip olması ve hisse getirisi üretebilmesi gerekmektedir. Bu çalışmada Halk GYO ve Ziraat GYO’nun 2017-2020 yılları arasında dört yıllık periyotta mali verileri ve performansları incelenmiştir. Elde edilen temel sonuç her iki GYO’nun özellikle 2020 yılında hem mali performans hem de hisse başına getiride güçlü bir görünüme kavuştuğu yönündedir.

Anahtar Kelimeler: GYO; Gayrimenkul, Halk GYO, Ziraat GYO, Piyasa.

Bilim Dalı Kodu :

University : Istanbul Kultur University
Institute : Graduated Studies
Department : Economics
Programme : Money and Capital
Supervisor : Sinan Alçın
Degree Awarded and Date : MA- May, 2021

REAL ESTATE INVESTMENT TRUSTS IN TURKEY: PERFORMANCE ANALYSIS OF JOINTLY-OWNED BANKS REIT.

ABSTRACT

Farid Agha Mohammad ESA

Real Estate Investment Trusts (REITs) are capital-intensive corporations in the nature of joint stock companies that have real estate in their portfolios, operate or finance them. The main function of REITs is to direct the savings of small investors to large real estate projects and investments and act as an intermediary. Investors who are partners in real estate investment trusts benefit from the income such as rent and interest from the real estate in the portfolio. The financing resources of REITs mainly consist of the shares or shares they sell. Since the most important issue for the investor in the real estate market is to choose the real estate that can bring him the targeted return, REITs step in at this point. Since REITs are institutions managed by professionals, they can provide profit to small investors with their expertise. However, in order for REITs to attract the attention of small investors, they must have a stable financial structure and be able to generate share returns. In this study, the financial data and performances of Halk GYO and Ziraat GYO in a four-year period between 2017-2020 were examined. The main result obtained is that both REITs achieved a strong appearance in both financial performance and return per share, especially in 2020.

Keywords: REIT; Real Estate, Halk GYO, Ziraat GYO, Market.

Science Code :

GİRİŞ

İnsanlık tarihinde; bir yerleşim yerine (toprak/arazi) sahip olma, bu yerleşim yerinde barınma (konut/mülk), barınılan yerde güvencede olma (mülkiyet hakkı) gereksinimi en temel ihtiyaçlar arasında olup meydana gelen ilişkinin sonuçlarından biri ise gayrimenkuldür. Bu ihtiyaçların giderilmesi ise özel çaba, zaman ve kaynak gerektirdiğinden gayrimenkul, sözcük anlamı olarak çabalamak ve gayret etmek kökünden gelmektedir. Modernleşme ile birlikte ortaya çıkan barınma gereksinimlerindeki niteliksel değişim, nüfus artışı, göç, sosyal ve ticari hareketlilik, toplumsal değişimler, iş yaşamının gelişmesi vb. gibi unsurlarla birlikte gayrimenkul kavramı siyasi, yasal, ekonomik, sosyal ve kültürel olarak çok boyutlu bir anlam, işlev, önem ve yere sahip olmuştur.

Gayrimenkullerin temel barınma gereksinimleri dışında ticari bir emtia olarak işlev görmesi ise gayrimenkul piyasası veya gayrimenkul pazarı mekanizmaları ile sağlanmaktadır. Her ticari faaliyette olduğu gibi bu piyasaların da kendine has özellikleri vardır. Gayrimenkul piyasalarının temel oyuncularına bakıldığında; alıcı-satıcı, arz-talep, ekonomik değer, yasal ve idari çevre gibi asli unsurların yanı sıra konum faktörü, dayanıklılık, arzın esnek olmaması, yüksek maliyet-yüksek fiyatlı ürün, getiri özelliği ve servet etkisi gibi özellikleri vardır. Gayrimenkul piyasasının basit konut alım-satımı ve bireysel ticari münasebetlerin ötesine taşınarak, ticari/kurumsal gayrimenkullerin de sürece dahil edilmesi ve böylece makro düzeyde bir ekonomik değer yaratılabilmesi için geniş kapsamlı bir piyasa mekanizması oluşturulması ihtiyacı ortaya çıkmıştır.

Gayrimenkulleri ticari alana taşıyarak yatırım statüsü kazandırmak, kazanç merkezi oluşturmak ve makro ekonomik faaliyetler arasındaki yer almasını sağlamak için Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO) adıyla bir piyasa mekanizması oluşturulmuştur. GYO, genel olarak küçük yatırımcı ile büyük projeler arasında aktarım mekanizması statüsündedir. GYO'lar, bireysel yatırımcıların kendi kaynakları ile elde etmesi güç olan büyük ticari projelerin inşası, finansmanı, satın alınması

ve/veya ortak olunması amacıyla küçük tasarrufları toplayarak bunlardan kâr elde etme amacına dayalı yapılardır. İlk örnekleri 1960'lı yıllardan itibaren ABD'de görülen GYO'lar, gayrimenkul piyasalarında; toplu konutlar, AVM'ler, iş merkezleri, liman ve havaalanı içi binaları, büyük ticari araziler vb. gibi gelir getiren mülkleri inşa ederek, satın alarak, kiralarak ve ortak olarak hissedarlarına kâr sağlamak için kurulmaktadır. Bu sistemin temel mantığı, küçük tasarruf sahiplerinin sermaye yoğun olan gayrimenkul sektörüne küçük birikimlerle yatırım yapma fırsatı verebilmektir. Nitekim GYO sistemi ilgi görmüş, günümüz itibariyle 30'dan fazla ülkede 296 adet GYO yaklaşık 1,14 trilyon dolarlık aktif büyüklüğü ile faaliyet göstermektedir.

GYO'ların faaliyetleri bakımından her ülkenin kendi koşul ve gereksinimlerine uygun olarak hukuk kuralları teşkil etmiş, aynı zamanda piyasa ekonomisi kurallarına göre oluşturulmuş yapı ve sistemleri vardır. Türkiye'de GYO'lar Sermaye Piyasası Kanunu'na göre "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 ortaklık olarak kabul edilmektedir. Diğer yandan Türkiye'de GYO'lar, Kurumlar Vergisi Kanunu'na göre normal üretim/hizmet işletmelerinden farklı olarak kurumlar vergisinden istisna tutulmakta ve gelir vergisi stopaj oranı da sıfırdır. Böylece gayrimenkul yatırımlarının gelişmesi ve küçük yatırımcının belli paylarda gayrimenkul hissedarı olması teşvik edilmektedir.

Türkiye'de GYO'lar, tüzel kişiliğe sahip anonim ortaklıklar olmakla birlikte "varlık ve haklardan oluşan portföyü işletmek" şeklinde çerçevelendirilmiştir. Buna göre bir GYO ilgili yasal ve idari koşulları karşılamak kaydıyla ani veya tedrici olarak kurulabilmekte, teşkil eden yönetim ile hissedarlar adına portföyü işletmektedir. Örneğin mevcut yasalara göre GYO'lar "varlık" olarak adlandırılan mülkler kapsamında; "alım satım kârı veya kira geliri elde etmek amacıyla; arsa, arazi, konut, ofis, alışveriş merkezi, otel, lojistik merkezi, depo, park, hastane ve benzeri her türlü gayrimenkulü satın alabilir, satabilir, kiralayabilir, kiraya verebilir ve satın almayı veya satmayı vaat edebilirler." Kapsamda GYO'ların amaçları (1) Gayrimenkul yatırımlarının cazip hale getirilmesi, (2) Yatırımcılar için yatırımlar ve yatırım araçları arasında güven ilişkisinin kurulması, (3) Yatırımcıların paylarıyla piyasada işlem

yapabilmesi, (4) Yatırımlarda yabancı ilgisinin çekilmesi ve ikincil piyasaların da işlem süreçlerine katılımının sağlanması şeklinde ilkesel olarak çerçevelendirilmiştir.

Türkiye’de halen 33 adet GYO faaliyet göstermektedir. Bunların da dağılımlarına bakıldığında; müstakil olarak kurulmuş olanlar, kamu/hazine iştirakiyle kurulmuş olanlar, özel sermayeli banka iştiraki olarak kurulmuş olanlar ve kamu sermayeli banka iştiraki olarak kurulmuş olanlar olmak üzere dört sınıfa ayırmak mümkündür. Bununla birlikte portföy işletmeciliği bakımından Türkiye’deki GYO’lar, kendi uzmanlık ve yatırım alanlarına göre toplu konut, AVM, iş merkezi, marina, liman vb. gayrimenkullerde ayrışabilmektedir. GYO’ların kurulma ve icra amacı hissedarlara kâr sağlamak olduğundan, küçük yatırımcı kendi karar ve amaçlarına göre GYO’lar arasında tercih yapabilmektedir. GYO’lar, reel piyasa koşulları altında faaliyet gösteren kurumlar olduğundan kâr veya zarar edebilirler. Diğer yandan GYO yönetiminin basireti, becerisi, yetkinliği, sermaye gücü, deneyimi, doğru yatırım kararları, hisse getiri performansı, yapısı, vb. kâr veya zarar sürecinde etkili ve önemli bir faktör olduğundan küçük yatırımcıların karar verirken bir takım kriterlere göre hareket etmesi gerekmektedir. Örneğin tek başına kısa dönem hisse getirisine odaklanması halinde GYO’dan kâr elde etmek mümkün olmayabilir.

Bu çalışmada Türkiye’deki GYO yapısı, sistemi, hukuki ve ticari sistemi incelenerek kamu sermayeli banka iştiraki olan Halk GYO ve Ziraat GYO’nın, 2017-2020 döneminde yıllık bazda temel mali oran, verileri, hisse getirileri ve karlılığı incelenerek performans göstergeleri analiz edilmiştir. Yapılan analizler sonucunda GYO’ların performans değerlendirmelerinde reel sektördeki diğer ticari kurumlar gibi yorumlanması ve değerlendirilmesinin mümkün olmadığı görülmüştür. Zira bu kurumların ellerinde işletme gereçleri ve yönetim binaları gibi temel varlıklar hariç; hammadde, stok, çek-senet gibi dönen varlık, alıcı-satıcı gibi aktif kalemleri vb. bulunmamaktadır. GYO’ların ellerinde, gayrimenkullere ilişkin mali varlık, haklar ve değerler bulunduğundan bazı kalemler dışında yatay ve dikey temel bilanço analizi yapılması güçtür. Bunun yerine GYO’ların daha çok cari oran, asit-test oranı, kaldıraç oranı ve özkaynak oranı gibi temel verileri değerlendirildikten sonra asıl olarak karlılık ve finansal gerçekleştirmeler bakımından; özkaynak değişimi, brüt ve esas karlılık değişimi, dönem net kârı değişimi ile hisse başına kazanç değişimi yönünden incelenmesi gerekmektedir.

Bu kapsamda üç bölüm halinde hazırlanan çalışmanın birinci bölümünde gayrimenkul kavramının tanımlanmasından başlamak üzere, gayrimenkul türleri ve özellikleri, gayrimenkulde değer oluşumunu ve etkileyen faktörler, gayrimenkullere ilişkin yasal ve düzenlemeler, Türkiye’de gayrimenkul piyasası, Türkiye’de gayrimenkul finansman yöntemleri hakkında açıklamalar yapılmış ve güncel veriler sunulmuştur. Çalışmanın ikinci bölümünde GYO’nın tanımı, amacı, kuruluşu, işleyiş sistemi, yasal durumu ortaya konulduktan sonra Yönetim Yapısı, yapabilecekleri iş ve işlemler, türleri açıklanmıştır. Çalışmanın üçüncü bölümünde Halk GYO ve Ziraat GYO’nun 2017-2020 yılları itibariyle kamuya açıklanan dört yıllık verilerinden yola çıkarak, performansları karşılaştırmalı olarak analiz edilmiştir.



1. GAYRİMENKUL TANIMI NİTELİĞİ VE TURLERİ

1.1. Gayrimenkul Kavramı

Gayrimenkul, kelime olarak Arapçada çabalamak ve gayret etmek anlamındaki “gayr” sözcüğü ile bir yerden taşınabilen şey anlamına gelen “menkul” sözcüklerinin birleşiminden meydana gelmektedir. Bir ek olarak önüne “gayr” geldiğinde ise “taşınmaz hale gelen” veya “taşınması mümkün olmayan” anlamı ortaya çıkmaktadır. Dolayısıyla gayrimenkul denildiğinde sözcük olarak Türkçe karşılığı “taşınmaz” olmaktadır (TDK Türkçe Sözlük, 2018; El Halil Arapça Sözlük, 2018).

Taşınmaz sözcüğü ile bir yerden alınıp başka yere götürülemeyen, taşınması mümkün olmayan; ev-konut, bina, arsa, arazi, tarla, işyeri vb. gibi müstakil unsurlar ifade edilmektedir. Gayrimenkul denildiğinde ise taşınmaz kavramı genişleyerek sayılan taşınmazla için daha geniş bir kavramsal içerik ifade edilmektedir. Örneğin taşınmaz sözcüğü ile ev-konut belirtilirken, gayrimenkul denildiğinde, ev-konut, bina, arsa, arazi, tarla, işyeri vb. gibi şeyleri kapsayan geniş bir anlam söz konusudur. Diğer yandan 4721 sayılı Türk Medeni Kanununda (TMK) “taşınmaz” kavramı ile arsa kast edilmekte olup, eşya hukukunda gayrimenkul denildiğinde ise arsa üzerindeki unsurlar belirtilmektedir. Ancak arsa ile üst yapı mütemmim cüzdür yani ayrılmazdır (Maç, 2017: 7; Özlük, 2019: 143).

TMK’nın “Taşınmaz Mülkiyetinin Konusu” hakkında hükümlerin yer aldığı 704. maddesinde “(1) Arazi, (2) tapu kütüğüne ayrı sayfaya kaydedilen bağımsız ve sürekli haklar ile (3) kat mülkiyeti kütüğüne kayıtlı bağımsız bölümler” mülkiyete konu taşınmazlar olarak belirtilmektedir (Türk Medeni Kanunu, Md. 704). Kanun maddesinde yer alan unsurların gayrimenkul olarak değerlendirilmesi mümkündür. 634 sayılı Kat Mülkiyeti Kanunu’nun 1. maddesine göre “tamamlanmış bir yapının kat, daire, iş bürosu, dükkân, mağaza, mahzen, depo gibi bölümler” gayrimenkulün bir parçası olarak kabul edilmektedir. Bir taşınmazın gayrimenkul olarak gerçek ve tüzel kişi adına kazanılması ise kural olarak tescil ile gerçekleşmektedir (TMK, Md. 705). Ancak “taşınmaz mülkiyetinin devrini amaçlayan sözleşmelerin geçerli olması, resmî şekilde düzenlenmiş bulunmalarına bağlıdır” gerçekleşmesi gerektiği gibi (TMK, Md.

706) “tapuya kayıtlı olmayan taşınmazlar üzerinde işgal yoluyla mülkiyet kazanılamaz” (TMK, Md. 707).

Gayrimenkulü, maliki olan kişiye çeşitli haklar verdiği konusunda ele alan Oğuzman, Seliçi ve Özdemir’e (2015: 10) göre “gayrimenkul, mülkiyetinde yer alan çıkarlar, menfaatler ve haklardan oluşan, toprağa kalıcı olarak bağlı olan ve yasal olarak tanımlanan herhangi bir şeyden oluşan malikin sahip olduğu haklar bütünüdür. Bu nedenle de gayrimenkul, temelindeki arsa, arazi ve üzerindeki inşa edilmiş her yapı ile birlikte bir bütündür.” Uluslararası Değerleme Standartları kurumuna göre gayrimenkul, “fiziksel bir varlık olan arazi ve bu arazi üzerine insanlar tarafından yapılmış yapılar” olarak kabul edilmektedir (SPK, 2006, Seri: VIII, No:45).

Gayrimenkul kavramına ilişkin 2013 sayılı Vergi Usul Kanun’unda (VUK) geniş bir açıklama yapıldığı görülmektedir. Gayrimenkuller kısmını yer aldığı VUK 269. maddesine göre; “(1) Gayrimenkullerin mütemmim cüzüleri ve teferruatı, (2). Tesisat ve makineler, (3) Gemiler ve diğer taşıtlar, (4) Gayrimaddi haklar” gayrimenkul olarak kabul edilmekte ve buna göre değerlemeye tabi tutulmaktadır (VUK, Md. 269).

1.2. Gayrimenkul Türleri ve Özellikleri

1.2.1. Gayrimenkul Türleri

Gayrimenkuller çoğunlukla konut olarak üretilmekte ise de farklı alanlarda kullanılan gayrimenkul çeşitleri de bulunmakta olup türleri hakkında aşağıda açıklamalar yapılmıştır.

Arazi: Arazi, toprak, iklim, topografya, ana materyal, hidroloji ve canlıların değişik oranda etkisi altında bulunan yeryüzü parçasıdır. Arazi, doğa ve insan tarafından eklenen her türlü eklenti ile birlikte yer yüzeyini, yer yüzeyinin altındaki toprak kısmı ve üzerindeki boşluk kısmı kapsayan yeryüzü parçasıdır. Arazi, iyelik ve kullanım haklarına konu olan yer yüzeyinin altında, üstünde ya da üzerinde oluşturulmuş tüm yapıları ile birlikte olan yeryüzü parçasıdır. Arazi, yeryüzünün

belirli ölçülerle sınırlandırılan, özel mülkiyete konu olabilen, sınırları, yüzölçümü ve niteliği belirlenmiş yeryüzü parçası olarak tanımlanmıştır (Kaynak, 2014: 7).

Tarımsal Gayrimenkul Arazisi: Tarım arazisi denilince ilk akla gelen kavramlar tarla, bağ, bahçe gibi kavramlardır. Tarım arazilerinin değerlendirme sektöründeki yeri incelendiğinde, arazinin lokasyonu, kullanılabilirliği ve üzerinde yetiştirilebilen ağaç, bitki ve bitki türlerine açısından üretim ve istihdam kaynağı olan tarım arazileri değerlemesi sektörde önemli bir yere sahiptir (Kaynak, 2014: 7).

Arsa: Ham arazi parçalarının üzerinde yapılan parselasyon ve imar çalışmaları neticesinde yapılaşmaya uygun hale getirilip, üzerine yapı inşa edilebilen arazi özelliği kazandırılması sonucu ortaya çıkan arazi parçası “Arsa” olarak tanımlanmıştır. Arsa, şekil ve büyüklük bakımından öngörülen imar aracı için bölünmüş, gerekli yol ağı yapılıp su ve elektrik ihtiyacı giderilmiş ve kanalizasyona bağlantısı hazırlanmış, yerel yönetimin sunduğu her türlü hizmet ve kolaylıktan yararlanabilecek kent, kasaba vb. bölgelerde yapı yapılması için ayrılmış araziler olarak tanımlanmıştır. Diğer bir deyişle ham arazi parçalarının yerleşme yerleri ile bu yerlerdeki yapılaşmaların; plan, fen, sağlık ve çevre şartlarına uygun teşekkülünü sağlamak amacıyla düzenlenmesine imar çalışması ya da işlemi denilmektedir. Parselasyon ise imar çalışmasının bir parçası olup ham arazinin yerleşime uygun hale getirilecek şekilde bölünmesi ya da birleştirilmesi işlemidir (Kaynak, 2014: 7).

Endüstriyel Amaçlı Kullanılan Gayrimenkul: Endüstri ya da diğer adıyla sanayi, hammaddeleri işlenmiş hale getirmek için uygulanan eylemlerin ve bu eylemleri uygulamak için kullanılan araçların tümü olarak tanımlanmıştır. Diğer bir ifadeyle sanayi, üretim faktörleri olan emek ve sermayenin kullanılarak, hammadde ve yarı mamul maddelerin işlenip mamul madde haline dönüştürülmesini sağlayan üretim sürecidir. Sanayi ya da endüstrinin en temel amacı, yapılan tanımlarda da anlaşılağı üzere, her türlü ham maddenin işlenerek ihtiyaçları karşılamak üzere yeni mamul ya da yarı mamul üretmektir. İnsan ihtiyaçlarının karşılanması açısından değerlendirildiğinde, üretimin başlangıç aşaması olması sebebiyle birinci basamakta yerini almaktadır. Gayrimenkulün endüstriyel amaçlı olarak ayrılmasının sebebi, endüstriyel faaliyetler neticesinde inşa edilen her türlü yapının bu kapsamda değerlendiriliyor olmasıdır (Ergin, 2013: 3).

Ticari Gayrimenkul: Endüstriyel anlamda ilk seviye üretim yapan fabrikalardan ileri teknoloji ürünlerin üretildiği fabrikalara kadar, üretilen mal veya hizmetlerin toptan ya da perakende olarak alım ve satımının yapıldığı pazarlara ev sahipliği yapan, alışveriş merkezleri, iş merkezleri, oteller, turizm tesisleri, işyerleri, ofis binaları, mağazalar vb. dâhil konusu ticaret olan her türlü işletmenin yer aldığı oldukça geniş bir yelpazeye sahip olan yapılardır (Ergin, 2013: 3).

Özel Amaçlı Gayrimenkul: Özel amaçlarla sadece özellikli kullanıcılara sunulmak üzere inşa edilmiş yapılardır. Bu özellikteki gayrimenkuller özel amaçlı kullanıldığından sektördeki sayıları oldukça az olmakla birlikte değerlemeleri oldukça zordur. Okullar, golf alanları, havalimanı, yat limanı, marina, ibadet alanları vb. bu tip gayrimenkullere örnek gösterilebilir (Ergin, 2013: 3-4).

Konut: Günlük hayattaki barınma ihtiyacını karşılamak üzere inşa edilen, apartman dairesi, villa, müstakil yapı vb. çeşitleri olan her türlü gayrimenkul olarak tanımlanmıştır. Sözlük anlamına bakıldığında ise, içinde yaşanılan ve mesken olarak kullanılan ev, apartman vb. yer olarak tanımlanan konut, piyasası açısından da gayrimenkul piyasaları içerisinde etkin piyasa teorisine en yakın piyasası olan gayrimenkul çeşididir (Ergin, 2013: 3-4).

1.2.2. Gayrimenkullerin Özellikleri

Gayrimenkullerin temel özelliklerini şu şekilde sıralamak mümkündür;

- **Konum Faktörü:** Gayrimenkulün en belirleyici özelliği konum faktörüdür. Konum, gayrimenkulün bulunduğu bölgeyi tanımlayan, bir anlamda gayrimenkulün kimliğini oluşturan faktörlerden biridir. Bunun yanında herhangi bir gayrimenkulün yalnızca bulunduğu bölgeye özgü olması, bir başka deyişle gayrimenkulün coğrafi konumu ve bu konumun sabit olması, o gayrimenkulün tek veya benzersiz olması anlamını taşımaktadır. Teklik veya benzersiz olma özelliği, çoğunlukla bir avantaj oluşturmakta, bir gayrimenkulün ancak konum ve diğer özellikler bakımından benzerlikler taşıyan alternatif bir gayrimenkul ile ikame edilebileceği anlamına gelmektedir (İçellioğlu-Şarkaya, 2013: 11-14; Heper-Baran, 2020: 11).

- **Dayanıklılık:** Sabit konuma ek olarak, gayrimenkule özgü bir diğer özellik ise dayanıklılıktır. Arazi, sınırları belli olan bir toprak parçası olup eskimeyen bir varlıktır, tahrip edilmesi kolay değildir. Bunun yanında binalar, araziye göre yıpranmaya tabi varlıklar olsa da fiziksel olarak bakıldığında yine uzun bir ömre sahiptir. Bu nedenle gayrimenkul, niteliğine ve elbette başka faktörlere göre değişmekle birlikte bazen yüzyıllarca ayakta kalabilen, uzun bir yaşam süresine sahip dayanıklı varlıklardır (İçellioğlu-Şarkaya, 2013: 11-14; Heper-Baran, 2020: 11).

- **Arzın Esnek Olmaması:** Toprağın arz esnekliğinin olmaması, herhangi bir coğrafi alanda tedarik edilen arsa miktarındaki yüzdelerik değişimin, arsa fiyatındaki yüzdelerik değişimden daha az olduğu anlamına gelir. Herhangi bir yerde talebin artmasına bağlı olarak fiyat artar ve bu talep ya mevcut arazinin daha yoğun kullanımı ya da yeni arazi temini ile karşılanabilir. Ancak arazi arzının kıt olması durumunda artan talebe karşı fiyatlar artsa da, arazi miktarını arttırmak mümkün değildir. Arazi arzının bu özelliği, kısa dönemde diğer gayrimenkuller için de geçerlidir. Piyasada oluşan talep ve fiyat artışını, arzın hemen karşılayabilmesi mümkün değildir. Dolayısıyla kısa dönemde ve özellikle arazi arzının yeterli olmadığı durumlarda fiyatı belirleyen en önemli unsur, talepteki artış olmaktadır (İçellioğlu-Şarkaya, 2013: 11-14; Heper-Baran, 2020: 11).

- **Yüksek Maliyet-Yüksek Fiyatlı Ürün:** Gayrimenkulün bir diğer temel özelliği, yüksek inşaat maliyetleri sebebiyle yüksek fiyatlı bir ürün olmasıdır. Yeni bir bina inşa etmenin ya da var olan binanın yenilenmesi için gereken maliyet, başka ürünler ile ya da ortalama gelir ile kıyaslandığında her zaman daha yüksek olmaktadır. Benzer şekilde arazi yapısının elverişsiz olduğu yerlerde yeni arazi tedarik edilmesi, yüksek maliyet gerektirebilmektedir ki bu, o bölgede talep arttığında arazi fiyatlarını da artıracak bir faktördür. Dolayısıyla, arazi ve yapım maliyetlerinin yüksek olması, nihai ürün olan gayrimenkulün de yüksek fiyatlı olması sonucunu getirmektedir (İçellioğlu-Şarkaya, 2013: 11-14; Heper-Baran, 2020: 11).

- **Getiri Özelliği:** Gayrimenkulün bir başka temel özelliği ise, dayanıklılığı, nispeten az bulunması ve pahalı bir ürün olması nedeniyle maddi bir varlık olarak işlev görebilmesidir. Herhangi bir yerde bulunan bir gayrimenkul periyodik aralıklarla gelir getirebilir veya satılması halinde - muhtemel değer artışı nedeniyle - sermaye kazancı

sağlayabilir. Bu yönüyle gayrimenkul bir tüketim ürünü olmanın ötesine geçerek, yatırım yapılabilen diğer varlıklar (hisse senedi, tahvil, kıymetli maden gibi) ile karşılaştırılabilen ve başka etkenlere bağlı olarak da tercih edilebilen bir yatırım ürünü olmaktadır (İçellioğlu-Şarkaya, 2013: 11-14; Heper-Baran, 2020: 11).

- Servet Etkisi: Gayrimenkulün maddi bir varlık olarak servet etkisi yaratmasının yanında, bireylerin kendilerini şimdi ve gelecekte güvence altına alma veya birikimlerini gelecek nesle bırakma isteği gibi sebeplerle gayrimenkul ve özellikle konut sahibi olma isteği, daha fazla tasarruf yapılmasına sebep olmaktadır. Bu bakımdan, gayrimenkul, sosyal refahın da belirleyicisi olan bir teminat olarak görülmektedir. Daha fazla tasarruf, bireyin ve toplumun gelecekteki refah düzeyinin artmasına, daha yüksek yatırımların yapılmasına olanak sağlamaktadır (İçellioğlu-Şarkaya, 2013: 11-14; Heper-Baran, 2020: 11).

1.3. Gayrimenkulde Değer Oluşumunu ve Etkileyen Faktörler

Gayrimenkullerde değer oluşumu etkileyen çok çeşitli faktörler vardır. Örneğin gayrimenkulün lokasyonundan genel ekonomik duruma, banka konut kredilerinden enflasyona kadar değer oluşumuna etki eden gelişme ve durumlardan söz edilebilmektedir. Bunlar hakkında aşağıda açıklamalar yapılmıştır.

1.3.1. Enflasyon Faktörü

Enflasyon fiyatlar genel düzeyinde arz-talep dengesini bozan sürekli bir artış halidir. Parasal şişkinlik olarak da kabul gören enflasyon, pazarda yerli para biriminin diğer para birimleri karşısında reel değer kaybı olarak da ortaya çıkmaktadır. Fiyattaki artışların enflasyon olarak nitelendirilmesi için belli koşulların oluşması gerekmektedir. Fiyatlarda gerçekleşen artışlar ayrı ayrı seviyelerde olsa dahi, hizmet ya da mal fiyatlarının çoğuna etki etmektedir. Bir ülkede yaşanan fiyat artışlarının enflasyon adıyla anılması, bir ya da birkaç hizmet ve mal fiyatında artış yaşanması değil, genel anlamda hizmet ve mal fiyatlarında artış miktarının ortalamasının alınması ile mümkündür (Pekin, 2008: 52). Diğer yandan fiyatlar genel düzeyindeki artış miktarının ekonomiyi etkileyecek oranda olmalıdır. Yalnız bu duruma net bir oran belirtmek yanlış olur. Fakat fiyatlar genel düzeyindeki %1 ile %2 arası bir artış

enflasyon kavramıyla orantılı manaya gelmemektedir (Ayazlar, 2015: 3). Enflasyon, ekonomide; gelir ve kaynak dağılımını bozduğu, yatırım ve tasarrufları ciddi oranda sınırladığı ve ekonomik ilerlemeyi yavaşlatan bir sürece sebep olduğu için bu kavramın önüne geçilmesinde fayda vardır. Eğer enflasyonun önüne geçilmezse, iktisadi çökmelere, sosyal karışıklıklara ve neticesinde siyasi krizlere yol açan enflasyonun sebeplerine ve derecesine bakılarak ayrı ayrı bölümlendirmeler ile tanımlandığı görülmektedir (Saraç, 2009: 4).

Fiyatı veya değeri bakımından konut ve enflasyon ilişkisine bakıldığında aralarında doğrusal bir ilişki olduğu ifade edilmektedir. Enflasyon oranlarında artış konut fiyatlarına da yansımaktadır. Türkiye açısından değerlendirildiğinde enflasyonist bir ortama ortaya çıktığında konut fiyatları bu duruma daha yukarıdan yanıt vermektedir. Örneğin Genel enflasyon oranı %10 ise konut fiyatlarında daha yüksek bir puan artışı söz konusu olabilmektedir (Nazlıoğlu ve İslamoğlu, 2019: 94-95). Gayrimenkul üretenler anaparalarının reel kıymetini güvenilir bir şekilde koruyabilmek için enflasyona karşı pozisyon alırlar (Öztürk ve Fitöz, 2009: 24). Konutta artan fiyatlar, yaşam pahalılığındaki artan hızın üstünde ortaya çıkan artışlar, fiyatlar üzerindeki konjonktüre karşı konutun en olası yatırımın olduğu algısı oluşmasına sebep olur. Bu durum konut talebindeki yoğunluğun artışına katkıda bulunmaktadır. Öte yandan yüksek enflasyonun etkilerini yaşayan bir ülkede yükselişe geçen faiz oranlarıyla birlikte konut talebi negatif yönde etkilemektedir. Fiyatlar genel seviyesindeki artış hane halkı gelirini azalttığı için alım gücü düşen bireylerin kiralık konut talebi de gerilemektedir (Odabaş, 2011: 46-47).

1.3.2. Kredi Koşulları ve Faiz Faktörü

Kredi koşulları ve faiz oranları gayrimenkul sektörüne yönelik talebin karar verme sürecini etkileyen ağırlıklı faktörlerden biri finansal piyasaların kredi koşulları ve faiz oranlarıdır. Özellikle “orta gelir” grubunda yer alan kesimi esas alan ödemede kolaylık sağlayan kredilerin, konut talebi üzerinde büyük ölçüde etkisi vardır. Gayrimenkul sektörü yönlendirilen finansman kaynağının büyük bir payını konut kredileri kapsamaktadır. Gayrimenkul sektörünün sürdürülebilir bir yapı kazanması finans kurumlarının taşınmaz sektörü havuzuna kaynak aktarması ile mümkündür (Gürlesel, 2009: 78).

Diğer yandan enflasyonun konut değeri üzerindeki etkileri faiz oranları kanalıyla da söz konusu olmaktadır. Enflasyon oranları yükseldikçe gayrimenkul alımlarında kullanılan konut kredi faiz oranları da artmakta bu da fiyatları hem enflasyon hem de faiz bakımından çift etki ile yükseltmektedir. Türkiye’de tüketici enflasyon oranı 2015 yılında %7.7, 2016 yılında %7.8, 2017 yılında % 11.1, 2018 yılında %20.3, 2019 yılında %11.8 ve 2020/Kasım’da %14.0 olarak hesaplanmıştır (TCMB, EVSD, 2020). GYODER’e (2020a) göre 2010 yılında 104,9 olan Konut Fiyat Endeksi (KFE) 2020 yılında %98,6 oranında artarak 203,2 puana yükselmiştir. Konut fiyatlarına ve değerlemesine etki eden çok sayıda değişken olmakla birlikte faiz yükü bakımından örnek bir hesaplama ile enflasyon ve konut fiyatı arasındaki ilişkiyi ortaya koymak mümkündür. Örneğin kamu bankalarından 2015 yılında ortalama aylık % 0,9 oranından 120 ay vadeli 300.000 TL kredi kullanan bir kişi aylık ortalama 4.100 TL olmak üzere toplam 492.000 TL geri ödeyecektir. Enflasyon oranlarının yüksek seyrettiği 2019-2020 yılı ortalamasına göre kamu bankalarından aynı tutar için çekilen konut kredisi için aylık ortalama %1,5 faiz oranından 5.400 TL taksit ödeyecektir. Bu durumda toplam geri ödeme 648.000 TL olacaktır. Sadece faiz oranı farkından dolayı konut değerinde 156.000 TL artış söz konusudur. Bu artışa enflasyon da eklendiğinde tüketici tarafında maliyetlerin nasıl yükseldiği ortadadır.

Taşınmaz fiyatlarını borçlanılan finansman kaynaklarının maliyeti etkileyeceğinden faiz oranları üzerindeki değişiklik gayrimenkul alımlarında etkili olan parasal gücün değişikliğine sebep olmaktadır. Finansal maliyetlerin artış göstermesi toplam taşınmaz talebi üstünde azalış gösteren bir grafik izlemesine sebep olmaktadır. Buna bağlı olarak konut fiyatlarının düşen bir yapıda ilerlemesine yol açmaktadır. Yani taşınmaz fiyatları ile faiz oranları arasındaki bağ talepte oluşan azalma sebebiyle birbirine zıt bir şekilde ilerleyen yapıdadır (Odabaş, 2011: 43).

1.3.3. Demografik Faktörler

Nüfusu oluşturan yapının ve bileşkelerin analizinin yapılması konut sektöründe konut talebinin gidişatının belirlenmesinde önemli bir faktördür. Gayrimenkul sektörüne yön veren demografik yapıyla bütünleşen unsurlar şunlardır (Dalkılıç ve Aşkın, 2016: 67).

- Nüfus artışı
- Büyük kentlere taşınma
- Faktör gelirlerinin nüfusun karar sürecine tesiri
- Kentleşme politikaları
- Hane halkı yapısında gerçekleşen değişikliklerdir.

Nüfusun yapısıyla ilgili özellikler ülke ekonomisini direkt olarak etkisi altına almaktadır. Türkiye nüfusunda genç ve enerjik nüfus yoğunluğunun var olması ekonomide verimliliği ve canlılığı sağlamaktadır. Bir ülkenin nüfus yapısının özellikleri “tüketime” dayanan sektörlerin çekirdeğini oluşturan etkenleridir. Nüfusun artışı gayrimenkul sektöründe talebin artmasını sağlayan en etkili öğelerden biridir. Öte yandan az gelişmiş olan ülkelerin ciddi sorunlarının başında hızla artan nüfusa karşı konut açığının bulunması gelmektedir. Diğer bir ifadeyle artan nüfusla beraber konut ihtiyacı da ortaya çıkmaktadır (Özlük, 2015: 69). Nüfusun yapısında gerçekleşen değişime dayanarak konut talebinin zikzak çizeceği savı evrensel olarak kabul gören bir saptamadır. İktisadi olayların özünde bulunan nüfus değişimleri taşınmaz talebine yön veren ana unsur olarak görülmektedir (Odabaş, 2011: 55).

1.3.4. Gelir Düzeyi Faktörü

Gelir, fertlerin refah düzeyini ve ödeyebilme gücünün göstergesi olan bir kavram olup taşınmaz talebi üzerinde etkili bir faktördür. Fertlerin gelir düzeyi ile taşınmaz talebi arasında doğru orantılı bir durum söz konusudur. Bireylerin konut alımlarında ve kira ödemelerinde yapmış olduğu ödemeler gelirinin büyük bir kısmını kapsamaktadır. Bu sebeple gelir artışına bağlı olarak taşınmaz talebi de artan bir seyir izlemektedir. Hane halkının gelir dağılımında görülen farklılıklar da fertlerin taşınmaz taleplerine bakış açısını değiştirmektedir (Durkaya, 2012: 13).

Gelir dağılımında görülen bu farklılıklar ise “coğrafi, sektörel ve fonksiyonel” şeklinde sıralanmaktadır. Ülkelerin kimi kesiminde yaşamını sürdüren fertlerin milli

gelir içerisinde almış oldukları pay fazla iken bazı kesiminde bulunan fertler için bu pay daha az olmaktadır. Sözü edilen dağılımda coğrafi farklılık etkili olmaktadır. Tarım sektörü, hizmet sektörü ve sanayi sektörünün milli gelir içerisinde almış oldukları pay ise sektörel farklılıkları ifade etmektedir. Son olarak farklı sosyal gruplar arasında gelir dağılımında görülen farklılığı ortaya koymaktadır (Durkaya, 2012: 13).

1.3.5. Yasal ve Çevresel Faktörler

Gayrimenkullerin değer gelişiminde, uygulanan kamu politikaları, vergi yükü, çevresel düzenlemeler vb. etkili olmaktadır. Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği'nce geliştirilen Türkiye Gayrimenkul Değerleme Standartları (TUGDES) çalışmasında yer verilmiş olup bu faktörler kısaca şu şekilde açıklanmıştır:

- Devlet Politikaları: Gayrimenkul fiyatına etki eden önemli unsurlardan biri de devletlerin politik tutumları ve yasal eylemleridir. Gayrimenkul piyasası devletin politikası sonucunda oluşan yasal ortamdan direkt olarak etkilenir.
- Vergi: Devletin vergilerle ilgili düzenlemeleri gayrimenkul piyasasını direkt olarak etkiler. Gayrimenkulle ilgili vergilerin düşürülmesi veya belli dönem vergi alınmama kararları gayrimenkul satışını arttırırken vergilerin yükseltilmesi de tersi yönde bir etkiye neden olur.
- Sektör Bazlı Kararlar: Devletlerin özel sektörleri teşvik etmek, istihdam yaratmak ve bir sektörün gelişmesine katkı sağlamak amaçlı aldığı kararlar gayrimenkul değerleri üzerinde etki yapmaktadır. Örneğin, geçmiş zamanlarda turizm sektöründe devlet eliyle arazi tahsis edilmesi, sektördeki turizm tesisi sayısını arttırmış ve yatırımcının bu alana kaymasını sağlamıştır.
- Muafiyet, Teşvikler: Teşvikler, vergi kolaylıkları veya indirimi doğrultusunda devlet kararları gayrimenkul değerleri üstünde rol oynamakta ve yatırımların bu bölgede yoğunlaşmasını sağlamaktadır.
- Çevresel Faktörler: Gayrimenkulün bulunduğu çevre şartları da gayrimenkul fiyatları üzerinde önemli rol oynamaktadır. Bu kapsamda iklim şartları

önem arz etmektedir. Gayrimenkulün bulunduğu bölgenin iklimi, gayrimenkul değerini etkilemektedir. Bölgenin yağmur ya da kar alma oranı, güneşli gün sayısının fazlalığı, aşırı yağış yüzünden sel riskinin bulunup bulunmadığı bu açıdan önemlidir. Sürekli yağış alan bir bölgedeki gayrimenkul fiyatlarının, yeterince güneş alan bölgedeki gayrimenkul fiyatlarından daha düşük olması beklenir.

- Çevresel Bölgenin Niteliği: Gayrimenkulün deniz, göl, nehir, boğaz gibi manzaralara sahip olması o gayrimenkulün çekiciliğini artırarak alıcının tercihinde önemli bir rol oynaması bakımından değerlendirmede önemli bir kriterdir. Arazi şartları, arazinin düz veya engebeli oluşu, yokuş olması, toprağının verimli ve tarıma uygun olup olmaması değerlemede önem arz eder. Gayrimenkulün yer aldığı bölgenin gelişip büyümesine etki edebilecek dağ, nehir, göl, deniz gibi sınırlayıcı etkenler değerlemede rol oynar.

1.3.6. Piyasa Koşullarından Kaynaklı Faktörler

Piyasa koşulları bakımından gayrimenkulün değerine etki eden ilk faktör nadir bulunma durumudur. Genel olarak bir mala talep sabit ise malın kıtlığı onu daha değerli hale getirir. Ancak bu durumda o malın yararlılığı da çok önemlidir. Örneğin, merkezi yerde bulunan fakat imarı olmayan arsa daha nadir olmasına rağmen merkeze daha uzak olan ama imara açık bir arsa tercih edilebilir. Bu sebeple malın hem kıt hem de yararlı olması tercih sebebidir.

Benzer şekilde arz-talep dengesi de gayrimenkul üzerinde etkili bir faktördür. Gayrimenkul sektöründeki anlamıyla arz, belirli zaman aralığında, belirli bir piyasada, belirli bir tip taşınmaz miktarının, değişik fiyatlar altında satış veya kiralamaya hazır olması anlamına gelir. Gayrimenkul yatırımcısı kazancının yüksek olduğu bölgelerde, arzını arttırır. Bu taşınmazın belirli zamanda, belirli piyasada, belirli bir fiyatla sunulması kıtlık durumunu gösterir ve bu da değerlin temel taşlarındandır. Talep ise bir gayrimenkulün satın alınma ya da kiralanma isteği ve bunun yapılabilme yeteneğidir. Genel olarak düşük fiyatlı gayrimenkule talep daha çokken, yüksek fiyatlı gayrimenkule ise daha azdır. Belli bir kullanım durumu için gayrimenkulün arzını kısa sürede arttırmak mümkün olmadığı için gayrimenkul değerleri var olan talepten hızlıca etkilenir.

1.3.7. Diğer Faktörler

Yukarıda sıralanan faktörler haricinde birçok faktörün gayrimenkul değerine etki ettiğini söylenebilir. Yerel inşaat faaliyetleri, imar kısıtlamaları ve yerel yönetmelikler, yeni arz ve fiyatların çok fazla veya çok az miktarda arzına tepki gösterdiğini belirtir, parklara ve oyun alanlarına yakınlık, gürültü kirliliği, ışık kirliliği, suç, imar kanunları, hava kalitesi, internet bağlantısı kalitesi, trafik hacmi, yol kalitesi gibi birçok faktör gayrimenkul değerini etkilemektedir. TUGDES kapsamında birkaç örnek şu şekildedir;

- Denge: Gayrimenkulün getirilerinin artıp azalması, verimli kullanılabilip kullanılamaması veya kullanım amacına uygunluğu denge ilkesi gereğidir. Tüm bunlar da gayrimenkul değerine etki eder.
- Çevre Uyumu: Yanında yeşil alan bulunan bir gayrimenkul, yanında hafriyat döküm tesisi bulunan benzer bir gayrimenkulden daha tercih edilebilir olup değeri daha yüksektir.
- Çevreyle Olan Etkileşim: Alışveriş Merkezi, hastane, okul gibi yapılarla gelişmekte olan bir bölgedeki konut değeri, bu bölgenin çekim merkezi olmasıyla yükselir.
- Kullanışlılık: Gayrimenkulün tasarım özellikleriyle kullanıcı için konfor şartlarını sağlamasının değerlemeye etkisi vardır.
- Çoğalan veya Azalan Piyasa Gelirleri: Gayrimenkulün bulunduğu bölgenin ticari veya bireysel bazda gelirinin artıp azalması değere etki eder.
- Gayrimenkulün Bulunduğu Bölgede Değişim ve Beklenti: Gayrimenkulün bulunduğu bölgede yapılması beklenen alışveriş merkezi, yeşil alan gibi faktörler değere etki eder. Ayrıca, kentsel dönüşüm beklentisi olan bölgelerde de bu durum değerlemeye etki eder.

- Gayrimenkul Değerlemede Risk Etkenleri: Gayrimenkul değerini etkileyen faktörlerden biri de belirsizlik durumudur.

Sınırsız sayıda unsurun etki ettiği gayrimenkul değerinin belirlenmesinde gayrimenkulleri gruplandırmak kolaylık sağlamaktadır. Net değer kestirilebilmesi için kısıtlı tutulan unsurların tam doğru olmayacağı düşünülmekte ise de analiz ve işlem kolaylığı açısından en çok etki eden faktörler incelenmeye tabi tutulmaktadır. Teknolojinin zirve noktasına ulaştığı günümüz koşullarında bilgisayar programında yapılmakta olan değerlendirmelerde gayrimenkul değerine etki eden faktörlerin içeriği geniş tutulmaktadır. Çok sayıda veri analizinin mümkün olması net değer tespitinde artık her türlü unsurun programa eklenerek hesaplanabilme imkanı sunmaktadır.

1.4. Gayrimenkullere İlişkin Yasal ve Düzenlemeler

Türkiye’de gayrimenkullerle ilgili birçok yasal düzenleme bulunmaktadır (Tablo 1.1). Söz konusu bu yasal düzenlemeler gayrimenkulün vergilendirilmesi, kamulaştırması, satılması, kiralanması, haczedilmesi, kredilendirilmesi, ruhsatlandırılması, toplulaştırılması, imar edilmesi, şuyulandırılması, paylaşılması, birleştirilmesi (tevhit), ayrılması (ifraz), irtifak veya intifa hakkı kurulması, tescillendirilmesi, şerh düşülerek kısıtlandırılması, ipotek edilmesi, teminat olarak gösterilmesi vb. birçok amaç için kullanılmaktadır. Tüm bu iş ve işlemlerin gerçekleştirilebilmesi için konusuna bağlı olarak birçok kanun, yönetmelik ve tebliğ bulunmaktadır. Gayrimenkulün değerlerinin tespitinde bilinmesi ve izlenmesini gerektiren çeşitli kanunlar ile bunlarla ilgili yönetmelikler mevcuttur. Bu kanunlardan en önemlileri; İmar, Kadastro, Kamulaştırma, Emlak Vergi ve Arsa Kanunudur.

Tablo 1.1. Gayrimenkullerle İlgili Mevzuat

Gayrimenkullerle İlgili Kanunlar				
Türk Medeni Kanunu	Türk Ticaret Kanunu	Arsa Ofisi Kanunu	Yapı Denetimi Hakkında Kanun	Vergi Usul Kanunu
İmar Kanunu	Kat Mülkiyeti Kanunu	Devlet İhale Kanunu	Çevre Kanunu	Gelir Vergisi Kanunu
İskan	Kamulaştırma	Gayrimenkul Kiraları	Kıyı Kanunu	Katma Değer Vergisi

Kanunu	Kanunu	Hakkında Kanun		Kanunu
Belediye	Kadastro	Emlak Vergisi Kanunu	Boğaziçi Kanunu	Veraset ve İntikal Vergisi
Kanunu	Kanunu			Kanunu
Büyükşehir Belediyesi Kanunu	Tapu Kanunu	Borçlar Kanunu	Harçlar Kanunu	Damga Vergisi Kanunu
Kooperatifler Kanunu	Orman Kanunu	Konut Finansmanı Sistemine İlişkin Çeşitli Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun (Mortgage)		
Gayrimenkullerle İlgili Yönetmelikler				
Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Hakkında Yönetmelik				
BDDK'nın Bankalara Değerleme Hizmeti Verecek Kuruluşların Yetkilendirilmesi ve Faaliyetleri Hakkında Yönetmelik				
Gayrimenkullerle İlgili Tebliğler				
Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri: VI, No: 11)				
İpotek Teminatlı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (Seri: III, No: 33)				
Konut Finansmanı Fonlarına ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (Seri: III, No: 34)				

Kaynak: (Lal Değerleme, 2020).

İmar Kanunu: 3194 sayılı İmar Kanunu (1985), yerleşim yerlerindeki yapıların; sağlık, çevre şartları, plan ve fen işlerine uygunluğunu düzenlemek amacıyla hazırlanmıştır. Belediyeye dahil alanlar ve mücavir alanların hem içinde hem de dışında kalan alanlarda yapılacak planlar ve inşası yapılacak tüm özel ve resmi yapılar bu kanun kapsamındadır. Bu kanuna göre herhangi bir saha, plan esaslarına, bulunduğu bölgenin koşullarına ve yönetmelik hükümlerine aykırı amaçla kullanılamaz.

Kamulaştırma Kanunu: 2942 sayılı Kamulaştırma Kanunu (1983); kamunun yararına olan durumlarda gerçek ve özel hukuk tüzel kişilerinin mülkiyetinde olan taşınmazların, kamu ve devlet tüzel kişilerin kamulaştırılmasındaki işlemleri, kamulaştırma bedelinin hesap edilmesini, taşınmazın ve irtifak hakkının idare adına tescil edilmesini, kullanılmayan taşınmazın mülk sahibinden geri alımını, taşınmazların idareler arasındaki devir işlerini, karşılıklı hak ve sorumlulukları ve bunlardan kaynaklanan uyuşmazlıkların çözüm yöntem ve usullerini düzenleme

amacını taşır. Özel yasalara dayanılarak özel ve gerçek hukuk tüzel kişileri namına yapılacak kamulaştırma işlemlerinde de, bu kanunun hükümleri esastır.

Kadastro Kanunu: 3402 sayılı Kadastro Kanunu'nun (1987) amacı, ülke koordinat sistemine göre yurdun kadastral veya topoğrafik kadastral haritasına göre taşınmaz mal sınırlarını, harita ve arazi üstünde göstererek hukuki durumlarını belirlemek suretiyle 4721 sayılı Türk Medeni Kanunu'nun belirttiği tapu sicilini düzenlemek, mekansal bilgi sistemi için bir veri tabanı üretmektir.

Tapu Kanunu: 2644 sayılı Tapu Kanunu'na (1934) göre gayrimenkul tescilinde, gayrimenkul devlete ait ise gayrimenkulün bulunduğu yerdeki en büyük mal memuru, özel idareye ait ise vali, vakfa ait ise vakıf memuru veya müdürü, belediyeye ait ise belediye başkanı, köye ait ise muhtar ve özel kanunla oluşmuş diğer hükmi şahıslara ait ise bunların kanuni temsilcileri yetkilidir. Bu temsilcilerin yetkilerini nasıl kullanacağı ilgili kanunlarda belirtilmektedir.

1.5. Gayrimenkul Piyasası

Gayrimenkul piyasasında yatırımcı için en önemli konu, hedeflediği getiriye kendisine kazandırabilecek gayrimenkulü seçmektir. Gayrimenkulü fiilen kullanmak gibi amacı olmadığı için gayrimenkulün fonksiyonel özellikleri kendisi için bir değer kazanmayacaktır. Getiri, yatırımdan beklenen kazançtır. Gayrimenkule yatırım kararının alternatifi eldeki nakit paranın mevduat, hazine bonusu, devlet tahvili vb. yatırım araçlarında değerlendirilmesidir. Yatırımcı hangi alternatif daha cazip ise onu tercih edecektir. Zira gayrimenkul satışı zor, yani likidite riski yüksek bir yatırım aracıdır (Gür, 2000: 11-12).

Çeşitli özelliklere sahip olan bireysel yatırımcılar, kendi nam ve hesaplarına göreceli olarak küçük çapta işlem yapan yatırımcıdır. Bireysel yatırımcılar piyasalarda kurumsal yatırımcılar ile birlikte çalışma gösterirler fakat özellikleri farklıdır. Kurumsal yatırımcıların aksine bireysel yatırımcılar profesyonel değildirler ve destek almazlar. Çok sık işlem yapmaları sebebiyle işlem maliyetleri yüksektir. Piyasa fiyatları doğrultusunda hareket ederler ve piyasadaki ağırlıkları azdır. Piyasa zamanlaması becerileri iyi olmayan bireysel yatırımcılar, riski para kaybetmek veya

olumsuz bir durum olarak görür ancak riskin farkına da para kaybettikten sonra varmışlardır (Gür, 2000: 11-12).

Gayrimenkul sektöründe, temelde üretici (satıcı / piyasada oluşan talep doğrultusunda gayrimenkul arz eden) ve tüketici (alıcı / konut talebinde bulunan veya gayrimenkule yatırım yapmak isteyen) olmak üzere iki taraf bulunmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde gayrimenkul piyasaları genellikle organize değildir ve yapılan işlemler kayıt dışı kalmaktadır. Kurumsal gayrimenkul piyasalarında ise alıcı ve satıcı haricinde piyasayı düzenleyen ve denetleyen uzman kurum ve kuruluşlar yer almaktadır (Yalçiner 2018: 38-41).

Piyasa tüketicileri, gayrimenkul piyasalarının talep yönünü oluşturan, gayrimenkul kiralamak, satın almak veya gayrimenkule dayalı yatırım yapmak isteyen taraftır. Tüketici grup, farklı gelir gruplarına tabi olup dolayısı ile mekânsal ihtiyaçlar ve beklentiler noktasında da farklı talepler oluşturmaktadır. Talebin büyük kısmını genellikle konut gereksinimi olan bireyler oluşturmakta, bunun yanında birikim fazlası olan birey veya gruplar da uzun vadeli bir yatırım seçeneği olarak gayrimenkule veya gayrimenkule dayalı getirilere yatırım yapmak istemektedir (Yalçiner 2018: 38-41).

Piyasa üreticileri, gayrimenkul piyasalarındaki talebi karşılayan taraftır. İnşaat firmaları, gayrimenkul geliştirme ve yönetim firmaları, taşeron firmalar ve müteahhitler gayrimenkul üretmektedir. Ayrıca ülkenin konut politikaları doğrultusunda merkezi yönetimin de zaman zaman konut üretiminde rol aldığı görülmektedir. Piyasa düzenleyicileri, merkezi ve yerel yönetimlerdir. Merkezi yönetim, ülkenin ekonomi politikalarını belirlemek, faiz oranları ve vergi ile ilgili düzenlemeler yapmak, büyük yatırım projeleri gerçekleştirmek gibi stratejik kararları ile piyasanın en önemli düzenleyicisi olmaktadır. Bunun yanında merkezi yönetim tarafından yapılan yasal düzenlemeler ve sermaye piyasası kurumları aracılığı ile gayrimenkul sektörünün yasal zemini oluşturulmakta, piyasada işlem yapacak tarafların belirlenmesi, yetkilendirilmesi, yönetilmesi ve denetlenmesi sağlanmaktadır. Yerel yönetimler ise altyapı ve planlama çalışmaları ile daha küçük ölçekte de olsa arzın belirlenmesi, talebin artması konusunda etkili olabilmektedir (Heper-Baran, 2020: 17).

1.5.1. Aktif Yatırımcı

Aktif yatırımcılar gayrimenkul üzerinde inisiyatif sahibi olmak isterler, bunlar yatırımlarını kimseden yardım almadan kendileri yaparlar, artı ve eksi durumlara katlanmak zorunda kalırlar. Bu kişiler risk almayı sever ve bu durumdan pişmanlık duymazlar. Yatırımcı genellikle sektör analizini tam yapamadığı için hataya daha yatkın olduğu bir gerçektir. Hata payları yüksek olduğu için gayrimenkul yatırımdan zarar etmeleri kaçınılmazdır. Bu hata paylarını en aza indirmek için ciddi bir sektör takibi ve bilgi sahibi olmalı gerekmektedir. Böylelikle yatırımlarını korumuş ve zarar etme ve para kaybını en aza indirmiş olurlar. Gayrimenkul sektörü hem iç piyasa hem de dünya genelinde yaşanan siyasi ve ekonomik süreçlerden ciddi bir şekilde etkilenen bir sektördür. Bu gelişmeleri iyi takip etmek gerekir, döviz piyasasında yaşanan gelişmeler, gayrimenkul yapım maliyetlerinin artması ve satış sürecin bu etkilere yansımaları ciddi sıkıntılar yaratabilir. Ekonominin ciddi şekilde etkilendiği bu sektörde maliyetlerin artması sonucunda ileriye dönüp iyi bir planlamaya yapılmadığı takdirde zarar kaçınılmazdır. Bu sebeple yatırımcının dikkat etmesi gerekir (Çıkılı, 2010: 4-5).

1.5.2. Pasif Yatırımcı

Pasif yatırımcı gayrimenkul yatırımını profesyonel yatırım şirketlerine devreden kişidir. Yatırımcının gayrimenkul yatırımının sonucuna etkisi son derece azdır. Kendisi yaptığı yatırımı profesyonel bir ekibin takip etmesini daha uygun bulmaktadır. Bu tarz yatırımcılar karar mercii olarak biraz daha geri planla yer almaktadırlar. Bu şekilde yatırımlarını daha güvene almış olurlar. İşin profesyoneller ile çalışmak her zaman onlara mantıklı gelmiştir. Ekonomik gelişmeleri takip edebilen bir ekiple çalışmak her zaman yatırımlarını güvende tutma anlamına gelmektedir. Profesyonel ekipler ekonomik ve siyasi gelişmeleri her zaman takip eden ve bu doğrultuda hizmet vermekte olduğu yatırımcıları her zaman ileri taşımak için çaba gösterirler. Bu tarz çalışmalar her zaman daha etkin ve yatırımcının zamanında daha verimli kullanması için ona avantaj sağlar. Yatırımcı kendi için doğru yolun bu tarz çalışma içerisinde olduğunu bilir ve ekibe devrettiği işler ile ilgi bilgilendirme olarak kendi zamanını daha verimli kullanma şansını yakalayabilir (Çıkılı, 2010: 4-5).

1.5.3. Piyasa Oluşumu

Gayrimenkul piyasaları, diğer piyasa ürün ve hizmetlerinden ayrılan temel özellikleri sebebiyle küçük ve parçalı yapıdadır. Bir başka ifadeyle gayrimenkulün çeşitli özelliklerinden dolayı, birbiriyle etkileşim içinde olan alt piyasalar veya alt sektörler oluşmaktadır. Bu alt piyasa ya da sektörler aşağıdaki gibi sınıflandırılabilir (Heper-Baran, 2020: 19-20):

- Makro düzeyde konum özelliği: Gayrimenkulün bulunduğu ülke, şehir veya belli özellikleri olan bir bölgede yer almasından kaynaklanan alt piyasalar (Asya ülkeleri gayrimenkul piyasası, Japonya gayrimenkul piyasası ya da İstanbul gayrimenkul piyasası gibi),
- Mikro düzeyde konum özelliği: Gayrimenkulün kentsel alan içindeki konumundan kaynaklanan alt piyasalar (Kent merkezi, banliyö gibi),
- Kullanım amacı: Gayrimenkulün kullanım amacından kaynaklanan alt piyasalar (Konut piyasası, arsa piyasası, ofis piyasası, alışveriş merkezi piyasası gibi),
- Mülkiyet yapısı: Gayrimenkulün mülkiyeti veya gayrimenkul üzerindeki haklar ile ilgili oluşan alt piyasalar (Kira piyasası, konut sahipliliği gibi),
- Finansman yapısı: Gayrimenkulün finansmanını üstlenen kurumlar veya finansman yöntemi açısından oluşan alt piyasalar (Kamusal finansman, özel sektör veya kooperatif eliyle gayrimenkul üretimi, kişisel birikimler ya da ödünç alınan fonlar yoluyla gayrimenkul satın alma gibi),
- Talep grubu: Gayrimenkul talep eden kesimin sosyo-ekonomik özelliklerinden kaynaklanan alt piyasalar (Yüksek gelir grubu, düşük gelir grubu gibi),
- Fiziksel özellikler: Gayrimenkulün fiziksel yaşı, doğal afet açısından riskli bir bölgede yer alması veya kaçak yapılaşma sebebiyle kentsel yenileme / dönüşüm gerektiren alt piyasalar (Yenileme / güçlendirme / tadilat ihtiyacındaki gayrimenkuller, riskli yapı grubundaki gayrimenkuller ya da gecekondu bölgeleri gibi).

1.6. Türkiye’de Gayrimenkul Piyasası

Türkiye’de özellikle büyükşehirlerde gayrimenkul sektöründeki değişimleri daha etkin bir şekilde gözlemlemek mümkündür. Kırdan kente ve yurt dışı göçlerin olduğu yıllarda kırdan yaşayan insanların bulundukları yerleri terk ettikleri gözlenmiştir. Göç hareketleri büyükşehirlerde konut ihtiyacını açığa çıkarmıştır. Zaman içerisinde bu göç hareketi plansız bir şekilde artan nüfus ile birlikte çarpık kentleşmeye de sebep olmuştur. İlk yıllarda gerçekleşen bu harekete yerel yönetimler gerekli müdahaleleri yapamamış, dönemin hükümetleri de Anadolu’ya gerekli yatırımları yapamadığı için büyükşehirlerde nüfus hızla artmış ve çarpık kentleşmenin önüne geçilememiştir.

Türkiye’de, yönetime gelen hükümetler tarafından, ülkenin deprem kuşağında olması ve binaların büyük çoğunluğunun meydana gelecek olası büyük bir depremde ayakta kalamayacak olmasından sebep kentsel dönüşüm yasasını bir diğer adı ile 6306 Afet Riski Altındaki Alanların Dönüştürülmesi yürürlüğe sokarak, hak sahipleri ve proje yapımcılar ile bir gayrimenkul piyasası yaratılmış olmuştur. Günümüzde Avrupa’daki büyükşehirler ile karşılaştırıldığında, Türkiye kentsel dönüşüm ile birlikte yatırım yapılabilir bir pazar haline dönüşmüştür. Gelen yatırımcılar için gerekli vergi indirimleri ve belli bir miktardan sonra vatandaşlık hakları verildiği için yatırım cazibesini sürdürmektedir (Taban, 2019: 10).

Gayrimenkul ve inşaat sektörü, çok sayıda alt ve üst paydaşın ekonomik faaliyetlerinde özne durumunda olduğundan büyük bir öneme sahiptir. Bazı araştırmalarda özellikle gelişmekte olan ekonomilerde artan nüfus karşısında gayrimenkul sektörünün ekonomik bir çipa işlevi gördüğü ileri sürülmektedir (Ersoy ve Gümrükçüoğlu, 2017: 44) Türkiye genelinde 2013-2020 yılları arasında ilk ve ikinci el konut satışları Tablo 1.2’de gösterilmiştir.

Tablo 1.2. Türkiye’de İlk ve İkinci El Konut Satış Adetleri (2013-2020)

Yıl	Toplam	İlk satış	İkinci el satış
2020	1 393 335	432 842	960 493
2019	1 348 729	511 682	837 047
2018	1 375 398	651 572	723 826
2017	1 409 314	659 698	749 616
2016	1 341 453	631 686	709 767
2015	1 289 320	598 667	690 653
2014	1 165 381	541 554	623 827
2013	1 157 190	529 129	628 061

Kaynak: (TÜİK, 2020a).

Tablo 1.2’de görüldüğü üzere 2013-2020 yılları arasında toplam konut satışları sürekli olarak artmıştır. Ancak ilk el konut satışlarında 2018 yılından itibaren gerileme söz konusu olurken ikinci el konut satışları artış eğilimini sürdürmüştür. Bununla birlikte 2020 Ekim ayı itibariyle Türkiye’de toplam 38,8 milyon adet konut vardır. Bir önceki yılın aynı döneminde bu sayı 34,2 milyon adettir (INVEST, 2020). Türkiye’de konut satışlarında etkili bir faktör olan maliyet gruplarına göre inşaat maliyet endeksi, 2015-2020 itibariyle Tablo 1.3’de gösterilmiştir.

Tablo 1.3. Maliyet Gruplarına Göre İnşaat Maliyet Endeksi (2015-2020)

Yıl	Ay	İnşaat					İkamet amaçlı binalar		İkamet amaçlı olmayan binalar	
		Toplam	Malzeme	İşçilik	Malzeme	İşçilik	Toplam	İşçilik	Toplam	Malzeme
2015	01	97,13	97,21	96,95	97,72	97,23	97,68	97,31	97,24	97,36
2016	01	108,19	100,03	127,78	101,24	128,33	109,67	128,45	108,35	101,11
2017	01	124,69	118,52	139,52	117,63	140,03	124,30	140,11	124,47	118,82
2018	01	144,92	139,01	159,13	137,95	159,54	143,97	159,60	145,81	140,80
2019	01	184,83	177,81	201,69	177,51	202,55	184,44	202,63	186,81	181,08
2020	01	202,04	188,22	235,23	187,61	236,21	202,17	236,12	202,13	189,39
Yıl	Ay	Bina Dışı Yapılar					Hizmet Projeleri		Diğer bina dışı yapılar	
		Toplam	Malzeme	İşçilik	Malzeme	İşçilik	Topla	İşçilik	Toplam	Malzeme
2015	01	95,64	95,52	95,93	94,62	95,68	96,41	96,28	97,90	98,83
2016	01	104,28	96,11	125,78	94,13	124,30	112,16	127,41	108,62	100,85
2017	01	125,87	121,38	137,68	125,91	136,16	125,55	139,50	116,85	107,65
2018	01	146,63	142,44	157,65	148,99	156,98	143,85	158,76	133,52	123,17
2019	01	184,21	178,77	198,52	188,10	197,36	178,36	200,62	168,44	155,90
2020	01	201,62	190,20	231,66	199,64	229,70	200,81	235,09	184,39	164,65

Kaynak: (TÜİK, 2020b).

Tablo 1.3, genel olarak değerlendirildiğinde 2015-2020 yılları arasında inşaat maliyetlerinde sürekli bir artış söz konusudur. Bunun da birkaç temel nedeni olduğu ifade edilebilir. Birinci enflasyon ve ikincisi de kurlardaki hareketliliktir. Ekim 2020 itibariyle bakıldığında TÜİK (2020b) verilerine göre “İnşaat maliyet endeksi, 2020 yılı Ekim ayında bir önceki aya göre %2,99, bir önceki yılın aynı ayına göre %19,49 artmıştır. Bir önceki aya göre malzeme endeksi %4,01, işçilik endeksi %0,75, ayrıca bir önceki yılın aynı ayına göre malzeme endeksi %22,08, işçilik endeksi %14,02 artmıştır. Bina inşaatı maliyet endeksinde, bir önceki aya göre %2,94, bir önceki yılın aynı ayına göre %19,34 artış olmuştur. Bir önceki aya göre malzeme endeksi %4,00, işçilik endeksi %0,67, ayrıca bir önceki yılın aynı ayına göre malzeme endeksi

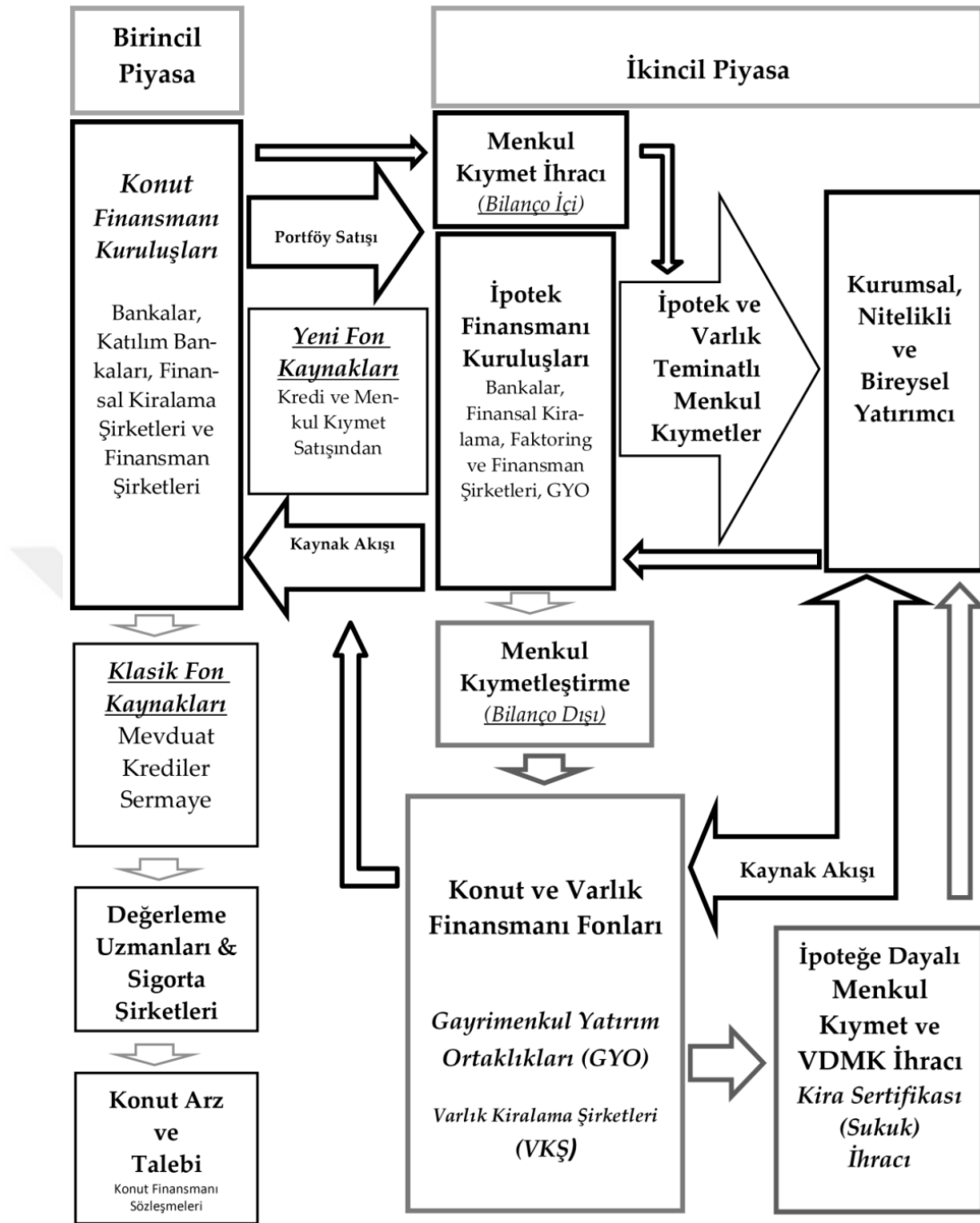
%21,81, işçilik endeksi %14,23 artmıştır. Bina dışı yapılarda ise inşaat maliyet endeksi, bir önceki aya göre %3,16, bir önceki yılın aynı ayına göre %20,01, bir önceki aya göre malzeme endeksi %4,02, işçilik endeksi %1,05 artmıştır. Bir önceki yılın aynı ayına göre malzeme endeksi %22,96, işçilik endeksi %13,27 artmıştır.” Kümülatif olarak bakıldığında toplam ortalama maliyet endeksi 2015 yılında 97,13 iken 2020 yılı Ekim ayı itibariyle % 208 oranında artarak 202,04 puana ulaşmıştır. Bu veriye göre inşaat maliyeti birim bazında 2015 yılından 2020 yılına kadar iki kattan fazla artış göstermiştir denilebilir.

1.7. Türkiye’de Gayrimenkul Finansman Yöntemleri

Türkiye’de gayrimenkul finansmanında banka kanallı kredilendirme süreci hakim durumdadır. Şekil 1.1’de gösterildiği üzere birincil piyasa başlığında yer alan bankalar, katılım bankaları, finansal kiralama şirketleri ve finansman şirketleri gibi kurumlar tarafından sağlanmakta olup birincil piyasaların yani para piyasalarının egemen olduğu bir yapıdan sağlanan finansman yeterli değildir (Yazıcı ve Yazıcı, 2018: 397).

Bu piyasadaki işlemler, klasik fon kaynakları (mevduat, krediler ve sermaye) ile konut finansman kuruluşlarınca tüketicilere kullandırılan ipotekli konut kredilerinden oluşmaktadır. Burada Konut Finansman Kuruluşları dışında, Değerleme Uzmanları ve Sigorta Şirketleri de yer almaktadır. Finansörlerin kullandığı kredi karşılığında ilgili kredinin teminatı olarak düzenlenen konut finansmanı sözleşmeleriyle ilgili tapu müdürlüklerinde ipotek tesisi gerçekleştirilmektedir (Emek ve Öztürk, 2015: 531).

Şekil 1.1. Konut Finansman Sisteminin İşleyişi



Kaynak: (Yazıcı ve Yazıcı, 2018: 398).

Gayrimenkul finansmanında en sık kullanılan kaynak; kişilerin bireysel birikimleri, işletmelerin öz kaynakları ve şirket fonları olarak karşımıza çıkmaktadır. Ticari bankalar; halktan mevduat şeklinde topladıkları kaynakları, uluslararası bankalardan elde ettikleri fonları, tahvil ve menkul kıymetleştirme yoluyla edindikleri fonları reel sektör ve çoğunlukla gayrimenkul sektörünü fonlamada kullanırlar. Bu fonlar gayri nakdi teminat mektubu, nakdi inşaat ve köprü kredileri şeklinde

kullanılabilir. Uzun vadeli fonlamalarda da konut kredilerini fonlanma, ticari gayrimenkul ve arsa alımı için fonlanma ya da proje finansmanı yolu ile uzun dönemli proje geliştirme faaliyetlerini finanse etmek mümkündür (Tanrıvermiş, 2017: 355; Yazıcı ve Yazıcı, 2018: 399-400).

Borçlanma yoluyla finansmanda, yüksek sermaye maliyeti sebebiyle proje finansmanını sağlamadan gerçekleştirmek hem çok fazla risk almayı hem de daha fazla proje tamamlayarak daha az riskle daha fazla proje tamamlamayı sağlar. Gayrimenkul sektöründe önemli bir yeri vardır. Öz sermaye yoluyla finansmanda ise, yatırımcılar firmaya sermaye yoluyla fon temin eder ve koyduğu sermaye ile orantılı olarak firmanın hisse senetlerine sahip olur. Sermaye yatırımını; adi hisse senedi, imtiyazlı hisse senedi ya da varantlar yoluyla yapabilirler. Varlıkları öz kaynak ile satın almak veya borçlanma yoluyla almak yerine, iş makineleri, gayrimenkuller, ofis araçları gibi birçok varlık kiralama yoluyla da işletmede kullanılabilir. Burada maliyet görece yüksektir ancak vergi avantajı da vardır. Özetle sermaye kaynakları, borç ve öz kaynak yatırımcıları olmak üzere ikiye ayrılır. Borç yatırımcıları genelde bono ve ipotek kredisi kullanarak anapara geri ödemesini ve belli bir getiriyi ön planda tutarlar. Pasif ve tutucu yatırımcılardır. Öz kaynak yatırımcılarıysa genelde risk alırlar ve agresiftirler. Risk sermayesi, öz kaynak yatırımcılarının kullandığı fonlara denir (Erkılıç-Gülyüz, 2019: 12).

Genel olarak konut finansman sisteminin öncelikli amacı konut sahipliliğini arttırmak, öz kaynakları yetersiz olan kişi ya da kurumlara gereken kaynak desteğini sağlamaktır. Bunun yanında konut finansman sistemi, farklı gelir seviyelerine yönelik konut üretimini arttırmalı, konut niteliğini geliştirmeli, eskiyen konut alanlarının yenilenmesi - dönüştürülmesinde etkin olmalı, yatırımcı ve tasarruf sahipleri açısından tercih edilir olmalıdır. Bu amaçların gerçekleştirilmesi finansman sisteminin merkezi ve yerel yönetim, finansal kuruluşlar, konut üreticileri, konut talebinde bulunan kişi ve kurumlar ile yatırımcı taraf arasındaki ilişkinin kurumsal bir yapı içinde gerçekleştirilmesine bağlı olmaktadır (Hepşen 2010; Erdoğan 2013: 36-37).

Konut finansmanında en temel kaynak, birey veya hane halkı geliri olarak kabul edilmektedir. Birey veya hane halkı, geliri üzerinden yaptığı tasarrufları mevduat veya fon hesaplarında, sigorta şirketlerinde değerlendirmekte olup iyi işleyen

bir konut finansman sisteminden bu kaynakları konut edinmek için borçlanma gereksiniminde olan kişi veya kurumlara talebi karşılayacak düzeyde, ödenebilir şartlarda uzun vadeli krediler olarak aktarması ve bu döngünün sürdürülebilir olması beklenmektedir. Özellikle sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu ülkelerde fon kaynakları yalnızca birey veya hane halkı gelirinden ibaret olmayıp finansal kuruluşlar tarafından düzenlenmiş olan kredilerin ikincil piyasada yeniden satılması (menkul kıymetleştirme) ile yeni kaynaklar sağlanmakta, böylece piyasanın devamlılığına yönelik denge kurulmaktadır (Demir ve Kurt-Palabıyık, 2005: 6).



2. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI

Gayrimenkul, birçok kurumsal ve bireysel yatırımcının yatırım portföyünün önemli bir parçasıdır. Ancak, gayrimenkul varlıklarının likidite eksikliği, verimlilik eksikliği, ilgili performans ölçümünün olmaması ve yüksek kapitalizasyon gibi bazı özel özellikleri nedeniyle, özel yatırımcılar doğrudan gayrimenkul yatırımlarında sınırlılığa neden olmaktadır. Özel yatırımcıların çoğu için söz konusu olan bu engeller, büyük ticari gayrimenkullerin mülkiyetine ortak olmalarını veya katılmalarını engellemektedir. Çözüm ise gayrimenkul yatırım ortaklıklarının daha aktif hale gelmesi, tabana yayılması ve küçük yatırımcıların ilgilerinin çekilmesidir. Çalışmanın bu bölümünde gayrimenkul yatırım ortaklıklarının yapısı, işleyişi, hukuki rejimi ve piyasadaki önemi hakkında açıklamalar yapılmıştır.

2.1. Tanımı

Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı (GYO) sistemi, 1960 yılında Amerika Birleşik Devletleri'nde kurulmuş ve küçük yatırımcılara normalde sermaye yoğun olan gayrimenkul sektörüne küçük birikimlerle yatırım yapma fırsatı vermek için ortaya çıkmıştır. Daha sonra dünyada diğer ülkelere de yayılmış ve halen 30'dan fazla ülkede 296 adet şirket/ortaklık ile teknik, yasal ve kurumsal altyapı olanakları kullanılarak yayılma göstermiştir. 2020 yılında dünyada GYO'ların piyasa varlık değeri 1,14 trilyon dolardır. GYO'lar, gelir getiren gayrimenkullerin mülkiyetini alarak, bunları işleterek ve ortak olarak gelir elde ederler. GYO'ların hisseleri borsadaki diğer hisselerden farklı olarak işlem görmektedir. GYO hisselerinin sahipleri, üretilen net gelir kazançlarından temettü gelir sağlarlar (FTSE, 2020).

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO), genellikle portföylerinde gayrimenkul bulunan, onları işleten veya finanse eden kuruluşlardır. Bulundukları ülkelerde farklı kuruluş ve işleyiş şartları ile tabi oldukları mevzuat hükümleri değişkenlik gösterse de asıl amaçları küçük tasarruf sahiplerini bir araya getirmek ve onların büyük gayrimenkul projelerine yatırım yapmalarını sağlamaktır. Bu sayede büyük projeler için finansal soruna çözüm buluyor ve birçok vergi avantajından yararlanıyorlar (Özcan ve Gürol, 2020: 2).

Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı (GYO), gelir getirici gayrimenkullere yatırım yapan, sahip olan, işleten veya finanse eden bir şirkettir. Yatırım fonlarından modellenen GYO'lar, çok sayıda küçük yatırımcının sermayesini bir araya getirerek büyük ve karlı yatırımlara dönüştürebilmektedir. Bu şekilde bireysel yatırımcıların herhangi bir mülkü kendileri satın almak, yönetmek veya finanse etmek zorunda kalmadan gayrimenkul yatırımlarından temettü kazanmalarını mümkün olur. Ayrıca GYO aracılığı ile çeşitlendirme yapılabilirdiğinden portföy riski önemli ölçüde azaltabilir (Mazurczak, 2011: 116).

GYO'ların temelinde yatan varlıklar gayrimenkul olduğundan doğrudan edinme şeklindeki mülk yatırımının yerini alması beklenebilir. Bununla birlikte, GYO'lar oldukça dinamik ve ani fiyat değişimleri gösteren hisse piyasasından farklı olarak görece daha yavaş hareket eden doğrudan emlak piyasasında yer alan çok kendine has bir piyasa mekanizmasıdır (Clayton ve MacKinnon, 2009: 31).

Sermaye Piyasası Kanunu (SPKn) 48. Maddesine göre GYO'lar “yatırım ortaklıkları” kapsamında değerlendirilmiş olup “yatırım ortaklıkları, 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” denilmektedir (SPKn, Md. 48).

Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK) 2013 tarihli ve Resmi Gazete 28660 sayılı “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, Seri III-48.1”, Md. 4'te “Gayrimenkul yatırım ortaklığı, bu Tebliği ile belirlenmiş usul ve esaslar dahilinde, 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 ve Kanunun 48 inci maddesinde sınırı çizilen faaliyetler çerçevesinde olmak kaydı ile bu Tebliğde izin verilen diğer faaliyetlerde bulunabilen sermaye piyasası kurumudur” şeklinde tanımlanmaktadır (Tebliğ, Seri III-48.1, Md. 4 (Değişik: RG-23/1/2014-28891)).

2.2. Amacı

GYO'ların amaçlarına mevzuat açısından bakıldığında Tebliğ III-48.1'in 5. maddesine göre GYO'lar "belirli bir projeye veya gayrimenkule yatırım yapmak ya da belirli bir alanda faaliyet göstermek amacıyla kurulabileceği gibi, amaçlarında böyle bir sınırlama olmaksızın ancak bu Tebliğin 3 üncü maddesinin birinci fıkrasının (1) bendinde belirtilen varlık ve haklardan oluşan portföyü işletmek amacı dahilinde kalmak şartıyla da kurulabilirler (Tebliğ III-48.1, Md. 5)" şeklinde açıklandığı görülmektedir. Öte yandan söz konusu varlık ve haklar ilişkin "alım satım kârı veya kira geliri elde etmek amacıyla; arsa, arazi, konut, ofis, alışveriş merkezi, otel, lojistik merkezi, depo, park, hastane ve benzeri her türlü gayrimenkulü satın alabilir, satabilir, kiralayabilir, kiraya verebilir ve satın almayı veya satmayı vaat edebilirler. Şu kadar ki münhasıran altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşan portföyü işletecek ortaklıklar sadece altyapı yatırım ve hizmet konusu olan gayrimenkuller ile ilgili olan işlemleri gerçekleştirebilir" hükmüne yer verilmiştir (Tebliğ III-48.1, Md. 3).

GYO'ların amacı yukarıda da ifade edildiği gibi gayrimenkul alanında yatırımlar yapmak, buralardan çeşitli karlar sağlamak üzere küçük yatırımcıların tasarruflarının büyük projelere dönüştürebilmektir (Clayton ve MacKinnon, 2009: 31). SPK'ya göre GYO'ların amaçları çok boyutlu olup şu şekildedir;

- *Gayrimenkul yatırımlarının cazip hale getirilmesi.* "Bir gayrimenkul veya bir projenin ne şekilde finanse edileceği kararı, projenin büyüklüğüne, kullanım ve inşaat haklarına, şirketin karlılık potansiyeline, finansman maliyetine bağlıdır. Devletin konut ve gayrimenkul sorununu kamusal bir olgu olarak algılaması neticesinde uygulanan vergi teşvikleri, gayrimenkul finansmanında gayrimenkul yatırım ortaklığını cazip hale getirmektedir" (SPK, 2020a).

- *Yatırımcılar için yatırımlar ve yatırım araçları arasında güven ilişkisinin kurulması.* "Yatırımcılar açısından gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı yatırımların psikolojik bir güven unsuru oluşturduğu inkar edilemez. Ayrıca, çeşitlendirme yoluyla riskin azaltılabilmesi, yatırımın borçlanma ile finanse edilebilmesi ve amortisman

ayrılabilmesi gibi hususlar yatırımcılar için gayrimenkul yatırımını cazip kılan unsurlardır” (SPK, 2020a).

- *Yatırımcıların paylarıyla piyasada işlem yapabilmesi.* “Yatırımcılar gayrimenkul yatırım ortaklığı paylarını borsada satabilmenin yanında, bu payların borsada oluşan olası fiyat artışlarından da yararlanma imkanına sahiptirler. Ayrıca, şirket portföyü gayrimenkul alanında uzman kişiler tarafından yönetildiğinden, herhangi bir kişinin kendi başına yatırım yapmasından daha etkin sonuçlar elde edilebilmektedir” (SPK, 2020a).

- *Yatırımlarda yabancı ilgisinin çekilmesi ve ikincil piyasaların da işlem süreçlerine katılımının sağlanması.* “Bu şirketlere yatırım yapan yatırımcıların bir kısmının da uluslararası kuruluşlar olduğu görülmektedir. Bu kuruluşlar, gelişmekte olan ülkelerdeki gayrimenkul getirilerinden faydalanmak amacıyla, organize bir şekilde işleyen ikincil piyasalarda işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklığı paylarını almayı, doğrudan gayrimenkul yatırımına tercih etmektedirler” (SPK, 2020a).

SPKn ile Tebliğ III-48.1’de belirlenmiş usul ve esaslar dahilinde gayrimenkullere, gayrimenkul projelerine, gayrimenkule dayalı haklara ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilen, Tebliğde yer alan ve izin verilen diğer faaliyetlerde bulunabilen ve belirli projeleri gerçekleştirebilmek gayesi ile adi ortaklık kurabilme yetkisine sahip GYO’ların esas amaçları, getirisi yüksek gayrimenkul projelerine ve gayrimenkullere yatırım yaparak bu gayrimenkullerden kira geliri ile alım satım kazançları elde etme doğrultusunda yatırım yapılan mülklerin belli bir süre sonunda sağladığı gelire ulaşmak şeklinde özetlenebilir. Büyük inşaat projelerini yürütebilme, yüksek maliyetli finansman gerektirdiğinden dolayı GYO’lar, bu tip büyük projeleri kendilerine has finansman yöntemlerini uygulayarak bu maliyetleri minimum düzeylere çekme potansiyeline sahip firmalar görünümündedir (Uyar, 2009: 46-47).

GYO’lar hisse senetleri ihraç ederek ucuz maliyetli borçlanmanın yaratmış olduğu etki ile kaynak toplama işlemini gerçekleştirerek inşaatı yüklenen firma üzerinden tüm finansman yükünü alabilmektedir. Yatırımcılar açısından işleyişe bakıldığında, bir GYO’nun hisse senetlerini alarak yatırım yapan yatırımcının amacı

yapmış olduğu küçük tasarruflarını gayrimenkul piyasalarına aktararak bu piyasanın gelirlerinden dolayı olarak yararlanmaktır. Gayrimenkul alım satımı ve kiralanmalarından gelir ve kar sağlayan GYO'lar, dönem sonlarında elde ettikleri karları ortaklarına temettü şeklinde dağıtmakta ve ortaklarının gayrimenkul piyasasından gelir elde etmelerine dolaylı yoldan katkı sağlamaktadırlar. Tasarruf sahibi bireylerin, GYO'lara yatırım yapmadan tasarruflarını gayrimenkul alımı ve satımı yaparak değerlendirebileceği gayrimenkul sayısı çok az iken, GYO hisseleri satın alarak ve almış olduğu hisseleri borsada satarak yatırım portföyünü çeşitlendirip yatırım riskini dağıtarak ve birden çok gayrimenkul projesinin gelirinden yararlanarak etkinliğini arttırabilir (Çolak ve Alıcı, 2001: 36).

GYO'ların bir diğerk önemli amacı gayrimenkul yatırımlarının menkulleştirilmesidir. Bu kapsam, her türlü yatırımcıya hitap etmesi ve bireysel olarak risk almak istemeyen küçük yatırımcının uzman kadrolarla yönetilen GYO'ların paylarını satın alarak atıl kalabilecek fonların sektörde yer almasının, hem gayrimenkul sektörü hem de ülke ekonomisine katkıları oldukça yüksektir. Ancak GYO'ların dünya çapında oldukça etkili, güçlü ve tercih edilen araçlar olmasına rağmen Türkiye'de ilk kurulduğu yıldan bu yana istenilen seviyeyi yakalamadığı görülmektedir. Bunlar arasında borsadaki düşük işlem hacimleri, yasal düzenleme kısmında var olan belirsizlikler, sağlıksız ve güvenilir olmayan sektörel veriler, yetersiz kalan yatırımcı ilişkileri, halka arz aşamasında yatırımcı tarafında duyulan güven eksikliği ve mevcut temettü dağıtım politikaları sayılabilir (Çelik, 2020: 15).

2.3. İşleyişı

Gayrimenkul yatırımları, yüksek maliyetlerinden dolayı finansman açısından zorlu yatırımlardır. Bu tip yatırımlarda kaynak gereksinimi azami düzeydedir. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları likit halinde olmayan gayrimenkul piyasası için pazar oluşturmaktadır. Gayrimenkullerin likitleştirilmesi ve ekonomiye katkı sağlaması menkul kıymetleştirme ile gerçekleşebilir. Menkul kıymetleştirmenin işleyişı; alacakların havuz sisteminde toplanması, havuzu niteleyen menkul kıymetlerin ihraç edilmesi, alacak ve faizlerin teminat olarak gösterilmesi ve fon temin edilmesinden meydana gelir. Menkul kıymetleştirme süreci gayrimenkullere göre yapılırken, öncelikle gayrimenkullerden meydana gelen bir portföy oluşturulur. Gayrimenkullerin

değerlendirilmesi bağımsız uzman kuruluşlarca yapılır. Menkul kıymetlerin garanti altına alınmasıyla, az maliyetli ve yeni fonlar halka ihraç ile tekrar sisteme dahil olmaktadır (Kaçira, 2009: 1-2).

GYO'ların temel fonksiyonu, finansman sıkıntısı olan gayrimenkul sektörüne kaynak oluşturmak ve halka açılmayla elde edilen fonların tekrar gayrimenkul sektörüne aktarılması yoluyla, küçük tasarrufları, üst düzey gayrimenkul yatırımında bulunamayan tasarruf sahiplerini, meydana getirilen değer yükselişinden yararlanmalarını sağlamaktır. Yatırım fonlarından modellenen bu ortaklıklar her çeşit nakit girişi, çeşitlendirmeyi ve uzun süreli sermaye değer artışını yatırımcılara sağlamaktadır (Üreten,2007: 122).

GYO'lar tasarruf sahiplerinin birikimlerinden havuz oluşturarak gayrimenkul ve ipoteklere yatırımında bulunmaktadır. Gayrimenkul yatırım ortaklıklarına ortak olan yatırımcılar, portföyde bulunan gayrimenkullerin kira ve faiz gibi gelirlerinden faydalanmaktadır. Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının finansman kaynakları ağırlıklı olarak satmış oldukları hisse veya pay senetlerinden meydana gelmektedir. Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının hisse senetleri dünyada ve Türkiye borsalarında hatta borsa dışı piyasalarda bile işlem görmektedir. Bu hisse senetleri bilinen şirket hisse senetlerinden farklı değerlendirilmemelidir. Yatırımcılar gayrimenkul yatırım ortaklıklarına ait hisse senetlerinden fiyat dalgalanmalarına bağlı olarak, alım satım işlemleri yapabilmektedir. Bu işlemlerin bireysel tasarruf sahiplerinin yapması yerine, portföyü bulunan şirketlerin uzmanları tarafından yapılması yatırımların daha etkili ve doğru kullanılmasına sebep olmaktadır (Şenoğlu, 2020: 5-6).

2.4. Kuruluşu

GYO'ların kuruluşuna dair esaslar 28.05.2013 tarihli ve 28660 sayılı Resmi Gazetede yayımlanan “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği”nde ve sonrasında nihai olarak 17.01.2017 tarihli ve 29951 sayılı Resmi Gazete’de “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (III-48.1.b)”nde detaylı olarak belirlenmiştir. İlgili Tebliğlere

istinaden GYO'ların ani usulde veya daha önceden kurulmuş bir şirketin GYO'ya dönüşümü suretiyle Sermaye Piyasası Kurulu'nun izni alınarak kurulabileceğini belirtilmiştir. Kuruluş veya GYO'ya dönüşüm izni alındıktan sonra Sermaye Piyasası Kurulunca belirlenen sınırlamalara tabii olacak şekilde portföyler oluşturularak ve ilgili Kurulca belirlenen kriterler dahilinde başlangıç veya çıkarılmış sermayesinin % 25'i oranındaki paylarının, Tebliğde belirtilen süre ve esaslar içerisinde halka arz edileceğinin Kurula karşı taahhüt edilmesi gerekmektedir. Sonraki adım olarak portföy yöneticiliği faaliyet izni ve halka arz sonrası hisse senetlerinin kayda alınması başvurusunun Kurula iletilmesi ile kuruluş prosedürleri devam etmektedir (Alp ve Yılmaz, 2000: 162-163; Tebliğ, III-48.1.b).

Ancak para ve sermaye piyasaları ile bu piyasalardaki araçlar, kurallar, yöntem, usul vb. dinamik bir yapıya sahip olduğundan prosedürler de bunlara uygun olarak değişim göstermektedir. Nitekim GYO'ların kuruluşuna ilişkin temel yönerge Tebliğ III-48.1 olmakla birlikte bu Tebliğ'de bazı değişiklikleri yapılması söz konusu olmaktadır. GYO'ların kuruluş işlemlerinde bu durum açıkça görülmektedir. SPK, GYO'ları kapsayan pek çok düzenleme yapmıştır. Bu hususun açıklığa kavuşturulması ve sağlıklı bilgi aktarılabilmesi için söz konusu düzenlemeler tarihsel sırayla Tablo 2.1'de gösterilmiştir.

Tablo 2.1. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-48.1) ve Revizyonları

Tarih	Tebliğ	Yayınlandığı Resmi Gazete
2013	“Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-48.1)”	28.05.2013 Tarih ve 28660 Sayılı Resmi Gazete
2014	“Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (III-48.1.a)”	23/1/2014 tarihli ve 28891 sayılı Resmi Gazete
2017	“Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (III-48.1.b)”	17/1/2017 tarihli ve 29951 sayılı Resmi Gazete
2018	“Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-48.1)nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (III-48.1.c)”	10/5/2018 tarihli ve 30417 sayılı Resmi Gazete
2019	“Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-48.1)nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (III-48.1.ç)”	02/01/2019 tarihli ve 30643 sayılı Resmi Gazete
2019	“Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-48.1)nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (III-48.1.d)”	27/09/2019 tarihli ve 30901 sayılı Resmi Gazete
2020	“Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-48.1)’nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (III-48.1.e)”	09/10/2020 tarihli ve 31269 sayılı Resmi Gazete

Kaynak: SPKb. *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (Tebliğler)*.
<https://www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/833>, (30.12.2020).

Tablo 2.1’de verilen değişimlere istinaden son güncellemenin 09.10.2020’de yapıldığı görülmektedir. Buna göre GYO’ların kuruluşuna ilişkin süreç ve hükümler şu şekildedir;

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları “münhasıran altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşan bir portföyü veya diğer varlık ve haklardan oluşan bir portföyü işletmek üzere kurulabileceği gibi belirli bir projeye, gayrimenkule veya altyapı yatırım ve hizmetine yatırım yapmak ya da belirli bir alanda faaliyet göstermek amacıyla da kurulabilirler. Belirli alanlarda faaliyet göstermek veya belirli bir projeye, gayrimenkule veya altyapı yatırım ve hizmetine yatırım yapmak üzere kurulan ortaklıkların aktif toplamalarının en az %75’i bu faaliyet kapsamında yapılan yatırımlardan oluşur ve bu ortaklıkların unvanlarında söz konusu faaliyete, projeye, gayrimenkule veya altyapı yatırım ve hizmetine ilişkin bir ifadeye yer verilir” (SPKn Md. 48; Tebliğ, III-48.1, Md. 4; Tebliğ, III-48.1.e, Md. 5 (Değişik:RG-23/1/2014-28891)).

“Ortaklıklar gayrimenkul yatırım ortaklığı olarak kurulabileceği gibi, anonim ortaklıklar esas sözleşmelerini Kanun ve bu Tebliğ hükümlerine uygun olarak değiştirerek gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşebilirler. Münhasıran altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşan portföyü işletecek ortaklıkların gerek kuruluşlarında gerekse dönüşümlerinde esas sözleşmelerinde ortaklık aktif toplamının asgari %75’inin altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşacağının açıkça belirtilmesi zorunludur. Şu kadar ki, münhasıran altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşan portföyü işletecek ortaklıklara yalnızca altyapı şirketleri dönüşebilir” Tebliğ, III-48.1.e, Md. 6 (Değişik: RG-23/1/2014-28891)).

Türkiye’de GYO’ların kuruluşlarında finansal göstergeler başta olmak üzere aranılan diğer hususlar piyasa ve ekonomi koşullarında değişim gösterebilmektedir. Bu kapsamda güncel güncel hali ile GYO’ların finansal durum ve diğer hususlar bakımından kuruluş şartları Tebliğ, III-48.1.e’nin 6. maddesinin 2. ve 4. fıkrası ile devam eden bentlerine göre (Değişik:RG-23/1/2014-28891) uyarınca düzenlenmektedir. Mevzuat hükümlerine göre GYO’lar kuruluş veya dönüşüm şeklinde kurulabilmektedir. Uygulamada ise bu süreç Kayıtlı Sermayeli Anonim Ortaklık Şeklinde ve Münhasıran Portföyü İşletecek Ortaklıklar Şeklinde olmak üzere açıdan hükme bağlanmıştır.

2.4.1. Kuruluş ve Dönüşüm Şeklinde

Bir GYO’nun Kuruluş ve dönüşüm şeklinde kurulabilmesi için Tebliğ, III-48.1.e’nin 6. maddesinde (Değişik: RG-23/1/2014-28891) belirtilen koşulları sağlaması gerekmektedir. Buna göre;

a) “Kayıtlı sermayeli anonim ortaklık şeklinde kurulması veya anonim ortaklık niteliğinde olup kayıtlı sermaye sistemine geçmek için Kurula başvurusu,”

b) “Kuruluştaki başlangıç sermayesinin, dönüşümde ise mevcut ödenmiş veya çıkarılmış sermayesi ile öz sermayesinin her birinin 30.000.000 TL’den, münhasıran altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşan portföyü işletecek ise 100.000.000 TL’den az olmaması, “

c) (b) bendinde belirtilen sermaye miktarının; (1) “60.000.000 TL’den az olması halinde, sermayeyi temsil eden paylarının en az %10’unun, (2) “60.000.000 TL ve daha fazla olması halinde ise, sermayenin 6.000.000 TL’lik, münhasıran altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşan portföyü işletecek ise 10.000.000 TL’lik kısmını temsil eden paylarının kuruluşta nakit karşılığı çıkarılmış olması ve nakit karşılığı çıkarılan pay bedellerinin tamamının ödenmesi, dönüşümde ise nakit karşılığı çıkarılmış olması veya son hesap dönemine ait bağımsız denetimden geçmiş konsolide olmayan veya bireysel finansal tablolarında dönen varlıklar grubu altında yer alan nakit ve nakit benzerleri ile finansal yatırımlar kalemlerinin toplamının bu bentte belirtilen oran ya da tutar kadar olması,”

ç) “Ticaret unvanında ‘Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı’ ibaresini taşıması veya unvanını bu ibareyi içerecek şekilde değiştirmek üzere Kurula başvurmuş olması,”

d) “Kurucu ortakların veya mevcut ortakların bu Tebliğde öngörülen şartları haiz olması,”

e) “Esas sözleşmesinin Kanun ve bu Tebliğ hükümlerine uygun olması veya mevcut esas sözleşmesini Kanun ve bu Tebliğ hükümlerine uygun şekilde değiştirmek üzere Kurula başvurmuş olması,”

f) “Genel müdür ile yönetim kurulu üyelerinin bu Tebliğde öngörülen şartları taşımaları, genel müdürün kuruluş ve dönüşüm başvurularında belirlenmiş ve en geç kuruluşun veya esas sözleşme değişikliklerinin ticaret siciline tescili tarihi itibarıyla, münhasıran altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşan portföyü işletecek ise tescil tarihini takip eden altı ay içinde atanmış olması,”

g) “Portföyünde yer alan/alacak varlıkların niteliklerinin ve ortaklık aktif toplamı içinde sahip oldukları/olacakları ağırlıkların bu Tebliğde belirtilen niteliklere ve sınırlamalara uygun olması,”

ğ) “Kuruluşta aynı sermaye konulması durumunda, 9 uncu madde çerçevesinde aynı sermaye değerinin tespit edilmiş olması,”

h) “Başlangıç sermayesinin veya çıkarılmış sermayesinin %25’i oranındaki paylarının, bu Tebliğde belirlenen süre ve esaslar dahilinde halka arz edileceğinin, münhasıran altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşan portföyü işletecek ise halka arz edileceğinin veya nitelikli yatırımcıya satılacağı Kurula karşı taahhüt edilmiş olması,”

ı) “Sermayesinin, son iki yıl içinde, varlıkların rayiç değere taşınması suretiyle oluşan fonlardan artırılmamış olması zorunludur.”

2.4.2. Münhasıran Portföyü İşletecek Ortaklıklar Şeklinde

Bir GYO’nun Münhasıran altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşan portföyü işletecek şekilde kurulmasında Tebliğ, III-48.1.e’nin 6. Maddesinin (Değişik:RG-23/1/2014-28891) 4. fıkrasında belirtilen koşulların sağlanması gerekmektedir. Buna göre;

a) “Ortaklardan en az birinin kamu kurum ve kuruluşu niteliğinde tüzel kişi olması ve ortaklık sermayesine en az %20 oranında iştirak etmesi halinde; (1) İkinci fıkranın (b) bendinde yer alan başlangıç sermayesi 5.000.000 TL olarak uygulanır. Ancak, 11/A maddesi kapsamında yapılacak pay satışının sermaye artırımını şeklinde yapılması sonucunda çıkarılmış sermayenin asgari 100.000.000 TL’ye ulaşması zorunludur. (2) İkinci fıkranın (c) bendinde yer alan sermayenin asgari 10.000.000 TL’sinin nakit karşılığı olması şartı uygulanmaz.”

b) “İkinci fıkranın (d) bendinde yer alan şartlar, kamu kurum ve kuruluşu niteliğindeki tüzel kişilerde aranmaz.”

c) “Ortakların kendi özel mevzuatları uyarınca başka bir makam veya organın karar veya onayı gerekiyor ise kuruluş veya dönüşüm başvurusunda bu karar veya onayın bulunması şarttır.”

Kayıtlı Sermayeli Anonim Ortaklık Şeklinde ve Münhasıran Portföyü İşletecek Ortaklıklar Şeklinde kurulacak/kurulan GYO’ların yönetim yapısı hakkında

2.5. Yönetim Yapısı

Türkiye’de GYO’ların yönetim yapısı hakkında Türk Ticaret Kanunu’nun ilgili hükümleri geçerlidir (Tebliğ, III-48.1.a,b,c,d,e). Bununla birlikte GYO’ların yönetiminde yer alacak kişilerin nitelikleri Tebliğ, III-48.1.e’nin 17. maddesinin (Değişik:RG-23/1/2014-28891) 1. fıkrasında şu şekilde olması gerektiği belirtilmektedir; “Ortaklıklarda görev alacak yönetim kurulu üyelerinin, 7 nci maddenin birinci fıkrasının (e) bendi dışındaki bentlerinde yer alan şartları taşımaları gerekmektedir. Ayrıca yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunun dört yıllık yükseköğrenim kurumlarından mezun olmaları ve ortaklığın faaliyet konusunu yakından ilgilendiren gayrimenkul, altyapı, hukuk, inşaat, bankacılık ve finans gibi alanlarda en az üç yıllık tecrübeye sahip olmaları zorunludur. Yalnızca gayrimenkul alım satım işi ile uğraşmak bu alanda edinilmiş tecrübe sayılmaz.”

Ortaklıklarda görev yapacak olan genel müdür için Tebliğ, III-48.1.e’nin 18. maddesinde (Değişik:RG-23/1/2014-28891) ve diğer çalışanları içinde Tebliğ, III-48.1.e’nin 19. düzenlemeler ve koşullar ayrıntılı olarak belirtilmiştir. Genel kural olarak GYO’ların ortakları, yönetici/genel müdürü ve çalışanlarında aranılan koşullar hakkında Tebliğ, III-48.1.e’nin 7. maddesinin 1. fıkrasında ayrıntılı açıklamalar yapılmış olmakla birlikte ortak hükümler bağlamında şu şekilde belirtilmiştir;

“a) Müflis olmaması, konkordato ilân etmiş olmaması ya da hakkında iflasın ertelenmesi kararı verilmiş olmaması, b) Faaliyet izinlerinden biri Kurulca iptal edilmiş kuruluşlarda, bu müeyyideyi gerektiren olayda sorumluluğu bulunan kişilerden olmaması, c) Kanunda yazılı suçlardan kesinleşmiş mahkumiyetinin bulunmaması, e) Ortaklık kuruluşu için gerekli kaynağı kendi ticari, sınai ve sair yasal faaliyetleri sonucunda her türlü muvazaadan ari olarak sağlamaları ve taahhüt ettikleri sermaye miktarını karşılayabilecek mali güce sahip olmaları, f) İşin gerektirdiği dürüstlük ve itibara sahip olması, g) Muaccel vergi borcu bulunmaması” gerektiği belirtilmektedir. Bununla birlikte yasaklı olmama, terör, terörler iltisak, yetkinlik, eğitim vb. gibi diğer bazı şartlar kapsamında hükümler söz konusudur (Tebliğ, III-48.1.e, Md. 7).

2.6. Yapılabilecek İşler ve Sınırlamalar

GYO'ların yapabilecekler ve faaliyetleri kapsamında sınırlamalar konusunda SPK'nın yaklaşımı aşağıda aktarılmıştır.

2.6.1. Yapılabilecek İşler

GYO'ları yapabilecekleri işler şunlardır (SPK, 2020b);

- “GYO şirketleri, alım-satım kârı veya kira geliri elde etmek amacıyla arsa, arazi, konut, ofis, AVM, otel, lojistik merkezi, depo, park, hastane, benzeri her türlü gayrimenkulü satın alabilir ve kiralayabilir. Bunları satabilir ya da satmayı vaad edebilirler.”
- “Portföye alacakları gayrimenkullerin, yapı kullanma izinlerinin ve kat mülkiyetlerinin alınmış olması gerekir.”
- “Üzerinde ipotek olmayan ve değerini direkt ve önemli ölçüde etkilemeyecek özellikte bir takdiyat şerhi bulunmayan gayrimenkul ya da gayrimenkule dayalı hakları portföylerine dahil edebilirler.”
- “Ayrıca hasılat paylaşımı veya kat karşılığı anlaşmaları ile kendi mülkiyetindeki arsalar üzerinde gayrimenkul projesi geliştirebilir veya üst hakkı kurmak suretiyle yatırım yapabilirler.”
- “Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının gerçekleştireceği projelerin tüm izinlerinin alınmış olması ve gerekli sürecin tamamlandığı konusunda bağımsız ekspertiz şirketi raporunun alınmış olması şartı vardır.”
- “GYO'lar mülkiyeti başkalarına ait arsalar üzerinde üst hakkı, intifa hakkı, devre mülk hakkı tesis edebilirler veya mülkiyetine sahip oldukları arsalar üzerinde bu hakları başkaları lehine tesis edebilirler.”

2.6.2. Sınırlamalar

GYO'lara getirilen sınırlamalar ise şunlardır (SPK, 2020b);

- “GYO’lar yatırım yaparken, aktif toplamlarının asgari %51’ini gayrimenkul, gayrimenkul projesi ve gayrimenkule dayalı haklar üzerinden gerçekleştirmek zorundadır. Eğer münhasıran altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşmuş bir portföy işletiliyorsa, aktif toplamlarının %75’inin bu varlıklardan oluşması gerekmektedir.”

- “SPK’nın belirlediği varlıklar ve uygun gördüğü iştiraklerin tamamı münhasıran altyapı ve hizmetlerinden oluşan bir portföy işletiyorsa aktif toplamlarının azami %25’ine, diğer ortaklıklar içinse aktif toplamlarının azami %49’una ve bu varlıklar içerisinde yer alan yatırım amaçlı Türk Lirası cinsinden vadeli mevduat ya da katılma hesabı, yabancı para cinsinden vadeli ve vadesiz mevduat ya da özel cari ve katılma hesabına ise en fazla aktif toplamlarının %10’u oranında yatırım yapabileceklerdir.”

- “Portföyüne dahil etmesinin üzerinden beş yıl geçmesine rağmen herhangi bir proje gerçekleştirilmemiş arsa ve arazilerin toplamı, şirketin aktif toplamının %20’sini geçemez. GYO’ya dönüşen firmaların benzer durumdaki arsa ve arazilerinin beş yıllık süresi ise esas sözleşmenin ticaret siciline tesciliyle başlayacaktır.”

- “Hesap dönemi sonunda kamuya açıklanan raporlarda SPK’nın belirlediği asgari oranların altında kalan ortaklıklar, Kurul’un izniyle ilgili hesap döneminin sonundan itibaren 1 yıllık bir süre içerisinde oranlarını düzeltmek için süre alabilirler. Bu sürenin sonunda ortaklık asgari oran şartlarını sağlayamıyorsa, süre bitimiyle beraber 3 ay içerisinde esas sözleşmesinden gayrimenkul yatırım ortaklıklarının yapabilecekleri faaliyetleri çıkarıp, yeniden düzenlenme yapması gerekmektedir. Bu süre içinde esas sözleşme üzerinde gerekli değişiklik yapılmazsa, ortaklık sona ermiş sayılacaktır.”

- “Münhasıran altyapı ve hizmet faaliyetinde bulunan ortaklıklar için geçerli olan %75’lik oranın, ortaklığın talebi doğrultusunda, Kurulun kabul edebileceği

nedenlerle ve gene Kurul'un onayıyla belli bir süre içerisinde oranlarında düzeltme yapabilmesi mümkündür. Bunun için olayın gerçekleştiği hesap dönemi sonundan başlayarak iki yıl süre içinde düzeltme yapmaları gerekmektedir. Ancak bu haklarını, oranın sağlanamadığı yıl ile toplam 5 yıl içerisinde en fazla bir defa kullanabilmektedirler. Bu süre içinde şartları yerine getiremeyen ortaklıklar, süre bitiminden sonra 3 ay içerisinde esas sözleşmelerini gayrimenkul yatırım ortaklıklarının yapabilecekleri faaliyetleri kapsamayacak şekilde değiştirmeleri gerekmektedir. Bu süre içinde esas sözleşme üzerinde gerekli değişiklik yapılmazsa, ortaklık sona ermiş sayılacaktır.”

- “Yabancı gayrimenkuller ve yabancı sermaye piyasası araçları ile Kurul'un belirlediği iştiraklere aktif toplamalarının azami %49'u ile yatırım yapabilirler.”

2.7. Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Türleri

Türkiye’de kurulmasına izin verilen yatırım ortaklıkları türleri sabit sermayeli yatırım ortaklıklarıdır. 3794 sayılı değişik 2499 sayılı kanunun ilgili esas tebliği 5. maddede belirtildiği şekli ile kayıtlı sermayeli olarak anonim ortaklık şeklinde ve hisse senetlerini halka arz etmek üzere kurulmaları şeklinde ifade edilmiştir. Türkiye de SPK tarafından düzenlenmesi yapılan ilgili tebliğlerde üç çeşit yatırım ortaklıkları kurulmasına izin verilmiş olup Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları Esas Tebliği, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Esas Tebliği ve Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları Esas Tebliği şeklinde ifade edilmiştir. Genel sınıflamada GYO’lar, portföylerindeki gayrimenkulün mülkiyetine sahip olma durumuna göre Özsermaye Temelli GYO’lar, İpotek Temelli GYO’lar ve Karma GYO’lar olmak üzere üç gruba ayrılmaktadır.

2.7.1. Özsermaye Temelli GYO

Özsermayeye vey özvarlığa dayalı GYO’lar, gayrimenkullerin mülkiyet haklarına sahiptirler. Bu tip GYO’lar yatırımlarını genellikle bir mülke (plaza binaları) odaklanmaktadır. Özsermaye gayrimenkul yatırım ortaklıkları özellikle, alışveriş merkezleri, hastane, ambar, ofis ve depolar gibi gayrimenkulleri alarak işletmektedir.

Bazıları ise yatırımlarını belirli bir coğrafi bölgede sınırlandırır. GYO'lar genellikle, yatırımcılarına gelir sağlayan gayrimenkul portföylerine yatırım yapma imkanı veren özsermaye GYO'ları olarak faaliyet göstermektedir. Özsermaye GYO'ları halka açık olabilir ve borsaya kote edilebilirler. Toplam gelirlerinin asgari %90'ı kadar tutarını temettü halinde hissedarlarına dağıtma yükümlülükleri vardır.²⁸ Yatırımlarını doğrudan gayrimenkullere yapmaktadırlar. Leasing yapabilmekte, mülkiyet ve kiralama faaliyetlerinin yürütülmesini sağlamaktadır. Ayrıca özsermayeye dayalı GYO'lar her tipte gayrimenkulün alım ve satım işlemlerini de gerçekleştirebilmektedir (Şarkaya, 2007: 179).

Özvarlığa dayalı GYO'ların yatırım alanlarını şu şekilde sınıflandırmıştır: 1. endüstri ve ofis, 2. alışveriş merkezi, outlet çenter, yerel alışveriş merkezleri, 3. konut, 4. otel, 5. hastane veya sağlık hizmetleri ile ilgili faaliyetler, 6. depo, ambar yatırımları, vb gibi. Sonuç olarak öz varlığa dayalı GYO'nın getirilerine ve faydalarına kısaca değinirsek yatırımcılara iki imkân sağlamaktadırlar: Birincisi uzman ve profesyonel yönetim altında çeşitlendirilmiş ve birçok alternatifi olan gayrimenkul portföyüne yatırım yapmak. İkincisi ise organize piyasalarda ticareti yapılan hisse senedi ve çeşitli menkul kıymetlere yatırım yaparak likidite sağlamaktır.

2.7.2. İpotek Temelli GYO

İpotek ya da mortgage kavramı, uzun vadelerle kira öder gibi gayrimenkul mülkiyeti edinme olarak tanımlanabilir. Başka bir deyişle gayrimenkul projelerine yatırımda bulunmak isteyen birikim malikleri ile büyük yatırımcıları aynı çatı altına toplayan uzun vadeli bir sistem olarak nitelendirilebilir. Geçmişte, ipotekli GYO'lar inşaat kredilerinin yanı sıra, mevcut mülklerle ilgili kredilere de yatırımda bulunurdu. Ancak günümüzde ipotekli GYO'lar, sadece gayrimenkul sahipleri ve yöneticilerine kredi sağlamaktadır (Şarkaya, 2007: 180).

İpotekli GYO'lar ipoteğe bağlı menkul kıymet yatırımlarıyla, ipotek kredilerinin kapsamının artmasına vesile olmaktadır. Kredi faizlerinde oluşabilecek riskleri, menkul kıymetleştirilmiş ipotek yatırımları ve çeşitli hedging yöntemleri ile etkili biçimde idare etmektedir. İpotekli GYO'lar, genellikle özsermaye GYO'larından daha yüksek temettü verimi sağlar. İpotek GYO'ların değer arttırma potansiyelinin

sınırlı olması bu durumun nedeni olarak gösterilmektedir. İpotek GYO'ları, sadece ticari amaçlı gayrimenkul geliştiricileri ve ev sahiplerine borç veren bankalara benzemektedir. Buna rağmen, ipotek GYO'larının kredi olarak vereceği müşteri mevduatı bulundurmazlar. Gelirleri yatırımlarından elde edilen anapara ve faiz ödemelerinden oluşmaktadır (Şenoğlu, 2020: 18).

2.7.3. Karma GYO

Karma GYO'lar gayrimenkul ve gayrimenkul projelerine yatırımlarını gerçekleştirirken aynı zamanda, gayrimenkullere dayalı yatırım araçlarına da yatırımlarda bulunan ortaklıklardır. Bu yatırım araçları genellikle gayrimenkullere bağlı hisse senetlerinden oluşmaktadır. Bu tip GYO'lar, kendi portföylerinde bulunan mal ve mülklerin idaresi haricinde, gayrimenkul malikleri ve yöneticilerine de kredi verme işlevine de sahiptirler. Karma GYO'lar aynı zamanda Hibrit GYO'lar olarak da adlandırılmaktadır.

2.8. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Faydaları

Literatürde GYO'ların yatırımcılara ve ekonomide yarattığı faydalar konusunda çeşitli görüş ve açıklamalar vardır. Genel olarak GYO'lar halka açık ortaklıklar olmasından dolayı borsada işlem görmektedirler. Portföylerin yönetilmesi sonucunda elde ettikleri kar, temettü olarak hisse senedi sahiplerine gelir olarak aktarılmaktadır. Böylece hem GYO'lar hisse alımı sonrası fon toplamakta ve GYO hissedarları da gayrimenkullere yatırım yaparak bu gayrimenkullerin gelirlerinden pay almaktadırlar. GYO'lar hem yatırımcılar, hem de gayrimenkul sektörü için çeşitli avantajlar sağlamakta olup bunları şu şekilde sıralamak mümkündür (Doğan, 2019: 18-19);

- Toplu konut, alışveriş merkezi, iş merkezi gibi projelerin finansmanında özkaynak yöntemi kullanılması şirketler için maliyetli bir seçenek olmaktadır. Alternatif finansman olanağı sağlayan GYO'lar, şirketlerin daha az maliyet ile borçlanması ve kaynakları daha rasyonel kullanmasına imkan sağlamaktadır.

- GYO hisse senetlerine yatırım yapan yatırımcılar, GYO portföyünün profesyonel yönetim şirketleri tarafından yönetilmesinden, yatırımcıların kendi başına yatırım yapmasından daha etkili ve verimli şekilde sonuç vermesinden ve nihai olarak GYO hisselerinin borsada işlem görmesinden dolayı fiyat değişimlerinden kar elde edebilme ve kardan pay alma gibi haklar elde edebilmektedirler.

- Yerli yatırımcılara alternatif olan ve yasal mevzuata uygun olarak gayrimenkul yatırımı yapmak isteyen yabancı yatırımcılara GYO'lar temas ederek hem yatırımcısına hem şirket finansmanına ek kaynak sağlayabilmektedirler. Gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına yapılan yatırımlar doğrultusunda gayrimenkul piyasalarının gelişimine ve sermaye piyasalarının gelişimine katkı sağlayarak sermaye girişi ve sermaye transferinin sağlanması avantajını sunmaktadır.

- Bir gayrimenkulü satın alma gücüne sahip olamayan küçük yatırımcıların gayrimenkul alanında oluşan kardan gelir elde ederek bu tarzdaki yatırımcıların oluşturacağı fonların gayrimenkul sektörüne akmasını sağlayarak, büyük gayrimenkul projelerinin mülkiyetinin tabana yayılmasını sağlamaktadırlar.

- Toplu konut, alışveriş merkezi gibi büyük gayrimenkul projelerinin finansmanı için küçük yatırımcıların yatırımlarının havuzda toplanarak kaynak temini sağlanmaktadır.

- Yatırım yapılan büyük gayrimenkul projeleri ile kayıt dışı faaliyetlerin azalması ile beraber düzenli şehir yapışmasına katkıda bulunmaktadır.

2.9. Türkiye'deki GYO'ların Nicel Görünümü

Türkiye'de 2019 yılının ilk yarısında toplam 505 bin olan konut satışı, 2020 yılının aynı döneminde 624 bin adede ulaşarak yüzde 23,5'lik bir artış sağlamıştır. Artışı tetikleyen en önemli unsurlar ise pandemi nedeniyle yaşanan kapanma sürecinin bitmesi, özellikle kredi faizlerinde kamu bankaları önderliğinde sağlanan keskin düşüş ve ertelenen talebin etkisi olmuştur. Diğer yandan birkaç yıldır yeni konut arzının giderek düşmesi de talebin yükselmesinde diğer bir tetikleyici olmuştur. Hâlihazırda

pazarda bekleyen konutların talep görmesi de önemli ölçüde stok erimesi sağlanmıştır. 2020 yılının ilk yarısı itibarıyla 226 bin adede ulaşan ipotekli konut satışında, 2019'un aynı dönemine göre yüzde 221'lik artış yaşanmıştır (GYODER, 2020).

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO) sektörü, 2018'in ikinci yarısı ve 2019'un ilk yarısında yaşanan olumsuz ekonomik gelişmelerden ciddi anlamda etkilenen sektörlerden biri olmuştur. Bu çerçevede, yüksek faiz ve dalgalı kur hareketleri sonucu ortaya çıkan, enflasyon artışı ve talep daralması nedeniyle sektör potansiyelinin altında faaliyet göstermiştir. 2019 yılının ikinci yarısından itibaren yaşanan faiz indirimleri sektörün az da olsa hareketlenmesine katkı sağlamıştır. Bunun sonucu, GYO'ların temel sorunu olan uygun maliyetli kaynak bulunması ve yeterli talebin sağlanması açısından 2020 yılı başında olumlu bir hava oluşmuş ve ertelenmiş olan yatırımların özellikle Aralık 2019 döneminden itibaren gerçekleştirilmeye başlaması bu olumlu beklentide etkili olmuştur. Aralık 2019 döneminde gayrimenkul sektöründe yaşanan gelişmede KDV ve tapu harcı teşviklerinin de önemli bir etkisi olmuştur (GYODER, 2019; Ayrancı ve Gürel, 2020: 3-5).

Türkiye'de son dört yılda çeyrekler itibarıyla yatırım enstrümanları karşılaştırmalarında ise diğer araçlara göre istikrarlı gelişme göstermektedir Yatırım enstrümanları karşılaştırması Tablo 2.2'de gösterilmiştir.

Tablo 2.2. Yatırım Enstrümanları Karşılaştırması (%) (2016-2020).

Dönem	TR-81*	REIDIN- GYODER Yeni Konut Fiyat Endeksi**	Mevduat Faizi	BIST 100 Endeksi	Amerikan Doları	Avro	Altın (Külçe)	Devlet İç Borçlanma Senetleri
Ç1'16	3,30	1,80	2,75	8,88	-1,09	0,98	14,86	4,45
Ç2'16	1,95	0,41	2,63	0,77	1,66	1,42	6,14	2,38
Ç3'16	1,08	-0,41	2,59	-1,31	17,92	10,98	2,63	-2,49
Ç4'16	2,34	1,12	2,56	3,53	22,00	17,47	14,4	-2,44
Ç1'17	3,14	1,22	2,55	17,5	4,97	6,35	11,77	2,38
Ç2'17	3,08	0,86	2,62	10,27	-4,06	0,84	-1,44	4,46
Ç3'17	2,33	1,03	3,03	7,16	-1,26	4,78	2,68	1,61
Ç4'17	2,76	0,85	3,08	3,11	10,53	9,78	6,55	-1,84
Ç1'18	2,55	0,90	3,18	6,58	1,25	5,51	5,93	2,08
Ç2'18	1,73	0,78	3,27	-17,83	19,15	12,82	14,76	-6,29
Ç3'18	0,82	0,50	3,79	-0,41	36,84	36,59	28,06	-8,12
Ç4'18	0,58	0,77	5,26	-3,81	-16,2	- 8,17	-12,18	15,40
Ç1'19	0,97	0,27	5,53	9,89	2,72	2,04	7,03	5,81
Ç2'19	1,97	0,92	4,79	-7,25	6,40	6,28	11,35	1,81
Ç3'19	2,01	0,38	5,31	8,30	-1,74	-4,23	8,60	12,9
Ç4'19	3,07	1,34	3,92	9,18	2,49	3,44	0,68	9,40
Ç1'20	2,61	2,43	2,63	-13,90	8,27	7,82	16,10	2,61
Ç2'20	5,52	2,06	2,36	17,11	7,58	9,45	17,49	5,89

Kaynak: GYODER, 2020

*REIDIN Türkiye Satılık Konut Fiyat Endeksi (81 il ortalaması)

**REIDIN-GYODER Yeni Konut Fiyat Endeksi, 34 proje geliştiricisinin sunduğu toplam 70 proje ve aylık ortalama 22.500 konut stoku üzerinden hesaplanmaktadır.

Tablo 2.1’de görüldüğü konut fiyat artışlarının ve finansal yatırım araçlarının 2020 yılı ikinci çeyrek dönemindeki artış ve getiri performansları incelendiğinde, Devlet İç Borç Senetlerinin getirisi %5,89; Külçe Altında ise %17,49 oranında bir getiri olduğu gözlemlenmektedir. Amerikan Doları ve Euro için de bu çeyrek dönemde kazançlar söz konusu olmuştur.

Türkiye’de GYO’lar 1995 yılında SPK’nı düzenlemeleriyle faaliyetlerinde başlamış ve GYO’lar ilk defa 1997 yılında Borsa’da işlem görmeye başlamıştır. 2010

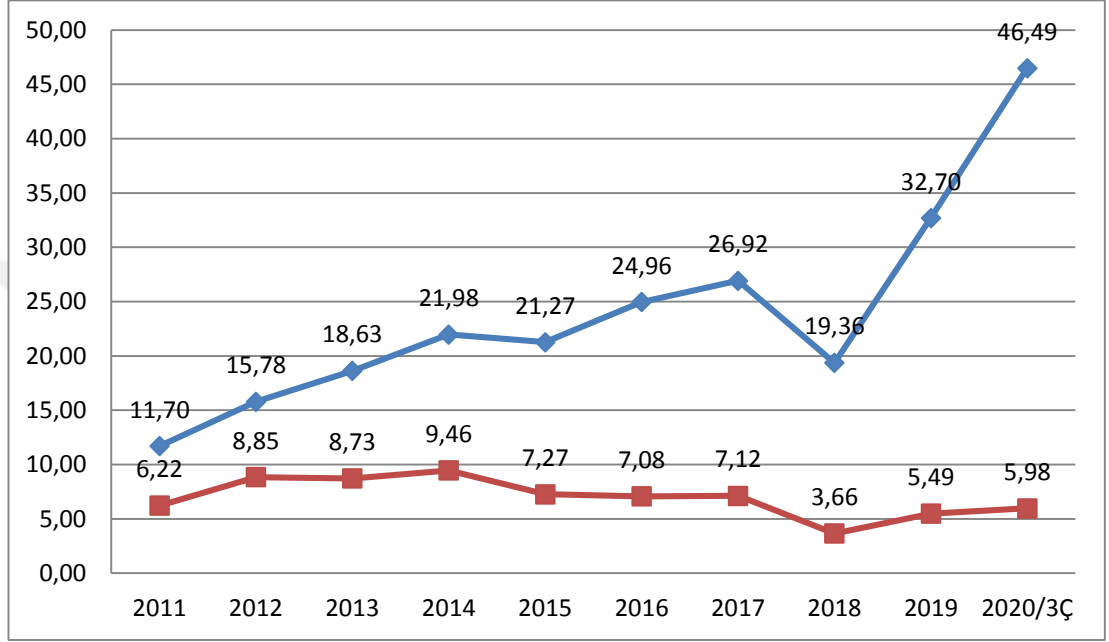
yılında 25 adet olan GYO'ların sayısı, 2020 yılında 33'e yükselmiştir. Ayrıca 2011 yılında 10.864 Milyon TL olan piyasa değeri, 2019 yılının üçüncü çeyreği itibari ile neredeyse iki katına çıkarak 20.144 Milyon TL'ye ulaşmıştır (SPK, 2020c).

Nisan 2020 itibariyle GYO'lar bazında yapılan değerlendirmeye göre “2019 yılının üçüncü çeyreğinde 30.390 olan GYO endeksi performansı, yıl sonuna gelindiğinde %33,0 artarak 40.481'e yükselmiştir. Söz konusu dönemde faizlerdeki düşüş ve gayrimenkul satışlarındaki artışa paralel olarak GYO sektörünün yatırımcısına kısa vadede ciddi getiri sağlaması, sektörün potansiyelinin olduğunu göstermektedir. Yasal olarak temettü dağıtma zorunluluğu bulunmayan sektörde 2019 yılında sadece 11 şirket 821,8 milyon TL'lik temettü dağıtmıştır. Dikkat çeken bir diğer husus ise; 2011-2019 döneminde toplamda 5,4 milyar TL temettü dağıtılmış olup, bu temettü miktarının %42,6'sı sadece Emlak Konut GYO tarafından gerçekleştirilmiştir. Sektör hisselerinin iyi performans göstermesinde; şirketlerin doğru projelere yatırım yapması, nakit akışının iyi yönetilmesi başta olmak üzere finansal performansını koruması ve temettü politikasının süreklilik arz etmesi etkili olmaktadır. Ancak, sektörde temettü verimliliği olan belli başlı GYO'ların bulunması ve halka açıklık oranının %53 olmasına karşın fiili dolaşımın %36 seviyesinde kalması piyasanın derinleşmesinin önüne geçmektedir. Yabancı yatırımcının GYO sektörüne olan ilgisi 2019 yılında da azalmış ve nette 82,4 milyon dolarlık satış yapmışlardır. Böylelikle 2018 yılında %31 olan sektörün halka açık kısmında yabancıların payı %22'ye gerilemiştir.” (TURKRATING, 2020).

GYO toplamı bazında “2018 yılında %27,9 gerileyen sektörün piyasa değeri 2019 yılında TL bazında %8,6 artarak 32,7 milyon TL'ye yükselmiştir. Sektörün dolar bazında piyasa değeri ise kur kaynaklı yaşanan 2018 yılı daralmasından sonra 2019 yılında %48,6 artarak 5,5 milyar dolara yükselmiştir. GYO sektöründe halen yüksek iskonto oranları söz konusu olup, bu oran 2019 yılında %62,1'e gerilemiştir (2018; %75,6). Sektörün 2019 yılı portföy dağılımı %76,5 gayrimenkul, %4,9 iştirakler, %2,3 para ve sermaye piyasası araçları ve %16,2 diğer yatırımlar olarak gerçekleşmiştir. Sektörün portföy dağılımının aksine, portföyünün tamamına yakını gayrimenkul yatırımı ya da yarısı para ve sermaye piyasası araçlarına yatırım olan GYO'lar bulunmaktadır” (TURKRATING, 2020). Türkiye'de GYO faaliyet gösteren

GYO'ların portföy değeri Milyar TL ve Milyar Dolar cinsinden karşılaştırmalı olarak Şekil 2.1'de gösterilmiştir.

Şekil 2.1. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Portföy Değeri (Milyar TL ve Milyar Dolar)



Kaynak: SPK, İstatistik Verilerinden Çekilerek Üretilmiştir.

Şekil 2.1'de görüldüğü üzere Türkiye'deki GYO'ların portföy değeri TL bazında 2011 yılında 11,7 Milyar TL iken 2020 3. Çeyrek itibariyle 46,49 Milyar TL'ye yükselmiştir. Ancak Türkiye'de GYO'ların aynı yıllar için ABD Doları olarak gelişimine bakıldığında TL birimindeki gelişmenin söz konusu olmadığı görülmektedir. Bunun da temel nedeni kur artışlarıdır. Türkiye'de faaliyet göstermekte olan GYO'ların Kayıtlı Sermaye Tavanı, Çıkarılmış Sermaye ve Hisse Sayısı Tablo 2.3'te ve GYO'ların Yatırım Dağılımları da Tablo 2.4'te gösterilmiştir.

Tablo 2.3. Türkiye’deki GYO’ların Kayıtlı Sermaye Tavanı, Çıkarılmış Sermaye ve Hisse Sayısı

	Ortaklığın Unvanı	Kayıtlı Sermaye Tavanı (TL)	Çıkarılmış Sermaye (TL)	Hisse Sayısı	Gayrimenkul Yatırımları (%)
1	Akfen Gayrimenkul Y.O.	1.000.000.000	184.000.000	184.000.000	74,55
2	Akiş Gayrimenkul Y.O.	1.000.000.000	554.699.850	554.699.850	93,20
3	Akmerkez Gayrimenkul Y.O.	75.000.000	37.264.000	37.264.000	70,56
4	Alarko Gayrimenkul Y.O.	150.000.000	64.400.000	64.400.000	51,95
5	Ata Gayrimenkul Y.O.	135.000.000	23.750.000	23.750.000	55,84
6	Atakule Gayrimenkul Y.O.	300.000.000	231.000.000	231.000.000	89,42
7	Avrasya Gayrimenkul Y.O.	360.000.000	72.000.000	72.000.000	67,83
8	Deniz Gayrimenkul Y.O.	1.000.000.000	150.000.000	150.000.000	87,28
9	Doğuş Gayrimenkul Y.O.	500.000.000	332.007.786	332.007.786	94,11
10	Emlak Konut Gayrimenkul Y.O.	4.000.000.000	3.800.000.000	3.800.000.000	51,62
11	Halk Gayrimenkul Y.O.	2.500.000.000	970.000.000	970.000.000	93,36
12	İdealist Gayrimenkul Y.O.	50.000.000	10.000.000	10.000.000	35,84
13	İş Gayrimenkul Y.O.	2.000.000.000	958.750.000	958.750.000	88,70
14	Kiler Gayrimenkul Y.O.	1.400.000.000	620.000.000	620.000.000	76,36
15	Körfez Gayrimenkul Y.O.	330.000.000	66.000.000	66.000.000	60,08
16	Martı Gayrimenkul Y.O.	500.000.000	110.000.000	110.000.000	80,73
17	Mistral Gayrimenkul Y.O.	200.000.000	134.219.462	134.219.462	95,22
18	Nurol Gayrimenkul Y.O.	400.000.000	295.000.000	295.000.000	79,91
19	Özak Gayrimenkul Y.O.	1.000.000.000	364.000.000	364.000.000	77,61
20	Özderici Gayrimenkul Y.O.	250.000.000	250.000.000	250.000.000	93,13
21	Panora Gayrimenkul Y.O.	90.000.000	87.000.000	87.000.000	96,06
22	Peker Gayrimenkul Y.O.	500.000.000	253.000.000	253.000.000	51,43
23	Pera Gayrimenkul Y.O.	250.000.000	89.100.000	89.100.000	94,58
24	Reysaş Gayrimenkul Y.O.	500.000.000	246.000.001	246.000.001	90,99
25	Servet Gayrimenkul Y.O.	1.000.000.000	52.000.000	52.000.000	65,92
26	Sinpaş Gayrimenkul Y.O.	1.000.000.000	873.193.431	873.193.431	75,97
27	Torunlar Gayrimenkul Y.O.	1.000.000.000	1.000.000.000	1.000.000.000	93,26
28	Trend Gayrimenkul Y.O.	150.000.000	30.000.000	30.000.000	89,24
29	Tskb Gayrimenkul Y.O.	500.000.000	500.000.000	500.000.000	70,69
30	Vakıf Gayrimenkul Y.O.	1.000.000.000	460.000.000	460.000.000	65,69
31	Yapı Kredi Gayrimenkul Y.O.	100.000.000	40.000.000	40.000.000	68,20
32	Yeni Gimat Gayrimenkul Y.O.	250.000.000	161.280.000	161.280.000	84,69
33	Yeşil Gayrimenkul Y.O.	1.000.000.000	235.115.706	235.115.706	58,69

Kaynak: SPK, İstatistik, (2021).

Tablo 2.4. Türkiye’deki GYO’ların Yatırım Dağılımları

	Ortaklığın Unvanı	Gayrimenkul Yatırımları (%)	İştirakler (%)	Para ve Sermaye Piy. Araçları	Diğer (%)
1	Akfen Gayrimenkul Y.O.	74,55	15,30	1,08	9,07
2	Akiş Gayrimenkul Y.O.	93,20	1,99	2,16	2,65
3	Akmerkez Gayrimenkul Y.O.	70,56	0,00	21,64	7,80
4	Alarko Gayrimenkul Y.O.	51,95	0,52	46,19	1,33
5	Ata Gayrimenkul Y.O.	55,84	0,00	42,86	1,30
6	Atakule Gayrimenkul Y.O.	89,42	0,00	0,51	10,07
7	Avrasya Gayrimenkul Y.O.	67,83	16,55	14,06	1,55
8	Deniz Gayrimenkul Y.O.	87,28	0,00	0,42	12,30
9	Doğuş Gayrimenkul Y.O.	94,11	0,00	0,19	5,70
10	Emlak Konut Gayrimenkul Y.O.	51,62	1,36	9,57	37,45
11	Halk Gayrimenkul Y.O.	93,36	0,00	0,94	5,70
12	İdealist Gayrimenkul Y.O.	35,84	0,00	45,90	18,26
13	İş Gayrimenkul Y.O.	88,70	0,10	6,04	5,15
14	Kiler Gayrimenkul Y.O.	76,36	8,69	1,29	13,66
15	Körfez Gayrimenkul Y.O.	60,08	0,00	29,54	10,37
16	Martı Gayrimenkul Y.O.	80,73	10,59	0,01	8,66
17	Mistral Gayrimenkul Y.O.	95,22	0,00	2,91	1,87
18	Nurol Gayrimenkul Y.O.	79,91	0,00	6,62	13,47
19	Özak Gayrimenkul Y.O.	77,61	3,10	11,91	7,37
20	Özderici Gayrimenkul Y.O.	93,13	0,06	0,93	5,88
21	Panora Gayrimenkul Y.O.	96,06	0,01	1,00	2,93
22	Peker Gayrimenkul Y.O.	51,43	0,00	0,03	48,54
23	Pera Gayrimenkul Y.O.	94,58	1,56	0,74	3,12
24	Reysaş Gayrimenkul Y.O.	90,99	1,02	2,26	5,73
25	Servet Gayrimenkul Y.O.	65,92	0,97	0,81	32,30
26	Sinpaş Gayrimenkul Y.O.	75,97	1,55	4,21	18,27
27	Torunlar Gayrimenkul Y.O.	93,26	2,91	2,55	1,28
28	Trend Gayrimenkul Y.O.	89,24	0,00	1,58	9,19
29	Tskb Gayrimenkul Y.O.	70,69	0,09	28,74	0,48
30	Vakıf Gayrimenkul Y.O.	65,69	0,00	18,56	15,75
31	Yapı Kredi Gayrimenkul Y.O.	68,20	0,57	27,69	3,54
32	Yeni Gimat Gayrimenkul Y.O.	84,69	0,09	14,21	1,01
33	Yeşil Gayrimenkul Y.O.	58,69	19,84	0,00	21,47

Kaynak: SPK, İstatistik, (2021).

3. TÜRKİYE’DE GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ PERFOMANSLARI

3.1. Metodoloji

3.1.1. Araştırmanın Amacı

Araştırmanın amacı Türkiye’de faaliyet gösteren kamu bankası iştiraklerinden olan Ziraat GYO ve Halk GYO’nın yayınlamış oldukları mali tablolarına göre performanslarının incelenmesidir. Bu kapsamda ilgili son dört yıllık 2017-2020 döneminde yıllık bazda GYO’ların temel mali oran ve verileri incelenerek performans göstergeleri analiz edilmiştir.

3.1.2. Araştırmanın Örnekleme ve Kısıtları

Araştırmanın evreni Türkiye’de faaliyet gösteren gayrimenkul yatırım ortaklıkları olup örnekleme Ziraat GYO ve Halk GYO’dur. Araştırmada bilanço ve gelir tablosu incelemelerine dayalı çalışma yapıldığından evrenin tümünün incelenmesi zaman bakımından mümkün olmadığından kamu bankaları iştiraki olan iki GYO örneklem olarak alınmıştır. Araştırmanın öncelikle bahsi geçen GYO’ların kendi internet sayfalarında ve KAP (Kamuyu Aydınlatma Platformu) yayınladıkları 2017-2020 dönemlerini kapsayan dört yıllık bilanço ve gelir tabloları ile sınırlıdır. Bununla birlikte sermaye piyasaları doğası gereği risk faktörünün söz konusu olduğu, aynı zamanda manipülasyon ve spekülasyonların görülebildiği yapılar olduğundan araştırma incelenen GYO’ların bu faktörlerden etkilenmediği varsayımı ile hareket edilmiştir.

3.1.3. Araştırmanın Yöntemi

Araştırmanın yöntemi finansal tablolar analizinde kullanılan trend analizi veya eğilim yüzdeleri analizi adı verilen çalışma yöntemidir. Bu yöntem ilk kez 1925 yılında Stephan Gilman tarafından önerilmiş ve belirli bir zamandan itibaren bu tablolarda yer alan hesap kalemlerinin trendlerine ait verilerin analiz edilmesinde kullanılmıştır. Kullanılan bu analiz yöntemi işletmelerin finansal durumunun ve faaliyet sonucu getirilerinin daha iyi belirlenmesinde ve geleceğe yönelik gerçeğe daha yakın tahminler yapılmasına olanak sağlayabilmektedir (Akcanlı, Soba ve Kestane, 2013: 195).

Finansal analizde dört temel analiz yönteminin bulunduğu vurgulanır. Bu yöntemler, karşılaştırılmalı analiz, trend analizi, oran analizi ve dikey yüzde analizi olarak sıralanabilmektedir. Bu analiz yöntemleri, firmaların finansal tabloları yani bilanço ve gelir tabloları yardımıyla uygulanabilir. Bu analiz tekniklerinin uygulanmasındaki temel amaç firmaların finansal ve mali durumunu analiz ederek, yönetimin almış olduğu kararların doğruluğunun sınanmasıdır. Oran analizi, şirket geçmiş verileriyle incelenen şirketin başarı durumu hakkında bilgi sahibi olmaya ve sektörle kıyaslama yapma imkânı sunar (Özari ve Demir-Erol, 2019: 233).

3.2. Araştırmanın Bulguları

Çalışmanın bu başlığı altında öncelikle analiz konu olan Ziraat GYO ve Halk GYO'ların 2017-2020 dönemi mali verileri sunulmuştur. Ardından söz konusu döneme ilişkin verilerden yola çıkarak bu GYO'ların bağımsız denetimden geçmiş finansal ve faaliyet analizleri ayrı ayrı hesaplanmış ve yorumlanmıştır.

Tablo 3.1. Halk GYO 2017-2020 Dönemi Bilançoları (Varlıklar)

	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
VARLIKLAR				
Dönen Varlıklar	432.080.905	210.964.848	192.228.287	106.170.870
Nakit ve Nakit Benzerleri	123.145.273	28.825.032	74.285.277	49.553.215
Ticari Alacaklar	36.703.574	9.757.225	11.511.709	5.346.392
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	148.189	627	3.114	60
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	36.555.385	9.756.598	11.508.595	5.346.332
Stoklar	252.004.404	103.021.423	67.906.463	18.178.851
Peşin Ödenmiş Giderler	318.312	647.577	10.072.788	1.524.881
<i>İlişkili Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler</i>	103.490	298.429	421.994	52.208
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler</i>	214.822	349.148	9.650.794	1.472.673
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	1.046.404	1.021.383	1.024.761	846.745
Diğer Dönen Varlıklar	18.862.938	67.692.208	27.427.289	30.720.786
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Dönen Varlıklar</i>	18.862.938	67.692.208	27.427.289	30.720.786
Duran Varlıklar	1.944.852.835	2.415.914.637	2.846.980.843	3.408.555.210
Ticari Alacaklar	5.799.107	6.216.382	4.426.244	1.587.042
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	5.799.107	6.216.382	4.426.244	1.587.042
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	1.828.384.803	2.288.772.410	2.715.950.000	3.260.027.500
Maddi Duran Varlıklar	270.652	800.320	4.424.599	4.086.222
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	105.718	346.313	305.959	350.671
<i>Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar</i>	105.718	346.313	305.959	350.671
Peşin Ödenmiş Giderler	67.861.990	118.829.008	96.753.415	108.754.887
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler</i>	67.861.990	118.829.008	96.753.415	108.754.887
Diğer Duran Varlıklar	42.430.565	950.204	25.120.626	33.748.888
<i>İlişkili Olmayan Taraflara İlişkin Diğer Duran Varlıklar</i>	42.430.565	950.204	25.120.626	33.748.888
TOPLAM VARLIKLAR	2.376.933.740	2.626.879.485	3.039.209.130	3.514.726.080

Kaynak: Halk GYO ve KAP'dan elde edilmiştir.

Tablo 3.2. Halk GYO 2017-2020 Dönemi Bilançoları (Kaynaklar)

	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
KAYNAKLAR				
Kısa Vadeli Yükümlülükler	490.493.887	333.968.195	452.228.381	502.826.748
Kısa Vadeli Borçlanmalar	216.796.919	293.920.037	421.990.029	355.705.257
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	3.397.671	3.397.826	3.396.659	40.918.126
<i>İlişkili Taraflardan Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları</i>	3.397.671	3.397.826	3.396.659	40.918.126
Ticari Borçlar	18.025.957	15.628.217	2.955.431	30.896.058
<i>İlişkili Taraflara Ticari Borçlar</i>	416.723	79.078	55.804	8.742
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar</i>	17.609.234	15.549.139	2.899.627	30.887.316
Ertelenmiş Gelirler (Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülüklerin Dışında Kalanlar)	242.418.401	10.116.377	13.423.297	61.108.287
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ertelenmiş Gelirler (Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülüklerin Dışında Kalanlar)</i>	242.418.401	10.116.377	13.423.297	61.108.287
Kısa Vadeli Karşılıklar	1.079.771	1.549.747	1.594.925	1.808.629
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	970.803	1.262.500	1.592.889	1.808.629
<i>Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	108.968	287.247	2.036	-
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	8.775.168	9.355.991	8.868.040	12.390.391
<i>İlişkili Taraflara Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler /İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler</i>	8.775.168	9.355.991	8.868.040	12.390.391
Uzun Vadeli Yükümlülükler	7.038.201	17.836.274	8.761.067	85.410.620
Uzun Vadeli Borçlanmalar	6.719.830	17.306.339	8.020.447	84.593.553
<i>İlişkili Taraflardan Uzun Vadeli Borçlanmalar</i>	6.719.830	17.306.339	8.020.447	84.593.553
Uzun Vadeli Karşılıklar	318.371	529.935	740.620	817.067
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar</i>	318.371	529.935	740.620	817.067
ÖZKAYNAKLAR	1.879.401.652	2.275.075.016	2.578.219.682	2.926.488.712
Ödenmiş Sermaye	820.000.000	858.000.000	928.000.000	970.000.000
Geri Alınmış Paylar (-)	(23.117.578)	(24.188.879)	(26.162.328)	(27.346.399)
Paylara İlişkin Primler/Iskontolar	49.945.096	49.945.096	49.945.096	49.945.096
<i>Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler</i>	13.198	(81.503)	(23.610)	68.913
<i>- Tanımlanmış fayda planları yeniden ölçüm kazançları</i>	13.198	(81.503)	(23.610)	68.913
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	39.266.359	42.011.650	49.937.018	52.735.975
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	741.185.806	954.587.570	1.255.115.292	1.528.632.662
Net Dönem Karı veya Zararı	252.108.771	394.801.082	321.408.214	352.452.465
TOPLAM KAYNAKLAR	2.376.933.740	2.626.879.485	3.039.209.130	3.514.726.080

Kaynak: Halk GYO ve KAP'dan elde edilmiştir.

Tablo 3.3. Ziraat GYO 2017-2020 Dönemi Bilançoları (Varlıklar)

VARLIKLAR	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Dönen varlıklar				
Nakit ve nakit benzerleri	230.459.230	1.260.199	128.264.013	30.497.497
Ticari alacaklar	-	56.068	-	2.356.900
<i>İlişkili taraflardan ticari alacaklar</i>	-	56.068	-	2.356.900
Diğer Ticari alacaklar		-	145.826	582.592
<i>İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar</i>	-	-	145.826	582.592
Stoklar	-	-	-	91.339.193
Peşin ödenmiş giderler	62.764.322	62.773.162	62.807.371	1.908.667
<i>İlişkili taraflardan peşin ödenmiş giderler</i>	46.684	72.245	72.523	-
<i>İlişkili olmayan taraflardan peşin ödenmiş giderler</i>	62.717.638	62.700.917	62.734.848	1.908.667
Diğer dönen varlıklar	5.418.459	10.415.832	53.417.021	11.729.256
<i>İlişkili olmayan taraflardan diğer dönen varlıklar</i>	5.418.459	10.415.832	53.417.021	11.729.256
Toplam dönen varlıklar	298.642.011	74.505.261	244.634.231	138.414.105
Duran varlıklar				
Diğer Alacaklar			-	2.232.263
<i>İlişkili taraflardan diğer alacaklar</i>			-	2.232.263
Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlar	-	87.779	109.060.982	115.371.102
Yatırım amaçlı gayri menkuller	1.247.354.552	1.507.454.560	1.885.398.445	4.681.482.102
Maddi duran varlıklar	3.731.621	3.919.727	4.583.101	669.750
Maddi olmayan duran varlıklar	43.876	22.414	39.192	46.817
Peşin ödenmiş giderler	2.049.854	329.160.470	367.797.866	385.548.733
<i>İlişkili olmayan taraflardan peşin ödenmiş giderler</i>	-	-	367.797.866	385.548.733
Ertelenmiş vergi varlığı	-	-	1.895.421	1.112.621
Toplam duran varlıklar	1.253.179.903	1.840.644.950	2.368.775.007	5.297.489.248
TOPLAM VARLIKLAR	1.551.821.914	1.915.150.211	2.613.409.238	5.435.903.353

Kaynak: Ziraat GYO ve KAP'dan elde edilmiştir.

Tablo 3.4. Ziraat GYO 2017-2020 Dönemi Bilançoları (Kaynaklar)

KAYNAKLAR	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Kısa vadeli yükümlülükler				
Kısa vadeli borçlanmalar	-	226.008.616	548.076.602	201.480.849
Ticari borçlar	523.821	50.905	16.014.237	61.483.358
<i>İlişkili taraflara ticari borçlar</i>	-	-	20.363	69.579
<i>İlişkili olmayan taraflara ticari borçlar</i>	523.821	50.905	16.014.237	61.483.358
Diğer borçlar	-	-	-	13.684
<i>İlişkili taraflara diğer borçlar</i>	-	-	-	13.684
Ertelenmiş gelirler	-	-	25.234.922	29.651.955
<i>İlişkili taraflara ertelenmiş gelirler</i>	-	-	25.234.922	24.809.041
<i>İlişkili olmayan taraflara ertelenmiş gelirler</i>	-	-	-	4.842.914
Dönem vergi karı yükümlülüğü	-	-	94.088	171.201
Kısa vadeli karşılıklar	12.049	24.973	7.631.843	10.233.590
<i>Çalınanlara sağlanan faydalara ilişkin kısa vadeli karşılıklar</i>	12.049	24.973	50.159	99.702

Diğer kısa vadeli yükümlülükler	492.571	4.848.643	176.241.092	36.140.111
<i>İlişkili taraflara diğer kısa vadeli yükümlülükler</i>			160.000.000	-
<i>İlişkili olmayan taraflara diğer kısa vadeli yükümlülükler</i>	492.571	4.848.643	16.241.092	36.140.111
Toplam kısa vadeli yükümlülükler	1.028.441	230.933.137	773.292.784	339.174.748
Ertelenmiş Gelirler			28.810.401	6.097.995
<i>İlişkili taraflara ertelenmiş gelirler</i>			28.810.401	6.097.995
Uzun vadeli karşılıklar	10.755	32.136	60.742	72.995
<i>Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin uzun vadeli karşılıklar</i>	10.755	32.136	60.742	72.995
Toplam uzun vadeli yükümlülükler	10.755	32.136	28.871.143	6.170.990
Toplam yükümlülükler	1.039.196	230.965.273	802.163.927	345.345.738
ÖZKAYNAKLAR				
Ana ortaklığa ait özkaynaklar	1.550.782.718	1.684.184.938	1.811.245.311	5.090.557.615
Ödenmiş sermaye	1.300.000.000	1.300.000.000	1.300.000.000	3.520.215.000
<i>Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsam gelirler (giderler)</i>	485.788	698.216	851.257	3.012
<i>Yeniden değerlendirme ve sınıflandırma kazanç (kayıpları)</i>	485.788	698.216	851.257	-
<i>Maddi duran varlık yeniden değerlendirme artışları (azalışları)</i>	485.788	718.360	869.288	-
<i>Tanımlanmış fayda planları yeniden ölçüm kazançtan (kayıpları,</i>	-	(20.144)	(18.031)	3.012
<i>Kar veya zararda yeniden sınıflandırılacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler (giderler)</i>	-	-	(105.789)	23.070.823
Yabancı para çevrim farkları	-	-	(105.789)	23.070.823
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	337.211	2.815.868	4.403.076	5.585.646
Paylara ilişkin primler (iskontolar)	-	-	-	658.135.984
Geçmiş yıllar karları	13.247.601	247.481.063	379.083.646	505.783.485
Dönem net karı	236.712.118	133.189.791	127.013.121	377.763.665
Toplam özkaynaklar	1.550.782.718	1.684.184.938	-	-
TOPLAM KAYNAKLAR	1.551.821.914	1.915.150.211	2.613.409.238	5.435.903.353

Kaynak: Ziraat GYO ve KAP'dan elde edilmiştir.

3.2.1. Cari Oran

Cari oran kapsamında öncelikle likidite kavramına bakılmasında fayda vardır. Likidite, kısa vadeli nakit ihtiyacını karşılamak için işletme kaynaklarının güvenilirliğini ifade eder. Bir işletmenin kısa vadeli riski, gelecekteki performans beklentileriyle birlikte nakit girişlerinin ve çıkışlarının zamanlamasından etkilenir. Likidite analizi, faaliyet gösteren firmalara, ürün ve hizmet satışlarından kâr elde etme yeteneklerine, işletme sermayesi gereksinimlerine ve önlemlerine yöneliktir. Likidite oranları, işletmenin borçlarını vadesi geldiğinde, borçlarını ödeme kabiliyetinin bir ölçütüdür (Sakarya ve Akkuş, 2015: 111).

Likidite oranları işletmenin kısa vadeli borçlarını ödeyebilme yeteneğinin ölçülmesinde ve işletme sermayesinin yeterli olup olmadığının belirlenmesinde kullanılır. Ödeme gücünün saptanmasında, işletmenin dönen varlıkları ile kısa vadeli borçlar arasındaki ilişkileri analiz eder. İşletme ilgilileri, işletmeden alacakları olanlar, yöneticiler, işletmelere kısa vadeli borç verecek olan finansal kuruluşlar, likidite oranları ile işletmenin kısa vadeli borçlarını vadesi geldiğinde dönen varlıkları ile hemen ödeyip ödeyemeyeceğini sorgularlar (Toroslu ve Durmuş, 2015: 144).

Likidite oranları, işletmenin kısa vadeli borçlarını ödeme gücü olup olmadığını anlamak için kullanılmaktadır. İşletmelerin varlıklarını sürdürebilmesi için vadesi gelen borçlarını karşılayabilecek tutarda nakit sağlama potansiyeline sahip olması gerekir. Bu bağlamda bir işletmenin kısa vadeli borçlarını ödemedi kullanabileceği iktisadi değerler bilançonun aktifinde yer alan dönen varlıklar grubu içindeki hazır değerler, menkul kıymetler, vadesi bir yıldan az olan alacaklar ve stok kalemlerinden oluşmaktadır. İşletmenin kısa vadeli borçlarını ödeme gücünün yeterli olup olmadığını anlamak için bu değerler ile kısa vadeli yabancı kaynaklar arasındaki ilişkiye bakılmaktadır. Likidite oranları; cari oran, asit-test (Likidite) oranı ve nakit oranı olmak üzere üç başlık altında incelenebilmektedir. Buna ek olarak net işletme sermayesi oranı ve eldeki nakit oranı da likidite oranları arasında değerlendirilebilen diğer oranlardır (Okka, 2015: 129). Halk GYO ve Ziraat GYO likidite bağlamında cari oranı aşağıda verilmiştir.

Cari oran, işletmelerin kısa vadeli yükümlülüklerini bir faaliyet dönemi içerisinde karşılanıp karşılanmadığının belirlenmesi amacıyla yapılmaktadır. Cari oran kısaca formülüne edilirse, dönen varlıkların kısa vadeli yükümlülüklerle oranlanması şeklinde olacaktır.

$$Cari\ Oran = \frac{Dönen\ Varlıklar}{Kısa\ Vadeli\ Yabancı\ Kaynaklar}$$

Cari oranda, likiditeyi farklı açılardan etkileyen çok sayıda değişken mevcuttur. Dönen varlıklar ile kısa vadeli borçlar arasındaki etkileşim ölçülmektedir (Güngör, 2009: 116). Bununla birlikte kısa vadeli borçların ödenmesinde bir güçlükle karşılaşp karşılaşmayacağını göstermektedir. Ancak bu oran kaba bir orandır. Çünkü tüm dönen varlıkları içermemektedir. Bir kısım finansçı için oranın 1'in üstünde

olması gerekli iken genel olarak ise 2'nin üstünde olması sağlıklı sonuçlar ortaya koyacaktır. 2'nin üstündeki oran işletmenin dönen varlıklarının kısa vadeli borçlarının 2 katı olduğunu bu nedenle de kısa vadeli borçların dönen varlıklar ile rahat bir şekilde ödeneceğini göstermektedir. Ancak GYO'ların yapıları nedeniyle cari oranlarının değişim göstermesi mümkündür (TSKB, 2015).

Tablo 3.5. Halk GYO ve Ziraat GYO Cari Oran (31.12.2017-31.12.2020)

	Halk GYO			Ziraat GYO		
	Dönen Varlıklar	KVYK	Cari Oran	Dönen Varlıklar	KVYK	Cari Oran
31.12.2017	432.080.905	216.796.919	1,99	298.642.011	0	NA
31.12.2018	210.964.848	293.920.037	0,72	74.505.261	226.008.616	0,33
31.12.2019	192.228.287	421.990.029	0,46	244.634.231	548.076.602	0,45
31.12.2020	106.170.870	355.705.257	0,30	138.414.105	201.480.849	0,69

Araştırma konusu Halk GYO 18.10. 2010 yılında ve Ziraat GYO ise 01.11.2016 yılında kurulmuşlardır. Ziraat GYO'nın 2016 yılında kurulması nedeniyle bazı verileri gelişim, olgunlaşma ve birikim bakımından farklılık arz edebilmektedir. Söz konusu GYO'nın cari oranlarına bakıldığında Tablo 3.5'te görüldüğü üzere 31.12.2017 yılı dışında Halk GYO, beklenen oran olan 1'e uzaktır. Ziraat GYO ise çok daha düşüktür. Çelik ve Manan (2018) tarafından GYO'lar üzerinde 2007-2016 yılları kapsayan bir araştırmada cari oran ortalamaları maksimum 43,34 ve minimum 7,44 aralığında değişim göstermektedir. Buna göre 2017-2020 döneminde Halk Ziraat GYO ve Ziraat GYO'nın cari oranları oldukça düşük seviyede olup kısa dönem borç ödeyebilirlikleri beklenen seviyenin çok altında kalmıştır. Başka bir deyişle cari oranı 0,72 seviyesinde hesaplanan firmanın, kısa vadeli yabancı kaynaklarının 0,72 katı kadar dönen varlığının bulunduğu ifade edilebilmektedir.

3.2.2. Asit-Test Oranı

Asit-test (Likidite) oranı, cari oranı tamamlayan ve onu daha anlamlı kılan bir orandır. Ancak likiditenin belirlenmesinde cari orana kıyasla daha duyarlıdır. Bu oran

hesaplanırken likiditesi nispeten daha düşük olan stoklar, gelecek aylara ait gelir ve gider tahakkukları ve diğer dönen varlıklar dikkate alınmamaktadır. Buna karşın hazır değerler, menkul kıymetler ve kısa süreli alacaklar gibi likiditesi yüksek varlıklar kısa süreli yabancı kaynaklara oranlanarak hesaplama yapılmaktadır. Genel kabul gören değeri gelişmiş ülkeler için 1, gelişmekte olan veya az gelişmiş ülkeler için 0,65-0,80 olarak kabul edilmektedir (Haftacı, 2011: 109).

$$\text{Asit Test Oranı} = \frac{\text{Dönen Varlıklar} + \text{Stoklar}}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}}$$

Asit-test (likidite) oranının 1 olması yeterli kabul edilmesinin sebebi, işletmenin kısa vadeli borçlarının tamamını nakit ve kısa bir sürede nakde çevrilebilmesi uygun olan kıymetlerle ödeyebileceğidir.

Tablo 3.6. Halk GYO ve Ziraat GYO Asit Test Oranı (31.12.2017-31.12.2020)

Halk GYO					
	Dönen Varlıklar	Stoklar	Dönen Varlıklar + Stoklar	KVYK	Asit Test Oranı
31.12.2017	432.080.905	252.004.404	684.085.309	216.796.919	3,16
31.12.2018	210.964.848	103.021.423	313.986.271	293.920.037	1,07
31.12.2019	192.228.287	67.906.463	260.134.750	421.990.029	0,62
31.12.2020	106.170.870	18.178.851	124.349.721	355.705.257	0,35
Ziraat GYO					
	Dönen Varlıklar	Stoklar	Dönen Varlıklar + Stoklar	KVYK	Asit Test Oranı
31.12.2017	298.642.011	0	298.642.011	0	NA
31.12.2018	74.505.261	0	74.505.261	226.008.616	0,33
31.12.2019	244.634.231	0	244.634.231	548.076.602	0,45
31.12.2020	138.414.105	91.339.193	229.753.298	201.480.849	1,14

Tablo 3.6’da görüldüğü üzere Halk GYO’nın asit oranı 2017 yılında beklenen oranın üç kat üzerinde 3,16 olarak gerçekleşmiş, 2018 yılında ise 1,07’ye gerilemiştir. 2019 yılında gerileme devam etmiş ve 0,62 olmuşsa da bu oran gelişmekte olan ülkeler için yeterlidir. Ancak 2020 yılında asit test oranı olması gereken en düşük oran olan

0,60'ın neredeyse yarısına kadar düşmüş ve 0,35 olarak gerçekleşmiştir. Buna göre Halk GYO'unun yıllar itibariyle asit test oranlarında zayıflama söz konusu olup kısa vadeli borçlarının tamamını nakit ve kısa bir sürede nakde çevrilebilmesi yeterliği zayıflamaktadır. Ancak bu oranın düşme eğilimi göstermesinde Halk GYO'nun yatırımları içerisinde yer alan gayrimenkulleri elden çıkarma kapasitesi etkili olabilecektir.

Asit test oranı bakımından Ziraat GYO'nun 2017 performansı yeni kurulmuş olduğundan hesaplanmamıştır. 2018 yılında söz konusu oran 0,33, 2019 yılında da ,45 olarak gerçekleşmiş olup olması gereken değerin altındadır. Ancak 2020 yılında beklenen oran yakalanmış ve 1,14 olarak gerçekleşmiştir. Buna göre Ziraat GYO'unun yıllar itibariyle asit test oranlarında gelişme söz konusu olup kısa vadeli borçlarının tamamını nakit ve kısa bir sürede nakde çevrilebilmesi yeterliği güçlenmektedir.

3.2.3. Kaldıraç Oranı

Yabancı Kaynak/Toplam Aktif olarak bilinen ve kaldıraç oranı olarak da ifade edilen bu rasyo, varlıkların ne kadarının yabancı kaynaklarla karşılandığını ortaya koymaktadır. Finansal kaldıraç oranı, toplam borçların aktif toplamına veya pasif toplamına bölünmesi ile hesaplanır. Söz konusu bu oranın yüksek olması, firmanın spekülatif tarzda finanse edildiğini, kredi verenler açısından firmanın emniyet marjının dar olduğu, firmanın yüksek faiz yükü altına girdiğini, dolayısıyla faiz ve anapara geri ödeme yükümlülüğü esnasında firmanın sıkıntıya düşebileceğini ortaya koymaktadır. Bu oranda dengenin çok iyi sağlanması çok büyük önem arz etmektedir.

$$Kaldıraç\ Oranı = \frac{Yabancı\ Kaynaklar}{Toplam\ Aktif}$$

Kaldıraç oranının çok yüksek olması firmanın sabit yükümlülüklerini karşılayamaması anlamına gelirken; bu oranın çok düşük olması da firmanın vergi tasarrufundan yararlanma fırsatını kaçırdığını ortaya koymaktadır. Finansal kaldıraç oranı, toplam borçların aktif toplamına veya pasif toplamına bölünmesi ile hesaplanır. Bu oranın 0,50'den küçük olması iyi bir durumdur (Haftacı, 2011: 110).

Tablo 3.7. Halk GYO ve Ziraat GYO Kaldıraç Oranı (31.12.2017-31.12.2020)

Halk GYO					
	Kısa Vadeli Borçlar	Uzun Vadeli Borçlar	Toplam Yabancı Kaynak	Aktif Toplamı	K.O.
31.12.2017	490.493.887	7.038.201	497.532.088	2.376.933.740	0,21
31.12.2018	333.968.195	17.836.274	351.804.469	2.626.879.485	0,13
31.12.2019	452.228.381	8.761.067	460.989.448	3.039.209.130	0,15
31.12.2020	502.826.748	85.410.620	588.237.368	3.514.726.080	0,17
Ziraat GYO					
	Kısa Vadeli Borçlar	Uzun Vadeli Borçlar	Toplam Yabancı Kaynak	Aktif Toplamı	K.O.
31.12.2017	1.028.441	10.755	1.039.196	1.551.821.914	0,00
31.12.2018	230.933.137	32.136	230.965.273	1.915.150.211	0,12
31.12.2019	773.292.784	28.871.143	802.163.927	2.613.409.238	0,31
31.12.2020	339.174.748	6.170.990	345.345.738	5.435.903.353	0,06

Tablo 3.7’de görüldüğü üzere araştırma konusu olan Halk GYO ve Ziraat GYO’nın finansal kaldıraç oranların olması gereken oran olan 0,50’nin çok altındadır. Bu konuda Ziraat GYO’nın performansı oldukça iyidir. Her iki kurum açısından toplam borç veya yükümlülüklerin aktif toplamı içerisinde oldukça küçük yer tuttuğu görülmektedir.

3.2.4. Özkaynak Oranı

Bu oran, öz kaynağın aktif toplamına veya pasif toplamına bölünmesi ile bulunur. Özkaynak oranının 0,50 olması normaldir. Bu oran, aktiflerin veya pasiflerin yüzde kaçının işletme sahiplerince finanse edildiğini gösterdiği için belli zamanlarda yükselme eğilimi gösterirse iyi bir yönetimin olduğunu ifade eder. Oran yüksek ise işletme uzun vadeli borçlarını ödeyebilme yeteneğine sahiptir. İşletmenin uzun vadeli kredilerden faydalanmadığı ve sermaye kârlılık oranını düşürdüğü anlaşılır (Haftacı, 2011: 110-112).

$$\text{Özkaynak Oranı} = \frac{\text{Özkaynak}}{\text{Toplam Aktif}}$$

Tablo 3.8. Halk GYO ve Ziraat GYO Özkaynak Oranı (31.12.2017-31.12.2020)

Halk GYO			
	Özkaynak	Toplam Pasif	Ö.K.O.
31.12.2017	1.879.401.652	2.376.933.740	0,79
31.12.2018	2.275.075.016	2.626.879.485	0,87
31.12.2019	2.578.219.682	3.039.209.130	0,85
31.12.2020	2.926.488.712	3.514.726.080	0,83
Ziraat GYO			
	Özkaynak	Toplam Pasif	Ö.K.O.
31.12.2017	1.550.782.718	1.551.821.914	1,00
31.12.2018	1.684.184.938	1.915.150.211	0,88
31.12.2019	1.811.245.311	2.613.409.238	0,69
31.12.2020	5.090.557.615	5.435.903.353	0,94

Tablo 3.8’de görüldüğü üzere Halk GYO ve Ziraat GYO’nun özkaynak oranları, beklenen oran olan 0,50’nin üzerinde gerçekleşmiştir. Halk GYO’nun özkaynak oranların 2017-2020 yıllarında küçük değişimlerle ortalama 0,84 iken Ziraat GYO’nun özkaynak oranları oldukça değişkendir. Buna göre Halk GYO’nun aktiflerin veya pasiflerin yüzde kaçının işletme sahiplerince finanse edildiğini göstermesi bakımından önemlidir. Ancak incelenen kurumların GYO olması bu oranlar kadar ortakların finansman sağladığını göstermektedir.

3.2.5. Karlılık ve Finansal Gerçekleşmeler

Genel olarak GYO’nun finansal oranlarının bir üretim veya hizmet işletmesi şeklinde analizi ve yorumlanması bir takım yanlış değerlendirmelere neden olabilmektedir. Analiz edilen oranların beklenen veya önerilen oranlara göre çok yüksek veya çok çıkması doğaldır. Zira GYO’ların en önemli hem avantaj hem de toplam aktiflerinin en az %75 oranında gayrimenkul varlığı tutmaları, brüt gelirlerinin en az %75’ini gayrimenkul kiralarından ya da ipotek faizlerinden elde etmeleri, net sermaye geliri hariç vergilendirilebilir gelirlerinin en az %90’ını hissedarlarına paylaştırmalarıdır. Bunun yanı sıra GYO’ların hisselerinin %50’sinden fazlası, doğrudan ya da dolaylı olarak beş ya da daha az kişinin elinde bulunmamaktadır. Beş ya da daha az kuralı olarak bilinen bu kural, tek bir hissedarın çok sayıdaki hisseye

sahip olmasını engellemektedir (Şarkaya, 2007: 177-178; Çelik ve Manan, 2018: 61-63; Özcan ve Gürol, 2018: 1-2).

GYO'ların analiz edilmesinde Çelik (2016) tarafından yapılan bir çalışmaya göre GYO'ların geleneksel mali tablo analiz ve ölçüm birimlerine göre analiz edilmesi başarılı sonuçlar verememektedir. Çünkü Hasanova'ya (2015) göre GYO'ların hakkında gerçekçi ve doğru değerlendirmeler yapılmasının güç olduğu, GYO'lar oldukça değişken bir performansa sahiptir. Öte yandan GYO'ların ipoteğe ya da gayrimenkulle ilgili menkul kıymetlere yatırım yapan kurum ya da iş ortaklığı statüsünde olduklarından ellerinde edinilmiş mülkler dışında stok olmadığı gibi işletme sermayesi (sınırlı miktarda), devir hızı oranı vb. gibi temel finansal tablo analiz birimlerine göre değerlendirilememektedir (Şarkaya, 2007: 177-178; Çelik ve Manan, 2018: 61-63; Özcan ve Gürol, 2018: 1-2). Bunun yerine, temel amaçları olan gayrimenkul yatırımları yapmak ve bu yatırımlardan elde ettikleri gelirleri paylaşmak olduğundan hisse, karlılık, özkaynak vb. gibi analiz birimlerine göre değerlendirilmektedirler (Hasanova, 2015; Çelik, 2016). Ayrıca bilindiği üzere sermaye piyasasında, işletmelerin kontrol altında olması mümkün olmayan makro ve mikro pek çok etken olduğu gibi spekülasyon ve manipülasyon gibi dışsal etkenler söz konusudur. Bundan dolayı GYO'ların yıllar itibarıyla sergiledikleri kazanç ve hisse getirileri temel değerlendirme aracıdır denilebilir.

Araştırmada Halk GYO ve Ziraat GYO'nın faaliyet ve bu faaliyetlerden doğan sonuçlar bakımından en net görüşü ortaya koyabilmek üzere gelir tabloları incelenmiştir. Bu inceleme sonucunda öncelikle GYO'ların (1) Özkaynaklarındaki değişim, (2) Brüt ve esas karlılıklarındaki değişim, (3) Esas faaliyet karındaki değişim, (4) Dönem net karındaki değişim, (5) Hisse Başına Kazanç değişimi karşılaştırmalı analizler aşağıda sunulmuştur.

3.2.5.1. Özkaynak Değişimi

Halk GYO ve Ziraat GYO'nın 31.12.2017-31.12.2020 döneminde özkaynak değişimleri Tablo 3.9'da verilmiştir.

Tablo 3.9. Halk GYO ve Ziraat GYO Özkaynak ve Ödenmiş Sermaye Değişimi (31.12.2017-31.12.2020)

Halk GYO				
	Özkaynak	Değişim (%)	Ödenmiş Sermaye	Değişim (%)
31.12.2017	1.879.401.652	15,3%	820.000.000	3,8%
31.12.2018	2.275.075.016	21,1%	858.000.000	4,6%
31.12.2019	2.578.219.682	13,3%	928.000.000	8,2%
31.12.2020	2.926.488.712	13,5%	970.000.000	4,5%
Ziraat GYO				
	Özkaynak	Değişim (%)	Ödenmiş Sermaye	Değişim (%)
31.12.2017	1.551.821.914	18,1%	1.300.000.000	0,0%
31.12.2018	1.915.150.211	23,4%	1.300.000.000	0,0%
31.12.2019	2.613.409.238	36,5%	1.300.000.000	0,0%
31.12.2020	5.435.903.353	108,0%	3.520.215.000	170,8%

Tablo 3.9’da görüldüğü üzere Halk GYO’nın özkaynakları 2017 yılında bir önceki yıla %15,3 oranında ve 2018 yılında %21,1 oranında değişim göstermiştir. 2019 ve 2020 yıllarında yaklaşık %13 oranında artış söz konusu olmuştur. Diğer yandan ödenmiş sermayesine bakıldığında 2017 ve 2019 yıllarında istikrarlı bir artış gözlenmekle birlikte 2020 yılında gerileme söz konusu olmuştur.

Ziraat GYO’na bakıldığında özkaynaklarda dengeli bir değişim olmadığı görülmektedir. 2017 yılında bir önceki yıla %18,1 oranında değişimi 2018 yılında %23,4 oranında değişim takip etmiştir. 2019 yılına gelindiğinde özkaynaklar bir önceki yıla göre %36,5 oranında artış göstermiş, 2020 yılında oldukça yüksek bir oranla %108 oranında artış söz konusu olmuştur. Bilanço dipnotuna göre özellikle 2020 yılında özkaynak ve ödenmiş sermaye değişimin nedeni “GYO’nın sahip olduğu maddi duran varlıklar altında muhasebeleştirilen binalarını değerlendirme yöntemi olarak ‘yeniden değerlendirme’ yöntemini benimsemiş olmasıdır. Yeniden değerlendirilmiş tutar ile maliyet bedeli arasındaki fark, özkaynaklar altında ‘Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler’ altında muhasebeleştirilmiştir. Söz konusu maddi duran varlık yeniden değerlendirme fonu, Kozyatağı’nda bulunan hizmet binasının yeniden değerlendirilmiş tutarları ile maliyetleri arasındaki değer artışlarını kapsamaktadır. 15 Eylül 2020 tarihi itibarıyla, Grup Kozyatağı’nda bulunan hizmet binasının satışını gerçekleştirmiştir.”

3.2.5.2. Brüt ve Esas Karlılık Değişimi

Brüt kâr; hasılatтан satışların maliyeti çıkarıldıktan sonra elde edilen kârdır. Esas faaliyet kârı ise brüt kârdan genel yönetim giderleri, pazarlama ve satış giderleri ile esas faaliyetlerden diğer giderlerin çıkarılması, elde edilen sonuca esas faaliyetlerden diğer gelirlerin eklenmesi ile ortaya çıkmaktadır. Buna göre Halk GYO ve Ziraat GYO'nın brüt ve esas kârları Tablo 3.10'da gösterilmiştir.

Tablo 3.10. Halk GYO ve Ziraat GYO Brüt ve Esas Kârı (31.12.2017-31.12.2020)

Halk GYO				
	Brüt Kar	Değişim (%)	Esas Faaliyet Kârı	Değişim (%)
2017	66.428.116	1,7%	49.928.120	5,3%
2018	115.988.784	74,6%	102.959.886	106,2%
2019	87.823.219	-24,3%	69.494.855	-32,5%
2020	86.373.382	-1,7%	56.481.867	-18,7%
Ziraat GYO				
	Brüt Kar	Değişim (%)	Esas Faaliyet Kârı	Değişim (%)
2017	60.507.708	640,9%	236.548.082	1641,3%
2018	44.904.660	-25,8%	132.742.611	-43,9%
2019	41.688.076	-7,2%	128.949.156	-2,9%
2020	60.191.593	44,4%	353.836.847	174,4%

Tablo 3.10'da görüldüğü üzere Halk GYO 2017 yılında bir önceki yıla %1,7 oranında, brüt kar elde etmiştir. 2018 yılında ise oldukça büyük bir değişimle %74,6 oranında brüt kar sağlanmış ancak bu oran 2019 -%24,3' e gerilemiştir. 2020 yılında ise %1,7 olarak gerçekleşmiştir. Halk GYO'nun esas faaliyet karına bakıldığında 2017 yılında %5,3 olduğu 2018 yılında ise yüksek bir oransal farklar %106,2 olarak gerçekleştiği görülmektedir. Aynı performans sürdürülememiş 2019 yılında esas faaliyet karı -%32,5 oranında ve 2020 yılında da -%18,7 oranında gerçekleşmiştir.

Ziraat GYO'nın 2017 yılı verisi yeni kurulduğu için baz olarak alındığında 2018 (-25,8) ve 2019 (-7,2) yıllarında brüt kârda negatif gerçekleşme söz konusu iken 2020 yılında pozitif geçilmiş ve %44,4 artış olarak gerçekleşmiştir. GYO'nın esas

faaliyetlerden sağladığı kârlılık ise 2018 ve 2019 yıllarında gerileme göstermiş ancak 2020 yılında bir önceki yıla %174,4 oranında artmıştır.

3.2.5.3. Dönem Net Kârı Değişimi

Dönem net kârı her türden işletme için performans sonuçlarından en önemlileri arasındadır. Zira işletmelerin temel amacı kâr sağlamak ve varlığını sürdürmek olduğundan dönem net kârı bir işletme hakkında başlıca performans göstergesidir denilebilir. Kâr elde eden işletmeler ortaklarına/hissedarlarına ortaklık paylarına oranla temettü dağıtımını yapabilmektedir. Amacı ortaklık yoluyla gayrimenkul yatırımlarından kâr sağlamak ve bunu da ortakları ile paylaşmak olan GYO'ları için net kar kaleminin önemi büyüktür. GYO'lar vergi avantajına sahip oldukları dönem net kârının/zararının hesaplanmasında, esas faaliyet karlarından varsa finansman gelirleri eklenir veya finansman giderleri çıkarılır. Halk GYO ve Ziraat GYO'nun dönem net karları ve buna ilişkin değişimler Tablo 3.11'de gösterilmiştir.

Tablo 3.11. Halk GYO ve Ziraat GYO Dönem Net Kârı (31.12.2017-31.12.2020)

	Halk GYO		Ziraat GYO	
	Dönem Net Kârı	Değişim (%)	Dönem Net Kârı	Değişim (%)
2017	252.108.771	134,2%	236.712.118	1642,5%
2018	394.801.082	56,6%	133.189.791	-43,7%
2019	321.408.214	-18,6%	127.013.121	-4,6%
2020	352.452.465	9,7%	377.762.665	197,4%

Tablo 3.11'de görüldüğü üzere Halk GYO'nun 2017 yılı dönem net kârı 2017 yılında bir önceki yıla göre %134,2 oranında artıştır. 2018 yılında düşüş eğilime girmiş ve bir önceki yıla göre %56,6 olmuş, 2019 yılında negatife dönerek -%18,6 olarak gerçekleşmiştir. 2020 yılında yeniden pozitifte geçmiş dönem net kârı %9,7 olarak gerçekleşmiştir.

Ziraat GYO ise yeni kurulduğu 2017 yılı dışında dönem net karlılığından oldukça dalgalı bir seyir göstermiştir. Nitekim 2018 yılında GYO'nın kârlılık -%43,7 olarak, 2019 yılında -%4,6 olarak gerçekleşmiştir. 2020 yılında çok yüksek bir artış söz konusu olmuş bir önceki yıla göre %197,4 oranın yükselme kaydedilmiştir.

3.2.5.4. Hisse Başına Kazanç Değişimi

Sermaye piyasalarında hissedar olunan işletme veya kurumların karlılıkları kadar önemli bir diğer gösterge hisse başına karlılıktır. Bu piyasalar işletmeler elde ettikleri kârları ortakları yani hissedarları ile paylaştıkları hisse başına kazanç oran ve tutarlarından söz edilmektedir. Hisse veya pay başına kazanç; elde edilen faaliyet kârının işletme yedek akçe, işletme sermayesine katma, yatırım, borç vb. ayrıştırmalar yapıldıktan sonra şirketin yetkili organları tarafından belirlenen oran veya tutarlarda dağıtılmasıdır. Başka bir ifade ile pay başına kazanç tutarı, net dönem karının, Şirket hisselerinin cari dönem içindeki ağırlıklı ortalama hisse adedine bölünmesiyle hesaplanmaktadır. Tablo 3.12'de Halk GYO ve Ziraat GYO'nun hisse başına kazançları gösterilmiştir.

Tablo 3.12. Halk GYO ve Ziraat GYO Dönem Net Kârı (31.12.2017-31.12.2020)

	Halk GYO		Ziraat GYO	
	Hisse Başına Kazanç	Değişim (%)	Hisse Başına Kazanç	Değişim (%)
2017	0,3074	134,1%	0,1821	1651,0%
2018	0,4109	33,7%	0,1025	-43,7%
2019	0,3463	-15,7%	0,0977	-4,7%
2020	0,3634	4,9%	0,1317	34,8%

Tablo 12'de görüldüğü üzere Halk GYO 2017 yılında bir önceki yıla göre hisse başına %134,1 oranın getiri üretmiştir. Ancak bu oran sonraki yıllarda düşmeye başlamış, 2018 yılında %33,7 olurken 2019 yılında negatife dönmüş ve -%15,7 olarak gerçekleşmiştir. 2020 yılında ise hisse başına kazanç %4,9 olmuştur.

Ziraat GYO'ya bakıldığında kurulduğu yıl itibariyle çok yüksek bir getiri üretmiş olmakla birlikte asıl bakılması gereken değışim 2018 yılı ve sonrasıdır. Buna göre Ziraat GYO, 2018 yılında -%43,7 ve 2019 yılında -%4,7 oranında hisse başına kazanç üretmiştir. 2020 yılında ise hisse başına kazanç %34,8 olarak gerçekleşmiştir.



SONUÇ

Türkiye’de piyasa dinamikleri bakımından, satışlarda oransal değişim hızında yavaşlama olsa da gayrimenkul fiyatları neredeyse hiçbir zaman gerilememektedir. Bununla temel nedeni mevcut arzın talebin altında kalması, enflasyon oranlarındaki göreceli artış, güvenli liman olma durumu, sosyal ve kültürel olarak gösterilen ilgidir. Gayrimenkul fiyatları geriye gelmese de sıfır ve ikinci el mülk alış-verişinde sert düşüşler gözlenebilmektedir.

Bunun da en önemli nedenleri arasında bankaların kredi ve vadeli mevduat faiz oranları gösterilebilir. Söz konusu duruma iki açıdan bakılabilir. Birincisi yüksek kredi ve faiz oranı verilen bir ortamda, yatırım tercihinde gayrimenkule yönelim gerilerde kalabilmektedir. Mart 2021 itibarıyla %17,5 olan banka mevduat faizi üzerinden, 500 TL değerinde ve ortalama kirası da 2 bin TL olan bir konut için rasyonel tüketici tercihi açısından bakıldığında iki önemli faktörün gayrimenkulden uzaklaşmaya neden olduğu ifade edilebilir. Zira 500 bin TL için güncel %17,5 oranından 32 günlük mevduat faizi getirisi yaklaşık 7,5 bin TL’dir. Bu durumda tüketici tercihi, gayrimenkule değil, vadeli mevduata kayabilmektedir. İkincisi konut kredisi faiz oranlarının yüksek olmasıdır. Örneğin 2016-2017 yıllarında aylık % 0,8’lerde seyreden konut kredisi faiz oranları neredeyse iki kat artarak güncel verilere göre aylık % 1,5 ve üzerine çıkmış, dolayısıyla aynı tutar kredi için ödenecek taksit miktarı da iki katına çıkmıştır. Bu iki önemli faktöre enflasyondan kaynaklı maliyet artışı, altın, döviz kuru, ekonomik dalgalanmalar vb. eklendiğinde, tüketici tercihi değişmiş ve gayrimenkul piyasalarında baskı meydana gelmiştir.

GYO’lar açısından bakıldığında bu kurumların amacı, küçük yatırımcıların tasarruflarının büyük gayrimenkul projelerinde değerlendirilerek kâr üretmektir. Anonim ortaklık statüsünde kurumlar vergisi ve stopajdan istisna tutulan GYO’ların performanslarını belirleyen pek çok faktör vardır. Öncelikle sermaye piyasası oyuncularından biri olan bu kurumların etkinliğinde makro ekonomik çevrede meydana gelen olay ve gelişmeler doğrudan etkili olabilmektedir. Örneğin, konut kredisi faiz oranlarındaki yükselme, ekonomik daralmalar, 2019 yılsonundan başlayıp halen devam etmekte olan Covid 19 pandemisi gibi faktörler Türk gayrimenkul piyasasında baskılayıcı sorunlara yol açmış ve konut/ticari mülk satışları gerilemiştir.

Diğer yandan enflasyon oranları, bankaların uyguladıkları vadeli mevduat faiz oranları, gayrimenkul endeks puanları vb. gibi faktörler sektör üzerinde doğrudan etkili olmaktadır.

GYO'ların hissedarlarına pay kazancı üretebilmesi ve kârlı yeni yatırım alanlarına yönelebilmesi için ise küçük yatırımcıların ilgi göstermesine bağlıdır. Zira bu kurumlar kendi özkaynaklarından ziyade küçük yatırımcıların katılımları ile faaliyet gösterebildiklerinden dolayı çekici ve cazibe yaratıcı performans ortaya koyabilmelidirler. GYO'ların küçük yatırımcının ilgisini çekebilmesinde genel olarak iki temel göstergenin öneminden söz edilebilir. Birincisi bir işletme olarak GYO'ların mali verilerinin durumu, ikincisi de orta ve uzun vadede hissedarlara sağladığı pay kazancıdır. Bu iki faktörün birlikte olması ve istikrarlı seyretmesi gerektiğinden bu çalışmada söz konusu iki faktör bakımından 2017-2020 döneminde dört yıllık periyotta Halk GYO ve Ziraat GYO incelenerek bir görünüm ortaya çalışılmıştır. Elde edilen temel sonuçları şu şekilde sıralamak mümkündür;

Halk GYO, Halk Bankası T.A.Ş. iştiraki olarak 18.10.2010 tarihinde kurulmuş ve % 27,9 oranında halka açık olarak 2013 yılından bu yanda BİST'te işlem görmektedir. Mevcut sermayesi 970 milyon TL'dir ve 698 bin pay ile faaliyet göstermektedir. Ziraat GYO ise %100 Ziraat Bankası T.A.Ş. iştiraki olarak 01.11.2016 tarihinde kurulmuştur. Mevcut sermayesi 1,3 milyar TL'dir ve 3,52 milyon pay ile faaliyet göstermektedir.

Cari oran bakımından Halk GYO, 2017 yılında 1,99 iken bu oran göreceli olarak gerilemiş ve 200 yılında 0,30 olmuştur. Ziraat GYO'nu cari oranı ise kurulduğu dışarıda bırakıldığında göreceli bir artış göstermiş ve 2020 yılında 0,69 olmuştur. Sektördeki 33 adet GYO'nun ortalaması 7,44 olup buna göre her iki GYO'nun da cari oranları beklenenin oldukça altındadır. Bunun da temel nedeni dönen varlıkların kısa vadeli yabancı kaynaklar içerisindeki payının az olmasından ileri gelmektedir. Ancak her GYO'nun da kamu sermayeli banka iştiraki olması, gerektiğinde sermaye ve benzeri artış ve pay alımı şeklinde desteklenebilecek olması cari oranın düşük olmasını görece pasif gösterge haline getirebilmekte veya bu yönde yorumlanabilmektedir.

Cari orana göre daha duyarlı bir oran olan asit oranına bakıldığında Halk GYO ve Ziraat GYO arasında hem yıllara görece değişim hem de ortalama sonuçlar bakımından önemli farklılıklar vardır. Halk GYO'nun asit test oranı 2017-2020 yılları arasında 3,16'dan 0,35'e kadar gerilemiştir. Buna göre Halk GYO 2016 yılında kısa vadeli borçlarının tamamını nakit ve benzeri varlıklarla 3,16 kez ödeyebilecek durumda iken 2020 yılında bu ödeme kapasitesi 0,35 olmuştur. Ziraat GYO ise kuruldu ilk 1,5 yılda kısa vadeli borçlarının tamamını nakit ve benzeri varlıklarla 2017 yılında 0,33 kez ödeyebilecek durumda iken 2020 yılında olması gereken 1 değerini geçmiş ve 1,14'e yükseltmiştir. Her iki GYO için asit test oranı karşılaştırması yapıldığından Ziraat GYO daha iyi durumdadır. Ancak bu noktada belirtilmesi gereken önemli husus; GYO'ların ellerinde varlıklar uzun vadeli ve yüksek bedelli olduğundan yatırım tamamlandığında bilançodaki yerini güncel değerinde almaktadır. Bundan dolayı örneğin Halk GYO, halen elindeki çok sayıdaki portföy varlığının henüz tamamlanmamış olduğundan hem cari oran hem de asit test oranı bakımından zayıf bir görünüm sergilemektedir. Örneğin Ziraat GYO; proje, bina ve arazi portföyü oldukça değerli varlıklara sahiptir. Nitekim tamamlandığından çok önemli bir ekonomik değere ulaşması beklenen İstanbul Uluslararası Finans Merkezi başta olmak üzere devam proje veya varlıklara sahiptir.

Kaldıraç oranlarına bakıldığında her iki GYO arasında farklılar olduğu görülmüştür. Toplam aktif içerisinde yabancı payını gösteren kaldıraç oranında Halk GYO beklenen oran olan 0,50'in oldukça altındadır. 2017-2020 yılları arasında bu oranın 0,17-0,20 arasında olduğu görülmektedir. Ziraat GYO ise 2019 yılında 0,31 oranında iken 2020 yılında bu oran 0,06'ya kadar gerilemiştir. Her iki kurum açısından toplam borç veya yükümlülüklerin aktif toplamı içerisinde oldukça küçük yer tuttuğu görülmektedir.

GYO'lar için mali bünye bakımından asıl performans göstergelerinden en önemlileri arasında Özkaynak Oranı yer almaktadır. Özkaynakların aktif varlığı içerisindeki payını gösteren bu oranda Halk GYO 2017-2020 yıllarında 0,79-0,83 aralığında istikrarlı bir görünüm ortaya koymuştur. Benzer şekilde Ziraat GYO'da 2017-2020 yılları arasında 1,00-0,94 gibi güçlü bir görünüm ortaya koymuştur. Buna göre her iki GYO için güçlü bir özkaynak yapısından söz edilebilmektedir.

GYO için özkaynak kadar önemli olan ve kurumsal performans göstergesi bakımından asıl değerli olan veriler; özkaynak değişimi, brüt ve esas karlılık değişimi, dönem net kârı değişimi ve hisse başına kazanç değişimi kalemleridir. Bu veriler bakımından genel olarak değerlendirildiğinde Ziraat GYO'nun, Halk GYO'na göre özkaynak ve ödenmiş sermaye değişiminde daha güçlü olduğu ifade edilebilir. Halk GYO'nın özkaynakları 2017 yılında bir önceki yıla %15,3 oranında ve 2018 yılında %21,1 oranında değişim göstermiştir. 2019 ve 2020 yıllarında yaklaşık %13 oranında artış söz konusu olmuştur. Diğer yandan ödenmiş sermayesine bakıldığında 2017 ve 2019 yıllarında istikrarlı bir artış gözlenmekle birlikte 2020 yılında gerileme söz konusu olmuştur. Ziraat GYO'na bakıldığında özkaynaklarda dengeli bir değişim olmadığı görülmektedir. 2017 yılında bir önceki yıla %18,1 oranında değişimi 2018 yılında %23,4 oranında değişim takip etmiştir. 2019 yılına gelindiğinde özkaynaklar bir önceki yıla göre %36,5 oranında artış göstermiş, 2020 yılında oldukça yüksek bir oranla %108 oranında artış söz konusu olmuştur.

Brüt ve esas karlılık değişiminde Halk GYO 2017 yılında bir önceki yıla %1,7 oranında, brüt kar elde etmiştir. 2018 yılında ise oldukça büyük bir değişimle %74,6 oranında brüt kar sağlanmış ancak bu oran 2019 -%24,3'e gerilemiştir. 2020 yılında ise %1,7 olarak gerçekleşmiştir. Halk GYO'nun esas faaliyet karına bakıldığında 2017 yılında %5,3 olduğu 2018 yılında ise yüksek bir oransal farklar %106,2 olarak gerçekleştiği görülmektedir. Aynı performans sürdürülememiş 2019 yılında esas faaliyet karı -%32,5 oranında ve 2020 yılında da -%18,7 oranında gerçekleşmiştir. Ziraat GYO'nun 2017 yılı verisi yeni kurulduğu için baz olarak alındığında 2018 (-25,8) ve 2019 (-7,2) yıllarında brüt kârda negatifi gerçekleşme söz konusu iken 2020 yılında pozitif geçilmiş ve %44,4 artış olarak gerçekleşmiştir. GYO'nun esas faaliyetlerden sağladığı kârlılık ise 2018 ve 2019 yıllarında gerileme göstermiş ancak 2020 yılında bir önceki yıla %174,4 oranında artmıştır.

Dönem net kârı değişiminde Halk GYO'nun 2017 yılı dönem net kârı 2017 yılında bir önceki yıla göre %134,2 oranında artıştır. 2018 yılında düşüş eğilime girmiş ve bir önceki yıla göre %56,6 olmuş, 2019 yılında negatife dönerek -%18,6 olarak gerçekleşmiştir. 2020 yılında yeniden pozitif geçmiş dönem net karı %9,7 olarak gerçekleşmiştir. Ziraat GYO ise yeni kurulduğu 2017 yılı dışında dönem net karlılığından oldukça dalgalı bir seyir göstermiştir. Nitekim 2018 yılında GYO'nun

kârlılık -%43,7 olarak, 2019 yılında -%4,6 olarak gerçekleşmiştir. 2020 yılında çok yüksek bir artış söz konusu olmuş bir önceki yıla göre %197,4 oranın yükselme kaydedilmiştir.

GYO'lar için en önemli göstergelerden olan hisse başına kazanç değişiminde Halk GYO 2017 yılında bir önceki yıla göre hisse başına %134,1 oranın getiri üretmiştir. Ancak bu oran sonraki yıllarda düşmeye başlamış, 2018 yılında %33,7 olurken 2019 yılında negatife dönmüş ve -%15,7 olarak gerçekleşmiştir. 2020 yılında ise hisse başına kazanç %4,9 olmuştur. Ziraat GYO'ya bakıldığında kurulduğu yıl itibariyle çok yüksek bir getiri üretmiş olmakla birlikte asıl bakılması gereken değişim 2018 yılı ve sonrasıdır. Buna göre Ziraat GYO, 2018 yılında -%43,7 ve 2019 yılında -%4,7 oranında hisse başına kazanç üretmiştir. 2020 yılında ise hisse başına kazanç %34,8 olarak gerçekleşmiştir.

GYO'ların, yapıları gereği zamana yayılı ve büyük projelerin paydaşı olduğundan diğer sermaye piyasası araçları gibi kısa dönemlik değil uzun vadeli değerlendirilmesi gerekmektedir. Elllerinde projelerin hayata geçmesi, gelir getirmesi ve mali oranlara yansımaları için zamana ihtiyaç vardır. Diğer yandan GYO'ların portföylerinde konut amaçlı yatırımlardan ziyade ticari mülklere yönelmesi gerektiği ifade edilebilir. Örneğin ticari veya turistik limanlar, lojistik üs niteliğinde HUB merkezleri, ulaştırma-terminal işletmeciliği, otel-turizm tesisleri, serbest bölgelerde fabrika binaları vb. gibi yatırımlara daha fazla yönelmeleri önerilebilir.

KAYNAKÇA

Alp, Ali ve Yılmaz, Ufuk. *Gayrimenkul Finansmanı ve Değerlemesi*. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, İstanbul, 2000.

Ayazlar, Mehtap. *Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye Açısından Değerlendirilmesi*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Namık Kemal Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Tekirdağ, 2015.

Ayrancı, Ayşegül Ertuğrul ve Gürel, Ceren Aycan. “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Finansal Performansı: BİST İşletmeleri Örneği,” *International Journal of Applied Economic and Finance Studies*, 5(1), (2020): 1-14.

Clayton, Jim and MacKinnon, Greg. IPF. *Real Estate Investment Trusts: The US Experience and Lessons for the UK*, IPF Research Programme, 2009.

Çelik, Emre. *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında Piyasa Değeri Ve Aktif Karlılığı Etkileyen Finansal Oranların Panel Veri Analizi Yöntemiyle Belirlenmesi*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Teknik Üniversitesi, Fen Bilimleri Enstitüsü, İstanbul, 2020.

Çıkılı, Gökhan. *Türkiye’de Gayrimenkul Sektörü Ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. İzmir, 2010.

Çolak, Önder ve Aşkın Alıcı. *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları: A’dan Z’ye*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu, 2001.

Demir, Hülya ve Vildan, Kurt-Palabıyık. “Konut Ediniminde Uzun Vadeli İpotek Kredisi Sistemi. Jeodezi”. *Jeoinformasyon ve Arazi Yönetimi Dergisi*, (92), (2005): 3-11.

- Doğan, Murat Tayfun. *Türkiye’de Borsada İşlem Gören Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının 2012 Sonrası Finansal Durum Analizi: Seçilmiş Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Üzerine Bir İnceleme*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, T.C. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2019.
- Durkaya, Mehmet. *Türkiye’de Konut Piyasasının Talep Yönlü Analizi*. Doktora tezi, Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Trabzon, 2012.
- Emek, Mustafa Latif ve Öztürk Salih. “Taşınmazların Satış Suretiyle Devrinde Piyasa Fiyatlarının Kullanılmamasının Kamu Gelirleri Üzerine Etkisi: Adıyaman İli Gölbaşı İlçesi Örneği”, *The Journal of Academic Social Science Studies*, 39(3), (2015): 529- 539.
- Erdoğan, Niyazi. “Kentsel Dönüşümde Finansal Alternatifler”. *Ufuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, (4), (2013): 35-42.
- Ergin, Murat. *Gayrimenkul Türlerine Göre Değerleme Raporlarının Analizi*. Yayınlanmamış Yüksek lisans Tezi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Marmara Üniversitesi, İstanbul, 2013.
- Erkılıç Gülyüz, Ayşegül Burcu. *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Ve Borsa İstanbul A. Ş. ’De İşlem Gören GYO’ların Performanslarını Etkileyen Faktörlerin İncelenmesi*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi T.C. Marmara Üniversitesi Bankacılık Ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul.
- Ersoy Mehmet ve Gümrükçüoğlu Zehra Zeynep. “Bir Sermaye Piyasası Aracı Olarak Gayrimenkul Sertifikası: Park Maveria III Projesi Üzerine Bir İncelemesi”. *Yorum-Yönetim-Yöntem Uluslararası Yönetim-Ekonomi ve Felsefe Dergisi*, 5(2), (2017): 43-60.
- Ersoy, Mehmet ve Gümrükçüoğlu, Zehra Zeynep. “Bir Sermaye Piyasası Aracı Olarak Gayrimenkul Sertifikası: Park Maveria III Projesi Üzerine Bir İncelemesi”. *Yorum-Yönetim-Yöntem Uluslararası Yönetim-Ekonomi ve Felsefe Dergisi*, 5(2), (2017): 43-60.

FTSE, Data, <https://www.ftserussell.com/>, (25.12.2020).

Gür, Şengül Öymen. *Doğu Karadeniz Örneğinde Konut Kültürü*. İstanbul: Yapı Endüstri Merkezi Yayınları, 2000.

Gürlesel, Can Fuat. *Gayrimenkul Araştırma Raporu-2 Türkiye’de Konut İhtiyacı ve Talebine Bağlı Konut Finansman Sisteminin Gelişme Potansiyeli*, İstanbul: GYODER Yayınları, 2015.

GYODER, Türkiye Gayrimenkul Sektörü 2019 4.Çeyrek Raporu, GYODER, <https://www.gyoder.org.tr/uploads/GYODER%20Yayınları/GOSTERGE-CEYREK4-2019-web.pdf> (30.12.2020).

GYODER. Türkiye Gayrimenkul Sektörü 2020-2. Çeyrek Raporu, <https://bi-ozet.com/2020/09/03/gyoder-turkiye-gayrimenkul-sektoru-2020-2-ceyrek-raporunu-yayinladi/>, (29.01.2021).

GYODERa, Reidin-Gyoder Yeni Konut Fiyat Endeksi (2020). <https://www.gyoder.org.tr/yayinlar/yeni-konut-fiyat-endeksi>, (20.12.2020).

Heper-Baran, Lale. *Türkiye’de Gayrimenkul Finansmanı Yönünden Gayrimenkul Sertifikaları*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü, Ankara, 2020.

Heper-Baran, Lale. *Türkiye’de Gayrimenkul Finansmanı Yönünden Gayrimenkul Sertifikaları*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü, Ankara, 2020.

Hepşen, Ali. *Gayrimenkul Piyasaları ve Finansmanı*. İstanbul: Literatür Yayınları, 2010.

INVEST, (2020). Gayrimenkul, <https://www.invest.gov.tr/tr/sectors/sayfalar/real-estate.aspx>, (20.12.2020).

- İçellioğlu-Şarkaya, Cansu. *Gayrimenkul Ekonomisi*. İstanbul: Derin Yayınları, 2013.
- İslamoğlu, Bahar ve Nazlıoğlu, Şaban. “Enflasyon ve Konut Fiyatları: İstanbul, Ankara ve İzmir İçin Panel Veri Analizi”. *Siyaset, Ekonomi Ve Yönetim Araştırmaları Dergisi*, 7(1), (2019): 93-99.
- Kaçıra, F. Betülay. *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları*. Beta Basım Yayım Dağıtım, İstanbul, 2009.
- Kaynak, Bilal. *Gayrimenkul Değerlemesi ve Gayrimenkul Değerlemesi Üzerine Bir Uygulama*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Mersin Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Mersin, 2014
- Kurnaz, Özlem. *Türkiye’de Enflasyon ve Büyüme İlişkisi 1987-2006 Dönemi*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Adnan Menderes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Aydın, 2009.
- Lal Değerleme. *Gayrimenkul Mevzuatı-Kanun ve Yönetmelikler (2020)*. <https://www.laldegerleme.com.tr/gayrimenkul-mevzuati-kanun-ve-yonetmelikler/>, (20.12.2020).
- Maç, Mehmet. “Binaların Kurumlar Vergisi ve KDV İstisnaları Olarak Satışında Cins Tashihi Yaptırılması Konusu”. *Lebib Yalkın Dergisi*, Sayı 162, (2017): 2-8.
- Mazurczak, Anna. “Development of Real Estate Investment Trust (REIT) regimes in Europe”, *Journal of International Studies*, 4(1), (2011): 115-123.
- Odabaş, Devlet. *Türkiye’de Makroekonomik Faktörlerin Konut Fiyatına Etkisi*. Doktora tezi, Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Afyon, 2011.
- Oğuzman, M. Kemal, Seliçi Özer ve Özdemir, Saibe Oktay. *Eşya Hukuku*, 18. Baskı, İstanbul: Filiz Kitabevi, 2015.

Özcan, Nazlıcan ve Gürol, Burcu. “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Performanslarının İncelenmesi: Türkiye'deki Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Üzerine Bir Araştırma”. *Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 18 (Özel Sayı), (2020): 1-16.

Özlük, Betül. “Mülkiyet ve Zilyetlik Üzerine Düşünceler”. *Selçuk Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 27 (1), (2019): 139-166.

Özlük, Serdal. *Türkiye’de Konut Sektörü*, İstanbul: Semerci Yayınları, 2015.

Öztürk, Nurettin ve Fitöz, Esra. Türkiye’de Konut Piyasasının Belirleyicileri: Ampirik Bir Çalışma. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 10(5), (2009): 24-28.

Pekin, Tevfik. *Makro Ekonomi*. İzmir: Zeus Kitapevi, 2008.

SPKa. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Tanıtım Rehberi (2020), <https://www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/409> (25.12.2020).

SPKb. *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (Tebliğler)*. <https://www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/833>, (30.12.2020).

SPKc. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları İletişim ve Bilgilendirme, <https://www.spk.gov.tr/Sayfa/Menu/5> (30.12.2020).

Şarkaya, Cansu. “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Üzerine Bir İnceleme ve Türkiye’ye İlişkin Sektör Analizi”, *İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 3(1), (2007): 171-189.

Şenoğlu, Emin Berkay. *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Ve Çok Kriterli Karar Verme Yöntemleriyle BİST 100’de İşlem Gören Gyo’ların Performans Analizi*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, T.C. Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 2020.

Tanrıvermiş, Harun. *Gayrimenkul Değerleme Esasları Lisanslama Sınavları Çalışma Kitapları*, Ankara, 2017. (Bkz.

https://www.aktifonline.net/1014_Gayrimenkul%20Değerleme%20Esasları_2016-2.1.pdf)

TURKRATING, 2020. Türkiye Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Sektörü (Nisan 2020). <http://turkrating.com/files/uploads/gayrimenkul-yatirim-ortakligi-gyo-nisan-2020-9046.pdf> (29.01.2021).

TÜİK, (2020a). Konut Satış İstatistikleri, <https://data.tuik.gov.tr/Bulten/Index?p=Konut-Satis-Istatistikleri-Kasim-2020-33886>, (20.12.2020).

TÜİK, (2020b). Sektörlere ve Maliyet Gruplarına Göre İnşaat Maliyet Endeksi, <https://data.tuik.gov.tr/Bulten/Index?p=Insaat-Maliyet-Endeksi-Ekim-2020-33754>, (20.12.2020).

Uyar, Mustafa. *Türk Hukukunda Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları*. Yayınlanmamış Doktora Tezi Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimleri Enstitüsü, İstanbul, 2009.

Üreten, Aykan. *Gayrimenkul Değerleme Yöntemleri ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında Değer Tespiti*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2007.

Yalçiner, Kürşat. *Gayrimenkul Finansmanı*. Ankara: Detay Yayıncılık, 2018.

Yazıcı, Resül ve Yazıcı Ayla. “Gayrimenkul Sektörünün Gelişiminde Sermaye Piyasalarının Önemi”. *International Journal of Social Science*, (68), (2018): 391-411

634 Sayılı ve 23.06.1965 Tarihli, *Kat Mülkiyeti Kanunu*, R.G: 02.07.1965 Tarih ve Sayı: 12038.

213 Sayılı ve 04.01.1961 Tarihli, *Vergi Usul Kanunu*, R.G: 10.01.1961 Tarih ve Sayı: 10703.

4721 Sayılı ve 22.11.2001 Tarihli, *Türk Medeni Kanunu*, R.G. 08.12.2001 Tarih ve Sayı: 24607.

06.12.2012 Tarih ve 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, R.G. 30.12.2012, Sayı: 28513

SPK. *Sermaye Piyasasında Uluslararası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ*, Uluslararası Değerleme Standartları, 2006, Seri: VIII, No:45.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-48.1), 28.05.2013 Tarih ve 28660 Sayılı Resmi Gazete

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (III-48.1.b), 17.01.2017 tarih ve 29951 sayılı Resmi Gazete

EKLER

