

Türk Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında Rekabet Yapısı

Öz

Medeniyetin şehirleşmeyle başladığı düşünüldüğünde temelinde sağlık ve estetik kaygılarının var olduğu bir yapılaşmanın şart olduğu muhakkaktır. Türkiye gibi gayrimenkul ihtiyacının fazla olduğu ve birinci dereceden deprem bölgesi olan ülkelerde ise gayrimenkul projelerinin geleceğe dönük, rasyonel ve etik olabilmesi için sektörel denetimi ve kontrolü içeren rekabet ortamında oluşturulması ve bu ortamın geliştirilmesi zaruridir. Bu çalışma portföyü gayrimenkul projelerine ait menkul kıymetlerden oluşan Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları'ndaki (GYO) rekabet düzeyini ölçmeyi amaçlamıştır. 2000-2014 dönemi için Türk Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı sektörünün rekabet yapısı yoğunlaşma oranları olan CR-4, CR-5 ve Herfindahl Hirschman Endeksi (HHI) kullanılarak tespit edilmeye çalışılmıştır. Yapılan analiz sonucunda, Türkiye'de faaliyette bulunan GYO piyasasının genel olarak oligopol piyasa yapısında olmasına rağmen son yıllarda monopolcü rekabet yapısına doğru gittiği ve rekabetçi bir yapının oluştuğu tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Herfindahl Hirschman Endeksi, Rekabet*

Hümevra BURUCU¹
Filiz Yıldız CONTUK²

Competition in Turkish Real Estate Investment Trust Market

Abstract

Considering that civilization has begun with urbanization, it is certain that housing based upon durability and aesthetic concerns is a must. In such countries as Turkey, in which there is a great need of real estate and which is also a first degree seismic zone, it is necessary to create real estate projects in a competitive environment consisting of sectorial audit and control and to improve this environment in order that these projects will be prudential, ethic and rational. This study aims at measuring competition level at REITs consisting of instruments which belong to real estate projects. We attempt to determine the competitive structure of Turkish real estate investment trusts sector for the period between 2000 and 2014 using Herfindahl Hirschman Index (HHI) and concentration ratios (CR-4 and CR-5). As a result of the analysis, it was observed that although the market of real estate investment trusts in Turkey is generally an oligopoly, it has gone towards a monopolistic competition structure and become more competitive in recent years.

Keywords: *Real Estate Investment Trusts (REIT), Herfindahl Hirschman Index (HHI), Competition*

¹ Yrd. Doç. Dr., Atatürk Üniversitesi, Oltu Beşeri ve Sosyal Bilimler Fakültesi, humeyraburucu@atauni.edu.tr

² Öğr. Gör. Dr., Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi, Fethiye A.S.M.K. Meslek Yüksekokulu, fcontuk@mu.edu.tr

I. Giriş

Hemen her dönem için değerini kolay kaybetmeyecek, uzun soluklu ve sağlam bir yatırım aracı olan gayrimenkul, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği tarafından yapılan algı araştırmasında altından sonra en çok tercih edilen ikinci yatırım aracı olarak tespit edilmiştir (Türkmen, 2011:274; TSPAKB,2011:21).

Genellikle tasarruflarla veya banka kredileri gibi yabancı kaynaklarla finanse edilen gayrimenkul yatırımları ve buna bağlı olarak oluşan gayrimenkul sektörü bir ülkenin sosyal ve kültürel yapısının yanı sıra finansal gelişmişliğinin de en önemli göstergelerinden biridir. Şehirleşme ile birlikte artan alış-veriş merkezi, iş merkezi ve nitelikli konut talebi beraberinde gayrimenkul yatırımlarında finansman sorununu gündeme getirmekte ve yatırımcılar çoğu zaman krediye alternatif bir finansman kaynağı arayışı içerisine girebilmektedir. Bu arayış neticesinde 1990'lerden sonra ortaya çıkan GYO' lar sektöre yeni bir finansman alanı kazandırarak, sermaye piyasası aracılığıyla gayrimenkul sektörüne kaynak transferine olanak sağlamıştır. Hisse senedi karşılığında yatırımcılardan topladıkları kaynakları gayrimenkule, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına ve gayrimenkul projelerine yatırabilen ve elde ettikleri kazançları kar payı olarak yatırımcılarına dağıtan GYO'lar bu sayede hem küçük birikimlerin büyük gayrimenkul projelerine dönüşmesini, hem de çarpık kentleşmenin önüne geçerek sağlıklı bir kentleşmenin de oluşmasını sağlamaktadır. Yine kayıt dışı gayrimenkul yatırımları nedeniyle atıl kalan kaynakların ekonomik sisteme kazandırılmasında da GYO' lar önemli roller üstlenmektedirler (Şarkaya,2007:189; Hayta,2009:1; www.gyoder.org.tr).

Türkiye'de hızlı büyüme sürecine giren GYO'lar -2008 yılında yaşanan ve temelinde konut sektörünün olduğu küresel krizde de net olarak görüldüğü gibi- inşaat sektörünün çarpan etkisiyle ekonomi üzerinde önemli bir etkiye sahiptir (www.emlakkonut.com.tr). Bu bağlamda Türkiye'nin lokomotif sektörlerinden biri olan ve ekonomik canlılığının önemli bir göstergesi sayılan gayrimenkul sektörü piyasasının, doğru fiyatlamaların yapıldığı rekabetçi bir yapıda olması son derece önemlidir.

Bu çalışmanın temel amacı Türkiye'de faaliyet gösteren GYO' ların rekabet ve yoğunlaşma düzeyini yoğunlaşma oranları CR-4, CR-5 ve Herfindahl Hirschman Endeksini (HHI) kullanarak tespit etmektir. GYO piyasa yapısının tespit edilmesi; doğru piyasa yapılanmasını sağlamaya yönelik politikaların oluşturulmasına ve uygulanmasına, bu sayede atıl finansman kaynaklarının ve kurumsal sermayenin gayrimenkul sektörüne aktarımını sağlayarak büyük ve nitelikli projelerin hayata geçirilebilmesine katkı sağlaması bakımından önemlidir. Çalışmada kullanılan HHI ve yoğunlaşma oranları (CR-4 ve CR-5) sektörel rekabet düzeyinin ölçüldüğü çalışmalarda sıklıkla kullanılmakla birlikte, Türkiye GYO sektöründe rekabeti ölçen çalışmalara rastlanılmamıştır. Bu bakımdan çalışmanın ilgili literatüre önemli katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

II. Türkiye'de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları

Türkiye'de daha çok hane halkı tarafından kişisel tasarruflar ve yakın çevre desteğiyle finanse edilen konut piyasasında uzun yıllardır kooperatifler ve yap-sat yöntemiyle konut üreten müteahhitler hakim konumdaydı. Sağlıksız kentleşme, dayanıksız yapılar ve kayıt dışılık gibi önemli bir çok soruna neden olan bu durum son yıllarda yerini kurumsallaşmış yapılara bırakma eğilimine girmiştir (Hayta,2009:2). Gayrimenkul finansmanının kurumsallaşmış en güzel örneği olan GYO'lar ise Türkiye'ye, ilk olarak 1992 yılında Sermaye Piyasası Kanunu'nda yapılan değişiklik ile girmiştir. Bunu takiben ilk yatırım ortaklığı 1996 tarihinde kurulmuş ve aynı yıl halka arz gerçekleştirilmiştir (www.vakifgyo.com.tr).

Türkiye'de finansal piyasalara girişi 1990'lı yılların başında gerçekleşen GYO'lar gerçek anlamda varlığını ancak 2000'li yılların sonlarına doğru gösterebilmiştir. Özellikle son yıllarda inşaat sektörüne yapılan yoğun yatırımlar ve önemli teşvikler neticesinde 1990'ların başında sayısı çok az olan GYO'ların 2014 sonu itibarıyla sayılarının 31'e; 1997'de 8.800.000 TL olan toplam aktif değerinin ise 2014 yılında 42.059.437.000 TL'ye ulaştığı görülmektedir.

Tablo 1. Gayri Menkul Yatırım Ortaklıkları Niceliksel Bilgiler

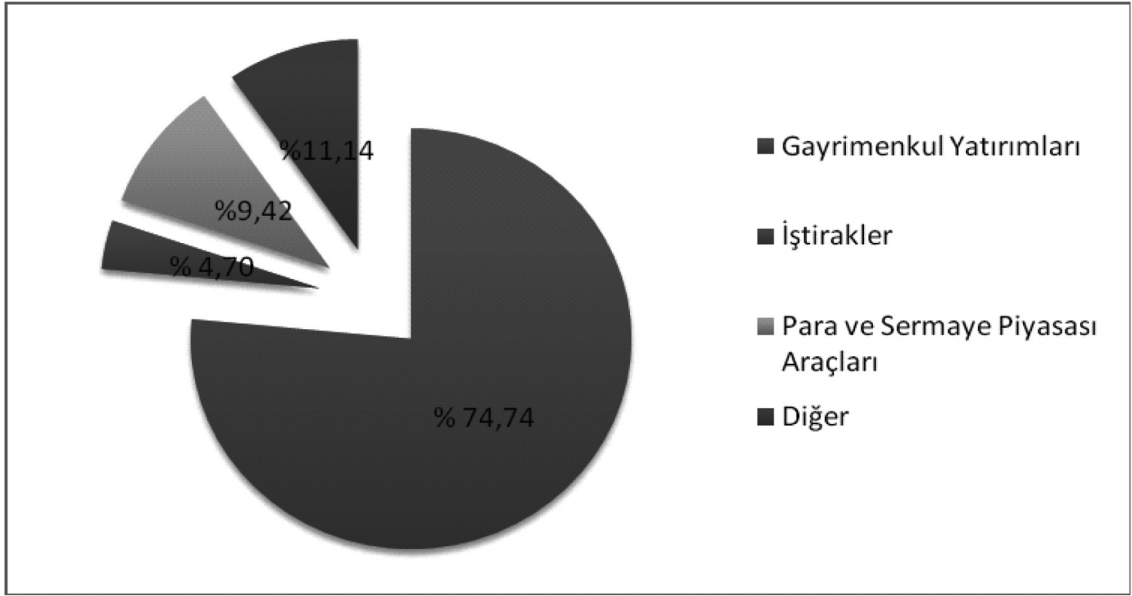
Yıllar	Firma Sayısı	Net Aktif Değeri (Bin TL)	Piyasa Değeri (Bin TL)
1997	2	8.800	15.000
1998	5	135.799	37.519
1999	8	418.513	421.028
2000	8	531.873	313.307
2001	8	890.575	475.975
2002	9	1.081.125	338.714
2003	9	1.178.915	543.092
2004	9	1.382.911	1.445.753
2005	9	2.209.379	2.489.225
2006	11	2.480.857	2.081.671
2007	13	3.886.043	3.189.974
2008	14	4.269.388	3.045.946
2009	14	4.346.030	2.853.765
2010	21	13.907.411	11.062.318
2011	23	20.769.996	11.708.492
2012	25	24.086.877	15.781.822
2013	30	37.572.732	18.632.452
2014	31	42.059.437	21.981.323

Kaynak: SPK, GYO Aylık İstatistik Bülteni

GYO sayısında 2009 yılına kadar çok az artışa rağmen, sonrasında sonra hızlı bir artış yaşanmış ve 2014 yılında 31'e yükselmiştir. Bunun nedenleri arasında uzun vadeli konut kredilerinin 2007 yılında bankacılık sistemine girerek alım gücünü artırması, milli gelir artışı, faiz oranlarının Türkiye tarihinin en düşük oranlarına inmesi, köyden kente göçün devam ederek konut ihtiyacının arttırması vb. sayılabilir (www.emlakkonut.com.tr). Bununla birlikte bu artışta yatırımcı açısından gayrimenkule yapılan yatırımın verdiği psikolojik gü-

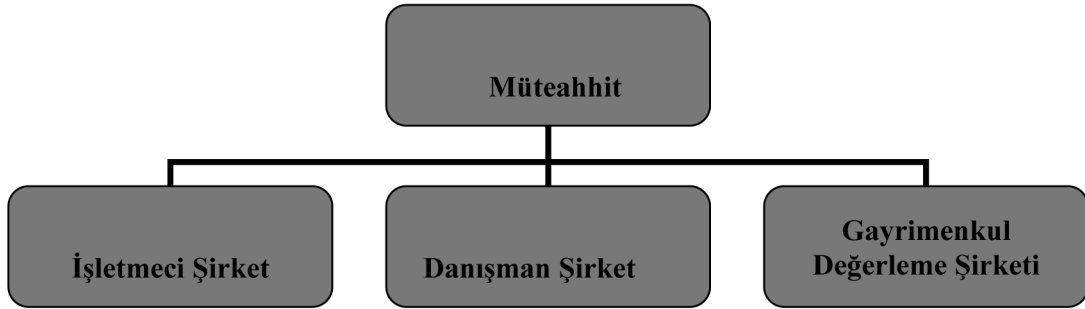
ven hissi kadar, devletin bu alana sağladığı önemli vergi avantajlarının da etkisi vardır. 5520 sayılı yeni Kurumlar Vergisi Kanunu'na göre GYO'lar kurumlar vergisinden istisna edilmiştir. Buna göre GYO'lar Kurumlar Vergisi beyannamelerini portföy kazançları üzerinden hesapladıkları kurum kazançlarını istisna ederek beyan edeceklerdir. Aynı şekilde GYO hisse senedi kazançları da stopaja tabi değildir (www.verginet.net). Aşağıdaki grafik GYO'ların yatırım tercihlerini göstermektedir.

Grafik 1: Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Portföy Yapısı Dağılımı



Kaynak: SPK, GYO Aylık İstatistik Bülteni

Şekil 1: Gayrimenkul Yatırım Sektörü Şeması



Grafik 1'e bakıldığında GYO'ların portföylerinin %75'inin gayrimenkul yatırımlarından oluştuğu görülmektedir. Geriye kalan %25'lik kısım ise iştirakler, para ve sermaye piyasası araçları ve diğer yatırım araçları arasında dağılmıştır.

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının içinde bulunduğu gayrimenkul yatırım sektörünün finansal unsurları aşağıdaki şemada gösterilmiştir.

Müteahhit ortaklık portföyünde yer alan gayrimenkul projelerinin inşaat işlerini gerçekleştirmeyi taahhüt eden gerçek veya tüzel kişidir. İşletmeci şirket ortaklık ile yaptığı bir sözleşmeye dayalı olarak ortaklığın mülkiyetinde bulunan veya ortaklığın kiralamış olduğu otel, hastane, alışveriş merkezi, iş merkezi, ticari parklar, ticari depolar, konut siteleri, süper marketler gibi gayrimenkulleri ticari amaçla işleten şirkettir. Danışman şirket ise ortaklık ile yaptığı sözleşme kapsamında ortaklığa proje geliştirme ve kontrol hizmetleri de dahil ol-

mak üzere gayrimenkul portföyünün geliştirilmesi ve alternatif yatırım imkanlarının araştırılmasına yönelik hizmetleri sunabilen şirketlerdir. Ortaklığın işleyiş sürecindeki son aktör ise gayrimenkul değerlendirme şirketleridir. Bu şirketler Sermaye piyasası Kurulu kapsamında listelenen şirketler arasından seçilir ve temel fonksiyonları ortaklık bünyesindeki gayrimenkullerin ve gayrimenkullere dayalı hakların alım satımı, kiraya verilmesi, kiraya verilmek üzere portföye gayrimenkul alınması, kira sözleşmelerinin yenilenmesi, gayrimenkule dayalı projelerin inşaatına başlanabilmesi için yasal prosedürlerin tam ve doğru bir şekilde yürütülmesi, ortaklık portföyünde yer alan gayrimenkullerin değerlerinin tespiti gibi oldukça hayati fonksiyonlardır (SPK, 2014:8). Gayrimenkul yatırım ortaklıkları mevduat toplama ve mevduat toplama sonucu verecek işlemler, ticari sınai ve zirai faaliyetler yapamazlar. Gayrimenkullerin inşaat işlemlerini kendileri üstlenemez; otel hastane süpermarket ticari depolar vs gibi gayrimenkulleri ticari maksatla işletemezler (SPK, 2014:11-12).

III. Literatür Araştırması

GYO'larla ilgili olarak incelenen çalışmalar arasında rekabeti ölçmeye yönelik bir çalışmaya rastlanılmamıştır. Yapılan çalışmalar GYO'ların etkinlik durumunun ve performansının tespitine yöneliktir. Aynı zamanda HHI ve yoğunlaşma endeksleri (CR-4 ve CR-5) birçok sektörde rekabeti ölçmede kullanılan bir teknik olmakla beraber GYO'larda bu teknik uygulanmamıştır. literatür oluşturulurken hem GYO'larla ilgili çalışmalara hemde HH endeksi ile CR-4 ve CR-5 endekslerinin kullanıldığı çalışmalara yer verilmiştir.

İncelenen ilk çalışma Smith ve Shulman (1976) tarafından yapılmıştır. Araştırmacılar ABD'de faaliyet gösteren gayrimenkul yatırım ortaklıklarının performansını, 1963-1974 yılları arasında, S&P endeksi, tasarruf hesapları ve 15 adet yatırım fonu performansıyla kıyaslamalı olarak incelemişlerdir. Analizlerinde sermaye varlıkları fiyatlama modelini (SVFM) kullanmışlardır. Sonuç olarak gayrimenkul yatırım ortaklıklarının diğer finansal göstergelerden daha üstün performans sergilediklerini bulmuşlardır.

Burn ve Epley (1982) tarafından yapılan çalışmada ise etkin sınır yaklaşımını kullanarak GYO'ların portföy getirisi ve portföy çeşitlendirmesini arttırmadaki etkisi incelenmiştir. GYO hisseleri ile adi hisse senetlerinden oluşturdukları portföyün tek varlık getiri performansından ve S&P endeksinde daha iyi performans gösterdiği tespit edilmiştir. Aynı zamanda GYO hisselerinin, adi hisse senetleri getirileri ile düşük korelasyona sahip olması nedeniyle GYO'ların portföy çeşitlendirmesini arttırdığı sonucuna ulaşılmıştır.

Titman ve Warga (1986) tarafından 1973-1982 yılları arasında Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli (SVFM) ve Arbitraj Fiyatlama Modeli (AFM) birlikte kullanılarak gayrimenkul yatırım ortaklıkları(GYO) hisselerinin performansı incelenmiştir. Çalışma sonucunda GYO'lardan oluşan portföyün, pazar portföyü ile benzer performans sergilediği bulgusuna ulaşılmıştır.

1986'da Kuhle ve Walther tarafından yapılan bir çalışmada ise 102 GYO'nun 1973-1984 yıllarındaki yıllık net getirileri hesaplanmış ve GYO'ların farklı performans gösterdikleri belirlenmiştir. Çalışma bulgularında; 1973-1976 durgunluk yılları

rında, ortalama getirinin altında performans sergileyen GYO'ların; 1977-1984 yıllarında ise S&P endeksinin üstünde performans sergiledikleri görülmüştür.

1995'te J.Han ve Y. Liang tarafından yapılan çalışmada ise GYO'larının 1970-1993 yılları arasındaki uzun vadeli getiri performansı Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli kullanılarak hesaplanmıştır. Çalışma sonunda GYO'ların, pazar portföyüne ve üç aylık hazine bonolarına benzer performans sergiledikleri, kendi aralarında karşılaştırıldıklarında ise, Özvarlığa Dayalı GYO'ların, İpotekli GYO'lardan daha iyi performans sergiledikleri sonucuna ulaşılmıştır.

2002'de ise Anderson vd. 1992-1996 dönemini kapsayan bir çalışmada veri zarflama tekniğini kullanarak gayrimenkul yatırım ortaklıklarının ilgili olan her dönem için toplam teknik etkinlik, saf teknik etkinlik ve ölçek etkinliği puanları hesaplanmıştır. Çalışma sonucunda, gayrimenkul yatırım ortaklıklarının genel olarak toplam teknik etkin olmadıkları ve büyük gayrimenkul yatırım ortaklıklarının genel olarak daha küçük gayrimenkul yatırım ortaklıklarından daha fazla toplam teknik etkinliğe sahip olduğu tespit edilmiştir.

Glascok, Lu ve So (2006) tarafından yapılan bir çalışmada 6 Asya ülkesinin (Japonya, Tayvan, Hong Kong, Güney Kore, Singapur ve Tayland) gayrimenkul piyasalarında gayrimenkul yatırımı yapan halka açık şirketlerin 1980 ve 1990'lı yıllardaki getiri davranışları kukla değişkenli regresyon modeli kullanılarak analiz edilmiştir. Çalışma sonucunda Tayvan dışında hiçbir ekonomide normal üstünde bir getiriye rastlanılmadığı görülmüştür.

Özdemir ve Türker (2007) tarafından yapılan çalışmada ise enflasyon ve faiz oranlarının Türkiye'deki GYO'lar üzerindeki etkileri incelenmiştir. GYO'ların 2002-2006 yılları arasında toplam portföy değerleri ve toplam portföy değerlerini oluşturan varlık gruplarının karşılaştırmalı olarak incelendiği çalışma sonucunda 2002 sonrası uygulamaya konan enflasyonu düşürme ve sabitleme programı sonucunda azalan faiz oranlarının, varlık gruplarında önemli değişimler yaptığı ve bu ortamın GYO'ların toplam portföy değerlerini yaklaşık 2 katına çıkarttığı tespit edilmiştir.

2011 yılında Türkmen tarafından yapılan bir çalışmada ise 2007-2010 yılları arası İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na kayıtlı 20 adet GYO'ların finansal tabloları Veri Zarflama Analizi yöntemi ile incelenmiştir. Çalışma sonucunda yıllar içinde değişen şirket sayısına göre her dönem için etkinlik analizleri yapılmış ve etkin olan işletmeler belirlenmiş, etkin olmayanlar için ilgili değişkenlerde potansiyel iyileştirme oranları ortaya konulmuştur.

Erol ve İleri tarafından (2013) yapılan Arbitraj Fiyatlandırma Modeli çerçevesinde Türkiye GYO sektöründe zamanla değişen risk primlerinin makroekonomik belirleyicilerini inceleyen çalışmada, GYO sektörü getirileri için en büyük ve endişe yaratan riskin enflasyon olduğu tespit edilmiştir. Bununla birlikte GYO şirketlerinin portföylerinde ağırlıklı olarak bulundukları gayrimenkulden çok hisse senedi gibi davrandıkları belirlenmiştir. Aynı zamanda GYO'ların hisse senedi davranışı sergilemesinin portföy çeşitliliği sağlama özelliklerini azalttığı tespit edilmiştir.

Son olarak Ömürgönülşen vd. (2015) tarafından yapılan bir çalışmada ise sermaye piyasası mevzuatında tanımlanan GYO modeli ile gayrimenkul yatırım ortaklıklarının (GYO) mahalli idarelerin altyapı yatırımlarının finansmanındaki rolü incelenmiş ve yatırımlara özel olarak tasarlanan GYO'ların mahalli idarelerin merkezi yönetim bütçesindeki yükünü azaltabileceği tespit edilmiştir. Bu çerçevede, GYO modelinin, mahalli idarelerin altyapı yatırımlarının kamu bütçesine yük getirmeden sermaye piyasaları kanalıyla finanse edilmesinin mümkün olacağı belirtilmiştir.

HHI ve yoğunlaşma oranları (CR-4 ve CR-5) kullanılarak yapılan çalışmalara bakıldığında ise literatürde birçok çalışmaya rastlanmış olup bunlardan sınırlı sayıda çalışma dahil edilmiştir.

2005'te Uysal ve Özütürk tarafından yapılan çalışmada Türk yatırım fonu sektörünün rekabet yapısını ölçmek amacıyla HHI ve yoğunlaşma oranı (CR-4) kullanılmıştır. Çalışmada hem tüm yatırım fonları sektörü, hem de A-tipi ve B-tipi yatırım fonları için ayrı ayrı hesaplamalar yapılmıştır. Her iki yöneme göre de, herhangi bir yoğunlaşma söz konusu olmayıp, sektörün A-tipi yatırım fonlarından oluşan bölümünün B-tipi yatırım fonlarından oluşan bölüme göre daha rekabetçi bir yapıda olduğu tespit edilmiştir.

2009 yılında Durukan ve Hamurcu tarafından yapılan çalışmada Türkiye ve Orta Asya Türk Cumhuriyetlerinde bulunan beş ülkedeki mobil iletişim pazarlarının yapıları ve yoğunlaşma oranları HHI kullanılarak belirlenmeye çalışılmıştır. Çalışma sonucunda Türkiye, Kazakistan, Kırgızistan ve Türkmenistan'da rekabetçi olmayan, aşırı yoğunlaşmış oligopol bir pazar yapısının, Tacikistan ve Özbekistan'da ise orta derecede yoğunlaşmış oligopol bir pazar yapısının mevcut olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

2011'de Kaynak ve Ari tarafından yapılan çalışmada ise firma yoğunlaşma oranları (CR-4 ve CR-5) ve HHI yardımıyla Türk otomotiv sektöründeki yoğunlaşma düzeyi analiz edilmiştir. Yapılan analiz sonucunda CR-4'e göre yerli binek ve yerli hafif ticari, CR-8'e göre ise yerli hafif ticari ve ithal hafif ticari araç sektöründe yüksek düzeyde yoğunlaşmanın olduğu görülmüştür. HHI analizi sonucunda da yerli hafif ticari ve yerli binek araç sektöründe monopolcü rekabet piyasa yapısı söz konusu iken ithal binek ve ithal hafif ticari araç sektöründe düşük yoğunlaşma oranı olduğu ve bunun neticesinde daha rekabetçi bir yapının geçerli olduğu görülmüştür.

2012'de Uzgören ve Tarhan tarafından yapılan çalışmada ise Türkiye'de bankacılık piyasasının yapısını belirlemek amacıyla CR-4 ve HHI kullanılmıştır. Çalışma sonucunda Türkiye bankacılık piyasasındaki yoğunlaşma CR-4 endeksine göre %52,77 ve genel olarak HHI'ya göre 935 olmasına rağmen özel sermayeli bankalar için HHI ise 2124 olarak hesaplanmıştır. Buna göre, Türkiye'deki bankacılık piyasasının monopolcü rekabet piyasası koşullarına uygunluk gösterdiği ve piyasanın halen yeni "birleşme ve satın almalara" tanındığı olanağın kullanılması gerektiği ifade edilmektedir.

IV. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında Rekabetin Ölçülmesine Yönelik Uygulama

Literatürde rekabetin ölçülmesine yönelik olarak yapısal olan ve yapısal olmayan iki temel yaklaşım mevcuttur. Yapısal yaklaşım modellerinde yoğunlaşmanın fazla olduğu durumda rekabetin azaldığı ima edilir. Yoğunlaşma genel olarak sektördeki firma sayısı ve firmaların sektördeki büyüklüğünün fonksiyonu olarak ifade edilir. Yapısal olan modellerde kullanılan yöntemlerde Herfindahl-Hirschman Endeksi (HHI), Yoğunlaş-

ma Oranı, Hannah ve Kay İndeksi gibi endeksler kullanılmaktadır. Yapısal olmayan yaklaşımlarda ise rekabet gücü sadece piyasanın yapısı ile ilişkilendirilmemekte aynı zamanda fiyat veya çıktının maliyetlere verdiği tepki ile ölçülmektedir (Kurul, 2011:1). Bu yöntemde kullanılan modellerden bazıları ise Lerner endeksi, Panzar-Rosse Modeli, Klein Monti Monopol Modelidir (Polat, 2007:99).

Bu çalışmada 2000-2014 yılları arasında GYO'larda rekabetin ölçülmesi amacıyla piyasadaki yoğunlaşma araştırılmıştır. Yoğunlaşmanın ölçülmesinde ise yapısal yaklaşımlardan olan Herfindahl-Hirschman Endeksi (HHI) ve yoğunlaşma oranları (CR-4 ve CR-5) kullanılmıştır. Yapısal olan yaklaşıma göre sektöre yeni girişler o sektördeki etkin firma sayısını artırırken yoğunlaşma oranlarının azalmasına sebep olacak ve bu sayede rekabet düzeyi artacaktır (Çelik ve Kaplan, 2010:9).

HHI ilk olarak Hirschman daha sonra da Herfindahl tarafından önerilen ve piyasa yoğunlaşmasını ölçmek için kullanılan en başarılı endekslerden birisidir. HHI piyasadaki tüm şirketlerin piyasa paylarının karelerinin toplamı olarak hesaplanır. Piyasada "n" adet firma varsa, HHI aşağıdaki denklemle ifade edilebilir:

(Si) şirketlerin yüzde olarak piyasa payları

$$HHI = \sum_{i=1}^n (S_i)^2 \quad i=1 \dots n \quad (1)$$

$$HHI = (s_1)^2 + (s_2)^2 + (s_3)^2 + (s_4)^2 + \dots + s_n^2$$

$$\text{Örneğin; HHI} = (10)^2 + (10)^2 + (10)^2 + (10)^2 + (10)^2 + (25)^2 + (25)^2$$

$$= 100+100+100+100+100+625+625$$

$$= 1.750$$

Eğer sektörde sadece 1 şirket varsa, piyasa payı %100'dür. Bu durumda HHI 10.000 olarak hesaplanır ve bu rakam endeksin alabileceği en yüksek değerdir. Bu durumda piyasa monopol bir yapıdadır. Diğer uçta ise, eğer çok sayıda şirket neredeyse sifıra yakın çok küçük piyasa paylarına sahip olursa HHI sifıra yakındır. Bu durum da piyasada tam rekabetin geçerli olduğu söylenebilir (Uysal ve Özütürk, 2005:276). Bu tür rekabetçi piyasalar için atomistik pazarlar da denilmektedir.

HHI, 1980'den bu yana en popüler piyasa yapısı belirleme yöntemlerinden biridir. Uygulamada H - H Endeksi 1000'den küçük olan piyasalarda (H - H < 1000) tam rekabet, 1000 - 1800 arasındaki piyasalarda (H - H; 1000 - 1800) monopolcü rekabet ve 1800'den büyük piyasalarda (H - H > 1800) ise oligopolcü bir piyasa yapısından söz edilebilir (Yazıcı, 2013:139).

Aşağıdaki tabloda 2000-2014 yılları arasında gayrimenkul yatırım ortaklıkları için hesaplanan HHI sunulmuştur. HHI değerleri piyasadaki tüm şirketlerin piyasa paylarının karelerinin toplamı alınarak hesaplanmıştır. Yatırım ortaklıklarının piyasa payları ise aktif toplamlarının piyasa toplam aktif değerine oranlanmasıyla elde edilmiştir. Veriler Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) aylık istatistiklerinden elde edilmiştir.

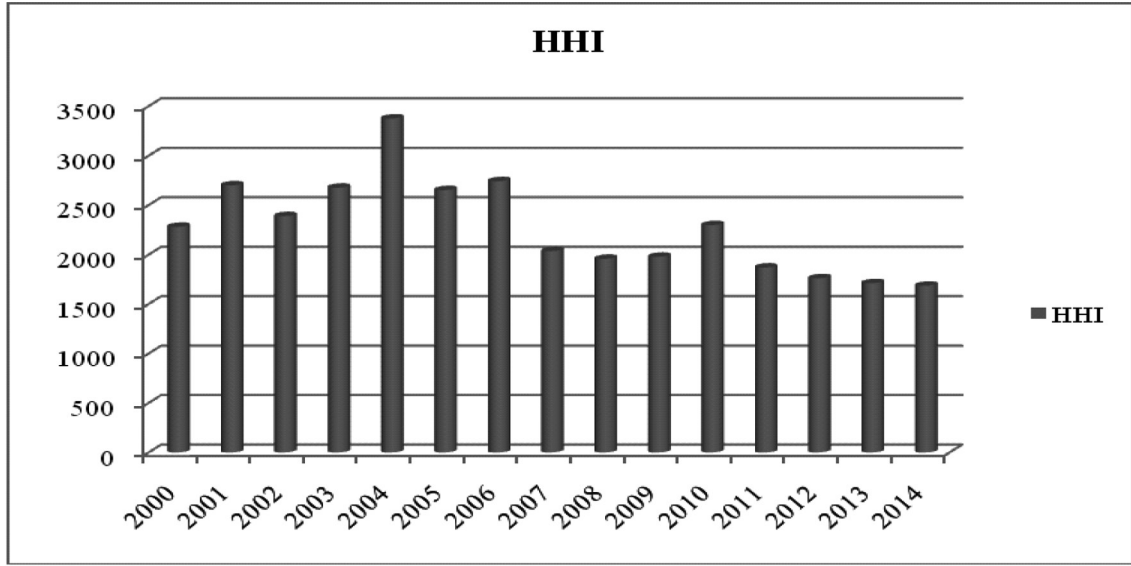
Tablo 2 ve Grafik 2'ye bakıldığında gayrimenkul yatırım ortaklıklarında HHI değerlerinin 2012 yılına kadar 1800'ün üzerinde olduğu, 2012 yılından sonra ise değerlerin düşme eğilimine girdiği görülmektedir. Endeks değerinin en yüksek olduğu yıl ise 2004 yılıdır. Dolayısıyla Türkiye'deki gayrimenkul yatırım ortaklıkları piyasasının 2000-2011 yılları arasında endeksin 1800'ün üzerinde olması sebebiyle oligopol bir piyasa yapısında olduğu, 2012 yılından sonra monopolcü rekabet piyasasına dönüştüğünü söylemek mümkündür.

Tablo 2. 2000-2014 Yılları Arasında Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları İçin Hesaplanan HHI Değerleri

Yıllar	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
HHI	2280	2700	2389	2676	3375	2652	2742	2036	1958	1979	2297	1869	1761	1711	1685

Kaynak: SPK, GYO Bilgilendirme Bültenleri

Grafik 2. 2000-2014 Yılları Arasında Gayri Menkul Yatırım Ortaklıkları İçin Hesaplanan HHI Değerleri



Kaynak: SPK, GYO Bilgilendirme Bültenleri

Çalışmada HHI'nın yanında yoğunlaşmaya farklı bir açıdan bakmak üzere gayrimenkul yatırım ortaklıklarının yoğunlaşma oranları (CR-4 ve CR-5), yani en büyük paya sahip ilk 4 ve 5 şirketin piyasa payları, hesaplanmıştır. Yoğunlaşma oranı fonların

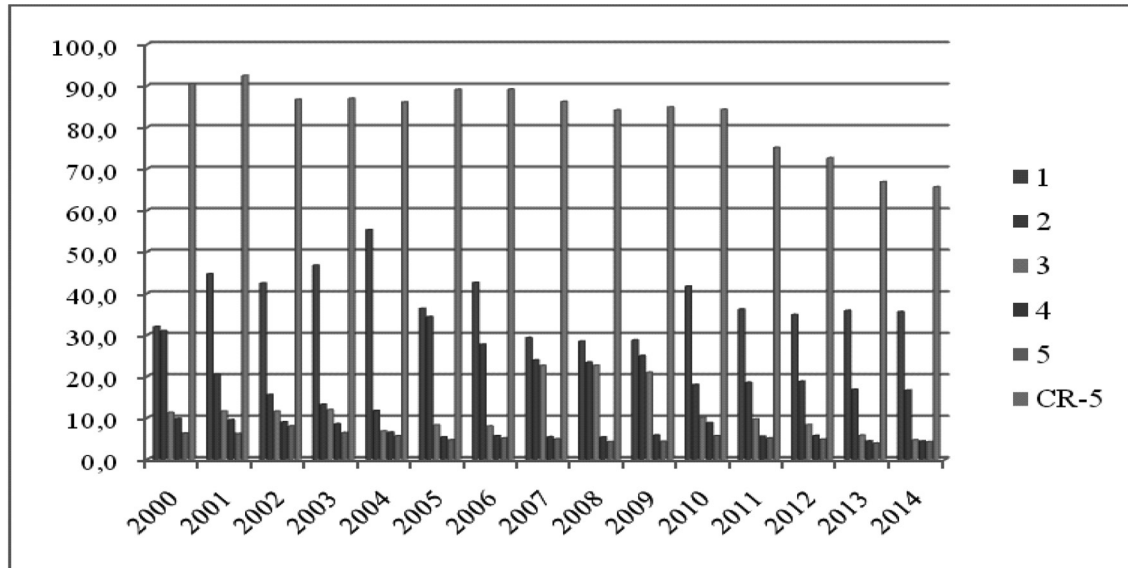
toplam değerinin, piyasa toplam değerine oranlanmasıyla elde edilen piyasa payı olarak alınmıştır. CR-5 için sonuçlar Tablo 3 ve Grafik 3'te sunulmuştur.

Tablo 3. Sektördeki En Büyük Beş Şirketin Pazar Payları

GYO	Yıllar														
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
1	32,0	44,7	42,5	46,8	55,3	36,4	42,6	29,3	28,5	28,8	41,7	36,2	34,9	35,9	35,6
2	31,0	20,5	15,6	13,3	11,8	34,3	27,7	23,9	23,4	25,0	18,0	18,5	18,8	16,9	16,7
3	11,3	11,6	11,6	12,0	6,8	8,3	8,0	22,6	22,7	20,9	10,1	9,7	8,4	5,8	4,7
4	9,9	9,5	9,0	8,5	6,5	5,4	5,7	5,4	5,4	5,9	8,8	5,6	5,8	4,4	4,4
5	6,3	6,2	8,0	6,4	5,7	4,7	5,2	5,0	4,3	4,4	5,7	5,2	4,9	3,9	4,3
CR-5	90,4	92,5	86,7	87,0	86,1	89,1	89,2	86,2	84,2	84,9	84,3	75,1	72,7	66,9	65,7

Kaynak: SPK, GYO Bilgilendirme Bültenleri

Grafik 3. Tüm Ortaklıklar İçin En Büyük Beş Şirketin Pazar Payları



Kaynak: SPK, GYO Bilgilendirme Bültenleri

Tablo 3 ve Grafik 3'e bakıldığında, sektördeki en büyük pazar payına sahip ilk 5 şirketin yoğunlaşma oranlarının yıllar itibariyle azalma eğiliminde olduğu görülmektedir. İlk beş şirketin Pazar payı en yüksek düzeyde 2001 yılında %92,5 oranında gerçekleşmiştir. Tablo incelendiğinde, birinci şirketin pazar payını yıllar itibariyle koruduğu ancak diğer dört şirketin 14 yıl içerisinde pazar paylarını yarı yarıya düşürdüğü görülmektedir. Bu durum HHI'nın oligopol piyasası özelliği göstermesini desteklemektedir. Sektördeki ilk beş şirketin kendi aralarındaki rekabet düzeyi iyi olsa da, bu şirketlerin pazarda %80-%90 gibi yüksek oranda pay sahibi olmaları nedeniyle piyasanın bu şirket-

lerin hâkimiyetinde şekillendiğini söylemek mümkündür. Ayrıca pazarın geneli açısından yoğunlaşmanın yüksek olduğu ve rekabetin düşük düzeyde gerçekleştiği görülmektedir.

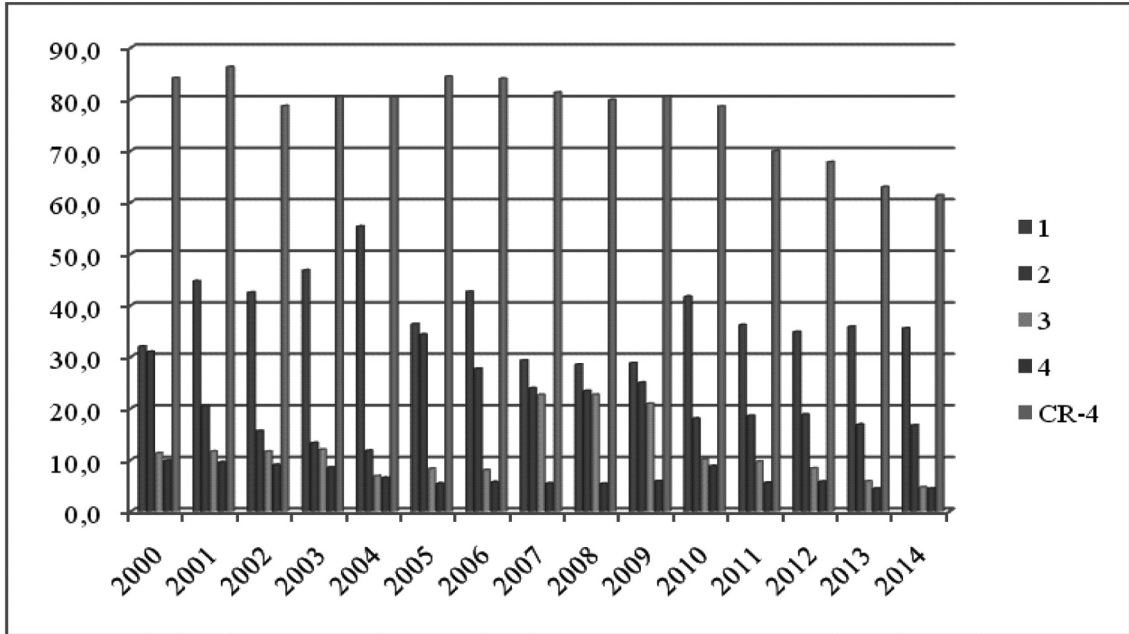
Tablo 4 ve Grafik 4'te ise tüm ortaklıklar için sektördeki en büyük dört şirketin pazar payları sunulmuştur. Tabloya bakıldığında, ilk dört şirketin pazar paylarının ilk beş şirketin paylarına yakın olduğu dikkati çekmektedir. Bunun sebebi Tablo 3'e bakıldığında beşinci sıradaki firmanın pazar payının diğerleriyle karşılaştırıldığında çok düşük olması ve piyasada en etkin olan şirketin birinci sıradaki şirket olmasıdır.

Tablo 4. Sektördeki En Büyük Dört Şirketin Pazar Payları

GYO	Yıllar														
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
1	32,0	44,7	42,5	46,8	55,3	36,4	42,6	29,3	28,5	28,8	41,7	36,2	34,9	35,9	35,6
2	31,0	20,5	15,6	13,3	11,8	34,3	27,7	23,9	23,4	25,0	18,0	18,5	18,8	16,9	16,7
3	11,3	11,6	11,6	12,0	6,8	8,3	8,0	22,6	22,7	20,9	10,1	9,7	8,4	5,8	4,7
4	9,9	9,5	9,0	8,5	6,5	5,4	5,7	5,4	5,4	5,9	8,8	5,6	5,8	4,4	4,4
CR-4	84,1	86,3	78,7	80,6	80,4	84,4	84,0	81,3	79,9	80,6	78,6	70,0	67,8	63,0	61,4

Kaynak: SPK, GYO Bilgilendirme Bültenleri

Grafik 4. Tüm Ortaklıklar İçin En Büyük Dört Şirketin Pazar Payları



Kaynak: SPK, GYO Bilgilendirme Bültenleri

Kısaca, 2000-2014 dönemi gayrimenkul yatırım ortaklıkları için hesaplanan HHI sonuçlarına bakıldığında, piyasanın 2000-2011 yılları arasında rekabetçi olmayan oligopol piyasa yapısında olduğu, ancak 2012 ve sonrasında monopolcü rekabet yapısına dönüştüğü tespit edilmiştir. Özellikle 2010 yılında sektöre giren Emlak Konut GYO ve diğer ortaklıklar nedeniyle sektördeki firma sayısı neredeyse iki katına çıkmış ve durum hem HHI'ya hem de CR-4 ve CR-5 yoğunlaşma oranlarına azalma yönünde doğrudan etki etmiştir. Sektördeki bu artışın sebebi özellikle dar gelirli ailelere yönelik yapılan konutlardaki artış ve sosyal dönüşüm programları nedeniyle sektörün cazip hale gelmesidir. GYO piyasasında en büyük beş şirketin yoğunlaşma oranlarına (CR-5) bakıldığında, 2000 yılında % 90 olan oranın 2014 yılı itibarıyla %66'ya kadar düştüğü görülmektedir. En büyük dört şirketin yoğunlaşma oranları (CR-4) da 2000 yılında % 84'den 2014 yılında % 61'e düşmüştür.

Sonuç

Bu çalışmada, Türkiye'deki gayrimenkul yatırım ortaklıkları piyasasında rekabetin ölçülmesi amaçlanmıştır. GYO'larla ilgili incelenen çalışmalarda genellikle etkinlik-performans incelenmekle beraber rekabet ölçümüne yönelik bir çalışmaya rastlanılmamıştır. Çalışmada, piyasadaki yoğunlaşmanın ölçülmesine yönelik olarak literatürde en çok kullanılan yöntemlerden HHI ve yoğunlaş-

ma oranlarından(CR-4,CR-5) faydalanılarak gayrimenkul yatırım ortaklıkları piyasasındaki rekabet durumu Sermaye Piyasası Kurumu'ndan elde edilen veri setleri düzenlenerek 2000-2014 dönemi için irdelenmiştir.

Çalışma sonucunda incelenen dönem için Türkiye'de ki gayrimenkul yatırım ortaklıkları piyasasının genel olarak rekabetçi olmayan oligopol piyasa yapısında olduğu belirlenmiştir. Piyasanın 2012 yılı ve sonrasında monopolcü rekabet yapısına doğru gittiği ve piyasalarda rekabetçi bir yapının oluştuğu gözlenmiştir. Piyasaların rekabetçi bir yapıya eğilmesi pozitif bir gelişmedir. Bu sayede hayatın her alanında var olması gereken rekabetin geliştirme ve denetleme fonksiyonunun gayrimenkul projelerine yansması olacaktır. Var olan bu etkili rekabet sonucunda ise sağlık ve estetik özellikleri ağır basan projeler desteklenecek ve gelişecektir. Çalışmanın eksik yanı ise analizde rekabeti tespit etmek için sadece yapısal olan yaklaşımlardan faydalanılırken yapısal olmayan yöntemlerin kullanılmamasıdır. İki yaklaşımın da uygulanarak sonuçlarının karşılaştırılması çalışmanın araştırmaya açık boyutudur.

Kaynakça

ANDERSON, R. I., FOK, R., SPRINGER, T. and WEBB, J.; (2002), "Technical Efficiency and Economies of Scale: A Non-Parametric Analysis of REIT Operating Efficiency", *European Journal of Operational Research*, Vol.139, Issue 3, ss. 598-612

BURNS, W. L. and EPLEY, D. R.; (1982), "The Performance of Portfolio of REITs Stocks", *Journal of Portfolio Management*, Vol 8, Issue 3, ss: 37-41

ÇELİK, T. ve KAPLAN, M.; (2010), "Türk Bankacılık Sektöründe Etkinlik ve Rekabet:2002-2007", *Sosyo-ekonomi*, Cilt:13, Sayı:13, s:8-28

DURUKAN, T. ve HAMURCU, Ç.; (2009), "Mobil İletişimde Pazar Yoğunlaşması: Türkiye ile Kazakistan, Kırgızistan, Tacikistan, Türkmenistan ve Özbekistan Karşılaştırması", *Karadeniz Araştırmaları*, Cilt:6, Sayı: 22, s.75-86.

EROL, I., İLERİ, A.; (2013), "What Determines REIT Returns in Turkey? An Application of Time-Varying Arbitrage Pricing Model in an Emerging REIT Market", *İktisat İşletme ve Finans*, 28 (331), ss. 9-32.

GLASCOCK, J. L., LU, C. and SO, R. W.; (2006), "Excess Return and Risk Characteristics of Asian Exchange Listed Real Estate", Available at SRN: <http://ssrn.com/abstract=907427>. Erişim tarihi:18.02.2015

HAN, J. and LIANG, Y.; (1995), "The Historical Performance of Real Estate Investment Trusts", *Journal of Real Estate Research*, Vol. 10, No. 3, ss. 235-262.

HAYTA, Ö.; (2009), *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Performans Değerlendirmesi: İMKB'de Bir Uygulama, Yüksek Lisans Tezi Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana*

KAYNAK, S. ve ARİ, Y. O.; (2011), "Türk Otomotiv Sektöründe Yoğunlaşma: Binek ve Hafif Ticari Araçlar Üzerine Bir Uygulama", *Ekonomik Yaklaşım*, Cilt: 22, Sayı: 80, ss.39-58

KUHLE, J.L. and WALTHER, C.H.; (1986) "REITs vs. Common Stock Investments: An Historical Perspective: A Survey of Performance Results, 1973-1984", *Real Estate Finance*, Vol. 3, No.1, ss. 452-77.

KURUL, D.M.; (2011), "Türk Bankacılık Sektörüne İlişkin Yoğunlaşma ve Hakimiyet Göstergeleri", *TCMB, Ekonomi Notları*, Sayı: 5, ss:1-7

ÖMÜRGÖNÜLŞEN, U., PİRGAİP, Ç. Z. ve PİRGAİP, B.; (2015), "Mahalli İdarelerin Altyapı Yatırımlarının Finansmanında Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı (GYO) Modeli", *Maliye Dergisi*, Sayı 168, ss. 20-30.

ÖZDEMİR, B. ve TÜRKER, F.; (2007), "Enflasyonun ve Faiz Oranlarının 2002–2006 Döneminde Türkiye'de Gayri Menkul Yatırım Ortaklıklarına Etkisi", http://www.akademiktisat.net/calisma/insaat_gmenkul/gmenkul_bozdemir_fturker.htm, Erişim Tarihi: 18.02.2015

POLAT, Ç.; (2007), "Yoğunlaşma ve Piyasa Yapısı İlişkisi Çerçevesinde Türk Çimento Sektörünün Yapısal Analizi", *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt:7, Sayı:2, ss:97-116

SMİTH, K. V. and SHULMAN, D.; (1976), "Institutions Beware: The Performance of Equity Real Estate Investment Trusts", *Financial Analysts Journal*, Vol.32, Issue 5, ss. 61–66.

SPK, (2014). "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları", *SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-5*, Ankara, 1-19, Erişim Tarihi: 15.06.2015, <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=disp>

[layfile&pageid=72&fn=72.pdf](#)

ŞARKAYA, C.; (2007), "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Üzerine Bir İnceleme ve Türkiye'ye İlişkin Sektör Analizi", *Sosyal Bilimler Dergisi*, (1), ss.175-190.

TİTMAN, S. and WARGA, A.; (1986), "Risk and the Performance of Real Estate Investment Trusts: A Multiple Index Approach", *AREUEA Journal*, Vol. 14, No. 3, ss. 414–431.

TSPAKB (SERMAYE PİYASASI ARACI KURULUŞLARI BİRLİĞİ); (2011), "Sermaye piyasası algı ve yatırım potansiyeli belirleme araştırması", https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/06/ETM_baskanin_konusmalari_SP_algi_anketi_basin_sunumu_13042011.pdf

TÜRKMEN, S. Y.; (2011), "İMKB'de İşlem Gören Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Finansal Etkinliklerinin Veri Zarflama Analizi ile Değerlendirilmesi", *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Cilt XXXI, Sayı II, ss. 273-288

UYŞAL, E. ve ÖZÜTÜRK, B.; (2005), "Türk Menkul Kıymet Yatırım Fonlarında Yoğunlaşma", *İstanbul Üniversitesi, İktisat Fakültesi Maliye Araştırma Merkezi Konferansları*; 47. Seri

UZGÖREN, E. ve TARHAN, A.; (2012), "Türkiye'de Bankacılık Piyasasında Yoğunlaşma - CR4 ve Herfindhal-Hirsman Endeksleri ile Analiz-", *Akademik Bakış Dergisi*, Sayı:28, ss:1-16

YAZICI, T.; (2013), *Medya Mülkiyetine İlişkin Düzenlemeler Ve Dünyadaki Örnekler Bağlamında Türkiye İçin Bir Medya Mülkiyeti Modeli Önerisi*, *Maltepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İletişim Bilimleri, Doktora Tezi, İstanbul.*

www.spk.gov.tr

www.vakifgyo.com.tr

http://www.emlakkonut.com.tr/_Assets/Upload/Status/EKGYO_01a.pdf

http://www.gyoder.org.tr/img/mc-content/20131021172312_2583gayrimenkulyatirimortakligiolmaksunucbildirgesi.pdf

<http://herdem.av.tr/tr/turk-hukukunda-gayrimenkul-yatirim-ortakliklari/>

http://www.verginet.net/dtt/4/GayrimenkulYatirimOrtakliklari_10470.aspx

Makale Yazım Kuralları

1. Finans - Politik & Ekonomik Yorumlar dergisi 53 yıldan beri aylık olarak yayımlanan hakemli bir dergidir. Yazım dili Türkçe ve Yayın Kurulunun onay verdiği durumlarda İngilizcedir.
2. Finans - Politik & Ekonomik Yorumlar Dergisi'ne gönderilmiş olan makaleler daha önce hiçbir yerde yayınlanmamış ve yayınlanmak üzere sunulmamış olmalıdır. Makaleler, yayınlansın veya yayınlanmasın iade edilmez. Dergide yayınlanması kabul edilen veya yayınlanan yazı ve makalelerin yazılı ve elektronik ortamdaki tüm yayın hakları Finans-Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi'ne aittir.
3. Makaleler şekil ve içerik yönünden Dergi Editörü tarafından incelendikten sonra hakemlere gönderilmektedir. İçerik ve şekil açısından Dergi yayın formatına uymayan makaleler hakemlere gönderilmez ve bu durum yazar(lar)a bildirilir.
4. Makaleler, MS Word 2000 ve/veya üstü sürümlerde, 11 punto, Times New Roman karakteri ile tek satır aralıklı olarak yazılır. Özetler 10 punto yazılmalıdır. Makale bilgisayar ortamında fpekonmikyorumlar@gmail.com adresine mail olarak gönderilmeli ve kayıt numarası alınmalıdır. İleri tarihli sorgulamalar bu kayıt numarası ile yapılır.
5. Makalenin başlığı ilk sayfanın başına kalın 14 punto, ilk harfler büyük diğerleri küçük olarak sayfa ortalanarak yazılır. Başlıktan sonra 12 nk aralık verilerek yazar ad(lar)ı unvansız olarak sayfa ortalanarak yazılır. Unvan, çalıştığı kurum ve elektronik posta (e.mail) adresi dipnot olarak belirtilir.
6. Yazar adından sonra 12 nk boşluk bırakılarak 150 kelimeyi geçmeyen Türkçe özet yazılır. Ardından İngilizce başlık ve yine 150 kelimeyi geçmeyecek şekilde İngilizce özet yazılır. Yazının ana konusunu tanımlayan anahtar kelimeler bu özetlerin altında verilir. Anahtar kelimeler en az iki en çok 6 kelime olmalıdır.
7. Makale; tablo, şekil ve kaynaklar dâhil 20 sayfayı geçmemelidir.
8. Kaynaklara yapılan atıflar, dipnotlar yerine metnin içinde parantez arasında yapılmalıdır. Parantez içindeki ifadeler şu sırayla yer almalıdır: yazar(lar)ın soyadı, kaynağın yılı: sayfa numarası. Eğer, yazarın aynı yıl içinde yayınlanmış birden fazla eserine atıf yapılıyorsa, yıllar harfler ile farklılaştırılmalıdır. Yapılacak atıf bir internet sitesinden alınmışsa ve atfın yazarı belli değil ise, parantez içerisindeki ifadeler şu şekilde sıralanmalıdır; internet sitesinin kurumu, internet adresi, erişim yılı. Açıklamalar ise sayfa altında dipnot olarak verilir.
9. Yararlanılan kaynaklar, ayrı bir sayfada "Kaynakça" başlığı altında verilmelidir. Kaynakça başlığı ortalanarak yazılmalıdır. Yazar soyadlarının gösteriminde tamamen büyük harf kullanılmalıdır ve yazar isimleri açık bir şekilde belirtilmelidir. Kaynakça biçim kurallarına dair örnekler aşağıda sıralanmıştır:

Kitaplarda:

ACAR, Sadık; (2000), *Uluslararası Reel Ticaret: Teori, Politika*, Dokuz Eylül Ün. Yayınları, İzmir.
 CHANG, Ha-Joon; (2003), *Kalkınma Reçetelerinin Gerçek Yüzü*, Çev.: T. A. Onmuş, İletişim Yayınları, İstanbul.
 SARNO, Lucio and Mark P. TAYLOR; (2003), *The Economics of Exchange Rates, Second Edition*, Cambridge University Pres, United Kingdom.

Makalelerde:

MARION, Nancy P.; (1999), "Some Parallels Between Currency and Banking Crises", *International Tax and Public Finance*, 6(4), pp. 473-490.

BAŞ, Türker ve Kadir ARDIÇ; (2002), "The Impact of Age on The Job Satisfaction of Turkish Academicians", *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 4(3), ss. 89-102.

Derlemelerde:

DAHLMAN, Carl J. and Richard NELSON; (1995), "Social Absorption Capability, National Innovation Systems and Economic Development", Bon-Ho KOO and Dwight PERKINS (Ed.), *Social Capability and Long Term Economic Growth*, St. Martin Press, New York, pp. 82-122.

METHİBAY, Yaşar; (2003), Avrupa Birliğinde İhale Sistemi ve GATT İhale Kodu", iç. Binnur ÇELİK ve Fatih SARAÇOĞLU (Ed.), Maliye Seçme Yazıları, *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi'ni Geliştirme Vakfı Yayını*, ss. 125-142.

İnternette Alınan Kaynaklarda:

TİGREL, ALİ; "Timetable: What will Happen and When," <http://europa.eu.int/euro/html>. 27.09.1999
 ACEMOGLU, Daron and Simon JOHNSON; (2006), *Disease and Development: The Effect of Life Expectancy on Economic Growth*, NBER Working Paper 12269, <http://www.nber.org/papers/w12269>, 06.06.2006.

Not: *Yabancı dilde yayınlanmış çalışmalarda bağlaçlar ve kısaltmalar metin dili ile uyumlu olmalıdır. Örneğin metin dili İngilizce olan bir çalışmada 've' bağlacı yerine 'and', 'ss.', kısaltması yerine 'pp.' kullanılmalıdır.*