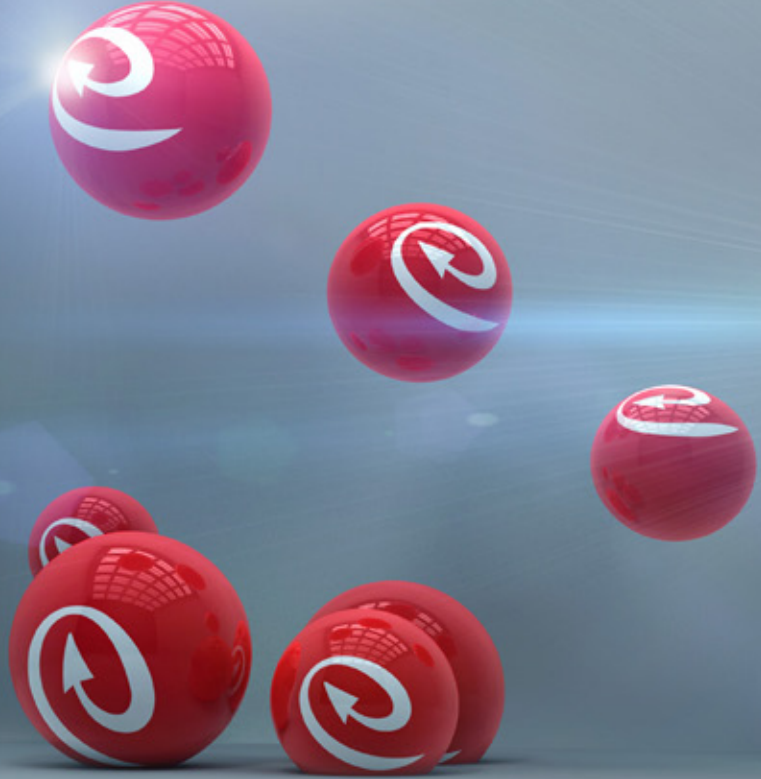


TAŞINMAZ GELİŞTİRME  
TEZSİZ YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

# TAŞINMAZ YATIRIMLARININ FİNANSMANI

Yrd. Doç. Dr. Mehmet Burak KAHYAOĞLU



# UZÖM

## Ünite: 3

### GAYRİMENKUL FİNANSMAN YATIRIM PİYASALAR

Yrd. Doç. Dr. Mehmet Burak KAHYAOĞLU

#### İÇİNDEKİLER

3.1. GAYRİMENKUL FİNANSMAN PİYASALARINA GİRİŞ .....	3
3.1.1. Gayrimenkul Değerinin Artması .....	5
3.1.2. Gayrimenkul Yatırımları İle Enflasyona Karşı Korunma.....	5
3.1.3. Beklenen Gelir Değişkenliğinin Az Olması .....	5
3.1.4. Sermaye Kazançları .....	5

### 3.1. GAYRİMENKUL FİNANSMAN PİYASALARINA GİRİŞ

Gayrimenkul en yalın anlamda, fiziksel olarak arazi ve bu arazi üzerine inşa edilmiş yapılar olarak tanımlanabilir. Bu tanım içerisinde gayrimenkulleri oturmaya elverişli olan konut tipindeki yapılar ve oturmaya elverişli olmayan yapılar (ofis, AVM'ler gibi ticari yapılar, fabrika, imalathane gibi sınai yapılar, kreş gibi sıhhi ve sosyal yapılar, dini yapılar, idari yapılar ve arazi, tarla gibi yerleşime imkan vermeyen yapılar) şeklinde iki gruba ayırmak mümkündür. Konut olarak kullanılan yapılar ise belirtilen bu türler içerisinde en fazla önem verilmesi gereken gayrimenkul türüdür. Arsa piyasası, yapı malzemesi, araç gereç, dayanıklı tüketim ve iş gücü piyasalarıyla olan bağlantıları nedeniyle geniş anlamda gayrimenkul, dar anlamda da konut, ülke ekonomilerinin lokomotif sektörlerinden biri olmuştur.

TÜİK'nun 2000 yılı bina sayımı kitabında konut: "Etrafı kapalı, tavanı örtülmüş bir aile veya bir grup insanın diğer fertlerden ayrı olarak yaşamasına imkan sağlayan, doğrudan doğruya sokağa, koridora veya genel bir yere açılan ve müstakil bir kapısı olan bina veya binanın bir bölümü" şeklinde tanımlanmıştır.

Konut sahipliğinin önemli bir insan hakkı olduğu konusunda ulusal ve uluslararası resmi düzeyde beyanlar da mevcuttur. Bu doğrultuda Anayasa'mızın 56. Ve 57. Maddeleri ile birlikte sağlıklı ve dengeli bir çevrede yaşamak ve yeterli kalitede bir konut sahibi olmak, herkes için bir hak olarak kabul edilmiştir. İnsan Hakları Evrensel Beyannamesi'nin 17. Ve 25. Maddelerinde, her şahsın tek başına veya başkalarıyla birlikte mal ve mülk sahibi olma hakkı ve yaşanabilirlik kriterleri çerçevesinde insanların konuta sahip olmalarının yiyecek, giyim ve sağlık gibi önemli bir insan hakkı olduğu açıkça ifade edilmektedir. 199r yılında Birleşmiş Milletler Habitat II İstanbul Bildirgesi kapsamında ortaya konan temel hedeflerden biri ise, herkese yeterli ve nitelikli konut olmuştur. Ulusal ve uluslararası düzeyde bu türden yüksek amaçların belirlenmesi, konut sahipliğinin önemini açıkça ortaya koymaktadır.

Konut, en geniş ifadesi ile, insanların barınma ihtiyaçlarını karşılayan ve toplumun en temel birimi olan aileyi bir arada tutan fiziksel ve moral mekanlar bütünü olarak tanımlanabilir. Pek çok farklı yapıda konut mevcuttur; müstakil konutlardan apartman dairelerine, sıradan inşaat kalitesine sahip konutlardan lüks dairelere kadar farklı boyutlarda, farklı özelliklerde konut tipindeki gayrimenkuller bulunmaktadır. Bir konut, az sayıda fakat büyük odalara sahip olurken, bir diğeri çok sayıda ama ufak odalara sahip olabilir. Bir konut geçmiş dönemlerin yapı teknolojisiyle inşa edilmişken, bir diğeri henüz yeni inşa edilmiş olabilir. Konutlar, farklı sosyal ve fiziksel çevre koşulları içerisinde yer almaktadırlar; dolayısıyla konut çevresinden memnuniyetin ölçüsü de konuttan memnun olup olmama üzerinde bir etkide bulunmaktadır. Belirtilen ve standart olmayan bu özelliklerinden ötürü konut tipindeki gayrimenkullerin homojen bir mal olmadıklarını, bunların bileşik mal olma özelliğine sahip olduklarını söylemek mümkündür.

Konut niteliğindeki gayrimenkuller gelecek dönemler için bir güvence, bir yatırım aracı ya da gerektiğinde teminat olarak gösterilebilen bir mal özelliğine de sahiptirler. Ancak, gayrimenkul fiyatlarının hanehalkı gelirleriyle karşılaştırıldıklarında çok yüksek olmaları ve yaşanan ülkenin genel ekonomik şartlarından kaynaklanan problemler nedeniyle, gayrimenkul edinmek isteyen birçok yatırımcı bunların bedelini peşin ödeyebilecek kaynağa sahip değildir. Bu durumda gayrimenkuller borçlanma yoluyla sağlanan fonlarla alınmaktadır. Borçlanma doğrudan ya da finans sektörünün gelişme düzeyine bağlı olarak, finansal araçlar yoluyla yapılabilmektedir. Gayrimenkul edinmeye yönelik yaşanan sorunlar ve bunlara karşı geliştirilen çözümler, hane halklarının ve ülkelerin içinde bulundukları genel ekonomik şartlarla ilişkili olmakla birlikte, gayrimenkullerin finansmanına ilişkin kaynak problemi, asıl sorun olarak ortaya çıkmaktadır.

Gayrimenkul satın almak isteyen kişilere veya büyük gayrimenkul projelerini gerçekleştirmek isteyen kurumlara ihtiyaç duydukları kaynakların sağlanması, gayrimenkul finansmanının en temel amacıdır. Etkin bir gayrimenkul finansman sisteminden, fon fazlası olan birimlerden gerekli fonları toplayarak, bunları gayrimenkul almak için borçlanma ihtiyacında olan kişi ya da kurumlara aktarması beklenmektedir. Yine, gayrimenkul finansman piyasasının gelişmişliği ve etkinliği, o piyasada arz edilebilir yeterli miktarda uzun vadeli konut kredilerinin varlığı ile değerlendirilmektedir.

Gayrimenkul finansman sisteminden konut arzını artırması ve konut niteliğini geliştirmesi beklenmektedir. Bu beklentilerin gerçekleşmesi ise devlet, mali kuruluşlar, konut üreticileri ve hane halkı arasında oluşturulacak dengeli bir ilişkinin varlığına bağlı olmaktadır. Amaç, konut sahibi olmayan

hane halkının nitelikli konut edinebilecekleri bir ortamı yaratmak olduğuna göre, bunun ön şartı iyi işleyen bir gayrimenkul finansman sisteminin varlığıdır. Böyle bir sistemin başarısı da belirli faktörlere bağlıdır.

#### Bu faktörleri;

- Sistemin gayrimenkul satın alınacak ve talepleri karşılayacak düzeyde kredi arz etmesi,
- Arz edilecek kredilerin ödenebilir şartlarda sunulması ve
- Kredi geri ödeme sürelerinin uzun bir vadeye yayılması olarak sıralamak mümkündür.

Gayrimenkul finansmanının kurumsal bir yapı içerisinde çözümlenmesinde, gayrimenkul satın alınacak düzeyde kredi arz edilmesi ve bunların sürdürülebilir nitelikte olmaları çok önemlidir. Gayrimenkul finansman piyasalarının gelişmiş ve etkin olduğu ülkelerde, mali kuruluşlar yalnızca hane halkı tasarrufları yoluyla sağladıkları fonlarla değil, düzenlemiş oldukları kredileri satarak ya da bu kredilere dayalı menkul kıymet ihraç ederek kendilerine fon sağlama imkanına kavuşmaktadırlar.

Gayrimenkul finansman sisteminin başarısını belirleyen bir diğer unsur ise, piyasaya mali kurumlar tarafından arz edilecek olan kredilerin hem ödenebilecek koşullarla hane halkına sunulması hem de bu kredilerin kuruluşların mali tablolarını zedelememesidir. Uzun vadeli, sabit faiz oranlı, eşit ger, ödemeli krediler hane halkı tercihi bakımından olumlu iken, bu tür bir kredinin vadesi boyunca piyasa faiz oranlarında oluşabilecek artışlarda kredi kullandıran kurumları olumsuz etkilemektedir. Dolayısıyla, etkin işleyen bir gayrimenkul finansman piyasası bir taraftan kredi arz eden kurumların piyasadaki sürekliliğini sağlamayı amaçlarken, diğer yandan da kredi geri ödemelerinin devamlılığının sağlanmasına yönelik bir denge kurmak durumundadır.

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde gayrimenkul finansmanının gelişiminde, enflasyon oranlarındaki ve buna bağlı olarak faiz oranlarındaki düşük düzey ve istikrar ile ülkelerin büyüme hızları ve ülkeye gelen yabancı sermayenin etkisi büyüktür. Gayrimenkul finansmanı yapısı gereği uzun vadeli fon bulmayı ve kredi geri ödeme sürelerinin uzun bir vadeye yayılmasını gerektirir. Uzun vadeli fon, hem konutu finanse edecek kredi kurumu hem de konut edinmek isteyen hane halkı tarafından istenen bir kolaylıktır.

Gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi Türkiye’de de konut piyasasının sağlıklı analizi önündeki en büyük engellerden biri “veri eksikliği” olmaktadır. Çalışmanın hazırlandığı dönem içerisinde hane halkı konut verilerini inceleyen en güncel çalışmalar, Türkiye istatistik kurumu’nun 2000 yılı genel nüfus sayımı ve 1999 yılı Türkiye Konut Araştırması’dır. İlgili çalışmalardan elde edilen veriler ışığında, Türkiye genelinde mevcut hane halklarının konut sahiplik oranları aşağıda yer alan tabloda

**Şekil 3.1.** Türkiye’de Hane Halklarının Konut Sahiplik Oranları

(Konut Sahipliği)	Hane Halkı Sayısı	Yüzdesel Dağılım
Ev sahibi	6.205.927	%59.8
Kiracı	3.282.853	%31.6
Lojmanda oturan	228.085	%2.2
Ev sahibi değil/kira ödemiyor	568.192	%5.5
Diğer	79.825	%0.8
Bilinmeyen	8.981	%0.1
Toplam	10.373.863	%100

Gayrimenkul sahibi olma arzusu bazı toplumlarda sosyal güvencenin değişmez bir parçası olarak kabul edilmektedir. Gelişmiş ülkelerde hane halkı konut sahipliği oranları, Amerika Birleşik Devletleri’nde yüzde 69, Avrupa Birliği’nde ise ortalama olarak yüzde 65 düzeyindedir. Tablo 1’den de görüldüğü üzere, Türkiye genelinde kentsel hane halkının konut sahipliği oranı, ABD ve AB ortalaması ile karşılaştırıldığında bu ülkeler ile yakın sonuçlar vermektedir. Türkiye’de 6.2 milyon kişi yani hane halkının yüzde 59,8’i konut sahibidir. Toplam hane halkının yüzde 31,6’sı ise kiracı durumundadır; geri kalan yüzde 8,6’lık kesim ise lojmanda oturan, ev sahibi olmayan ama kira ödemeyen, bilinmeyen ve diğeri temsil etmektedir. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde yüksek olan gayrimenkul sahipliğinin, aranan bir yatırım alternatifi olmasının yararlarını şu şekilde sıralamak mümkündür.

### 3.1.1. Gayrimenkul Değerinin Artması

Gayrimenkulün kullanımına ve mülkiyetine ait gelecekte sağlanacak nakit akışlarının bugünkü karşılığı, gayrimenkulün değer kavramını ifade etmektedir. Ülkedeki genel ekonominin gidişatına, arz talep dengesine ve çevre koşullarına bağlı olarak gayrimenkuller zaman içerisinde değer kazanır ya da kaybederler. İyi konumdaki bir gayrimenkulün sınırlı miktardaki arzına karşılık piyasada oluşan talep baskısı, arsani ve binanın zaman içerisinde değer kazanmasını sağlamaktadır. Değer kazanmanın miktarı ise, gayrimenkulün konumuna, oluşan alış fiyatına, alternatif kullanımlarına ve tüm bu kullanımlar için piyasada oluşan genel talebe göre değişiklik göstermektedir.

### 3.1.2. Gayrimenkul Yatırımları İle Enflasyona Karşı Korunma

Uzun vadeli yatırımları tercih eden hane halkı için en büyük risk algısının enflasyon riski olduğu bilinmektedir. Enflasyonun yol açtığı olumsuz etkilerden uzun vadede daha iyi korunabilen varlıklar, hane halkı tarafından daha çok tercih edilmektedir. Gayrimenkul yatırımları enflasyona karşı değerini en iyi şekilde koruyan yatırım araçları arasında yer almaktadır varsayımını test etmek amacıyla, literatürde pek çok çalışma ele alınmıştır.

Gayrimenkul yatırımlarının getirileri ile enflasyon oranları arasındaki ilişki üzerine yapılmış, blinen ilk teorik çalışma Fama ve Schwert'in (1977) çalışmasıdır. ABD sermaye ve gayrimenkul piyasalarında 1953-1971 dönemini ele aldıkları çalışmalarında, hisse senetlerinin, hazine tahvillerinin, hükümet bonolarının, işçi ücretlerindeki artışların ve konut tipindeki gayrimenkullerin beklenen ve beklenmeyen enflasyon karşısında nasıl bir performans gösterdiklerini incelemişlerdir. Çalışmanın bulgularına göre, aylık, üç aylık ve yıllık elde edilen hisse senedi getirileri ile enflasyon oranları arasında ters bir ilişki gözlenirken, hazine tahvillerinin ve hükümet bonolarının beklenen enflasyona karşı tam koruma sağladıkları belirlenmiştir. Çalışmada ayrıca, konut fiyatları ile enflasyon oranları arasındaki kuvvetli ilişkinin bir sonucu olarak, konut yatırımlarının hem beklenen hem de beklenmeyen enflasyona karşı tam anlamıyla koruma sağladığı ifade edilmiştir.

Ibbotson ve Siegel (1984), 1960-1982 yılları arasındaki dönemi inceledikleri çalışmalarında, enflasyon oranlarındaki değişimler ile hisse senedi, hazine bonusu ve gayrimenkul yatırımlarının getirileri arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışmada enflasyon oranı bağımsız değişken; gayrimenkul yatırımlarından oluşan portföyün, S&P kapsamındaki hisse senetlerinin ve uzun vadeli hazine bonolarının getirilerinin bağımlı değişken olarak ele alındığı regresyon modeli uygulanmış ve gayrimenkul getirileri ile enflasyon arasında kuvvetli bir ilişki saptanmıştır.

### 3.1.3. Beklenen Gelir Değişkenliğinin Az Olması

Gayrimenkul yatırımları yatırımcılarına kira geliri elde etme imkanı sunmaktadır. Öngörülebilir ve düzenli kira gelirleri yatırımcılar açısından kazanç niteliğindedir. Yatırımcılar açısından düzenli gelir getiren bir varlık, genelde nakit akımları toplamı kadar bir fiyattan satılacağından, piyasa fiyatının da daha az değişken olması beklenmelidir.

### 3.1.4. Sermaye Kazançları

Gayrimenkul yatırımları, yatırımcılarına hem düzenli kira geliri sağlamak hem de satış fiyatının alış fiyatından yüksek olması durumunda sermaye kazancı sağlamaktadır. Çalışmanın bu aşamasına kadar ele alınan bölümünde, gayrimenkul piyasalarının tanımı, işlevleri, önemi ve gayrimenkullerin yatırım alternatifi olarak avantajları alınmış olup, aşağıda gayrimenkul yatırımları ile ilgili riskler ele alınmaktadır.

Bütün yatırımlarda olduğu gibi gayrimenkul piyasalarına yönelik yapılan yatırımlar da beraberinde bir takım riskler taşımaktadır. Yatırımcılar, yasal mevzuattan kaynaklanan problemler, likidite yetersizliği, ülkenin içinde bulunduğu politik istikrarsızlık, anapara kaybı, getiri kaybı ve alım gücü kaybı gibi sorunlarla karşılaşabilmektedir.

#### 3.1.4.1. Yasal Riskler

Gayrimenkul finansmanı ile ilgili olarak mevcut yasal mevzuatın yetersizliği sonucunda ilgili kanunların değiştirilmesinden kaynaklanan uygulama sorunları, yasal riskler olarak tanımlanmaktadır. Ülkemizde de gayrimenkul finansmanına yönelik olarak "5582 Sayılı Konut Finansmanı Sistemine İlişkin Çeşitli Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun" Resmi Gazete'de yayımlanarak yü-

rürlüğe girmiş ve yasa ile “İcra ve İflas Kanunu, Sermaye Piyasası Kanunu, Tüketicinin Korunması Hakkına Kanun, Finansal Kiralama Kanunu, Toplu Konut Kanunu ve Çeşitli vergi kanunlarında” gayrimenkul finansman sisteminin etkinliğinin artırılması amacı ile değişiklikler yapılmıştır. Kanunlarda yapılan değişiklikler ile gayrimenkul finansman piyasalarında etkinliğin artırılması amaçlansa da, uygulamada sorunlarla karşılaşılacağını söylemek mümkündür.

#### 3.1.4.2. Likidite Riski

Yatırımcının yatırımı kolayca alınıp satılabiliyor ise, yani yatırım kolayca nakde dönüştürülebiliyor ise, o zaman ilgili yatırım düşük likidite riskine sahip olmaktadır. Bu durumda likidite unsuru, gayrimenkul yatırımlarının menkul kıymetlerle karşılaştırıldıklarında en önemli dezavantajı olmaktadır. Çünkü, gayrimenkulün elden çıkarılması zaman alıcı bir süreç olup, aynı zamanda ciddi bir çaba ve gerçekçi bir değerlendirme istemektedir. Gayrimenkul yatırımının nakde dönüştürülürken zaman alması ve değere ilişkin belirsizlikler, risk değerini artırmaktadır.

#### 3.1.4.3. Siyasi Riskler

Ülkenin siyasi ve ekonomik görüşlerindeki tutarsızlık, ülke içinde veya yakın çevrede bulunan politik sorunlar, yatırımcıların gayrimenkul piyasalarına yönelik risk algısını yükselten faktörler olarak karşımıza çıkmaktadır.

#### 3.1.4.4. Anapara Kaybı

Gayrimenkulün tahrip olması, genel veya yatırımcının ekonomik koşullarındaki değişiklikler ve sahiplik haklarının yitirilmesi gibi durumlarda, gayrimenkule yatırılan sermayenin kaybedilmesi mümkün olmaktadır.

#### 3.1.4.5. Alım Gücü Kaybı

Gayrimenkul yatırımlarının enflasyon oranları üzerinde getiri sağladığı, incelenen literatür çalışmalarında da ifade edilmişti. Ancak, alım gücü kaybına yönelik bir riskin oluşma ihtimali düşük olmakla birlikte, yine de, yüksek enflasyon dönemlerinde yatırımın tamamlanması durumunda durumunda dahi alım gücünün düşmesi nedeniyle yatırım değer kaybedebilmektedir.

#### 3.1.4.6. Getiri Kaybı

Uzun dönemli projelerde gelir ve maliyet tahminlerinin beklenenden farklı olması durumunda gayrimenkul yatırımcıları gelir kaybına uğrayabilirler. Nakit akımlarındaki istikrarsızlık olasılığı, borç veren kuruluşlara belirlenen dönemlerde düzenli ödeme yapılmaması riskini beraberinde getirmekte ve böyle bir durumda yapılan sermaye yatırımları riskli olabilmektedir.