

VERGİ PUSULASI

Promosyonudur. Para ile satılmaz.

Sayı: 2 Ekim 2022



T A X E S



- Aracı Kurumların Şirket Portföylerine Kayıtlı Menkul Kıymetleri Satışında Bsmv Uygulaması
Sercan KOÇ
- E-ticarette Vergilendirme Ve İşyeri Sorunsalı
Mustafa DEMİR
- Özelgeler Çerçevesinde Serbest Bölgelerdeki Firmaların Yurtdışı Hizmet Ödemelerinde Kdv Boyutu
Burak FIRTINA
- Özel Tüketim Vergisi (II) Sayılı Liste Uygulama Genel Tebliği İle Getirilen Düzenlemenin Anayasaya Uygunluğu İle Verginin Kanuniliği Ve Tarafsızlığı İlkeleri Açısından Değerlendirilmesi
Barış Berk GÜNDOĞMUŞ

VERGİ PUSULASI



4. YIL

Maliye Denetim Elemanları Derneği 3 Aylık Yayın

YAZI DANIŐMA KURULU

ADI-SOYADI	UNVANI	GÖREV YERİ
Prof. Dr. Abuzer PINAR	Öğretim Üyesi	Ankara Medipol Üniversitesi
Prof. Dr. Murat DEMİR	Rektör Yardımcısı-Öğretim Üyesi	Harran Üniversitesi
Turan ULAŐ	Öğretim Üyesi	Afyon Kocatepe Üniversitesi
Hakkı SAYAN	Eski Baş Hesap Uzmanı	Özel Sektör
Fisun TÜRKMEN	Vergi BaşmüfettiŐi (Eski Hesap Uzmanı)	Ankara Sektörel-1
Naciye TAŞKESEN	Vergi Müfettişi	İstanbul Sektörel-1
Adile ECEMİŞ GÜLEÇ	Vergi Müfettişi	İstanbul Sektörel-1
Çiğdem GÜNEŐ AÇIK	Vergi Müfettişi	İstanbul Sektörel-1
Mikail OKYAY	Vergi Müfettişi	İstanbul Sektörel-1
Hasan AYZİT	Vergi Müfettişi	İstanbul Sektörel-1
Fırat DEMİR	Vergi Müfettişi	İstanbul Sektörel-1
Bayram MAVİ	Hazine ve Maliye Müfettişi	TeftiŐ Başkanlığı
Cihad ULUS	Vergi Müfettişi	Ankara Sektörel-1
Gökhan USLU	Vergi Müfettişi	Ankara Sektörel-1
Adem YALÇIN	Vergi Müfettişi	İstanbul Sektörel-1
Yasin TOPAL	Vergi Müfettişi	Ankara Sektörel-1
Mustafa YILMAZ	Vergi Müfettişi	Ankara Sektörel-1
Hamdi YILDIRIM	Vergi Müfettişi	Ankara Sektörel-1
Faruk ARSLAN	Vergi Müfettişi	Ankara Sektörel-1
Hüseyin SUNGUR	Vergi Müfettişi	İstanbul Sektörel-1
Behiç BARIŞIK	Vergi Müfettişi	Ankara Sektörel-1
KürŐat ÖZTÜRK	Vergi Müfettişi	İstanbul Sektörel-1
Yusuf YILDIZ	Eski Vergi Müfettişi	Özel Sektör
Sedat KANLI	Vergi Müfettişi	İstanbul Sektörel-1
Salih YILMAZ	Vergi Müfettişi	İstanbul Sektörel-1
Sinan UYGUR	Vergi Müfettişi	İstanbul Sektörel-1
Ümit Çağlar IŐIKOĐLU	Vergi Müfettişi	Ankara Sektörel-1
Ahmet YAVUZ	Vergi Müfettişi	İstanbul Sektörel-1
İkbal BAŞ	Vergi Müfettişi	İstanbul Sektörel-1
Rıdvan ÖNDER	Vergi Müfettişi	Ankara Sektörel-1
Bilal KABASAKAL	Vergi Müfettişi	Ankara Sektörel-1
Emre SEZER	Vergi Müfettişi	Ankara Sektörel-1
Murat MUTLU	Eski Vergi Müfettişi	Özel Sektör
İbrahim FATİHOĞLU	Vergi Müfettişi	Ankara Sektörel-1
Sercan KOÇ	Vergi Müfettişi	İstanbul Sektörel-1
Mehmet SUBAŐI	Eski Vergi Müfettişi	Özel Sektör
İbrahim Eren ARSLAN	Vergi Müfettişi	İstanbul Sektörel-1
Yusuf KARATAŐ	Vergi Müfettişi	Ankara Sektörel-1
Ferhat ATAĞUL	Hazine ve Maliye Müfettişi	TeftiŐ Başkanlığı
Halit İslam EKMEK	Vergi Müfettişi	İstanbul Sektörel-1
Nasuh ERDÖNMEZ	Vergi Müfettişi	İzmir Sektörel-1
Pelin ÇOŐKUN	Vergi Müfettişi	İstanbul Sektörel-1
Harun DOĞAN	Eski Vergi Müfettişi	Özel Sektör
Uğur KÜÇÜKKAHYAOĞLU	Vergi Müfettişi	İstanbul Sektörel-1
Kamil SIR	Vergi Müfettişi	İstanbul Sektörel-1
Ramazan EFE	Vergi Müfettişi	İstanbul Sektörel-1
Hasan KAYA	Vergi Müfettişi	İstanbul Sektörel-1
Murat DÖNMEZ	Vergi Müfettişi	İstanbul Sektörel-1
Cevdet KAPLAN	Vergi Müfettişi	İstanbul Sektörel-1
Barış Berk GÜNDOĞMUŞ	Vergi Müfettişi	Ankara Sektörel-1
Haluk AMİL	Vergi Müfettişi	İstanbul Sektörel-1
Mehmet Nazmi TOR	Vergi Müfettişi	Ankara Sektörel-1
Sıbğatullah İMAMOĞLU	Vergi Müfettişi	Ankara Sektörel-1
Alican KARABULUT	Vergi Müfettişi	Ankara Sektörel-1
Naci KAYAKÖZÜ	Vergi Müfettişi	Ankara Sektörel-1
Alican ÖZÜZEYBEK	Vergi Müfettişi	Ankara Sektörel-1

VERGİ PUSULASI

SAYI 2
TARİH EKİM /2022

Sahibi	Maliye Denetim Elemanları Derneği Adına Dernek Başkanı Halit İslam EKMEN
Genel Yayın Yönetmeni	Naciye TAŞKESEN
Sorumlu Yazı İşleri Müdürü	Ufuk KAYNAR
Dış İlişkiler Koordinatörü ve Reklam Sorumlusu	Mehmet Nazmi TOR
Yayın Kurulu	Şenay OTO Funda ŞAHİN Ayfer KAYACAN Adile ECEMİŞ GÜLEÇ Ömer YÜREK Fırat DEMİR Hüseyin PEKMEZCİLER Sinan UYGUR Adem YALÇIN Rıdvan ÖNDER Nasuh ERDÖNMEZ
İstanbul Temsilcisi	Özge İnci HURŞİTOĞLU
Ankara Temsilcisi	Behiç BARIŞIK
İzmir Temsilcisi	Kazım ATİK
Makale Göndermek İçin	yayin@mded.org
Dizgi ve Görsel Tasarım	Fatma Nur İYİĞÖR
Yayın Satış ve Yazışma Adresi	Finanskent Mah. Finans Cad. Sarphan Finans Merkezi Sitesi B Blok No:5/B No:333 Ümraniye/İstanbul (212) 909 13 10 yayin@mded.org www.mded.org
Baskı Cilt	Aryan Basım Tanıtım ve Matbaa Hizmetleri San. Tic. Ltd. Şti. - Yüzyıl Mah. Mas-Sit Matbaacılar Sitesi 5. Cadde: No:57-58 Bağcılar/İstanbul - (212) 544 99 06
Yıllık Abone Bedeli	300,00 TL (KDV Dahil)

- Dergimiz 3 AYLIK DERGİ olup, gönderilen makaleler en az 1 tanesi 10 yıl ve üzeri mesleki kıdeme sahip olan 2 okuma komisyonu üyesi tarafından okunmaktadır.
- Okuma komisyonu tarafından uygun görülen makaleler yayın kurulu kararı ile yayımlanmaktadır. Yazım ve yayın kuralları derginin son sayfasında yer almaktadır.
- Vergi Pusulası Dergisinde yer alan yazı, tablo, şekil veya resimlerin telif hakkı Maliye Denetim Elemanları Derneğine aittir. Bir bölümü veya tamamı Dernek Yönetim Kurulu yazılı izni olmaksızın kopyalanamaz ya da bastırılmaz yazılardan alıntı yapıldığında kaynağın belirtilmesi gerekmektedir.
- Vergi Pusulası Dergisinde yayımlanan yazıların bilimsel ve etik sorumluluğu yazarlara aittir. Bu yazılar Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın veya Vergi Denetim Kurulu'nun görüşü olarak değerlendirilemez

GAYRİMENKUL YATIRIM FONLARI İLE ORTAKLIKLARININ GELİŞİMİNE ETKİ EDEN FAKTÖRLER-1

Mert AKÇAY

Vergi Müfettişi

ORCID Numarası: 0000-0002-5159-166X

ÖZET

Gayrimenkul sektörü, küreselleşmenin sonucu olarak sermaye akımlarının gelişmekte olan ülkelere yönelmesi ile birlikte yeni faktörler ve yeni ürün çeşitliliğiyle büyümüştür. 2001 krizi sonrası gelişimini hızlandıran gayrimenkul sektörü, 2008 krizinde de tehdit altında kalmış olsa da 2010 ve sonrasında toparlanma yaşamıştır.

Türkiye’de gerek yaşanan genel salgın koşullarında gerekse de genel salgın öncesinde özellikle bireysel yatırımcıların gayrimenkulü bir yatırım aracı olarak dikkate aldığı görülmüştür. Bu ilginin ardında elbette ekonomik konjonktür karşısında hem bireysel yatırımcıların hem de kurumsal yatırımcıların varlıklarının değerini koruyabilmek ve ilave kazanç sağlamak olduğu görülmektedir. Bunun yanı sıra gayrimenkul yatırım ortaklıkları ile gayrimenkul yatırım fonları ise gayrimenkul sektörüne küçük yatırımcıları da dahil ederek sektörün gelişmesine katkıda bulunmaktadır.

Bu makalede, Türkiye’deki gayrimenkul sektörü ve gayrimenkul piyasaları hakkında genel bilgi verilerek gayrimenkul yatırım ortaklıkları, gayrimenkul yatırım fonları tanımlanacak ve gelişim süreçleri hakkında bilgi verilecektir. Sonraki çalışmada ise bu kurumlar vasıtasıyla meydana getirilen finansal ürünlerin vergilendirme rejimleri tarihsel gelişim süreçleriyle birlikte ele alınacaktır.

Anahtar Kelimeler: Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Gayrimenkul Yatırım Fonları, Gayrimenkul Piyasası

GİRİŞ

Günümüzde gerek sermaye piyasalarında gerekse de para piyasasında fon fazlası veren ile fon açığı bulunan birimleri bir araya getiren çeşitli ekonomik ajanlar bulunmaktadır. Bu kuruluşlar arasında Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) denetiminde bulunan, sermaye piyasası mevzuatında kolektif yatırım kuruluşları olarak anılan yatırım fonları ve ortaklıkları da yer almaktadır.

Kolektif yatırım kuruluşlarının geçmişi incelendiğinde 1800'li yıllara kadar gitmektedir. Kolektif yatırım kuruluşlarında portföyün idaresi ve faaliyetlerinin sürdürülmesine hâkim olan bazı ilkeler vardır.¹ Yatırım fon ve ortaklıklarının tarihçesine bakıldığında kapitalist sistem içinde yer alan atıl sermayenin menkul kıymet yatırımlarına dönüştürülerek daha derin sermaye piyasası oluşturulması amaçlandığı görülmektedir.

Yatırım ortaklıkları Anglo-Sakson temelli bir yapılanmaya sahiptirler. Günümüz yatırım ortaklığı anlayışında ilk yatırım ortaklıkları 1860 yılında İskoçya'da kurulmuştur. Devam eden yıllarda ise İngiltere'nin dönemi ekonomik olarak iyi geçirmesi ve ticari ilişkilerin gelişmiş olması nedeniyle bu ülkede yatırım ortaklıklarının sayısı artmıştır. ABD'de yatırım ortaklığının kurulması ise 1929 yılı sonrasına sarkmıştır.²

Küçük yatırımcıların çok fazla finansal ürünün olduğu sermaye piyasalarında kendi bilgi düzeyleri ve risk algıları doğrultusunda optimum yatırımı yapmaları zordur. Bu zorluğun sebebi küçük yatırımcıların piyasada bulunan varlıklar nezdinde sınırlı bilgiye sahip olmaları, bilgiye erişimin maliyetli olması, riskin dağıtılması, sektörel ve konjonktürel değerlendirmenin

yapılmasının güçlüğünden kaynaklanmaktadır. İşte bu noktada yaşanan güçlüklere kurumsal bir altyapıda çözülmesi anlamında yatırım ortaklıkları ve fonları küçük yatırımcılara fayda sağlamışlardır.

1940'lı yıllarda II. Dünya Savaşı'nın hem ekonomik hem gayrimenkul yapılarına yönelik olumsuz etkilerinin ortadan kaldırılmasına yönelik yeni arayışlar ortaya çıkmıştır. Gayrimenkul yatırım fonları ilk oluşturuldukları dönemde vergi avantajı sağlaması nedeniyle tercih edilirken bu defa hususiyetle Avrupa ülkelerinde gayrimenkullerin yenilenmesinde bir kaynak sağlama amacı olarak ortaya çıkmıştır. 1950'li yılların sonunda Almanya'da ilk açık uçlu gayrimenkul yatırım fonu kurulduğu görülmüştür.³

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları (GYO) ise "Real Estate Investment Trust" adıyla ilk önce ABD'de ortaya çıkmış ve asıl gelişimini burada gerçekleştirmiş sermaye piyasası kurumlarıdır.⁴ 1909 tarihli ABD'de çıkarılan Vergi Kanunu'nda (Revenue Act of 1909) iş ortaklıkları anonim şirket olarak görülmemiştir. Bu nedenle iş ortaklıkları anonim şirketlere göre daha çok tercih edilmiştir. Buna bağlı olarak iş ortaklıkları gayrimenkul yatırım ortaklıklarının öncüsü olarak görülmektedir.⁵ Büyük gayrimenkul projelerinin yüksek miktarda sermaye gereksinimine ihtiyaç duyması, çok sayıda yatırımcının bir araya gelmesi gerekliliğini ortaya çıkarmış ve bunu sağlayabilmek adına da çeşitli vergi muafiyetleri tanınarak gayrimenkul yatırım ortaklıklarının kurulmasının önü açılmıştır.

Türkiye'de ise sanayi devrimiyle birlikte kentleşme girişimi insanlığı, dağınık yaşam alanlarından belirli çalışma alanı çevresinde toplu bir şekilde yaşamaya itmiştir. Kentte yaşayanların burada hissettikleri özgür yaşantı, kentli olmanın kişide yaşadığı gurur, geniş bir grubun üyesi olma duygusu sosyo-psikolojik olarak

1 Ertan, F. N. (2013). 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda Kolektif Yatırım Kuruluşları Ve Özellikle Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklığı. İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası(2), 131-132.

2 Tuncer, S. (1985). Türkiye'de Sermaye Piyasası. Okan Yayıncılık.

3 Sodin, M. (2019, Haziran). Yüksek Lisans Tezi. Real Estate Funds. Ljubljana: University of Ljubljana.

4 Özkul, S. (2001). Yüksek Lisans Tezi. *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Ve Türkiye Değerlendirmesi*. İstanbul: İstanbul Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü.

5 Susar, Ö. (2004). Tüm Yönleriyle Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları. Ankara: Adalet Yayınevi.

gayrimenkul sektörünün gelişimine etki etmiştir.⁶ Türkiye’de 1950’li yıllardan itibaren Anadolu’nun birçok şehirden büyük şehirlere göç artmış bu durum konut ihtiyacını artırmıştır. Bununla birlikte çeşitli ticari gayrimenkul yapılarına da ihtiyaç gün geçtikçe artmıştır. Sadece konutlar değil yer altı ve yer üstü düzenlemeleri, sosyal donatı alanları, spor alanları, çeşitli etkinlik alanları, baraj, köprü gibi mega yapılar da gayrimenkul sektörünün faaliyet alanı içine günümüzde dahil edilmektedir. Türkiye ekonomisinin büyüme trendine bakıldığında genel olarak gayrimenkul sektörüne bağlı olduğu görülmektedir. Sektör birçok alt sektörü etkileşim içine almakta, üretim ve istihdamda öncü rol oynamaktadır. Dolayısıyla sektörde yaşanan daralma veya büyüme tüm ülke ekonomisini de etkilemektedir. Bu nedenle çeşitli ekonomik krizlerin var olduğu ülkelerde teşvik ve desteklerin verildiği sektörlerin başında gelmektedir. Bununla birlikte gayrimenkul sektörünün gelişimini etkileyen kredi faizleri, enflasyon oranları, çeşitli maliyet endeksleri, arz-talep dengesi, vergilendirme rejimleri gibi faktörler de bulunmaktadır. Sektör her ne kadar 2018 yılında durgunluk içine girse de nüfusun büyüklüğü, evlilik yaşının yükselmesi, aile yapılarının küçülmesi gibi unsurlar potansiyel oluşturmaktadır.

Gayrimenkul sektöründe yer alan devasa yapıların niteliği gereği yüksek tutarlı finansman ve teknoloji gereksinimi duyması yatırımların gelişmesinde en büyük engel olmuştur. Bu sorunun giderilmesine yönelik geçmişte yatırım ortaklıkları ve yatırım fonlarına dayanan gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve gayrimenkul yatırım fonları gibi kuruluşlar ekonomide rol almıştır.

1. TÜRKİYE’DE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ VE GAYRİMENKUL PİYASALARI

Gelişen ülkelerde kente göçün hızlanması kentsel alanlarda gayrimenkul talebinin artmasına neden olmuştur. Buna mukabil bu talebi yaratan kesimin, gayrimenkul ihtiyaçlarını karşılayabilecek düzeyde gelirleri bulunmamaktadır. Bu gelişme ve nüfusun artması, doğal afetler, teknolojik gelişmelerle küreselleşen dünyada değişen zevk anlayışı gayrimenkul piyasasının ortaya çıkmasına neden olmuştur.⁷ Kentlerde bulunan toplumsal, kültürel olanaklar ve sunulan hizmetler kent yaşamını çekici kılmaktadır. Kentte yaşayanların burada hissettikleri özgür yaşantı, kentli olmanın kişide yaşattığı gurur, geniş bir grubun üyesi olma duygusu sosyo-psikolojik olarak gayrimenkul sektörünün gelişimine etki etmiştir.⁸

1.1. Gayrimenkul Piyasalarının Genel Özellikleri

Türkiye’de gayrimenkul sektörü gayrimenkul yatırım ortaklıkları, bireysel yatırımcılar ve kurumsal yatırımcılardan oluşmaktadır. Bir başka ayrımda da sektör konut sektörü, yurtdışı müteahhitlik hizmetleri, altyapı hizmetleri ve ticari gayrimenkul sektörü başlıkları altında incelenmektedir.⁹ Gayrimenkul piyasalarında genellikle alım satımla birlikte kiralama ve finansal kiralama işlemleri de bulunmaktadır.

Sektörün en büyük sorunlarından biri finansmandır. Sektörde yer alan gayrimenkul yatırım ortaklıkları finansman temini konusunda daha avantajlı bir pozisyona sahiptirler. Büyük şirketler grubuna dahil olarak ve yapılan projeleri yurtdışına satarak kaynak sağlayabilmeleri yanı sıra sermaye artırımına giderek

6 Keleş, R. (2006). Kentleşme Politikası (9 b.). Ankara: İmge Kitabevi.

7 Mert, B. S. (2012). Yüksek Lisans Tezi. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Yapısı, Faliyetleri Ve Gayrimenkul Sektöründeki Risklerin İncelenmesi. İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Gayrimenkul Değerlemesi Ve Finansmanı Bilim Dalı.

8 Keleş, R. (2006). Kentleşme Politikası (9 b.). Ankara: İmge Kitabevi.

9 Erdoğan, B. (2018). Yüksek Lisans Tezi. Türkiye’de Gayrimenkul Sektörü A lternatif Finansman A raçları Ve Uygulamaları: Gayrimenkul Sertifikaları Ve Gayrimenkul Yatırım Fonları, 6. İstanbul: T.C. Bahçeşehir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

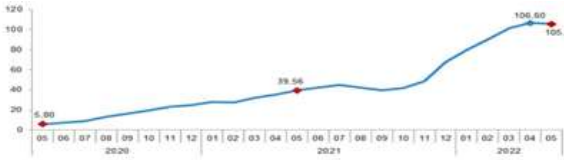
veya halka arz yoluyla öz kaynak yaratabilmektedirler.

Gayrimenkul piyasasının genel özellikleri itibarıyla diğer piyasalardan gösterdiği farklılıkları aşağıdaki gibi özetlemek mümkündür:¹⁰

1- Normal bir pazarda yer alan tüketim malları yahut hizmetler birbirleri ile ikame edilme potansiyeline sahip olmaktadır. Ancak gayrimenkul piyasasında bu durum, her parselin ya da taşınmazın tek olması ve konumunun değiştirilemez olması nedeniyle mümkün olmamaktadır. Fiziksel olarak birbirinin aynı olduğunu ifade edilebilecek taşınmaz bulunmamaktadır. Ekonomik olarak değerleri aynı olsa bile coğrafi manada aynılıktan söz edilememektedir.

2- Normal ve verimli olarak işleyen bir piyasada çok sayıda alıcı ve satıcı arasında oluşan serbest pazar vasıtasıyla fiyatlar belirlenmekte ve alıcı veya satıcılardan hiçbiri fiyatı etkileyebilecek kadar büyük pazar payına sahip olamamaktadır. Gayrimenkul piyasasında ise birkaç alıcı veya satıcı piyasada hedef kitlesi az olan gayrimenkul tipleri için fiyatları etkileyebilmektedir.

3- Gayrimenkul pazarları ekonomik göstergelere karşı aşırı duyarlıdır. Bunda en büyük etki gayrimenkullerin yüksek satın alma gücü gerektirmesidir. Enflasyon oranları, inşaat maliyet endeksi, konut fiyat endeksi ve ilgili taşınmazın potansiyel kira getirileri bu etkinin göstergeleridir. Son dönemde bu göstergelerin Türkiye özelinde nasıl bir değişim gösterdiği aşağıdaki şekillerde görülmektedir.



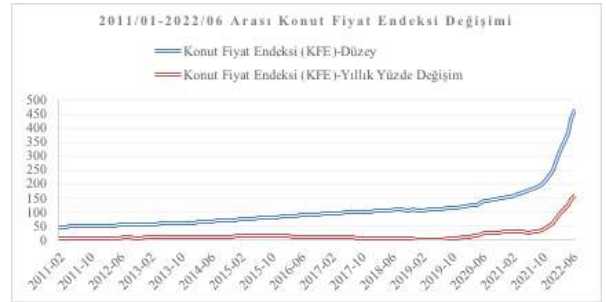
Şekil 1.1: İnşaat Maliyet Endeksi (TUIK, 2022)



Şekil 1.2: TCMB Faiz Oranları (%) Gecelik (O/N) Borç Verme (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 2022)

Enflasyon oranının yüksek olduğu ve buna bağlı olarak faiz oranlarının da yüksek olduğu gelişmekte olan ekonomilerde paranın değerini koruma yolu olarak gayrimenkul edinimi tercih edilmektedir. Yukarıdaki şekilden yıllar içinde faiz oranlarında ne yönde değişim olduğu gözlemlenmektedir. Bu faiz oranları kişilerin yatırım tercihlerinde etkili olmaktadır.

Benzer şekilde gayrimenkul pazarının hareketliliğine etki eden diğer bir gösterge de konut fiyat endeksidir. Bu endeksteeki değişimin 2011 yılından bu yana aşağıda yer alan şekildeki gibi olduğu tespit edilmiştir. Endeks Türkiye'de yer alan konutları kalite etkisinden arındırarak fiyat değişimlerini izlemektedir.



Şekil 1.3: 2011/01-2022/06 Arası Konut Fiyat Endeksi Değişimi (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 2022)

Yukarıdaki şekilden de görüleceği üzere konut fiyat endeksinde yıllar itibarıyla istikrarlı bir artış görülmektedir. 2020 yılında sağlanan kredi

10 Özkul, S. (2001). Yüksek Lisans Tezi. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Ve Türkiye Değerlendirmesi. İstanbul: İstanbul Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü.

kolaylıklarıyla birlikte ve son dönemdeki enflasyon etkisiyle yıllık yüzde değişim son on yılın üzerine dramatik bir şekilde (2022-06 itibarıyla yıllık yüzde değişimde 160,6 değeri görülmüştür.) çıkmıştır.

4- Gayrimenkul piyasası kendi kendini düzenleyebilen bir yapıya sahip olmadığından tapu müdürlükleri ve belediyeler gayrimenkulün hak devrine ilişkin sözleşme ve hukuki kuralları koymada önemli rol oynamakta ve denetim altına almaktadır. Bu durum pazar koşullarında yasal kısıtlamalara bağlılığı oluşturmaktadır.

5- Arzın pazara girme hızı düşüktür. Arz ve talep koşulları dengede olduğunda gayrimenkul fiyatlarının dengede olması beklenir. Ancak talebin ani şekilde artması halinde arzın da buna uygun olarak artması mümkün olmayabilir. Aynı şekilde çeşitli nedenlerle talepte yaşanan ani düşüş var olan arzı hemen düşüremeyebilir. Bu durum arz ve talep ilişkisinin düşük bir etkileşimde olduğunu göstermektedir.

6- Ticari olmayan, bireysel bazda düşünüldüğünde, alıcı ve satıcılar sıklıkla gayrimenkul alım satımında bulunmadığından pazar hakkında yeterli bilgiye sahip olamamaktadırlar.

7- Gayrimenkullerin diğer ürünlere göre tüketim hızı ya da likiditesi nispeten düşüktür. Bunun sebebi fiyatların yüksekliği ve finansman koşullarının ağır olabilmesidir.

8- Gayrimenkul piyasaları mahalli piyasa olma özelliği göstermektedir. Yani arz fazlası otomobil veya gıda ürünlerinde olduğu gibi talep fazlası olan yere kaynamakta ve mobilite sağlanamamaktadır.

1.2. Gayrimenkul Sektöründeki Son Dönem Gelişmeleri

Türkiye ekonomisi özellikle son 30 yılda önemli ölçüde liberalleşmiş ve dünya ekonomisiyle de ciddi oranda entegrasyon sağlamıştır. Avrupa, Asya ve Orta

Doğu ülkeleri arasında önemli bir ticaret merkezi ve bağlantı noktası olması nedeniyle ciddi bir potansiyele sahiptir. 2001 yılında yaşanan kriz sonrasında alınan özendirici politikaların olumlu etkileri ile yaşanan deprem olaylarının halkı alınması gereken önlemler kapsamında bilinçlendirmesi sektörün gelişimine olumlu yönde etki yaratmıştır.¹¹

Türkiye emlak piyasası son birkaç yılda çok hızlı büyümüş ve kayda değer bir performans göstermiştir. Kaliteli ofis ve perakende alanına artan talebe paralel olarak, yepyeni konut kredi sistemi ve düşen faiz oranları gayrimenkul piyasasının toparlanmasında dikkat çekici ana katalizörler olmuştur. GYO'lar, devasa gayrimenkul portföylerinin kârlarına kolay erişim sağlayan avantajlı bir araç olarak Türkiye gayrimenkul piyasasına giriş yapmıştır. Böylelikle GYO'lar hem yerli hem de yabancı yatırımcıların ilgisini çekmiştir.¹²

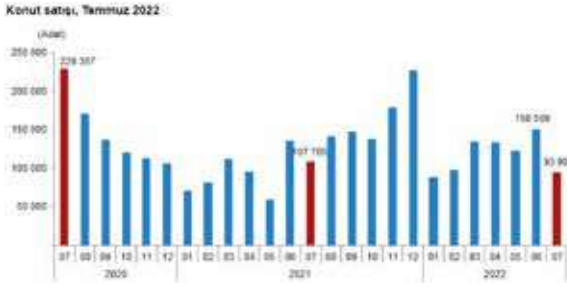
Yukarıda bahsedildiği üzere inşaat sektörü son dönemde yeni kredi sisteminin yasal mevzuatla yürürlüğe konulması ve faizlerin düşmesi ile birlikte olumlu bir performans göstermiştir. Sektörde yer alan girişimcilerin mevcut duruma ilişkin değerlendirmelerini ve yakın gelecek için beklentilerini gösteren inşaat sektörü güven endeksinde de bu durum gözlenmiştir. 2020 yılı Nisan ayında konut kredi faiz oranlarında yaşanan düşüşün bu dönemden sonraki olumlu etkileri de endekste görülmektedir.

Sağlanan teşviklerle birlikte yatırımcıların bir diğer yatırım seçeneği bu dönemde gayrimenkul olmuştur. Gayrimenkuller yatırımcılar açısından uzun zamandır hem sağlam hem de popüler yatırım araçlarından birisi olarak görülmektedir. Türkiye'de genel salgın önlemlerinin yoğun olarak alındığı 2020 yılı Mart, Nisan ve Mayıs aylarında konut satışları düşmüş, Haziran ayında sağlanan uygun kredi imkanıyla tekrar konut satışları artış göstermiştir. Aşağıda konut satışlarına ilişkin istatistikî veriler yer almakta ve bu durumu göstermektedir:¹³

11 Çengel, Ö. (2006). Gayrimenkul Sektöründe Modern Pazarlama Teknikleri Ve Güncel Uygulamalar. İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi(9), 126-128.

12 Bayraktaroglu, E. (2020). Global REIT Survey 2020. European Public Real Estate Association, Turkey.

13 TÜİK. (2022, Eylül 2022). İnşaat Maliyet Endeksi: <https://tuikweb.tuik.gov.tr/PreHaberBultenleri.do?id=37281> adresinden alındı



Şekil 1.4: Konut Satış Adedi (TUIK, 2022)

Son yıllarda Türkiye’de sosyo-ekonomik sektörlerin başında konut ve gayrimenkul sektörleri gelmektedir. Kentleşme, demografik gelişmeler, nüfus artışı, göç, tüketim alışkanlıklarının farklılaşması bunda etkili olmuştur.¹⁴ Ekonomide yaklaşık 250 alt sektörü harekete geçirme etkinliğinde olan gayrimenkul sektörü, ülke ekonomisinin en büyük ve lokomotif niteliğinde destekçisi olmuştur.¹⁵ Bu nedenle hükümetler açısından da bu sektörde ekonomiyi harekete geçirmek adına çeşitli hamleler yapılmakta ve yürürlüğe konulan çeşitli teşvik politikaları ekonomiye canlılık katmayı amaçlamaktadır.¹⁶

Gayrimenkul sektörü, 2018 ve 2019 yıllarında yaşanan olumsuz ekonomik gelişmelerden ciddi anlamda etkilenen sektörlerden biri olmuştur. Dalgalı kurda yaşanan yüksek volatilité, yüksek faiz baskısı, enflasyon ve talepte yaşanan düşüş sektörün potansiyelinin altında faaliyet göstermesine neden olmuştur. 2019 yılının ikinci yarısından ve yine 2020 yılının ikinci yarısından itibaren uygulanan düşük faiz uygulaması sektörün hareketlenmesinde olumlu katkıda bulunmuştur.

Öte yandan genellikle yaz aylarında artan inşaat sektöründeki istihdam, yıllık ortalama 2,1 milyon seviyesinde seyretmektedir. Gayrimenkul sektöründeki ortalama istihdam ise 2 milyon kişi civarındadır. Her iki sektörde de kayıt dışılığın ileri derecede ve olağan olduğu bilinmektedir. Bu rakamlara kayıt dışı çalışanlar ile yurt dışında çalışan Türk vatandaşlarının dahil olmadığı dikkate alınmalıdır.¹⁷

Türkiye, özellikle Marmara Bölgesi ulaşım ve sosyo-ekonomik profili üzerinde büyük etkisi olan bir dizi büyük ölçekli altyapı yatırımına ev sahipliği yapmaktadır. Ulaşılabilirlikteki önemli artış ve ulaşımında zaman ve kaynak kullanımına yönelik tasarruf, ticari faaliyetler üzerinde olumlu bir etki yaratmaktadır. Marmaray raylı ulaşım sistemi, Yavuz Sultan Selim Köprüsü, Kuzey Mamara Otoyolu, Avrasya Tüneli bu projelere örnek verilebilir.¹⁸

2019 yılında başlayan ve etkisini 2020 yılında artıran genel salgın tüm ekonomik ve sosyal faktörler üzerinde etkili olmuştur. Bu sistematik risk karar alma süreçlerini ve iş yapış şekillerini birçok şekilde değiştirmiştir. Dünya geneline etkileyen bu durum gayrimenkul sektöründe de olumsuz etkiye neden olmuştur. 2020 yılı itibariyle birlikte aşılama uygulamalarının başlaması hem ekonomik hem de sosyal yaşantıda normalleşebilme adımlarının atılabilmesi adına beklenti oluşturmuştur.

Ekonomi yönetimi tarafından sektörde talep oluşturmak adına çeşitli adımlar atılmış ve bunların etkisi rakamlara da yansımıştır. 2019 yılında 1.348.000 adet, 2020 yılında ise 1.499.000 adet konut satılarak bir önceki yıla göre %11,2’lik artış sağlanmıştır. Bu artışa etki eden faktörler ise özellikle yaz aylarında

14 Coşkun, Y. (2016, Nisan). Konut Fiyatları Ve Yatırımı: Türkiye İçin Bir Analiz. Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi(9), 201-217.

15 Hepsen, A., Berberoglu, M., & Aydın, O. (2017). Real Estate Investment Trusts in Turkey: Structure, Analysis, and Strategy. Journal of Business(6), 191-199. doi:10.17261/Pressacademia.2017.508

16 Muti, A. (2020). Tapu Harç Oranlarındaki İndirimin Konut Satışları Üzerine Etkisinin Araştırılması. Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi(24(Aralık Özel Sayı)), 277-287.

17 Tanrıvermiş, H. (2019). Türkiye Ekonomisinde İnşaat ve Gayrimenkul Sektörlerinin Roller ve Gelişme Eğilimlerinin. Kent, İnşaat ve Ekonomi Kongresi (s. 35). Gaziantep: Gaziantep Ticaret Odası ve Mimarlar Odası Gaziantep Şubesi.

18 Ermut, A. (2017). The Real Estate Sector in Turkey. Republic of Turkey Prime Ministry Investment Support and Promotion Agency of Turkey.

salgın nedeniyle kapanma önlemlerinin zayıflaması, kredi faizlerindeki önemli düşüş ve ertelenen talep olarak ifade edilebilir.

2. GAYRİMENKUL YATIRIM FONLARI

2.1. Gayrimenkul Yatırım Fonlarının Tanımı

Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-52.3)'nin¹⁹ Gayrimenkul yatırım fonu (GYF) başlıklı 4'üncü maddesinde GYF'ler: *"Fon, Kanun hükümleri uyarınca nitelikli yatırımcılardan katılma payları karşılığında toplanan para, gayrimenkuller, 18 inci maddenin üçüncü fıkrasında belirtilen gayrimenkul projeleri kapsamındaki bağımsız bölümler veya gayrimenkule dayalı haklarla, pay sahipleri hesabına inançlı mülkiyet esaslarına göre üçüncü fıkrada belirtilen varlık ve işlemlerden oluşan portföyü işletmek amacıyla Kuruldan faaliyet izni alan portföy yönetim şirketleri ve gayrimenkul portföy yönetim şirketleri ile gayrimenkul ve girişim sermayesi portföy yönetim şirketleri tarafından bir içtüzük ile süreli veya süresiz olarak kurulan ve tüzel kişiliği bulunmayan malvarlığıdır."* şeklinde tanımlanmıştır.

Gayrimenkul yatırım fonları, nitelikli yatırımcıların tasarruflarına yönelen ve bu tasarrufları da çeşitli gayrimenkullere yönelten kurumsal bir yapıyı ifade etmektedir.

2.2. Gayrimenkul Yatırım Fonlarının Gelişimi

GYF'lerin tarihsel olarak ortaya çıkış süreci bakımından öncelikle ve çoğunlukla Avrupa'da yer alması ve temel mevzuat düzenlemelerinin burada gelişim göstermesi nedeniyle bu kısımda GYF'lerin Avrupa'daki gelişimi ele alınacak ve Türkiye'deki süreçten de bahsedilecektir.

Dünyada GYF'lerin oluşturulmasının temelinde, 1880'li yıllarda intikal vergisinden muafiyet sağlanması amacı ve buna bağlı olarak da ortaya çıkan fon ve ortaklıklar vardır. Bu yatırım araçlarında temel tercih sebebi vergisel avantajlardır.²⁰

1940'lı yıllarda II. Dünya Savaşı'nın hem ekonomik hem gayrimenkul yapılarının olumsuz etkilerini ortadan kaldırılmasına yönelik yeni arayışlar ortaya çıkmıştır. GYF'ler ilk oluşturuldukları dönemde vergi avantajı sağlama nedeniyle tercih edilirken bu defa hususiyetle Avrupa ülkelerinde gayrimenkullerin yenilenmesinde bir kaynak sağlama amacı olarak ortaya çıkmıştır. 1950'li yılların sonunda Almanya'da ilk açık uçlu gayrimenkul yatırım fonu kurulduğu görülmüştür.²¹

Almanya'nın yanı sıra Avrupa'da 1967 yılında İsviçre'de kurulmuş gayrimenkul yatırım fonları bulunmakta ve bu alandaki ilk gelişmelere katkıda bulunmaktadır.²²

GYF'lerin çoğunlukla Avrupa'da yer aldığı görülmektedir. Avrupa Birliğinde 1985 yılında yayınlanan düzenleme ile kolektif yatırım kuruluşu olan yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları tanımlanmış ve işleyişi belirlenmiştir. Düzenlemenin öngördüğü koşulları taşıyan fonlar UCITS (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) olarak adlandırılmaktadır. Bu düzenlemenin temel amaçları arasında fonlara, Avrupa Birliği üye ülkeleri içinde yatırımcılar tarafından erişimin kolaylaştırılması, Avrupa Birliği genelinde uyumlaştırılmış bir müktesebat oluşturmak ve fon fazlası olanların hakkını korumak yer almaktadır. Temmuz 2011'de ise Alternatif Yatırım Fon Yönetimi Direktifi (AIFM) sunulmuş ve serbest fonlar, gayrimenkul yatırım fonları ve girişim sermayesi fonları gibi yatırım fonları düzenlenmiş ve 2014 Temmuz'dan itibaren üye ülkelerde uygulanmaya başlanmıştır. Fonların

19 3/1/2014 tarihli ve 28871 sayılı Resmî Gazete

20 Cömert, İ. A. (2019). Yüksek Lisans Tezi. Türkiye'de Kurulan Gayrimenkul Yatırım Fonlarının Gayrimenkul Değerleme Sektörüne Etkisi, 50. İstanbul: İstanbul Teknik Üniversitesi, Fen Bilimleri Enstitüsü.

21 Sodin, M. (2019, Haziran). Yüksek Lisans Tezi. Real Estate Funds. Ljubljana: University of Ljubljana.

22 Özgüç, E. (2008). Gayrimenkul Yatırım Fonları: Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamalar ve Türkiye için Öneriler. Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Dairesi.

pazarlanmasına ilişkin düzenlemeler ise Avrupa Birliği ülkelerinde ülke düzeyinde çıkarılan yasal mevzuatla şekil almaktadır.²³

Dünyada yaşanan gelişmeler küreselleşmeye neden olmuş ve bunun sonucunda da gelişmiş ülkelerde yer alan tasarruf sahipleri bu tasarruflarını değerlendirmek üzere, gelişim sürecinde olan ülkeler ise bu yatırımcıları kendi ülkelerine çekmek adına çeşitli girişimlerde bulunmuşlardır. Bu girişim genel manada sermaye piyasası araçları ya da para piyasası araçları kullanılarak gerçekleştirilmektedir. Gayrimenkuller ile bunlara bağlı varlıkların menkul kıymetleştirilerek daha likit bir yapıya bürünmesi son dönemde oldukça hız kazanmıştır. Bu menkul kıymetleştirme hareketi sermaye piyasasında yeni araçların oluşmasına neden olmuştur.²⁴

Dünyada birçok ülkede faaliyette bulunmakta olan GYF'lerin Türkiye'de, 03.01.2014 tarihinde Resmî Gazete'de yayımlanan "Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği" ile yasal zemini oluşturulmuş ve GYF'ler faaliyete geçmiştir. Bu yasal düzenlemeyle birlikte yabancılardan da Türkiye'deki GYF kuruluşlarına ilgisi artmıştır.

3.GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI

3.1.Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Tanımı

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-48.1)'nin²⁵ "Ortaklık Tanımı" başlıklı 4'üncü maddesinde gayrimenkul yatırım ortaklıkları (GYO): "*Gayrimenkul yatırım ortaklığı, bu Tebliğ 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 Kanununun 48 inci maddesinde sınırı çizilen faaliyetler çerçevesinde olmak kaydı ile bu Tebliğde izin verilen diğer faaliyetlerde bulunabilen sermaye piyasası kurumudur." şeklinde tanımlanmıştır.

GYO'lar, ipoteğe ya da gayrimenkullere bağlı menkul kıymetlere ve gayrimenkullere yatırım yapabilen iş ortaklıkları ya da kurumlardır.²⁶ Bir başka tanımda da GYO'lar, portföyleri gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı varlıklardan oluşan ve gayrimenkullere dayalı projelere yatırım yapan SPK denetimindeki şirketlerdir.²⁷

GYO'lar şirket hisselerini halka arz ederek fon toplamakta ve topladığı fonları da gayrimenkule yatırmaktadır. Faaliyet konuları varlığa dayalı menkul kıymetlere yatırım yapmak, toplu inşaat projelerini ve inşaatları finanse etmek, kira sağlayan gayrimenkulleri satın almaktır. GYO'lar faaliyetleri sonucu elde ettiği karları paydaşlarına dağıtabilmektedir. GYO'larda pay sahibi olanlar aynı zamanda payların pay piyasasında değer artış kazançlarına da sahip olmaktadır.²⁸

GYO'lar halka açık ortaklık olmakla birlikte özetle ticari gayrimenkul ve ipotek kredileri portföyü yatırımcısı ve yöneticisi olarak görülmektedirler.

23 Kahraman, D. (2017). Gayrimenkul Yatırım Fonları. Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği (TSPB). 2020 ,12 11 tarihinde alındı

24 Brueggeman, W., Chen, A., & Thibodeau, T. (1992). Some additional evidence on the performance of commingled real estate investment funds: 1972-1991. The Journal of Real Estate Research(Fall92, Vol. 7 Issue 4), 433-448.

25 28/5/2013 tarihli ve 28660 sayılı Resmî Gazete

26 Han, B. (2004, Mart 3). Insider Ownership and Firm Value: Evidences from Real Estate Investment Trusts. 11 22, 2020 tarihinde SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=512022 adresinden alındı

27 Gökçe, G. (1998). Gayrimenkul Yatırım Fonları, Yatırım Ortaklıkları, Sertifikaları ve Hazine Taşınmaz Mallarının Bu Yollarla Değerlendirilmesi. Ankara: T.C. Maliye Bakanlığı Milli Emlak Genel Müdürlüğü.

28 Teker, M. B. (2000). Sermaye Piyasası Araçları Yoluyla Gayrimenkul Finansmanı ve Yatırımı (2 b.). Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu, Pelin Ofset.

GYO'lar gayrimenkul yatırımının en iyi seçeneği olarak belirtilmekle birlikte GYO'ların temelde sadece gayrimenkul alabileceği, GYO'lara yatırım yapan tasarruf sahiplerinin ise gayrimenkul ile birlikte GYO'nun hisse senetlerini de alabileceği bilinmektedir.²⁹

3.2. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Gelişimi

3.2.1. Amerika Birleşik Devletleri'nde (ABD) Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Gelişimi

GYO'lar, "real estate investment trust" adıyla ilk önce ABD'de ortaya çıkmış ve asıl gelişimini burada gerçekleştirmiş sermaye piyasası kurumlarıdır.³⁰ 1909 tarihli ABD'de çıkarılan Vergi Kanunu'nda (Revenue Act of 1909) iş ortaklıkları anonim şirket olarak görülmemiştir. Bu nedenle iş ortaklıkları anonim şirketlere göre daha çok tercih edilmiştir. Buna bağlı olarak iş ortaklıkları GYO'ların öncüsü olarak görülmektedir.³¹ İlk GYO'lar ABD'de iş ortaklıkları (business trust) şeklinde yapılmış olup, ABD'nin Massachusetts eyaletinde 1930'larda anonim şirketlerin gayrimenkul edinmelerine tepki olarak ortaya çıkmıştır. Bu tepkinin sebebi ise anonim şirketlerin gayrimenkul edinmelerine yönelik sınırlamaların getirilmesidir. Bu iş ortaklıklarının anonim şirketlere benzerliği, kurumlar vergisi ödeme gerekliliğini ortaya çıkarmış ve 1935 yılından itibaren iş ortaklıklarının sayısında durma yaşanmıştır.³²

Yatırım ortaklıkları (Business trust) 19. Yüzyıl'da çeşitli yatırım faaliyetlerinin gerçekleştirilmesinde kullanılırken 20. yüzyılda ise gayrimenkul yatırımları için kullanılmıştır.

ABD'de gayrimenkul yatırım ortaklıklarına yönelik ilk yasal mevzuat düzenlemesi, 14 Eylül 1960'ta kongre tarafından onaylanarak fon fazlası sahiplerine, içinde farklı gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı varlıkları barındıran bir portföye yatırım yapma şansını vermiştir. Bradley Real Estate Investors, Continental Mortgage Investors, First Mortgage Investors, First Union Real Estate, Pennsylvania REIT ve Washington REIT ABD'de 1960 ve 1961 yıllarında ilk GYO'lar olarak kurulmaya başlanmıştır. Continental Mortgage Investors 1965 yılı Haziran ayında NYSE kote olarak borsada işlem görmeye başlayan ilk GYO olmuştur.³³ Bu şirketlerin çoğu da dışardan buldukları danışman şirketlerle gayrimenkullerin yönetimini gerçekleştirmişlerdir.³⁴

1960 yılında yapılan yasal mevzuat düzenlemesiyle birlikte GYO'ların anonim şirket olarak kurulması gerektiği belirlenmiş ve vergilendirme rejiminde çeşitli muafiyetler sağlanmıştır. Büyük gayrimenkul projelerinin yüksek miktarda sermaye gereksinimine ihtiyaç duyması, çok sayıda yatırımcının bir araya gelmesi gerekliliğini ortaya çıkarmış ve bunu sağlayabilmek adına da bahsedilen vergi muafiyetleri tanınmıştır.³⁵ Bu yasal düzenleme tıpkı diğer yatırım araçları olan hisse senetleri ve bono şirketleri ve karma fonlarda olduğu gibi GYO'ları federal vergilendirmeden muaf tutmuştur. Bu sayede hisse sahiplerine dağıtılan gelirler için artık çifte vergilendirme sona ermiştir.³⁶

29 Block, R. L. (1998). Investing in REITs. Usa.

30 Özkul, S. (2001). Yüksek Lisans Tezi. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Ve Türkiye Değerlendirmesi. İstanbul: İstanbul Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü.

31 Susar, Ö. (2004). Tüm Yönleriyle Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları. Ankara: Adalet Yayınevi.

32 Özkul, S. (2001). Yüksek Lisans Tezi. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Ve Türkiye Değerlendirmesi. İstanbul: İstanbul Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü.

33 Çikot, Ö. (2011). GYO'ların Gelişimi. Dünyada Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları. İstanbul: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği.

34 Belen, H. (2002). Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının faaliyetlerinin medeni hukuk açısından değerlendirilmesi. İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş.,.

35 Sırma, İ. (2019). Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Portföy Yapısının Piyasa Performansına Etkisi. Alphanumeric Journal, 26-35.

36 Nijkamp, P., Klamer, P., & Gorter, C. (2002). Retail investments by real estate investment trusts: A comparative analysis of local retail returns for the United States. Journal of Housing and the Built Environment, 110.

ABD'deki halka açık GYO'ların sayısı değişmekle birlikte 1972 ve 2019 yılları arasında en fazla 226 olmuştur. 2019 yılı sonunda ise 219 adet halka açık GYO olup piyasa değeri 1.328 trilyon \$'dır (REIT, 2019). Kurumlar vergisinden muaf olan GYO'ların ABD'de başarılı olmasındaki temel faktörler portföylerinin en az %75'inin gayrimenkule dayalı varlıklarla değerlendirilmesi ve elde edilen karın %90'ının yatırımcılara dağıtılmasıdır (Yetgin, 2006). Bununla birlikte GYO'ların bu oranın en az %85'ini elde ettiği yıl içinde dağıtamaması halinde %4 gider vergisi ödemesi gerekmektedir.³⁷

3.2.2. Avrupa Birliği'nde Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Gelişimi

Yukarıdaki kısımda belirtildiği üzere gayrimenkul yatırım ortaklıklarına ilişkin hukuksal düzenlemelerin temelleri ABD'de atılmıştır. Hukuki kurumlar küreselleşen dünya yapısı içinde birbirleriyle etkileşim içinde bulunmaktadır. Bu bağlamda küreselleşen piyasa dinamikleri hukuki kurumların ekonomik düzene ilişkin yapısal tercihlerini de etkilemekte ve bu durum küresel bir entegrasyon ile sonuçlanmaktadır.

GYO'nun ilk kuruluşu Almanya'da (1923), İsviçre'de (1927) ve Hollanda'da (1969) görülmüş, bunu Lüksemburg (1988), İspanya (1994), İtalya (1994), Belçika (1995), Fransa (2003) ve son olarak İngiltere (2007) izlemiştir.³⁸

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarına ilişkin ilk yasal mevzuat düzenlemesi Avrupa'da Almanya'da

1957 yılında çıkarılan bir kanun ile yapılmıştır. Amaç tasarruf sahiplerini korumaktır. Bu düzenleme 1969 yılında değişikliğe uğramış ve 1970 tarihli Alman Yatırım Ortaklıkları Kanunu (Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften, KAGG) yürürlüğe girmiştir.³⁹ Almanya'da ilk yatırım ortaklığı kurumlar vergisinden kaçmak amacıyla sermaye birliği şeklinde ortaya çıkmıştır.⁴⁰

3.2.3. Türkiye'de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Gelişimi

Gayrimenkul yatırımlarına yönelik çalışmalar 1987-1988 yıllarında başlamış ve gayrimenkul yatırım ortaklığı yerine gayrimenkul sertifikası, gayrimenkule dayalı menkul kıymet gibi ürünler öncelikle tercih edilmiştir. Türkiye'de GYO'lara ilişkin ilk yasal mevzuat düzenlemesi ise 1995 yılında SPK tarafından yapılmıştır.⁴¹ GYO'lara ilişkin yasal düzenlemelerde, ayrıntılarda farklar bulunmasına rağmen temel düzenlemelerde dünya genelinde standart yaklaşımlar benimsenmiştir. 1995 yılında yürürlüğe konulan yasal düzenleme diğer ülkelerde çıkarılan yasal düzenlemelerle kıyaslandığında erken dönem düzenleme olarak dikkate alınmaktadır.⁴²

Yasal düzenlemeler nezdinde ilk GYO, 1997 yılında Türk Borsası'nda işlem görmüştür.⁴³ Alarko Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ve Vakıf Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. 1997 yılında hisse senetlerini satmaya başlamıştır. İlk dönemlerinde kiralık gayrimenkul portföylerine yatırım yapmayı tercih ederek büyüyen GYO'lar değişen zaman içinde gayrimenkul geliştiriciliği işlevini benimsemiş ve

37 Çikot, Ö. (2011). GYO'ların Gelişimi. Dünyada Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları. İstanbul: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği.

38 Schacht, U., & Wimschulte, J. (2008). German property investment vehicles and the introduction of G-REITs: an analysis. *Journal of Property Investment & Finance* (Vol. 26 No:3), s. 232 - 246. doi:http://dx.doi.org/10.1108/14635780810871614

39 Aksoy, M. U. (1974, Mayıs). Yatırım Ortaklıklarının Almanya'daki Gelişimi ve Kuruluşu. *İktisat ve Maliye Dergisi*, XXI(2), 68.

40 Belen, H. (2002). Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının faaliyetlerinin medeni hukuk açısından değerlendirilmesi. İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş.,.

41 Özkul, S. (2001). Yüksek Lisans Tezi. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Ve Türkiye Değerlendirmesi. İstanbul: İstanbul Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü.

42 Uyar, M. (2009). Doktora Tezi. Türk Hukukunda Gayrimenkul Yatırım. İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Hukuk Anabilim Dalı Özel Hukuk Bilim Dalı.

43 Kaçıra, F. B. (2009). Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları. İstanbul: Beta Yayınları.

bunun sonucu olarak da portföylerde geliştirme projelerinin sayısı artmıştır.⁴⁴ 19-20 Aralık 1996 tarihinde halka açılan Alarko Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Türkiye’de ilk halka açılan GYO şirkettir.⁴⁵ Türkiye’de bulunan finansal piyasalara girişi ancak 1990’lı yıllarda mümkün olan gayrimenkul yatırım ortaklıkları, gerçek manada etkilerini 2000’li yılların sonuna doğru gösterebilmiştir.⁴⁶

Türkiye’de GYO sayılarının tarihsel artışına bakıldığında 2009 yılından itibaren hızlı bir artışın olduğu gözlemlenmektedir. Bunun bazı nedenleri şöyle sıralanabilir: Uzun vadeli konut kredilerinin bankacılık kredi sistemine 2007 yılında dahil olması ile birlikte kredi çeşitliliğini artırması, milli gelirdeki artış, faiz oranlarında tarihi düşük seviyelerin gözlenmesi, kente olan göçün artarak talebi tetikleme sayılabilir. Tüm bunların yanında GYO’lara sağlanan teşvikler de gelişime önemli katkı sağlamıştır.⁴⁷

GYO’ların ortaya çıkış nedenlerini şöyle sıralayabiliriz:⁴⁸

- Anonim şirketlerin gayrimenkul edinmelerinde ve yatırımlarını bu yöne kaydırmada ortaya çıkan hukuki sınırlamalar,
- Büyük çaplı gayrimenkul yatırımında gerekli olan finansman,
- Gayrimenkul yatırımlarının menkul kıymetleştirilerek likiditesinin artırılmasına duyulan ihtiyaç,
- Alternatif yatırım arayışları.

GYO’lara ilişkin sermaye piyasası mevzuatı da dikkate alındığında aslında bu kurumlar

sermaye piyasalarında ihraççı niteliğinde faaliyet göstermektedirler. GYO’lar bu ihraççı nitelikleri vasıtasıyla portföylerinde yer alan varlıkları halka arz yoluyla menkul kıymetleştirerek kısmen satışını gerçekleştirmektedirler. Bu sayede likit olmayan gayrimenkul niteliğindeki varlıklar likit yatırım araçlarına dönüşebilmektedir.

GYO’lar niteliği itibarıyla faaliyetlerini sürdürebilmeleri için öncelikle sermaye toplamaları gerekmektedir. Toplanan bu sermaye portföy oluşturma amacıyla fon havuzlarına ayrılmaktadır. Bu noktadan sonra yasal mevzuat çerçevesinde gayrimenkul yatırım ortaklıklarına izin verilen kiralama, gayrimenkul sertifikası ihracı gibi faaliyetlerde değerlendirilerek gelir elde edilir. Elde edilen gelirler ortaklara dağıtılır.

SONUÇ

Türkiye’de artmakta olan nüfus, devam etmekte olan kentsel dönüşüm sürecinin yarattığı konut ihtiyacı ve gayrimenkul sektörünün ekonomide lokomotif rol oynaması bir arada değerlendirildiğinde sektörün gelecek dönemde gelişim göstermesi beklenmektedir. Bu nedenle gayrimenkul, yatırım aracı olarak önemli bir rol oynamaktadır. Finansal okuryazarlığın nispeten sığ olduğu Türkiye’de borsa, döviz ve emtialarda yaşanan ani düşüş ve yükselişler bunların yatırım aracı olarak tercih edilmesinde olumsuz etki yaratmakta, finansal ürün olmak yerine fiziksel ürün olan gayrimenkul bu kesim tarafından daha çok tercih edilebilir bulunmaktadır. Ülkenin ekonomik konjonktüründe yaşanan dalgalanmalara karşı daha güvenli bir yatırım aracı olarak gayrimenkulün görülmesi bundaki en büyük etkidir.

44 Vakıf GYO. (2020, 11 26). GYO Sektörü: <http://www.vakifgyo.com.tr/kurumsal/gyo-sektoru> adresinden alındı

45 Alarko Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (2020, 11 26). Kısaca Alarko GYO: <http://www.alarkoyatirim.com.tr/index.php/kurumsal/kisaca-alarko-gyo> adresinden alındı

46 Burucu, H., & Contuk, F. Y. (2016). Türk Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında Rekabet Yapısı. Finans Politik & Ekonomik Yorumlar, 53(615), 89-99.

47 Burucu, H., & Contuk, F. Y. (2016). Türk Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında Rekabet Yapısı. Finans Politik & Ekonomik Yorumlar, 53(615), 89-99.

48 Güven, M. (2006). Yüksek Lisans Tezi. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Hisse Senetlerinin Verimini Etkileyen Faktörler Üzerine İmkb’de Bir Uygulama. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Para, Sermaye Piyasaları Ve Finansal Kurumlar Anabilim Dalı.

Genel olarak Türkiye’de gayrimenkulün yatırım aracı olarak tercih edilmesinin sebepleri aşağıdaki gibi sıralanabilir:

- Ekonominin lokomotifi niteliğinde yani sürükleyici, itici bir gücünün bulunması,
- Devletin çeşitli teşvikler vermesi,
- Nüfus artışına bağlı konut talebi artışı ile birlikte üretimde yaşanan artış,
- Ulaşım hatlarının yayılarak birbirine entegre olması ve hayata geçirilen büyük altyapı yatırımlarının gayrimenkul değerlerini olumlu yönde etkilemesi,
- Gayrimenkule bağlı yeni yatırım araçlarının çıkarılması.

Gayrimenkul sektörünün içinde yer alan ekonomik birimlerden gayrimenkul yatırım fonları ile gayrimenkul yatırım ortaklıkları sığ sermaye piyasasına entegre olarak piyasanın derinleşmesine katkı sağlamıştır. Ancak gayrimenkul yatırım fonları ile gayrimenkul yatırım ortaklıklarının gelişimine etki eden faktörlerin makale kapsamında yapılan araştırma ve incelemeler sonucunda aşağıdaki gibi olduğu anlaşılmıştır:

- Bankacılık sisteminde uzun vadeli kredi olanağının yaratılmasına ilişkin yasal düzenlemeler,
- Milli gelirden yaşanan artış,
- Faiz oranlarının düşmesi,
- Göç.

Türkiye’de yaşanan 1999 yılı Marmara depremi, 2001 yılında yaşanan ekonomik kriz ve 2003 yılında Irak savaşı ekonomide durgunluğa ve belirsizliğe yol açmıştır. 2004 yılı sonu ve sonrasında ise bu süreç sona ermiş ve enflasyon oranları düşüş trendine girmiştir. Bu durum aynı zamanda faiz oranlarının da düşmesine ve daha uzun vadeli kredi verilebilmesine imkân sağlamıştır. 2007 yılında, 5582 Sayılı Konut Finansmanı Sistemine İlişkin Çeşitli Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun⁴⁹ ile yasal düzenlemelere yer verilerek uzun vadeli konut finansmanına yönelik çeşitli adımlar atılmıştır. Bankaların konut finansmanına yönelik alacaklarını vadeden önce geri alma ve yeni konut

finansmanı sunabilmesine yönelik imkân sağlanmıştır. Ekonominin içinde bulunduğu konjonktür ve bankacılık sistemine uzun vadeli konut finansmanının dahil edilmesi gayrimenkul yatırım ortaklıklarının ve fonlarının gelişimine olumlu yönde katkı yapmış ve makalenin “Türkiye’de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Gelişimi” bölümünde de görüleceği üzere, 2006 ve sonraki yıllarda gayrimenkul yatırım ortaklığı sayısında ciddi artışlar gözlemlenmiştir. 2006 yılında 11 olan gayrimenkul yatırım ortaklığı sayısı 2011 yılında 23’e çıkarak 5 yılda iki kat artış göstermiştir. 2022 yılı ilk çeyreği itibariyle ise Borsa İstanbul’da işlem gören GYO sayısı 37’ye çıkmıştır.

Sektörün gelişimini etkileyen bir diğer unsur ise milli gelirden yaşanan artıştır. Kuşkusuz kişi başı milli gelirden gözlemlenen artış ile birlikte sektörün talep tarafında yer alan kesimler daha fazla finansman olanağı elde edecektir. 2006 ve sonraki yıllarda kişi başına düşen milli gelirden dikkate değer artış görülmüş ve bu da sektörün gelişimine katkı sağlamıştır.

Faiz oranlarının düşmesi sektör açısından talep tarafında bulunan kesimlere uzun dönemli finansman sağlanması yönüyle önem arz etmektedir. Konut kredi faizlerinde yaşanan yükselme tüketicilerin talebini etkilemekte bir yandan da üreticilerin maliyetini arttırmaktadır. Faiz oranlarının düşmesiyle birlikte gayrimenkul yatırım ortaklıklarının sayısında da artış gözlemlenmektedir.

Gelişmekte olan ülkeler arasında bulunan Türkiye’de nüfus artışına bağlı olarak göç, 1950’li yıllardan bu yana sanayileşmenin de itici bir kuvvet uygulamasıyla birlikte zaman içinde artmış, bu durum kentleşme hızıyla birlikte konut talebini de canlandırmıştır. Konut talebi ise kırsal alanda yaşanan istihdam sorunlarına bağlı göç, ekonomik zorluklar, çarpık kentleşme, gelir dağılımındaki eşitsizlikler gibi sebeplerle konut açığının ortaya çıkmasına sebep olmuştur. Nüfus artışına bağlı olarak her sene konut talebinin de arttığı görülmektedir.

49 06/03/2007 tarih ve 26454 sayılı Resmî Gazete

KAYNAKÇA

Aksoy, M. U. (1974, Mayıs). Yatırım Ortaklıklarının Almanya'daki Gelişimi ve Kuruluşu. *İktisat ve Maliye Dergisi*, XXI(2), 68.

Alarko Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (2020, 11 26). Kısaca Alarko GYO: <http://www.alarkoyatirim.com.tr/index.php/kurumsal/kisaca-alarko-gyo> adresinden alındı

Bayraktaroglu, E. (2020). *Global REIT Survey 2020*. European Public Real Estate Association, Turkey.

Belen, H. (2002). *Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının faaliyetlerinin medeni hukuk açısından değerlendirilmesi*. İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş.,

Block, R. L. (1998). *Investing in REITs*. Usa.

Brueggeman, W., Chen, A., & Thibodeau, T. (1992). Some additional evidence on the performance of commingled real estate investment funds: 1972-1991. *The Journal of Real Estate Research*(Fall92, Vol. 7 Issue 4), 433-448.

Burucu, H., & Contuk, F. Y. (2016). Türk Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında Rekabet Yapısı. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, 53(615), 89-99.

Coşkun, Y. (2016, Nisan). Konut Fiyatları Ve Yatırımı: Türkiye İçin Bir Analiz. *Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*(9), 201-217.

Cömert, İ. A. (2019). Yüksek Lisans Tezi. *Türkiye'de Kurulan Gayrimenkul Yatırım Fonlarının Gayrimenkul Değerleme Sektörüne Etkisi*, 50. İstanbul: İstanbul Teknik Üniversitesi, Fen Bilimleri Enstitüsü.

Çengel, Ö. (2006). Gayrimenkul Sektöründe Modern Pazarlama Teknikleri Ve Güncel Uygulamalar. *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*(9), 126-128.

Çikot, Ö. (2011). *GYO'ların Gelişimi*. Dünyada Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları. İstanbul: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı

Kuruluşları Birliği.

Erdoğan, B. (2018). Yüksek Lisans Tezi. *Türkiye'de Gayrimenkul Sektörü A İternatif Finansman Araçları Ve Uygulamaları: Gayrimenkul Sertifikaları Ve Gayrimenkul Yatırım Fonları*, 6. İstanbul: T.C. Bahçeşehir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Ermüt, A. (2017). The Real Estate Sector in Turkey. Republic of Turkey Prime Ministry Investment Support and Promotion Agency of Turkey.

Ertan, F. N. (2013). 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda Kolektif Yatırım Kuruluşları Ve Özellikle Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklığı. *İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası*(2), 131-132.

Gökçe, G. (1998). *Gayrimenkul Yatırım Fonları, Yatırım Ortaklıkları, Sertifikaları ve Hazine Taşınmaz Mallarının Bu Yollarla Değerlendirilmesi*. Ankara: T.C. Maliye Bakanlığı Milli Emlak Genel Müdürlüğü.

Güven, M. (2006). Yüksek Lisans Tezi. *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Hisse Senetlerinin Verimini Etkileyen Faktorler Üzerine İmkb'de Bir Uygulama*. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Para, Sermaye Piyasaları Ve Finansal Kurumlar Anabilim Dalı.

Han, B. (2004, Mart 3). *Insider Ownership and Firm Value: Evidences from Real Estate Investment Trusts*. 11 22, 2020 tarihinde SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=512022 adresinden alındı

Hepsen, A., Berberoglu, M., & Aydın, O. (2017). Real Estate Investment Trusts in Turkey: Structure, Analysis, and Strategy. *Journal of Business*(6), 191-199. doi:10.17261/Pressacademia.2017.508

Kaçıra, F. B. (2009). *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları*. İstanbul: Beta Yayınları.

Kahraman, D. (2017). *Gayrimenkul Yatırım Fonları*. Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği (TSPB). 2020 ,12 11 tarihinde alındı

- Keleş, R. (2006). *Kentleşme Politikası* (9 b.). Ankara: İmge Kitabevi.
- Mert, B. S. (2012). Yüksek Lisans Tezi. *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Yapısı, Faliyetleri Ve Gayrimenkul Sektöründeki Risklerin İncelenmesi*. İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Gayrimenkul Değerlemesi Ve Finansmanı Bilim Dalı.
- Muti, A. (2020). Tapu Harç Oranlarındaki İndirimin Konut Satışları Üzerine Etkisinin Araştırılması. *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*(24(Aralık Özel Sayı)), 277-287.
- Nijkamp, P., Klamer, P., & Gorter, C. (2002). Retail investments by real estate investment trusts: A comparative analysis of local retail returns for the United States. *Journal of Housing and the Built Environment*, 110.
- Özgüç, E. (2008). *Gayrimenkul Yatırım Fonları: Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamalar ve Türkiye için Öneriler*. Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Dairesi.
- Özkul, S. (2001). Yüksek Lisans Tezi. *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Ve Türkiye Değerlendirmesi*. İstanbul: İstanbul Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü.
- REIT. (2019). 11 25, 2020 tarihinde Emlak Endeksi Tarihsel Piyasa Değeri: <https://www.reit.com/data-research/reit-market-data/us-reit-industry-equity-market-cap> adresinden alındı
- Schacht, U., & Wimschulte, J. (2008). German property investment vehicles and the introduction of G-REITs: an analysis. *Journal of Property Investment & Finance*(Vol. 26 No:3), s. 232 - 246. doi:<http://dx.doi.org/10.1108/14635780810871614>
- Sırma, İ. (2019). Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Portföy Yapısının Piyasa Performansına Etkisi. *Alphanumeric Journal*, 26-35.
- Sodin, M. (2019, Haziran). Yüksek Lisans Tezi. *Real Estate Funds*. Ljubljana: University of Ljubljana.
- Susar, Ö. (2004). *Tüm Yönleriyle Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları*. Ankara: Adalet Yayınevi.
- Tanrıvermiş, H. (2019). Türkiye Ekonomisinde İnşaat ve Gayrimenkul Sektörlerinin Roller ve Gelişme Eğilimlerinin. *Kent, İnşaat ve Ekonomi Kongresi* (s. 35). Gaziantep: Gaziantep Ticaret Odası ve Mimarlar Odası Gaziantep Şubesi.
- Teker, M. B. (2000). *Sermaye Piyasası Araçları Yoluyla Gayrimenkul Finansmanı ve Yatırımı* (2 b.). Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu, Pelin Ofset.
- TUIK. (2022, Eylül 2022). İnşaat Maliyet Endeksi: <https://tuikweb.tuik.gov.tr/PreHaberBultenleri.do?id=37281> adresinden alındı
- Tuncer, S. (1985). *Türkiye'de Sermaye Piyasası*. Okan Yayıncılık.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2022, 09 09). Merkez Bankası Faiz Oranları: <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+menu/temel+faaliyetler/para+politikasi/merkez+bankasi+faiz+oranlari/faiz-oranlari> adresinden alındı
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2022). Konut Fiyat Endeksi: <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler/Reel+Sektor+Istatistikleri/Konut+Fiyat+Endeksi/> adresinden alındı
- Uyar, M. (2009). Doktora Tezi. *Türk Hukukunda Gayrimenkul Yatırım*. İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Hukuk Anabilim Dalı Özel Hukuk Bilim Dalı.
- Vakıf GYO. (2020, 11 26). GYO Sektörü: <http://www.vakifgyo.com.tr/kurumsal/gyo-sektoru> adresinden alındı
- Yetgin, F. (2006). *Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının performans değerlemesi ve Türkiye uygulaması*. İstanbul: İMKB Yayınları.