

**GAYRİMENKUL YATIRIM FONLARI ve GELİŞİMLERİNE YÖNELİK
ÖNERİLER: BİR ANKET ÇALIŞMASI¹**

*REAL ESTATE INVESTMENT FUNDS and SUGGESTIONS FOR
DEVELOPMENT: A SURVEY RESEARCH*

Ömür KAYA*, Murat AKBALIK**

*Geliş Tarihi: 13.04.2021
(Received)*

*Kabul Tarihi: 22.11.2021
(Accepted)*

ÖZ: Gayrimenkulün en önde gelen servet saklama aracı olması ile de ilişkili olarak gayrimenkul yatırım fonları (GYF) son yıllarda önemi hızla artan “alternatif yatırım araçları”nın önde gelenlerindedir. Gayrimenkul yatırımlarının bazı avantajları ve olumsuz özellikleri mevcut olup GYF’ler gayrimenkul yatırımlarının olumsuz özelliklerinden bazılarına çözüm içermektedirler. Çalışmamızın temel amacı, 2014’ten itibaren mevzuatımızda yer alan ve son dönemlerde sayısı ve fon toplamı hızla artan GYF’lerin gelişimine yönelik önerilerin ortaya konulmasıdır. GYF’lerin gelişimine yönelik öneriler, GYF kurucusu portföy yönetim şirketlerinin yöneticilerinden yüzü yüze gerçekleştirilen anket yöntemiyle temin edilen verilerin analiz edilmesiyle ortaya konulmuştur. Gerek pazarın neredeyse tamamını temsil eden şirketlerin araştırmaya dahil edilmesi gerekse katılımcıların GYF’ler konusundaki uzmanlık seviyeleri dikkate alındığında temin edilen verilerin ve araştırma sonuçlarının dikkate değer olduğu düşünülmektedir.

Anahtar Kelimeler: Gayrimenkul, Gayrimenkul Yatırımı, Gayrimenkul Yatırım Fonu, Gayrimenkule Dayalı Menkul Kıymet, Gayrimenkulün Menkul Kıymetleştirilmesi.

ABSTRACT: Due to the fact that real estate is the leading store of wealth, real estate investment funds (REIFs) are among the leading "alternative investment instruments", which have rapidly gained importance in recent years. Real estate investments have some advantages as well as negative features to some of which REIFs provide solutions. The main purpose of our study is to put forward suggestions for the development of REIFs, which have been included in our legislation since 2014 and whose number and total fund value have increased remarkably in recent years. These suggestions have been established by means of analyzing the data obtained via face-to-face surveys among the executives of the portfolio management companies that found REIFs. Given both the comprehensive inclusion of the companies that represent almost the entire market into the research and the level of expertise of the participants on REIFs, our research data and results are significant.

Key Words: Real Estate, Real Estate Investment, Real Estate Investment Fund, Real Estate Based Security, Securitization of Real Estate.

¹ T.C. Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Tez Etik Kurulu’nun 29.03.2021 tarih ve 2021/07 No’lu değerlendirmesiyle kabul edilmiştir.

* Doktora Öğrencisi, Marmara Üniversitesi, kayaomur@yahoo.com, ORCID: 0000-0002-0122-5055.

**Prof. Dr, Marmara Üniversitesi, makbalik@marmara.edu.tr, ORCID: 0000-0002-7955-3630.

EXTENDED ABSTRACT

It is estimated that the total value of real estates in the world is 3.5 times the global gross product and therefore real estate is by far the primary store of wealth. Since real estate is the leading store of wealth, real estate investment funds (**REIFs**) are among the leading "alternative investment instruments", which have rapidly gained importance in recent years. Real estate investments have some advantages and negative features to some of which REIFs provide solutions. REIFs have globally attracted considerable attention in the world recently and a growth in their net asset values has been observed. In the current situation where there are negative interest rates on major reserve currencies due to the economic measures taken against the Covid-19 Pandemic, it is likely that the interest in alternative investment instruments, and so in REIFs, will continue to increase.

REIFs were included in Turkish regulations at early 2014 and became widespread rapidly. The total value of REIFs in Turkey is steadily increasing. The fact that 78.3% of the survey participants have indicated that REIFs are the most important capital market institution/instrument for the future of the real estate sector in Turkey reveals their importance.

The main purpose of our study is to put forward suggestions for the development of REIFs, whose number and total value have increased rapidly in recent years. These suggestions have been established by means of analyzing the data obtained via face-to-face surveys among the executives of the portfolio management companies that found REIFs. Given both the comprehensive inclusion of the companies that represent almost the entire market into the research and the level of expertise of the participants on REIFs, our research data and results are significant.

In our survey of 41 questions, 27 questions are directly related to various suggestions for the development of REIFs. The data obtained through the survey have been analyzed with the SPSS program. For the development of REIFs there are 17 suggestions whose individual answers' arithmetic means are calculated to be less than 2, and consequently, are generally strongly supported by the participants. First 10 of these suggestions are given below, in an order of support that they receive from the participants:

1. Settling the VAT base as the remaining amount after deducting the purchase price in sale of a real estate, which is purchased by REIFs and sold without substantial changes in their qualifications

2. Tax exemption for investors (0% withholding tax rate) if REIF participation shares are sold after holding them 2 years or more

3. Avoiding any events that would negatively affect REIF investors' confidence in terms of return performance or other issues (including unexpected adverse legislative changes)

4. Similar to the exception for stock companies, introduction of VAT (when the transferee is a legal person) and title deed fee exemption in the transfer of real estates to REIFs as capital in kind.

5. Providing various incentives, especially tax, to REIFs and increasing the existing incentives by the state

6. Reducing the necessary investment amount from 500.000 USD to 250.000 USD for granting citizenship to foreign REIF investor as applied to foreigners who bought a direct real estate

7. Similar to the practice of granting citizenship rights to foreigners who bought direct real estate, granting the right of citizenship to foreigners who have bought a REIF

8. Taking measures to expand the withdrawal of loans by providing GYF contribution shares as collateral by investors

9. Positioning REIFs as an institutional alternative to housing investment in an amateur way in order to provide additional income for households

10. Disclosure to the public in a transparent and healthy way of the main information (especially those regarding the content of the portfolio, financial statements and performance) that are important for investors

The 41st question, which is the last and one of the open-ended questions of the survey, is "What are your other suggestions, if any, regarding the development of REIFs?" With this question, suggestions of the participants, which are not listed among the 27 suggestions of the survey, are asked. 34.8% of the participants (8 people) have answered the question "None". 13 participants have made 13 different suggestions, while 2 participants (8.7%) have suggested the following: "granting real estate development permission to REIFs". The fact that 34.8% of the participants have not specified additional suggestions to the ones in the survey and that there is no specific suggestion generally supported by the participants indicate that the suggestions in the survey largely suffice to cover the possible suggestions for the development of REIFs. At this point, one should keep in mind that the level of expertise of the participants on REIFs is significantly high.

The participants have also been asked for their opinions about the most important risk/danger regarding the development of REIFs and their suggestions to eliminate/reduce the most important risk/danger.

As the opinions of the executives of portfolio management companies that have established REIFs whose total size corresponds to 99.95% of the entire market are analyzed, the current study reveals that 17 suggestions are strongly supported and most of these suggestions are related to the regulations that can be implemented by the State, especially on tax and incentives. In addition, the suggestions indicated by the participants regarding the most important risk/danger on the development of REIFs are observed to concern the issues that can be handled by the State.

1. GİRİŞ

Dünyadaki gayrimenkullerin toplam değerinin global gayrisafi hasılanın 3,5 katı olduğu hesaplanmaktadır. Bu bağlamda, gayrimenkul açık ara en başta gelen servet saklama aracıdır. Gayrimenkulün en önde gelen servet saklama aracı olması ile de ilişkili olarak Gayrimenkul Yatırım Fonları (GYF) son yıllarda önemi hızla artan "alternatif yatırım araçları"nın önde gelenlerindedir. Gayrimenkul yatırımlarının bazı avantajları ve olumsuz özellikleri mevcut olup GYF'ler gayrimenkul yatırımlarının olumsuz özelliklerinden bazılarını çözümler içermektedirler. GYF'ler son yıllarda dünyada önemli ölçüde ilgi görmektedirler ve net varlık değerlerinde artış gözlemlenmektedir. Covid-19 Pandemisi'ne karşı

alınan ekonomik tedbirler çerçevesinde başlıca rezerv para birimleri için negatif faizlerin söz konusu olduğu bir ortamda alternatif yatırım araçlarına ve dolayısıyla GYF'lere olan ilginin artarak devam etmesi muhtemeldir.

GYF'ler, 03.01.2014 tarihinde SPK tarafından yayımlanan Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (**Tebliğ**) ile hukukumuzda yer bulmuş ve hızla yaygınlaşmıştır. Türkiye'de GYF'lerin toplam büyüklüğü istikrarlı şekilde artmaktadır. Anket katılımcılarının %78,3'ünün GYF'lerin ülkemizde gayrimenkul sektörünün geleceği açısından en önemli sermaye piyasası kuruluşu/aracı olduğunu belirtmesi GYF'lerin önemini ortaya koymaktadır.

Dergipark ve Google scholar internet sayfaları üzerinden gerçekleştirilen araştırma sonuçlarına göre GYF'ler hakkında sadece üç adet ulusal makale bulunmakta olup bunlardan ikisi 2020 yılında kaleme alınmıştır. Ulusal makale sayısının az olmasının başlıca iki sebebinin GYF'lerin ülkemizde hızla yaygınlaşmasına rağmen göreceli olarak yeni bir sermaye piyasası kuruluşu olması ve GYF'lere ilişkin bilimsel araştırma yapmaya elverişli veriye ulaşılmadaki güçlükler olduğu düşünülmektedir. Bu bağlamda, çalışmamızın alanında öncü çalışmalardan olacağı ve literatüre katkı sunacağı umulmaktadır.

Çalışmamızın temel amacı, 2014'ten itibaren mevzuatımızda yer alan ve son dönemlerde sayısı ve fon toplamı hızla artan GYF'lerin gelişimine yönelik önerilerin ortaya konulmasıdır. Bu bağlamda, çalışmamızın cevap aradığı soru, "GYF'lerin ülkemizde gelişiminin sağlanması için neler yapılmalıdır?" olarak ifade edilebilir. GYF'lerin gelişimine yönelik öneriler, GYF kurucusu portföy yönetim şirketlerinin yöneticilerinden yüzü yüze gerçekleştirilen anket yöntemiyle temin edilen verilerin analiz edilmesiyle ortaya konulmuştur. Araştırmamızın bazı sonuçları daha önce ülkemizdeki GYF yöneticileri üzerine yapılan bir ulusal araştırmanın (Güneş ve Tanrıvermiş; 2020) bazı bulgularını destekler niteliktedir. Gerek pazarın neredeyse tamamını temsil eden şirketlerin araştırmaya dahil edilmesi gerekse katılımcıların GYF'ler konusundaki uzmanlık seviyeleri ile yapılan istatistiksel analizler dikkate alındığında temin edilen verilerin ve araştırma sonuçlarının dikkate değer olduğu düşünülmektedir.

2. ALTERNATİF YATIRIM ARACI OLARAK GAYRİMENKUL

2017 sonu itibarıyla, dünyadaki gayrimenkullerin toplam değeri bir yılda %6,2 artışla yaklaşık olarak 280,6 trilyon USD seviyesine ulaşmış olup, söz konusu seviye kayıtlara geçen en yüksek seviyedir. Söz konusu toplam değerin 220,6 trilyon USD'lik kısmını konutlar, 33 trilyon USD'lik kısmını ticari gayrimenkuller ve 27 trilyon USD'lik kısmını ise tarımsal ve ormancılık (forestry) gayrimenkulleri oluşturmaktadır. Toplam değeri global gayrisafi hasılanın 3,5 katı olan gayrimenkul, açık ara en başta gelen servet saklama aracıdır (<https://www.savills.com/impacts/market-trends/8-things-you-need-to-know-about-the-value-of-global-real-estate.html>, Erişim Tarihi: 22.12.2019).

Gayrimenkulün en önde gelen servet saklama aracı olması ile de ilişkili olarak GYF'ler son yıllarda önemi hızla artan "alternatif yatırım araçları"nın önde gelenlerindedir. Kaldıraç kullanılmaksızın yapılan hisse senedi ve tahvil-bono yatırımları geleneksel yatırımlar olarak tanımlanacak olursa, alternatif yatırımların ilk akla gelenleri GYF'ler, hedge fonlar ve özel sermaye fonlarıdır² (private equity funds). Alternatif yatırım fonları; geleneksel varlık sınıflarıyla düşük korelasyon göstermeleri, dinamik alım-satım (trade) stratejilerini içermeleri, geniş yelpazede tekniklerin ve araçların kullanımına elverişli olmaları vb. nedenlerle geleneksel yatırımlara önemli alternatif teşkil etmektedirler. Kurumsal yatırımcıların son dönemlerde alternatif yatırımlara gösterdikleri yoğun ilgi çerçevesinde portföylerinde alternatif yatırımların payı artmıştır (https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-1006_asr-aif_2020.pdf, 35, Erişim Tarihi: 21.03.2021; <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/PERG/16/2.pdf>, 11, Erişim Tarihi: 01.11.2020).

2018 yıl sonu itibarıyla Avrupa'da alternatif yatırım fonlarının net varlık değeri (NAV) toplamı 5.860 milyar EUR seviyesine ulaşmış olup 2017 yıl sonuna kıyasen %11 oranında artış gerçekleşmiştir. Artışın temel nedeni değerlendirme artışları değil yeni fonların ihraç edilmesidir. 2017 yıl sonu itibarıyla alternatif yatırım fonları AB fon endüstrisinin üçte birini teşkil etmekteyken, 2018 yıl sonu itibarıyla %40'ını teşkil etmektedir. 2018 yıl sonu itibarıyla GYF'lerin net varlık değeri toplamı 731 milyar EUR ile alternatif yatırım fonları toplamının %12,5'ini oluşturmaktadır. Avrupa'da GYF'lerin net varlık değeri toplamı 2018 yılında önceki yıla kıyasen %35 artış göstermiştir. Alternatif yatırım fonlarının büyük kısmı profesyonel yatırımcılara ait iken toplam net varlık değerinin %16'sı perakende yatırımcılara aittir. Perakende yatırımcıların en çok tercih ettiği fon türlerinden biri GYF'lerdir (https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-1006_asr-aif_2020.pdf, 4, 6, Erişim Tarihi: 21.03.2021). Covid-19 Pandemisi'ne karşı alınan ekonomik tedbirler çerçevesinde başlıca rezerv para birimleri için negatif faizlerin söz konusu olduğu bir ortamda alternatif yatırım araçlarına ve dolayısıyla GYF'lere olan ilginin artarak devam etmesi muhtemeldir.

Ticari gayrimenkuller emeklilik fonlarının büyük çoğunluğu tarafından yatırım yapılmış olan ve emeklilik fonlarının açık ara en fazla yatırım yaptığı alternatif varlık sınıfıdır (Cremers ve Lizieri, 2015: 23). Gayrimenkul ve GYF yatırımlarına artan ilginin de nedeni olan gayrimenkul yatırımının sağladığı

² Bu fonlar büyük satın alma fonlarını (large buy-out funds), orta ölçekli yatırım fonlarını (mid-cap investment funds) ve girişim sermayesi fonlarını (venture capital funds) içermektedir.

faydalar aşağıda verilmiştir (Baum ve Hartzell, 2021: 323, 505, 506; <https://www.afg.asso.fr/en/overview/>, Erişim Tarihi: 24.04.2020):

- Gayrimenkul portföylerde çeşitlendirme sağlayan bir varlık olarak görünmektedir. Gayrimenkulden elde edilen getiriler, yatırım portföylerinde bulundurulana diğer tipik varlıklar olan hisse senedi, bono ve hazine tahviller ile düşük korelasyon sergileme eğilimindedir.
- Gayrimenkul enflasyona karşı koruma sağlıyor görünmektedir. Kiralar sıklıkla enflasyona veya başka bir ölçüye endekslidir.
- Gayrimenkul düşük veya orta seviyede riskli bir varlık olarak görünmektedir. Gayrimenkul fiyatlarındaki dalgalanma göreceli olarak düşüktür.
- Gayrimenkul genel olarak öngörülebilir nakit akışı yaratmaktadır.
- Bir ölçüde değerlendirme ile getiride çarpıtılma söz konusu olabilse de, gayrimenkulün bilinen performans tarihi düşük seviyede risk karşılığında orta seviyede getiriye işaret etmektedir.

Gayrimenkulün bir varlık sınıfı olarak olumsuz özellikleri veya problemleri aşağıda verilmiştir (Baum ve Hartzell, 2021: 9, 277, 300, 323, 505, 506):

- Gayrimenkul likit bir varlık değildir. Bir gayrimenkülü satmak aylarca hatta daha uzun sürebilir ki, bu süre zarfında piyasa koşulları önemli ölçüde değişebilir. Bu nedenle genellikle daha uzun süre elde tutulurlar (Cremers ve Lizieri, 2015: 23). Alım-satımı (trade) masraflıdır ve sonuçsuz masraf doğma riski yüksektir.
- Gayrimenkul varlıklar genellikle fiyat ve değer açısından büyüktürler. Söz konusu büyüklük nedeniyle kolay çeşitlendirilemeyen gayrimenkul portföyleri yüksek seviyede spesifik riske maruzdurlar.
- Mülk reel bir varlıktır ve zaman içinde yıpranmaktadır. Fiziksel yıpranma ve eskime birlikte amortismanı yaratmaktadır.
- Mülk tarafından sağlanan nakit akışı malik ve kiracı arasında kararlaştırılan kira kontratı tarafından kontrol edilmekte veya değiştirilmektedir.
- Mülk arzı, planlama ve imar düzenlemeleri tarafından kontrol edilmekte olup fiyata karşı yüksek derecede inelastiktir. Bu durum, mekân talebindeki bir patlamaya arz tarafının karşılık verebilmesinin ancak inşaat izni alınması halinde ve önemli ölçüde bir gecikmeyle mümkün olduğu anlamına gelmektedir.
- Mülkün sağladığı getiri muhtemelen önemli ölçüde, gerçekleşen işlem fiyatlarından değil değerlemelerden etkilenecektir. Bu durum değerlendirme düzleştirme (appraisal smoothing) kavramını gündeme getirmektedir.
- Gayrimenkul işlemlerinin büyük çoğunluğunda kaldıraç kullanılmaktadır. Bu durum bir gayrimenkul yatırımının getirisini ve riskini çarpıtmaktadır.
- Bir gayrimenkulün lokasyonu sabittir. Bu bağlamda risk ve getiride lokal etkenler daha belirleyicidir.

Yatırımcılar uzun zamandan beri gayrimenkulün yukarıda sayılan faydalarından gayrimenkulün olumsuz özelliklerine maruz kalmadan yararlanmanın yollarını aramışlardır. Bu bağlamda; çeşitlendirme, enflasyona karşı koruma ve düşük risk profili içeren, aynı zamanda likiditeyi mümkün kılan ve küçük tutarlarla yatırıma izin veren yatırım araçları sunmanın bir yolu gayrimenkule dolaylı yatırım olup GYF'ler gayrimenkule yatırımın faydalarını sunan ve sorunlarına veya sorunlarının bir kısmına çözüm içeren bir araç olarak değerlendirilebilir (Baum ve Hartzell, 2021: 300, 323, 324, 505, 506).

3. TÜRKİYE'DE GAYRİMENKULE DAYALI SERMAYE PİYASASI KURULUŞLARI ve ARAÇLARI

6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'na göre yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları kolektif yatırım kuruluşlarıdır (Sermaye Piyasası Kanunu, md.3). Bu bağlamda GYF'ler ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları gayrimenkule dayalı sermaye piyasası kuruluşlarıdır.

Sermaye piyasası araçları, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun "*Kısaltmalar ve tanımlar*" başlıklı 3'üncü maddesinde; menkul kıymetler ve türev araçlar ile yatırım sözleşmeleri de dâhil olmak üzere Sermaye Piyasası Kurulu'nca bu kapsamda olduğu belirlenen diğer sermaye piyasası araçları şeklinde tanımlanmıştır. Bu bağlamda birer menkul kıymet olan gayrimenkul sertifikaları ve gayrimenkul kira sertifikaları gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarıdır.

İzleyen bölümde ayrı başlıklar altında sırasıyla; gayrimenkule dayalı sermaye piyasası kuruluşları olan GYF'ler ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları ile gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçları olan gayrimenkul sertifikaları ve gayrimenkul kira sertifikaları kısaca ele alınarak başlıca farklılıkları ortaya konulmuştur.

3.1. Gayrimenkul Yatırım Fonu

Türkiye'de GYF'lere ilişkin yasal çerçeve, 2014 yılı Ocak ayında yürürlüğe giren "Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği" ile belirlenmiştir (Kahraman, 2017: 31). Bir tür kolektif yatırım kuruluşu olan (Sermaye Piyasası Kanunu, md.3) GYF, Sermaye Piyasası Kanunu hükümleri uyarınca nitelikli yatırımcılardan katılma payları karşılığında toplanan para, gayrimenkuller, Tebliğ'in 18'inci maddesinin üçüncü fıkrasında belirtilen gayrimenkul projeleri kapsamındaki bağımsız bölümler veya gayrimenkule dayalı haklarla, pay sahipleri hesabına inançlı mülkiyet esaslarına göre tebliğin üçüncü fıkrasında belirtilen varlık ve işlemlerden oluşan portföyü işletmek amacıyla Sermaye Piyasası Kurulu'ndan 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. Bununla birlikte, fon, tapuya tescil ve tescile bağlı

değişiklik, terkin ve düzeltme işlemleri ile sınırlı olarak tüzel kişiliği haiz addolunur (Tebliğ, md.4).

GYO'ların yanı sıra, GYF'ler de, gayrimenkullerin menkul kıymetleştirilmesi yöntemiyle, yatırımcıların büyük ölçekli gayrimenkul projelerine ortak olmasını sağlamaktadır. Türkiye'de yeni uygulama alanı bulan GYF'ler, bireysel tasarrufların bir araya getirilmesi ve toplu olarak gayrimenkul yatırımlarında değerlendirilmesini sağlayan kurumsal bir yapı olarak tanımlanabilir (Kahraman, 2017: 31).

Fon, bilgilendirme dokümanlarında belirtmek kaydıyla, belirli bir gayrimenkule yatırım yapmak ya da belirli bir sektörde faaliyet göstermek amacıyla kurulabileceği gibi amacında herhangi bir sınırlama olmaksızın da kurulabilir (Tebliğ, md.4). Fonlar, tebliğde sayılan varlık, hak ve işlemlerden oluşan portföyü işletmek amacı dışında herhangi bir işle uğraşamazlar (Tebliğ, md.4/3). Fon toplam değerinin en az %80'inin gayrimenkul yatırımlarından oluşması zorunludur (Tebliğ, md.19/1/a). Fonlar yurtdışında gayrimenkul alım, satım ve kiralama faaliyetinde bulunamazlar (Tebliğ, md.18/2/ğ).

3.2. Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı

Ülkemizdeki mer'î mevzuata göre, bir tür kolektif yatırım kuruluşu olan (Sermaye Piyasası Kanunu, md.3) gayrimenkul yatırım ortaklığı; 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 SPK'ca belirlenecek diğer varlık ve haklardan oluşan portföyü işletmek amacıyla paylarını ihraç etmek üzere kurulan sermaye piyasası kurumudur (Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, md.4). GYO'ların gelirleri kurumlar vergisinden istisna tutulmuştur (Kurumlar Vergisi Kanunu, md.5/1/d/4).

GYO'nun farklı bir tanımıysa şu şekildedir: GYO çok büyük sayıda yatırımcının pasif yatırımcı olarak gayrimenkul satın alımına katılmasını mümkün kılan bir kuruluştur. Yatırımcılar gayrimenkule doğrudan değil, gayrimenkule sahip olan GYO'nun hisselerini satın almak suretiyle sahip olmaktadır (Berges, 2004: 267). GYO'lar 1960 yılında ABD'de küçük yatırımcıların mülk piyasalarına katılımını ve kurumsal kalitede gayrimenkullere yatırım yapabilmelerini sağlamak amacıyla yaratılmışlardır (Baum ve Hartzell, 2021: 325).

Gerek GYO'lar gerekse GYF'ler gayrimenkule yatırım formlarıdır ancak GYO'lar ile GYF'ler arasında bazı temel farklılıklar mevcuttur. GYO'lar A.Ş. olup yatırımcılar A.Ş.'nin hisse senedini edinmektedirler. GYF'ler de ise diğer yatırım fonlarında olduğu gibi katılma payları söz konusudur. Türkiye'de kurulan GYF'lerin, GYO'lara göre farklı noktalarından bir diğeri ise, GYO'lar gayrimenkul geliştirme faaliyeti yapabiliyorken, fonun bu faaliyeti yapamıyor

olmasıdır. Bu bağlamda, GYF'ler yapı kullanım izni alınmamış ve kat mülkiyetinin tesis edilmemiş olduğu yatırımlarda bulunamamaktadır. Aynı zamanda, GYO'lar yurt dışındaki taşınmazlara yatırım yapabilirken, fonlar yurt dışındaki taşınmazlara yatırım yapamamaktadır (Kahraman, 2017: 32).

3.3. Gayrimenkul Sertifikası

Gayrimenkul sertifikası, ihraççıların inşa edilecek veya edilmekte olan gayrimenkul projelerinin finansmanında kullanılmak üzere ihraç ettikleri, gayrimenkul projesinin belirli bağımsız bölümlerini veya bağımsız bölümlerin belirli bir alan birimini temsil eden nominal değeri eşit sermaye piyasası aracıdır (Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği, md.3/1/L).

Gayrimenkul sertifikası esas anlamda bireylerin gayrimenkul edinmeden proje değerine ortak olma fikrine dayanmaktadır. Bununla birlikte konut edinmek isteyen tasarruf sahipleri sahip oldukları sertifikaları dayanak göstererek konuta sahip olabilmektedirler. Aynı zamanda borsada kolaylıkla nakde çevirebildiği için likiditesi yüksek bir seçenektir. İnşaat ilerlemesine istinaden de konutun yapım maliyeti artmakta ve böylece tasarruflar konut maliyetinde yaşanan artışla birlikte enflasyona karşı korunmaktadır (Ersoy ve Gümrükçüoğlu, 2017: 46).

GYO'lar ve GYF'ler gayrimenkule yatırım formlarıyken gayrimenkul sertifikaları gayrimenkul projesi finansman aracıdır. GYF'lerden farklı olarak nitelikli yatırımcılar dışındaki yatırımcılar da gayrimenkul sertifikası alabilmektedirler. Projeye ilişkin geliştirme riskinin gayrimenkul sertifikası sahiplerini etkilemesi mümkündür.

3.4. Gayrimenkul Kira Sertifikası (Sukuk)

Kira sertifikası, her türlü varlık ve hakkın finansmanını sağlamak amacıyla varlık kiralama şirketi tarafından ihraç edilen ve sahiplerinin bu varlık veya haktan elde edilen gelirlerden payları oranında hak sahibi olmalarını sağlayan menkul kıymettir (Kira Sertifikaları Tebliği, md.3/1/h). İhraca dayanak varlığın gayrimenkul olması mümkün olup bu durumda aracın gayrimenkul kira sertifikası olarak adlandırılması yerinde olacaktır.

Kira sertifikalarına ilişkin ilk tebliğ 2010 yılında yayımlanarak yürürlüğe girmiş olup tebliğ ile özel sektör şirketlerinin kira sertifikası ihracı yoluyla sermaye piyasalarından fon temin etmelerine imkân sağlanmıştır. Böylece global bir yatırım aracı haline gelen ve "faizsiz tahvil" olarak da tanımlanan "Sukuk"a benzer bir enstrüman olarak kira sertifikası Türk sermaye piyasasına sunulmuştur ("Kira Sertifikalarına ve Varlık Kiralama Şirketlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ" Hakkında Basın Duyurusu).

Gayrimenkulün alım satımına dayalı kira sertifikaları ile GYF'lerin en temel farkı, GYF'ler gayrimenkule yatırım aracı iken kira sertifikalarının borçlanma aracı oluşudur.

4. DÜNYADA GAYRİMENKUL YATIRIM FONLARI

4.1. Dünyada Gayrimenkul Yatırım Fonlarının Kapsamı ve İlgili Kavramlar

Dünyadaki çeşitli uygulamalar da dikkate alındığında GYF'nin geniş şekilde; paketleyici (wrapper) veya araç fonksiyonu gören, yatırımcıların içine sermaye koydukları ve akabinde gayrimenkule yatırım yapan tüzel kişi³ olarak tanımlanması mümkündür (Baum ve Hartzell, 2021: 522).

Yatırımcı doğrudan kendisi gayrimenkul edinmek yerine GYF ile dolaylı olarak gayrimenkul yatırımı yapmış olmaktadır. GYF borsaya kote ise halka açık (public, listed) GYF, değilse özel (private, unlisted) GYF söz konusu olmaktadır. Dünyadaki çeşitli uygulamalar çerçevesindeki geniş GYF tanımı dikkate alındığında, literatürde de geçen aşağıdaki kavramların GYF kapsamında kabul edilmesi yerinde olacaktır.

- Gayrimenkul yatırım fonu (Real estate investment fund)
- Gayrimenkul fonu (Real estate fund veya realty fund)
- Mülk yatırım fonu (Property investment fund⁴)
- Doğrudan mülk fonu (Direct property fund)
- Doğrudan mülk yatırım araçları (Direct property investment vehicles)
- Özel sermaye gayrimenkul fonu (Private equity real estate (PERE) fund) veya Gayrimenkul özel sermaye fonu (Real estate private equity (REPE) fund)

Türkçe'ye yine gayrimenkul yatırım fonu olarak çevrilebilecek olan ABD'deki "Real estate mutual fund-REMF"ın ise GYF kapsamı dışında olduğunun kabulü yerinde olacaktır. ABD uygulamasında "mutual fund" kendisi borsaya kote olan ve borsaya kote diğer menkul kıymetlere yatırım yapan menkul kıymet olarak tanımlanmaktadır (Baum ve Hartzell, 2021: 520). Anılan fonlar Birleşik Krallık'ta "investment trust" olarak, dünyanın geri kalanında ise daha ziyade "securities fund" olarak bilinmektedirler. Bu bağlamda, "Real estate mutual fund"ların ise kendisi borsaya kote olan ve borsaya kote gayrimenkule ilişkin menkul kıymetlere (başta hisse senedi) yatırım yapan fon olarak tanımlanması mümkündür. ABD uygulamasında "Real estate mutual fund"lar ağırlıklı olarak GYO hisse senetlerine yatırım yapmakta olup ayrıca otel işleten şirketlerin, konut dışı binaları işleten şirketlerin, gayrimenkul geliştirici şirketlerin, inşaat şirketlerinin vb. hisse senetlerine yatırım yapmaktadırlar (Chou ve Hardin, 2014: 380, 385, 397). Söz

³ Türkiye'deki mer'i mevzuata göre GYF tüzel kişiliği bulunmayan malvarlığıdır. Bununla birlikte, fon, tapuya tescil ve tescile bağlı değişiklik, terkin ve düzeltme işlemleri ile sınırlı olarak tüzel kişiliği haiz addolunur. Bakınız; Tebliğ, md.4

⁴ Property investment fund kavramının özellikle Birleşik Krallık'ta ve Avusturalya gibi eski sömürgelerinde yaygın olduğu gözlemlenmiştir.

konusu fonlar doğrudan gayrimenkule yatırım yapmadıklarından çalışmamızda GYF kapsamı dışında kabul edilmişlerdir.

Görüldüğü üzere dünyada GYF konusunda bir kavram ve özellik birliği bulunmamaktadır. Bu husus konuya ilişkin araştırmaların yürütülmesinde güçlüğü de neden olmaktadır.

4.2. Dünyadaki Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Bilgiler

Avrupa Fon ve Varlık Yönetimi Birliği'nin (EFAMA⁵) verilerine göre, 2016-2020 yılları arasındaki 5 yılda dünyadaki regüle ve açık uçlu (open ended) tüm yatırım fonlarının toplam net varlık tutarı %33,7 oranında, gayrimenkul fonlarının toplam net varlık tutarı ise %88,5 oranında artmıştır. 2020 yıl sonu itibarıyla toplam net varlık tutarı 1 trilyon EUR'u aşmış olan GYF'lerin, söz konusu 5 yılda dünyada en hızlı büyüyen yatırım fonu türü olduğu görülmektedir (EFAMA, 2016: 3; EFAMA, 2018: 3; EFAMA, 2019: 3; EFAMA, 2020: 3).

Yatırım fonlarının toplam net varlıklarının dünyadaki bölgeler arasındaki dağılımına ilişkin verilere göre, 2020 yıl sonu itibarıyla, toplam yatırım fonlarında ağırlık Amerika'dayken, GYF'lerde ağırlık Avrupa'dadır (EFAMA, 2020: 9). Regüle ve açık uçlu GYF'lerin toplam net varlık büyüklüğü açısından ilk 10 ülkeye ilişkin bilgiler izleyen tabloda verilmiş olup bu ülkelerin net varlık büyüklükleri toplamı dünya toplamının %95,8'sini oluşturmaktadır.

Tablo 1: GYF'lerinin Toplam Net Varlık Büyüklüğü Açısından İlk 10 Ülke

Sıra	Ülke	Toplam Net Varlık Büyüklüğü (Milyon EUR)	Net Büyüklüğünün Dünyadaki Payı (%)	Fon Sayısı
1	Almanya	228.306	21,4	556
2	Avustralya	202.054	19,0	-
3	Fransa	194.500	18,3	535
4	Hollanda	112.212	10,5	101
5	Lüksemburg	93.495	8,8	332
6	Güney Kore	84.773	8,0	2.117
7	İsviçre	39.494	3,7	31
8	Brezilya	25.587	2,4	577
9	Birleşik Krallık	20.509	1,9	27
10	İrlanda	19.004	1,8	299
Toplam		1.019.934	95,8	4.019

Kaynak: EFAMA, International Statistical Release (2020: Q4), <https://www.efama.org/sites/default/files/files/Statistics/12%20International%20Statistical%20Release%20Q4%202020.pdf>, (Erişim Tarihi: 02.05.2021), 16

⁵ European Fund and Asset Management Association

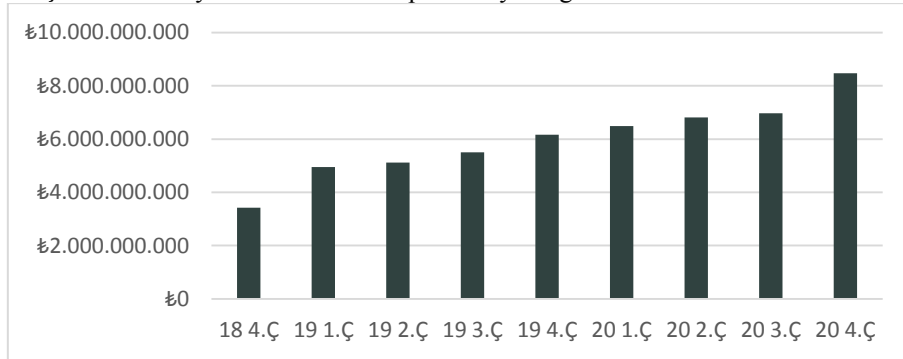
Tablodan da görüldüğü üzere ilk 5 ülkenin 4'ü Avrupa ülkesi olup bu 5 ülkenin net varlık büyüklükleri toplamı dünya toplamının %78,0'ını oluşturmaktadır. Sonuç olarak GYF'lerin ağırlıklı olarak Avrupa'da kurulduğunu ve pek çok finansal araç açısından önde gelen ABD'de -EFAMA istatistiklerinde yer alan- GYF bulunmadığını vurgulamakta yarar bulunmaktadır. Bu durumun temel nedeninin EFAMA istatistiklerinin sadece regüle ve açık uçlu GYF'leri kapsamı olabileceği düşünülmektedir.

5. TÜRKİYE'DE MEVCUT GAYRİMENKUL YATIRIM FONLARINA İLİŞKİN BİLGİLER

GYF'lerin 03.01.2014 tarihinde SPK tarafından yayımlanan Tebliğ ile hukukumuzda yer bulmuş ve hızla yaygınlaşmış olmasına rağmen, Türkiye sermaye piyasaları ve gayrimenkul sektörü açısından son derece önemli bir yatırım aracı olan GYF'lere ait toplulaştırılmış temel veriler kısa süre öncesine kadar herhangi bir kaynakta düzenli ve güncel şekilde yer almamıştır. Bu eksiklik Gayrimenkul ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Derneği (GYODER)'nin çeyrekler itibarıyla yayımladığı "Gösterge Türkiye Gayrimenkul Sektörü Raporu" ile giderilmiştir. Bu bağlamda, "Gösterge 2020 Yılı Türkiye Gayrimenkul Sektörü 3. Çeyrek Raporu"ndan itibaren Gayrimenkul Yatırım Fonları Komitesi'nin katkılarıyla GYF'lere ilişkin veriler ilk defa yayımlanmaya başlanmıştır.

Aşağıdaki grafikte Türkiye'de GYF'lerin toplam büyüklüğünün gelişimi verilmiştir.

Şekil 1: Türkiye'de GYF'lerin Toplam Büyüklüğü



Kaynak: GYODER, Gösterge 2020 Yılı Türkiye Gayrimenkul Sektörü 4. Çeyrek Raporu, <https://www.gyoder.org.tr/yayinlar/gyoder-gosterge>, (Erişim Tarihi: 30.03.2021), 60

Yukarıdaki grafikten de görüldüğü üzere, Türkiye'de GYF pazar büyüklüğü 31.12.2020 tarihi itibarıyla 8,5 milyar TL seviyesine ulaşmıştır. Büyümenin istikrarlı şekilde devam ettiği görülmektedir. Anılan tarih itibarıyla Türkiye'deki GYF'lerin toplam büyüklüğü dünyadaki açık-uçlu ve regüle GYF toplam büyüklüğünün %0,09'u seviyesinde olup söz konusu oran oldukça düşük

seviyededir⁶. Türkiye’de 31.12.2020 tarihi itibarıyla, 16 adet GYF kurucusu portföy yönetim şirketi ve 47 adet kurulmuş GYF mevcuttur. Aynı tarih itibarıyla Borsa İstanbul Nitelikli Yatırımcı İşlem Pazarı’nda 7 adet GYF işlem görmektedir (GYODER Gösterge, 2020: 61, 63).

6. GYF’LERE İLİŞKİN LİTERATÜR

Muhtelif ülkelerde GYF uzun zamandır mevcut olup yabancı literatürde; getiri performansına etki eden olası faktörler (yönetimin yeteneği, çeşitlendirme, kaldıraç vb.), performansın sürekliliği veya yatırım stratejilerinin karşılaştırılması konularında araştırmalara rastlanmıştır. GYF’lerin gelişimine yönelik önerileri içeren yabancı makaleye rastlanmamıştır.

YÖK Ulusal Tez Merkezi’nin internet sayfasında yapılan aramalarda GYF’lere ilişkin olan ve içeriğine ulaşılabilen 4 adet yüksek lisans ve 1 adet doktora tezi tespit edilmiştir. Yüksek lisans tezlerinden 3’ünde anket yöntemiyle veri toplandığı ve istatistiksel bir analize yer verilmediği, gayrimenkul sertifikaları ve GYF’ler hakkındaki bir yüksek lisans tezinde istatistiksel analiz borsada işlem gören gayrimenkul sertifikası için yapıldığı, doktora tezinde ise örnek (sanal) gayrimenkul yatırım fonu oluşturulduğu ve fonun içindeki 14 adet bağımsız gayrimenkulün gelecekte sağlayacağı gelirlerin Gelir İndirgeme Yaklaşımı çerçevesinde indirgenerek sanal fonun değerinin hesaplandığı ve tezde istatistiksel bir analize yer verilmediği anlaşılmıştır.

Çalışmamızın tarihi itibarıyla GYF’lere ilişkin olarak sadece 3 adet ulusal makaleye⁷ rastlanmıştır. Bunlardan ilki olan Münyas’ın 2016 yılına ait çalışmasında

GYF’lerin yapısı, işleyişi ve faaliyet esasları ele alınmıştır (Münyas; 2016). Söz konusu çalışmada istatistiksel bir analize yer verilmemiştir.

Ulusal makalelerden ikincisi olan Güneş’in 2020 yılına ait çalışmasında Borsa İstanbul Nitelikli Yatırımcı İşlem Pazarı’nda işlem gören 4 adet GYF’ye ait Mayıs 2018 ile Mayıs 2020 tarihleri arasındaki 509 günlük veri incelenmiştir. Araştırma kapsamında 4 adet GYF için Sharpe, Treynor, Jensen, M² ve T² performans ölçütlerine göre analiz yapılarak, fonlar performanslarına göre sıralanmıştır. Araştırma sonucuna göre bütün performans ölçüm modellerinde

⁶ Hesaplama 8,5 milyar TL tutarı 31.12.2020 tarihli TCMB EUR döviz satış kuru olan 9,1329 kullanılarak EUR’a çevrilmiş ve bulunan 930 milyon EUR dünya toplamı olan 1.064.483 milyon EUR’a oranlanmıştır.

⁷ Söz konusu 3 ulusal makalenin dışında, Türk yazarlarca kaleme alınan ve yabancı bir dergide yayımlanan oldukça güncel bir çalışma daha mevcuttur. Anılan çalışmada Türkiye’deki GYF’lerin risk ve getiri performansı Ocak 2017-Aralık 2020 dönemi için Sharpe ve Treynor oranları uygulanarak BIST-100 endeksi ile karşılaştırılmıştır (Çamlıbel, Sümer, Hepşen 2021).

BIST100 endeksi olan pazar portföyü GYF'lerden daha yüksek performans göstermiştir (Güneş; 2020). Mevcut durumda borsaya kote GYF'lerin borsadaki işlem hacmi, işlem sıklığı ve işlem yapan taraflar dikkate alındığında oluşan fiyatların ne ölçüde alışıldık arz talep koşullarında oluştuğuna ilişkin tereddütler de hasıl olabilecektir. Bu durumun analiz sonuçlarına etki etme ihtimali de mevcut olabilir.

Güneş ve Tanrıvermiş'in "Türkiye'de Gayrimenkul Yatırım Fonu Yöneticileri Üzerine Bir Araştırma" başlıklı 2020 tarihli makalesinde; GYF'ler ve Türkiye'de GYF'lerin gelişimi ile mevcut durumu, ikincil veriler ve paydaş görüşmelerinin sonuçlarına dayalı olarak değerlendirilmiştir. Araştırma verilerinin toplanmasında derinlemesine görüşme tekniği kullanılmış, yüz yüze ve birebir görüşmeler neticesinde yöneticilere araştırma ile ilgili açık uçlu sorular yöneltilmiş, GYF ve Türkiye'deki uygulama sorunları, GYF'lerin ülke ekonomisine, inşaat ve gayrimenkul sektörüne olan katkıları, avantaj ve dezavantajları incelenmiştir. Araştırma kapsamında portföy yönetim şirketlerinden dokuzunun portföy yöneticisine ulaşıldığı ve 34 adet soru içeren soru formu kullanılarak derinlemesine görüşme yapıldığı anlaşılmaktadır. Görüşme sonuçlarının oran veya sayı olarak ifade edilmesi yerine üzerinde görüş birliği olan hususların vurgulanması ve görüş ayrılıklarının önemli görülmesi halinde ayrıca belirtilmesi yoluna gidilmiştir. (Güneş ve Tanrıvermiş; 2020). Araştırmaya katılan fon yöneticilerinin önerileri arasında; tek bir denetleyici ve düzenleyici kurulun kurulması, yeni vergisel teşviklerin getirilmesi ve yetersiz vergisel avantajların artırılması, gayrimenkul alım-satımında ödenen tapu harçlarına istisna getirilmesi, fona gayrimenkul alımlarında KDV istisnası uygulanması, sadece TOKİ-Emlak Konut projelerine değil devam eden tüm projelere bina tamamlama sigortası yapılması koşulu ile yatırım yapılabilmesi, GYF'lerin proje geliştirebilmesi, sadece Türkiye'de değil yurtdışında da gayrimenkul yatırımı yapılabilmesi yönünde öneriler mevcuttur. Bu öneriler anketimizde katılımcılara yöneltilen sorular içinde mevcuttur. Çalışmamızdaki önerilerden katılımcılar tarafından genel olarak güçlü şekilde desteklenen toplam 17 adet GYF'lerin gelişimine yönelik öneriye izleyen sayfalarda yer verilmiş olup özellikle vergisel teşviklere ve kolaylıklara ilişkin öneriler çalışmamızda güçlü şekilde desteklenmiştir.

GYF'ler hakkındaki mevcut ulusal makale sayısının azlığı, GYF'lere ilişkin bilimsel araştırma yapmaya elverişli veriye ulaşılmasındaki güçlükler, pazarın neredeyse tamamını temsil eden şirketlerin araştırmamıza dahil edilmiş olması ve katılımcıların GYF'ler konusundaki uzmanlık seviyeleri dikkate alındığında temin edilen verilerin ve araştırma sonuçlarının dikkate değer olduğu düşünülmektedir. Bu bağlamda, çalışmamızın alanında öncü çalışmalardan olacağı ve literatüre katkı sunacağı umulmaktadır.

7. ANKET ARAŞTIRMASI ve ARAŞTIRMA SONUÇLARINA GÖRE GYF'LERİN GELİŞİMLERİNE YÖNELİK ÖNERİLER

7.1. Anketin Hazırlanma Süreci ve Örneklem Belirlenmesi

GYF'lerin gelişimine yönelik önerileri ortaya koymak amacıyla hazırlanan anket nihai halini almadan taslak anket hazırlanmış ve ön teste tabi tutulmuştur. Ön test sürecinde GYF'ler konusunda uzman kişilere yüz yüze görüşme yöntemiyle anket uygulanmış ve anketin yapısına ve sorularına ilişkin görüşleri alınmıştır (Baş, 2013: 76, 77). Ön test çerçevesinde yapılan her görüşmeden sonra anket sorularında revizyonlar yapılmış ve ankete yeni sorular eklenmiştir (Arıkan, 2013: 105). Ölçüm hatasından kaçınmak için sorular dikkatle hazırlanmış ve ön teste tabi tutulmuştur (Baş, 2013: 17).

GYF kurucusu olan ve kurduğu GYF aktif olan tüm portföy yönetim şirketleri hedef kitle (evren) olarak belirlenmiştir. 30.06.2020 tarihi itibarıyla GYF kurucusu olan ve kurduğu GYF aktif olan 14 adet portföy yönetim şirketi (PYS) mevcuttur. Bunlardan ilk 12'sinin kurduğu GYF'lerin toplam büyüklüğü tüm pazarın %99,95'ine tekabül etmektedir (GYODER Gösterge, 2020). Söz konusu 12 adet PYS'nin tamamının genel müdürleri, genel müdür yardımcıları ve Kamuyu Aydınlatma Platformu'na "Yönetimde Söz Sahibi Olan Personel" olarak bildirilen yetkilileri araştırmanın örnekleme olarak belirlenmiştir⁸. Bu unvanları taşıyan toplam kişi sayısı hedef kitlede 26, örnekleme ise 23 olup örnekleme yer alan kişilerin yönettikleri şirketler anılan tarih itibarıyla GYF pazarının neredeyse tamamına hâkimdir. Evren ile örneklem arasındaki farktan kaynaklanan örnekleme hatasından kaçınmak için hedef kitleye kıyasen örneklem sayısı oldukça yüksek tutulmuştur (Akalin, 2018: 82, 111; Arıkan, 2013: 124). Örneklem seçiminde "olasılık dışı örnekleme" metodlarından biri olan "amaçlı örnekleme" metodu kullanılmıştır. Amaçlı örnekleme, kişilerin bir takım önemli bilgilere sahip olmalarından dolayı kasıtlı olarak seçilmesidir. Diğer bir anlatımla, sahip oldukları bilgiler çerçevesinde anket sorularına en doğru şekilde cevap vermesi beklenenlerden örneklem oluşturulmaktadır. Amaçlı örnekleme uzman görüşünün alınması gereken durumlarda kullanılmaktadır (Akalin, 2018: 103, 104).

Anılan nitelikleri taşıyan 23 yetkilinin tamamına, başta daha fazla ve kapsamlı bilgiler sağlaması (Akalin: 2018, 19) olmak üzere sahip olduğu avantajlar nedeniyle (Baş, 2013: 29; Arıkan, 2013: 41, 85), yüz yüze görüşme (Baş, 2013: 81, 82; Arıkan, 2013: 33) (18 adedinde COVID 19 pandemisinin de etkisiyle zoom programı ile bilgisayar destekli kişisel görüşme tekniği (Arıkan, 2013: 33) kullanılmıştır.) yöntemiyle anket uygulanmıştır. Yüz yüze görüşmeler 09.12.2020

⁸ Amacın özel bir konuda bilgi edinmek olduğu durumlarda konunun uzmanı kişilerden oluşturulan gruplarla yapılacak görüşmelerden sağlıklı sonuçlar elde edilebilmektedir. Bakınız; BAŞ, 2013: s.19

ve 13.02.2021 tarihleri arasında gerçekleştirilmiştir. Görüşme süreleri toplamı 1.564 dakika olup süreler 40 ile 120 dakika arasında değişim sergilemiştir. Görüşme süreleri ortalaması yaklaşık 68 dakikadır. Belirlenen 23 kişinin tamamına anket uygulanarak ve tüm sorulara cevap alınarak cevaplanmama hatasından kaçınılmıştır (Baş, 2013: 16).

7.2. Anket Sorularının Yapısı

Anketin ilk 5 sorusu katılımcıyı tanıtan sorulardır. Takip eden 5 soruda, sorularda verilen 4 adet gayrimenkule dayalı sermaye piyasası kuruluşu/aracının ülkemizde gayrimenkul sektörünün geleceği açısından göreceli olarak taşıdıkları önem ile katılımcının GYF'lerin gelişiminden ne anladığının ortaya konulmasını teminen bir ekonomide GYF'lerin gelişmiş olmasının ölçütlerinin neler olduğu sorulmuştur.

Anketteki 27 adet soru doğrudan GYF'lerin gelişimine yönelik muhtelif önerilere ilişkin katılımcının görüşünü almaya yöneliktir. Söz konusu sorularda tutum ölçek (Baş, 2013: 233; Arıkan, 2013: 78) ve çoklu ölçek (Arıkan, 2013: 54) türlerinden 5'li Likert tipi ölçek (Arıkan, 2013: 68 vd.) kullanılmıştır. Anketlerin bitimine katılımcının anket içinde ifade edemediği, ek olarak belirtmek istediği düşünce ve fikirleri açıklamasına olanak veren, birkaç tane genel yorum isteyen açık uçlu sorunun eklenmesinin yararlı olacağı yönünde görüşler mevcuttur (Baş, 2013: 53). Bu bağlamda, anketin son sorusunda katılımcının GYF'lerin gelişimine ilişkin varsa diğer önerileri açık uçlu olarak (Arıkan, 2013: 96) sorulmuş böylece ankette yer verilen muhtelif önerilerin dışındaki öneriler tespit edilmiştir.

Ayrıca ankette GYF'lerin gelişimine ilişkin en önemli risk/tehlikenin ne olduğu ve katılımcının belirteceği riskin/tehlikenin ortadan kaldırılması/azaltılması için önerileri açık uçlu olarak sorulmuştur. Ankette toplam 5 adet açık uçlu soruya, 1 adet ise çoktan çok seçmeli soruya yer verilmiştir. Diğer sorular kapalı uçlu olup çoktan tek seçmelidirler. GYF'lerin gelişimine yönelik muhtelif önerilere ilişkin katılımcının görüşünü almaya yönelik olan kapalı uçlu sorularda "kararsızım" seçeneğine yer verildiğinden, bu sorularda zorlanmamış ölçek söz konusudur (Arıkan, 2013: 50). Anketteki sorular soru tipi olarak tasnif edildiğinde ilk 5 soru demografik sonraki sorular ise yargısal sorudur (Baş, 2013: 58 vd.).

7.3. Katılımcılara İlişkin İstatistikler

Anketin katılımcıyı tanıtan ilk 5 sorusuna verilen yanıtlara göre katılımcılara ilişkin bilgiler aşağıda verilmiştir.

- Katılımcıların tamamı GYF kurucusu şirkette genel müdür veya diğer üst düzey yöneticidir.
- Katılımcıların toplam iş tecrübesine ilişkin bilgiler aşağıda verilmiştir.

Tablo 2: Katılımcıların toplam iş tecrübesi

Toplam İş Tecrübesi (Yıl)	Katılımcı Oranı (%)	Katılımcı Sayısı
0-10 yıl	13,0	3
10-15 yıl	0	0
15-20 yıl	8,7	2
20-25 yıl	56,6	13
25 yıldan fazla	21,7	5
Toplam	100	23

➤ Katılımcıların gayrimenkul alanındaki iş tecrübesine ilişkin bilgiler aşağıda verilmiştir.

Tablo 3: Katılımcıların gayrimenkul alanındaki iş tecrübesi

Gayrimenkul Alanındaki İş Tecrübesi (Yıl)	Katılımcı Oranı (%)	Katılımcı Sayısı
0-10 yıl	82,7	19
10-15 yıl	13	3
15-20 yıl	0	0
20-25 yıl	4,3	1
25 yıldan fazla	0	0
Toplam	100	23

➤ Katılımcıların öğrenim durumuna ilişkin bilgiler aşağıda verilmiştir.

Tablo 4: Katılımcıların öğrenim durumu

Öğrenim Durumu	Katılımcı Oranı (%)	Katılımcı Sayısı
Lisans	34,8	8
Yüksek Lisans	60,9	14
Doktora	4,3	1
Toplam	100	23

➤ Katılımcıların %47,8'i (11 katılımcı) bir bankanın doğrudan veya dolaylı iştiraki/bağlı ortaklığı olan bir portföy yönetim şirketinde yöneticidir.

7.4. Verilerin Analizi ve Araştırma Sonuçları

Yüz yüze görüşme yöntemiyle gerçekleştirilen anketle temin edilen veriler SPSS analiz programının 22'nci versiyonu kullanılarak analize tabi tutulmuştur. Aşağıda ayrı başlıklar altında sırasıyla; anketin güvenilirlik testi sonuçlarına, aritmetik ortalamalardan hareketle katılımcılarca en çok desteklenen GYF'lerin gelişimine yönelik önerilere ve gelişime ilişkin önemli risk/tehlikeye yer verilmiştir.

7.4.1. Güvenilirlik testi sonuçları

Sosyal bilim araştırmalarında kullanılan tüm ölçme araçlarında olduğu gibi, anket sonuçlarının da geçerli ve güvenilir olması son derece önemlidir. Anketin geçerli olması, araştırılan konuya ve hazırlanan sorulara uygun cevaplar alabilme gücü; güvenilir olması ise, anket uygulamalarının aynı yollarla tekrarlandığında

benzer sonuçlar elde edilmesi anlamlarına gelmektedir (Akalin, 2018: 161). Güvenilirlik (reliability), bir ölçme aracının tekrarlanan ölçümlerde aynı sonucu verme derecesinin göstergesidir (Akalin, 2018: 161; Arıkan, 2013: 101 vd.; Field, 2018: 1044 vd.; Baş, 2013: 234). Güvenilirlik, aynı şeyin bağımsız ölçümleri arasındaki kararlılıktır. Herhangi bir çalışmanın tekrarlanması halinde, aynı sonuçları vermesidir (Akalin, 2018: 162). Anket araştırması tamamlandıktan sonra, elde edilen veriler güvenilirlik analizine tabi tutulmaktadır. Bu analiz, yorum hatasına neden olan soruların ortaya çıkmasını sağlamaktadır. Güvenirlik Cronbach's Alpha ile ölçülebilmektedir (Akalin, 2018: 163; Arıkan, 2013: 103; Field, 2018: 1045 vd.). Cronbach's Alpha ile anket sorularının aynı kavramı ölçüp ölçmedikleri test edilir. Cronbach's Alpha değerinin (+1) seviyesine yaklaşması nispetinde testin güvenilirliği artacaktır. Alpha değerinin düşük olması, testin homojen olmadığını, yani kullanılan değişkenlerin tek bir kavramı değil de, birden fazla kavramı ölçtüğü anlamına gelmektedir (Akalin, 2018: 167 vd.).

Anketteki doğrudan GYF'lerin gelişimine yönelik muhtelif önerilere ilişkin sorulara SPSS analiz programının 22'nci versiyonu kullanılarak güvenilirlik testi yapılmış ve Cronbach's Alpha (Pallant, 2016: 116 vd.; Cronk, 2020: 147) hesaplanmıştır. İlk önce Cronbach's Alpha'nın 0,684 olduğu, silinmesi halinde en yüksek Cronbach's Alpha'nın söz konusu olduğu soru (20'nci soru) silinerek hesaplama tekrarlandığında Cronbach's Alpha'nın 0,705 seviyesine yükseldiği görülmüştür (Field, 2018: 1048 vd.). 0,6-0,7 aralığındaki değer "kabul edilebilir" iç tutarlılığı ve 0,7-0,9 aralığındaki değer ise "iyi" iç tutarlılığı gösterdiği (Akalin, 2018: 170) dikkate alındığında anket güvenilirlik testini geçmiştir.

7.4.2. Verilerin Analizi ve En Çok Desteklenen Öneriler

"Hangi gayrimenkule dayalı sermaye piyasası kuruluşu/aracı ülkemizde gayrimenkul sektörünün geleceği açısından daha önemlidir?" sorusuna verilen cevapların %78,3'ü (18 katılımcı) GYF'lerin ülkemizde gayrimenkul sektörünün geleceği açısından daha önemli olduğunu ifade etmiştir. Gayrimenkul sektörü açısından önemlilik sıralaması sorulduğunda açık ara en çok belirtilen sıralama; "GYF, GYO, gayrimenkul sertifikası, kira sertifikası"dır (8 katılımcı, %34,8). Görüldüğü üzere katılımcılara göre, GYF'ler ülkemiz gayrimenkul sektörünün geleceği açısından en önemli sermaye piyasası kuruluşu/aracıdır.

Anketteki doğrudan GYF'lerin gelişimine yönelik muhtelif önerilere ilişkin 27 adet soruya yer verilmiştir. SPSS programına cevap seçenekleri için girilen sayısal değerler şu şekildedir: 1: Kesinlikle katılıyorum, 2: Katılıyorum, 3: Kararsızım, 4: Katılmıyorum, 5: Kesinlikle katılmıyorum. Bu bağlamda, gelişime yönelik herhangi bir öneriye verilen cevapların aritmetik ortalamasının (mean) 1'e yakın olması, katılımcıların ilgili önerinin GYF'lerin gelişimine katkı sağlayacağına büyük ölçüde kesinlikle katıldıkları anlamına gelmektedir (Arıkan, 2013: 68 vd.; Akalin, 2018: 65 vd.). Bu bağlamda verilen cevapların aritmetik

ortalaması 2'den küçük olan ve bunun sonucunda katılımcılar tarafından genel olarak güçlü şekilde desteklenen toplam 17 adet GYF'lerin gelişimine yönelik öneri bulunmakta olup söz konusu öneriler katılımcılar tarafından desteklenme sırasıyla aşağıda verilmiştir:

1. GYF'lerce alınarak vafında esaslı değişiklik yapılmaksızın satılan taşınmazların tesliminde KDV matrahının, alış bedeli düşüldükten sonra kalan tutar olarak belirlenmesi (Aritmetik ortalama (A.O.) 1,1739)
2. GYF katılma paylarının 2 yıl ve üzeri süre elde tutularak satılması halinde yatırımcılara vergi muafiyeti getirilmesi (stopaj oranının %0 olması) (A.O. 1,1739)
3. GYF yatırımcılarının getiri performansı ve diğer açılardan (beklenmedik olumsuz mevzuat değişiklikleri dahil) güvenini sarsıcı gelişmelerin yaşanmaması (A.O. 1,2174)
4. Şirketlerdeki istisnaya benzer şekilde, gayrimenkullerin aynı sermaye olarak GYF'lere devrinde KDV (devreden tüzel kişi olduğunda) ve tapu harcı istisnası getirilmesi (A.O. 1,2609)
5. GYF'lere devlet tarafından başta vergisel olmak üzere muhtelif teşviklerin sağlanması ve mevcut teşviklerin artırılması (A.O. 1,3043)
6. GYF edinen yabancılara vatandaşlık hakkı verilmesinde yatırım tutarının 500 bin USD'den gayrimenkul edinen yabancılara uygulandığı şekilde 250 bin USD'ye indirilmesi (A.O. 1,4348)
7. Gayrimenkul edinen yabancılara vatandaşlık hakkı verilmesi uygulamasına benzer şekilde GYF edinen yabancılara vatandaşlık hakkı verilmiş olması (A.O. 1,5217)
8. Yatırımcılar tarafından GYF katılma payları teminat verilerek kredi çekilebilmesini yaygınlaştıracak tedbirlerin alınması (A.O. 1,5217)
9. GYF'lerin hanehalkının ek gelir elde etmek için amatör şekilde konut yatırımına kurumsal alternatif olarak konumlandırılması (A.O. 1,5652)
10. Yatırımcılar açısından GYF'lere ilişkin önemli olan başlıca bilgilerin (başta portföyün içeriğine, mali tablolara ve performansa ilişkin olanlar) şeffaf ve sağlıklı şekilde kamuya ilan edilmesi (A.O. 1,6522)
11. Otomatik Katılım Sistemi (OKS) standart emeklilik yatırım fonlarına getirilen GYF'lere yatırım yapma zorunluluğunda asgari oranın %10'dan %15'e çıkarılması (A.O. 1,6522)
12. Başta BES yatırım fonları olmak üzere, çeşitli kurumsal yatırımcılar için portföylerinde GYF bulundurma zorunluluğu getirilmesi (A.O. 1,6522)

13. GYF'lere yatırım yapan BES fonlarının, hanehalkının ek gelir elde etmek için amatör şekilde konut yatırımına kurumsal alternatif olarak konumlandırılması (A.O. 1,6957)

14. İmar mevzuatına uyumlu olan ve böylelikle GYF portföyüne katılmaya elverişli özellikte gayrimenkul sayısının artması (Aritmetik ortalama 1,6957)

15. Türkiye Elektronik Fon Dağıtım Platformu (TEFAS)'nda GYF'lerin de yer alması (A.O. 1,7826)

16. Doğrudan gayrimenkul yatırımlarında, 5 yıl ve üzeri elde tutma süresi sonrasındaki satışlarda değer artış kazancı üzerinden elde tutma süresiyle ilişkili kademeli gelir vergisi alınması (A.O. 1,8261)

17. Münhasıran yabancı yatırımcılara satılan GYF'ler için bir sınırlamaya tabi olmadan, yerli yatırımcılara satılan GYF'ler için ise belirli oranlarda yurtdışındaki gayrimenkullere ve/veya gayrimenkul fonlarına da yatırım yapma imkânı tanınması (A.O. 1,9565)

Anketin son sorusu olan 41'inci soruda katılımcılara açık uçlu şekilde "*GYF'lerin gelişimine ilişkin varsa diğer önerileriniz nelerdir?*" sorusu yöneltilmiş ve böylece katılımcıların varsa ankette yer alan GYF'lerin gelişimine yönelik 27 adet öneri dışındaki önerileri sorulmuştur. Katılımcıların %34,8'i (8 kişi) soruya "Yoktur" cevabı vermiştir. 13 katılımcı 13 farklı öneri belirtmiş, 2 katılımcı (%8,7) ise "*GYF'lere gayrimenkul geliştirme izni verilmesi*"ni önermiştir. Katılımcıların %34,8'inin ankettekilerden farklı ilave öneri belirtmemesi ve katılımcıların genel olarak desteklediği belirli bir başka önerinin bulunmaması ankette yer verilen önerilerin GYF'lerin gelişimine yönelik olası önerileri çok büyük ölçüde içerdiğine işaret etmektedir. Bu noktada katılımcıların GYF'lere ilişkin uzmanlık seviyesinin oldukça yüksek olduğunu da hatırlatmakta yarar görülmektedir.

7.4.3. GYF'lerin Gelişimine İlişkin Önemli Risk/Tehlike

Anketin 39'uncu sorusunda açık uçlu şekilde "*GYF'lerin gelişimine ilişkin en önemli risk/tehlike nedir?*" ve 40'inci sorusunda açık uçlu şekilde "*Bir üstte yer alan soru için belirttiğiniz riskin/tehlikenin ortadan kaldırılması/azaltılması için önerileriniz nelerdir?*" soruları yöneltilmiştir. Söz konusu sorular doğrudan GYF'lerin gelişimine yönelik öneri içermemekle birlikte GYF'lerin gelişimi açısından önemlidirler. Burada gelişime ilişkin en önemli risk/tehlikenin katılımcının gerçekleşmesini beklediği veya gerçekleşeceğini öngördüğü risk/tehlike olmadığını, sadece teorik olarak gerçekleşmesi halinde gelişime zarar verecek nitelikte en önemli risk/tehlike olduğunu belirtmekte yarar görülmektedir. Sorulara katılımcılar tarafından verilen cevaplara göre açık arayla en önemli ilk üç risk/tehlike:

- GYF'leri ve/veya yatırımcıları olumsuz etkileyebilecek mevzuat değişikliği (6 kişi, %26,1),
 - Hızlı çıkış yaşanması durumunda likidite riski (6 kişi, %26,1),
 - Yatırımcıların zarar görmesi (6 kişi, %26,1)
- olarak belirtilmiştir. Belirtilen riskin/tehlikenin ortadan kaldırılması/azaltılması için başlıca öneriler ise aşağıda verilmiştir:
- Mevzuatta yatırımcıya güven verecek sürekliliğin sağlanması (5 kişi, %21,7)
 - Etkin denetim yapılması, şeffaflık ve kurumsallıktan taviz verilmemesi (5 kişi, %21,7)
 - Yatırımcıların fondan çıkışına sınırlamalar getirilmesi (3 kişi, %13,0)

8. SONUÇ

GYF'ler, 03.01.2014 tarihinde SPK tarafından yayımlanan Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği ile hukukumuzda yer bulmuş ve hızla yaygınlaşmıştır. Türkiye'de GYF'lerin toplam büyüklüğü istikrarlı şekilde artmaktadır. Anket katılımcılarının %78,3'ünün GYF'lerin ülkemizde gayrimenkul sektörünün geleceği açısından en önemli sermaye piyasası kuruluşu/aracı olduğunu belirtmesi GYF'lerin önemini ortaya koymaktadır.

Çalışmamızın temel amacı, son dönemlerde sayısı ve fon toplamı hızla artan GYF'lerin gelişimine yönelik önerilerin ortaya konulmasıdır. Bu bağlamda, çalışmamızın cevap aradığı soru, "GYF'lerin ülkemizde gelişiminin sağlanması için neler yapılmalıdır?" olarak ifade edilebilir.

GYF'ler hakkındaki mevcut ulusal makale sayısının azlığı, GYF'lere ilişkin bilimsel araştırma yapmaya elverişli veriye ulaşılmasındaki güçlükler, pazarın neredeyse tamamını temsil eden şirketlerin çalışmamıza dahil edilmiş olması ve katılımcıların GYF'ler konusundaki uzmanlık seviyeleri dikkate alındığında temin edilen verilerin ve araştırma sonuçlarının dikkate değer olduğu düşünülmektedir. Çalışmamızla GYF'lerin gelişimine yönelik başlıca tüm öneriler konusunda görüşler alınmıştır. Bu bağlamda, çalışmamızın GYF'ler hakkında öncü çalışmalardan olacağı ve literatüre katkı sunacağı umulmaktadır.

Bu çalışmanın sonucunda, kurdukları GYF'lerin toplam büyüklüğü tüm pazarın %99,95'ine tekabül eden portföy yönetim şirketlerinin yöneticilerinin GYF'lerin gelişimlerine yönelik muhtelif önerilere ilişkin görüşleri analiz edildiğinde 17 adet önerinin önemli ölçüde desteklendiği, söz konusu önerilerin büyük bölümünün başta vergi ve teşvikler hakkındakiler olmak üzere Devlet tarafından hayata geçirilebilecek düzenlemelere ilişkin olduğu anlaşılmaktadır. Diğer taraftan katılımcılar tarafından belirtilen GYF'lerin gelişimine ilişkin en önemli risk/tehlikelere karşı alınabilecek önlemler hakkındaki öneriler için de Devlet tarafından gerçekleştirilebilecek hususların öne çıktığı görülmektedir. Mevcut durumda devam eden Covid-19 Pandemisi'nin gayrimenkul sektörüne

önemli ve kalıcı etkilerinin olacağı yönündeki görüşler de dikkate alındığında, pandeminin GYF'lere etkileri gelecekte araştırmaya değer bir konudur.

KAYNAKÇA

Akalın, M. (2018). *Örnek Açıklamalarıyla Sosyal Bilimlerde Araştırma Tekniği Anket*, 2. Basım, Ankara: Seçkin Kitapevi

Arıkan, R. (2013). *Anketler ve Anket Soruları*, 1. Basım, Ankara: Nobel Yayıncılık

Baş, T. (2013). *Anket*, 7. Basım, Ankara: Seçkin Kitapevi

Baum, A., Hartzell, D. (2021). *Real Estate Investment: Strategies, Structures, Decisions*, 2. Basım, Cornwall, Wiley

Berges, S. (2004). *The Complete Guide to Real Estate Finance For Investment Properties*, 1. Basım, New Jersey: Wiley

Çamlıbel, M. E., Sümer, L., Hepşen, A. (2021). Risk-return performances of real estate investment funds in Turkey including the Covid-19 period. *International Journal of Strategic Property Management*, 25(4), 267-277. 10.3846/ijspm.2021.14957

Chou W-H., Hardin III, W. G. (2014). Performance chasing, fund flows and fund size in real estate mutual funds, *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 49, 379-412. 10.1007/s11146-013-9444-x

Cömert, İ. (2019). *"Türkiye'de kurulan gayrimenkul yatırım fonlarının gayrimenkul değerlendirme sektörüne etkisi"*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). İstanbul Teknik Üniversitesi, İstanbul

Cremers, M., Lizieri C. (2015). How active is your real estate fund manager?, *The Journal of Alternative Investments*, 18, 22-36. 10.3905/jai.2015.18.1.022

CRONK, B. C. (2020) *How to Use SPSS*, 11. Basım, New York, Routledge
EFAMA, International Statistical Release, (2016: Q4), https://www.efama.org/Publications/Statistics/International/Quarterly%20International/170327_International%20Statistical%20Release%202016%20Q4.pdf, (Erişim Tarihi: 21.03.2021).

EFAMA, International Statistical Release, (2018: Q4), https://www.efama.org/Publications/Statistics/International/Quarterly%20International/190327_International%20Statistical%20Release%20Q4%202018.pdf, (Erişim Tarihi: 21.03.2021).

EFAMA, International Statistical Release, (2019: Q4), <https://www.efama.org/Publications/Statistics/International/Quarterly%20International/20-03%20International%20Statistical%20Release%20Q4%202019.pdf>, (Erişim Tarihi: 21.03.2021).

EFAMA, International Statistical Release (2020: Q4), <https://www.efama.org/sites/default/files/files/Statistics/12%20International%20Statistical%20Release%20Q4%202020.pdf>, (Erişim Tarihi: 02.05.2021)

Erdoğan, B. (2018). “Türkiye’de gayrimenkul sektörü alternatif finansman araçları ve uygulamaları: gayrimenkul sertifikaları ve gayrimenkul yatırım fonları” (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Bahçeşehir Üniversitesi, İstanbul

Ergin, M. A. (2018). “Gayrimenkul yatırım fonlarının gayrimenkul geliştirme sektörüne etkileri” (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). İstanbul Teknik Üniversitesi, İstanbul

Ersoy M., Gümrükçüoğlu Z. Z. (2017). Bir Sermaye Piyasası Aracı Olarak Gayrimenkul Sertifikası: Park Maveria III Projesi Üzerine Bir İnceleme, *Yorum Yönetim Yöntem Uluslararası Yönetim Ekonomi ve Felsefe Dergisi*, C:5, S:2, 43-60. Retrieved from <https://dergipark.org.tr/en/pub/yorumyonetim/issue/32773/349037>

ESMA Annual Statistical Report EU Alternative Investment Funds 2020, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-1006_asr-aif_2020.pdf, (Erişim Tarihi: 21.03.2021).

Field, A. (2018). *Discovering Statistics Using IBM SPSS Statistics*, 5. Basım, Germany, SAGE Publications

Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği (Sayı; VII-128.2), <https://www.mevzuat.gov.tr/File/GeneratePdf?mevzuatNo=18553&mevzuatTur=Tebliğ&mevzuatTertip=5>, (Erişim Tarihi: 02.01.2021)

Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği, <https://www.mevzuat.gov.tr/File/GeneratePdf?mevzuatNo=19227&mevzuatTur=Tebliğ&mevzuatTertip=5>, (Erişim Tarihi: 02.01.2021)

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, <https://www.mevzuat.gov.tr/File/GeneratePdf?mevzuatNo=18404&mevzuatTur=Tebliğ&mevzuatTertip=5>, (Erişim Tarihi: 02.01.2021)

Güneş, G. Ş. (2020). Türkiye’de borsada işlem gören gayrimenkul yatırım fonlarının performans analizi, *BMIJ*, 8(5), 4438-4462. 10.15295/bmij.v8i5.1669

Güneş, G. Ş., Tanrıvermiş H. (2020). Türkiye’de gayrimenkul yatırım fonu yöneticileri üzerine bir araştırma, *Business & Economics Research Journal*, Vol. 11, Issue 2, 431-444. 10.20409/berj.2020.259

GYODER, Gösterge 2020 Yılı Türkiye Gayrimenkul Sektörü 4. Çeyrek Raporu, <https://www.gyoder.org.tr/yayinlar/gyoder-gosterge>, (Erişim Tarihi: 30.03.2021).

<https://www.savills.com/impacts/market-trends/8-things-you-need-to-know-about-the-value-of-global-real-estate.html>, (Erişim Tarihi: 22.12.2019).

Kahraman, D. (Güz 2017). Gayrimenkul Yatırım Fonları, *TSPB Gösterge Dergisi*, 31-41.

Kira Sertifikaları Tebliği (Sayı; III-61.1),
<https://www.mevzuat.gov.tr/mevzuat?MevzuatNo=18451&MevzuatTur=9&MevzuatTertip=5>, (Erişim Tarihi: 02.01.2021)

Kira Sertifikaları Tebliğine İlişkin Basın Duyurusu, <https://www.spk.gov.tr/Duyuru/Goster/20130607/0>, (Erişim Tarihi: 02.01.2021)

Kira Sertifikalarına ve Varlık Kiralama Şirketlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ" Hakkında Basın Duyurusu, <https://www.spk.gov.tr/Duyuru/Goster/201041/0>, (Erişim Tarihi: 02.01.2021)

Kurumlar Vergisi Kanunu (13.06.2006 Tarih ve 5520 Sayılı), <https://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.5520.pdf>, (Erişim Tarihi: 02.01.2021)

Münyas, T. (2016). Yeni sermaye piyasasının son düzenlemeleri perspektifinde yeni bir yatırım aracı olarak gayrimenkul yatırım fonlarının yapısı, işleyişi ve faaliyet esasları hakkında bir inceleme, *Banka ve Finans Hukuku Dergisi*, Cilt:5 Sayı:19, 955–968.

Pallant, J. (2016). *SPSS Survival Manuel*, 6. Basım, China, McGraw Hill

Real estate funds – Overview, French Asset Management Association, <https://www.afg.asso.fr/en/overview/>, (Erişim Tarihi: 24.04.2020).

Scope of the Alternative Investment Fund Managers Regime, <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/PERG/16/2.pdf>, (Erişim Tarihi: 01.11.2020).

Sermaye Piyasası Kanunu (06.12.2012 Tarih ve 6362 Sayılı), <https://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.6362.pdf>, (Erişim Tarihi: 02.01.2021)

Şengül, G. (2017). “*Gayrimenkul yatırım fonları ve türkiye'deki uygulamalarının değerlendirilmesi*” (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Ankara Üniversitesi, Ankara

Yalçınkaya, A. O. (2018). “*Sermaye piyasalarında yeni bir yatırım enstrümanı olarak gayrimenkul yatırım fonlarının yeri; Türkiye uygulaması*” (Yayımlanmamış Doktora Tezi). Okan Üniversitesi, İstanbul