

**T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI**

DOKTORA TEZİ

**TÜRK SANAT PİYASASI; PİYASA YAPISI, BİR
YATIRIM ARACI OLARAK SANAT ÜRÜNÜ
GETİRİSİ VE BİR TÜRK SANAT PİYASASI
FİYAT ENDEKSİNİN KURULMASI**

**Zafer ÖZDEM
2502553559**

**TEZ DANIŞMANI
Prof. Dr. Oğuzhan ÖZÇELEBİ**

İSTANBUL-2020

ÖZ

**TÜRK SANAT PİYASASI; PİYASA YAPISI, BİR YATIRIM
ARACI OLARAK SANAT ÜRÜNÜ GETİRİSİ VE BİR TÜRK
SANAT PİYASASI FİYAT ENDEKSİNİN KURULMASI**

Zafer ÖZDEM

Bu tez çalışmasında, Türk sanat piyasasının finansallaşmasıyla birlikte yeni gelişen bir yatırım varlığı olan sanat yatırımının; getiri, risk ve portföy çeşitlendirici performansının ölçülmesi, büyüme hızı ve geleneksel yatırım varlıkları ile nedensellik ve bağımlılık ilişkilerinin analizi ve bu ölçüm ve analizleri gerçekleştirebilmek için bir sanat fiyat endeksinin oluşturulması amaçlanmıştır. Sanat endeksi, piyasayı temsil eden 45 ressamın 4097 satılan resminin ortalama birim santimetre kare fiyatının cari ve baz dönem oranlanması yöntemiyle 1995-2018 çeyrek dönem için oluşturulmuştur. İncelen dönemde, nominal ortalama getiri oranı sanat yatırımı için %20.39, BİST100 Endeksi %13.55, altın %9.79, dolar %8.28 ve Hazine Bonosu %7.97 hesaplanmıştır. Yeni gelişen oynak bir piyasada riskli bir varlık olan sanat yatırımı, finansal varlıklarla olan pozitif fakat zayıf korelasyon düzeyi ile portföy çeşitlendirici bir potansiyel içermektedir. BİST100 Endeksi, Sanat Endeksinin tek yönlü Granger nedenidir. Sanat piyasasında fiyat yükselişleri hisse senedi kazançları artışını izlemektedir. Hazine Bonosu gelirleri, Sanat Endeksi, BİST100, altın ve doların tek yönlü Granger nedeni olarak yatırımcıların gelirlerini görece uzun vadeli yatırımlara yönelttiğine işaret etmektedir. Türk sanat piyasasında servet etkisinin ve fiyatı yüksek resimlerin daha çok getiri sağladığı başyapıt etkisinin varlığı gözlenmiş, yaşamdan ayrılan ressamların tümünün resim fiyatlarının ölüm etkisi hipotezi doğrultusunda yükselmesinin gerçekleşmediği izlenmiş, yatırımcı ve koleksiyoncunun soyut yerine konulu resimleri tercih ettikleri resim piyasasının likidite oranı 2018 için %77 hesaplanmıştır. Büyüme hızının, Sanat Endeksi ile Granger nedensellik ilişkisi ve güçlü pozitif bir korelasyonu görülmemiş, varyans ayrıştırması analizi ise Sanat Endeksinde on iki çeyrek dönem sonrası oluşacak değişimin %2.07' sine etki edebildiğini göstermiştir.

Anahtar Kelimeler: Türk sanat piyasası fiyat endeksi, sanat yatırımı getirisi, sanat ekonomisi, servet etkisi, başyapıt etkisi, ölüm etkisi, resmin konusunun etkisi.

ABSTRACT

**TURKISH ART MARKET; MARKET STRUCTURE, ART
RETURN AS AN INVESTMENT ASSET AND CONSTRUCT AN
ART PRICE INDEX FOR TURKISH ART MARKET**

Zafer ÖZDEM

This dissertation analyzes the risk and return characteristics, the prospects for portfolio diversification, causality and dependency relationships with traditional investment assets of art investment which is an emerging investment asset in the newly financialized Turkish art market. To aim this, constructed an art price index over the period 1995-2018 quarterly by selecting the best representative 45 painters and their average size, quality and best known era 4.097 paintings sold at auctions in Turkish art market. Index modelled by the price per square centimeter unit of area of the arithmetic average of the total paintings sold in one quarter period for each artist. The results on arithmetic mean of the returns rate in nominal for art investment is %20.39, BIST100 share index is %13.55, gold is %9.79, USD is %8.28 and Treasury Bills is %7.97. Turkish art market performance shows a typical emerging art market that is an upward trend with higher volatility and the returns on paintings and risks are much higher than conventional investment assets. Art investment indicates positive but lower correlation with financial assets and it suggests some diversification potential for portfolio optimization. At lag 2, one side, BIST100 share index Granger cause changes in the Art Price Index shows that art price changes are driven by capital gains that is a strong evidence for the existence of wealth effect. Investors and collectors prefer and pay more for figurative paintings than abstract. There is also the existence of the masterpieces effect but there is no evidence for the death effect in the Turkish art market, the sale rate is %77 at auctions in 2018. Searching the linkages between art market and GDP through variance decomposition and Granger causality, analyses proves that art market shows not a significant relation with GDP and also pairwise correlations indicate no relation between art market and GDP.

Keywords: Turkish Art Price Index, art investment, art finance, art return, index is based on the price per unit of area, wealth effect, death effect, masterpiece effect

ÖNSÖZ

Sanat piyasalarının finansallaşması sanat eserini bir yatırım varlığına dönüştürmüş, sanat eseri günümüzde artık bir yatırım aracı olarak finansal güdülerle alınır olmuş, finansal değeri estetik değerinin önüne geçmiştir. Bu süreçle birlikte, bir resim satın almak için yatırımcının öncelikle bir yatırımın geleneksel yatırım varlıkları gibi getirisini ölçebileceği bir fiyat endeksine gereksinim duyulmuştur. Bu amaçla, Türk sanat piyasasında sanat yatırımının getirisinin hesaplanabileceği bir sanat fiyat endeksi oluşturmak tezin temel çıkış noktası olarak belirlenmiş ve bir yatırımcının pratikte de kullanabileceği BİST100 hisse senedi endeksi benzeri genel bir sanat fiyat endeksi ile birlikte Klasik, Modern ve Çağdaş Dönem ressamaları temsil eden üç alt endeks ve 45 bireysel ressam endeksi oluşturulmuştur. Bireysel ressam endeksleri önemli bir işlevi yerine getirerek literatürde ölüm etkisi, başyapıt etkisi gibi temel hipotezlerin Türk sanat piyasası için sınanmasını olanaklı kılmıştır. Oluşturulan endeksler ile Türk sanat piyasasında yapılacak sanat yatırımının getirisi ve riski hesaplanabilir ve performans sonuçları geleneksel finansal varlıklar ile karşılaştırılabilir, 45 ressamın fiyat, getiri, risk ve yatırım değeri izlenebilir hale getirilmiştir. Ayrıca sanat ürününün ekonomik analizi Türkçede yazılmış oldukça ayrıntılı ve kapsamlı bir çalışma olarak sanat ekonomisi dersleri için ders notu niteliğindedir.

Endeks oluşturmak için istatistiksel hata payı yüksek hedonik fiyat modelleri gibi yaklaşımlardan kaçınarak zor bir işe girişip yaklaşık 35.000 satış işleminden uygun olanların tespitinin emek yoğun ve zaman gerektiren çalışma süreci beklenildiği gibi çok titiz bir çalışmayı gerektirmiş ve tez yazım süresini doğal olarak uzatmıştır.

Bu uzun ve zorlu süreçte, özellikle izleme toplantılarında gösterdikleri sabır, anlayış ve tezimi bitirmeye yönelik her türlü katkı, teşvik ve önerilerini esirgemeyen değerli hocalarım Tez Danışmanım Sayın Prof. Dr. Oğuzhan ÖZÇELEBİ, Sayın Prof. Dr. Erdinç ALTAY ve Sayın Prof. Dr. Dündar Murat DEMİRÖZ' e sonsuz teşekkür ve saygılarımı sunarım.

İSTANBUL, 2020

Zafer ÖZDEM

İÇİNDEKİLER

ÖZ.....	ii
ABSTRACT.....	iii
ÖNSÖZ.....	iv
TABLolar LİSTESİ.....	x
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xii
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xiv
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM SANATIN EKONOMİK YORUMU

1.1. Sanat ve Ekonomi İlişkisi.....	6
1.2. Sanat Ekonomisi.....	7
1.3. Kültür Ekonomisi.....	8
1.4. Yaratıcı Endüstriler.....	9
1.5. Literatür Araştırması.....	10
1.6. Kapitalist Toplumda Sanat Eserinin Dönüşümü: Metadan Yatırım Varlığına...20	
1.6.1. Sanatın Metalaşması.....	20
1.6.2. Sanatın Şirketleşmesi	21
1.6.3. Sanatın Finansallaşması	22
1.6.3.1. Finansallaşmanın Tanımı.....	22
1.6.3.2 Sanat Piyasasının Finansallaşması.....	23
1.7. Sanat Piyasası.....	24
1.7.1. Sanat Piyasasında Tüketim ve Talep Fonksiyonu.....	25
1.7.1.1. Sanat Ürünü Talep Fonksiyonu.....	28
1.7.1.2. Sanat Ürünü Talebinin Fiyat Esnekliği.....	29
1.7.1.2.1. Statü ve Veblen Malı Olarak Sanat Ürünü.....	30
1.7.1.2.2. Bir Ressamın Piyasa Statüsünün Artması ve Eserinin Veblen Malına Dönüşmesi.....	31
1.7.1.3. Sanat Ürünü Talebinin Gelir Esnekliği.....	33
1.7.2. Bir Yatırım Varlığı Olarak Sanat Ürünü Talebi	33
1.7.2.1. Bir Yatırım Varlığı Olarak Sanat Ürününün Yatırım Getirisi Beklentisi.....	37
1.7.2.2. Bir Yatırım Varlığı Olarak Sanat Ürünü Yatırımı ve Risk...38	
1.7.2.3. Sanat Ürününün Yatırım Varlığı Olarak Satışı Sorunu ve Likidite.....	39
1.7.3. Birincil Sanat Piyasası.....	40
1.7.3.1. Birincil Sanat Piyasasında Etkinlik.....	40
1.7.3.2. Birincil Sanat Piyasasında Fiyatın Oluşumu.....	41

1.7.4. İkincil Sanat Piyasası.....	43
1.7.4.1. İkincil Sanat Piyasasında Fiyatın Oluşumu.....	44
1.7.4.2. İkincil Sanat Piyasasında Sanat Eseri Fiyatını Etkileyen Etkenler.....	46
1.7.4.2.1. Resmin Yüzey Büyüklüğünün Fiyatı Etkilemesi...47	
1.7.4.2.2. Resmin Açık Artırma Satış Sırasının Fiyatı Etkilemesi.....	47
1.7.4.2.3. Resmin Yapımında Kullanılan Teknik ve Malzemenin Fiyatı Etkilemesi.....	48
1.7.4.2.4. Resmin Konusunun Fiyatı Etkilemesi.....	49
1.7.4.2.5. Resmin İmzalı Olmasının Fiyatı Etkilemesi.....	49
1.7.4.2.6. Resmin Satıldığı Açık Artırma Şirketinin ve Yerinin Resmin Fiyatını Etkilemesi.....	50
1.7.4.2.7. Ressamın Yaşam Durumu ve Piyasa Konumunun Resimlerinin Fiyatını Etkilemesi.....	50
1.7.4.2.8. Resmin Basılı Bir Eserde Yer Alması, Sahiplik Geçmişi ve Sergilenme Durumunun Fiyatı Etkilemesi.....	53
1.7.5. Sanat Piyasasında Arz.....	54

İKİNCİ BÖLÜM TÜRKİYE İKİNCİL SANAT PİYASASI

2.1. Türkiye İkincil Resim Piyasası Verileri	58
2.2. Türkiye İkincil Resim Piyasasının Küresel Piyasalar İçindeki Yeri.....	61
2.3. Türkiye İkincil Resim Piyasasında Satışa Sunulan Resimlerin Satış (Likidite) Oranı.....	63
2.4. Türk Resim Piyasasında Sanatsal Akım ve Resmin Konusunun Fiyatı Üzerine Etkisi.....	67
2.5. Türk Resim Piyasasında Yaşam Durumunun Fiyat Üzerindeki Etkisi	70
2.5.1. Avni Arbaş.....	71
2.5.2. Burhan Doğançay.....	73
2.5.3. Ferruh Başağa.....	74
2.5.4. Nuri Abaç.....	75
2.5.5. Nuri İyem.....	76
2.5.6. Ömer Uluç.....	77
2.5.7. Zekai Ormancı.....	79
2.5.8. Türk Resim Piyasası ve Ölüm Etkisi Hipotezi.....	80

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

BİR YATIRIM VARLIĞI OLARAK SANAT ESERİ GETİRİSİNİ ÖLÇEN FİYAT ENDEKSLERİ VE TÜRK SANAT PİYASASI İÇİN BİR FİYAT ENDEKSİ GELİŞTİRİLMESİ

3.1. Sanat Fiyat Endeksi Oluşturma Yöntemleri ve Literatür Araştırması.....	83
3.1.1. Ortalama Fiyatları Kullanan Endeks Oluşturma Yöntemleri.....	83
3.1.2. Hedonik Regresyon Yöntemi.....	85
3.1.3. Yinelenen Satış Yöntemi Fiyat Endeksi.....	88
3.1.4. Yöntemlerin Değerlendirilmesi.....	90
3.1.5. Aynı Veri Tabanını Kullanarak Değişik Yöntemlerle Oluşturulan Endeks Sonuçlarının Karşılaştırılması.....	91
3.2. Türk Sanat Piyasası İçin Fiyat Endeksi Geliştirilmesi.....	94
3.2.1. Endeks Oluşturma Yöntemi.....	96
3.2.2. Endeks Hesaplamada Kullanılan İkincil Piyasa Satış Verileri.....	99
3.2.3. Ressamların Seçimi.....	101
3.2.4. Resimlerin Seçimi.....	104
3.2.4.1. Resimlerin Kullanılan Malzeme Bileşimine Göre Seçimi...104	
3.2.4.2. Resimlerin Büyüklük Seçimi.....	105
3.2.4.3. Resimlerin Fiyat Seçimi.....	106
3.2.5. Açık Artırma Kuruluşları Seçimi.....	106

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRK SANAT PİYASASI: FİYAT, GETİRİ VE RİSKİNİN ANALİZİ

4.1. Türk Sanat Endeksi 1995-2018: Analizler ve Sonuçlar.....	108
4.1.1. 1995-2018 Çeyrek Dönem Sanat Eseri ve Alternatif Finansal Varlık Yatırımlarının Getiri Oranı ve Risk Analizi.....	113
4.1.2. Ülke Bazında Sanat Yatırımı Getiri Oranı ve Riskini Hesaplayan Çalışmalar.....	119
4.1.3. 1995-2018 Çeyrek Dönem Borsa İstanbul BİST100 Endeksi Performansı.....	121
4.1.4. Borsa İstanbul BİST100 Endeksi ile Sanat Piyasası İlişkisi ve Servet Etkisi (Wealth Effect) Hipotezi.....	125
4.1.5. 1995-2018 Çeyrek Dönem Hazine Bonosu ve Devlet Tahvili Faiz Getirisi.....	125
4.1.6. 1995-2018 Çeyrek Dönem Altın Yatırımı Getirisi.....	128
4.1.7. 1995-2018 Çeyrek Dönem ABD Doları Yatırımı Getirisi.....	129
4.2. Sanat Yatırımı ve Finansal Varlık Piyasası Analizi: VAR Modeli.....	131
4.2.1. Sanat ve Finansal Varlıklar Getiri Oranları Serilerinin Durağanlık Sınanması.....	132

4.2.2. Sanat ve Finansal Varlıklar İlişkisi: VAR Modeli Granger Nedensellik/Dışsal Değişkenler Engellenmiş Wald Testi ve Varyans Ayırıştırması Analizi.....	133
4.2.2.1. VAR Modeli Granger Nedensellik/Dışsal Değişkenler Engellenmiş Wald Testi.....	134
4.2.2.2. Varyans Ayırıştırması Analizi.....	137
4.3. Türk Sanat Piyasası ve GSYİH Büyüme Hızı.....	138
4.3.1. Türk Sanat Endeksi ve GSYİH Büyüme Hızı İlişkisi: VAR Modeli Analizi.....	141
4.3.1.1. Türk Sanat Endeksi ve GSYİH Büyüme Hızı Durağanlık Sınanması.....	141
4.3.1.2. Türk Sanat Endeksi ve GSYİH İlişkisi: VAR Modeli Granger Nedensellik/Dışsal Değişkenler Engellenmiş Wald Testi ve Varyans Ayırıştırması Analizi.....	142
4.4. Türk Sanat Endeksinin Ressamların Yaşadıkları Döneme Göre Alt Grup Endekslerine Ayrılması: Klasik, Modern ve Çağdaş Dönem.....	145
4.4.1. Endekslerde Yer Alan Klasik, Modern ve Yaşayan 45 Ressamın Getiri Oranları	148
4.4.2. Türk Sanat Piyasasında Başyapıt (Masterpiece Effect) Etkisi Hipotezi.....	149
4.4.3. Klasik Ressamların Grup ve Ressam Bazında Sanat Fiyat Endeksleri.....	152
4.4.4. Modern Ressamların Grup ve Ressam Bazında Sanat Fiyat Endeksleri.....	154
4.4.5. Yaşayan (Çağdaş) Ressamların Grup ve Ressam Bazında Sanat Fiyat Endeksleri.....	157
SONUÇ	160
KAYNAKÇA	171
EKLER	
Ek 1: 1995-2018 Çeyrek Dönem BİST100 Endeksi Nominal ve Reel Getiri Oranları Tablosu.....	185
Ek 2:1995-2018 Kısa Vadeli Hazine Bonosu Nominal ve Reel Faiz Oranı Tablosu.....	187
Ek 3: 1995-2018 Çeyrek Dönem Altın Fiyatları ve Getiri Oranı Tablosu.....	189
Ek 4: 1995-2018 Çeyrek Dönem ABD Doları/TL Kur Değişim Oranı Tablosu.....	191
Ek 5: 1995-2018 Çeyrek Dönem Sanat ve Finansal Varlıklar Getiri Oranı Zaman Serilerinin Genelleştirilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi Eviews 10 Çıktı Tablosu.....	193
Ek 6: 1995-2018 Çeyrek Dönem USD Fiyatlarıyla Düzenlenmiş Türk Sanat Endeksi ve Gayri Safi Yurtiçi Hasıla Değişim Oranı Serilerine Ait Genelleştirilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi Eviews 10 Çıktı Tablosu.....	196
Ek 7: 1995-2018 Çeyrek Dönem Sanat ve Finansal Varlıklar Getiri Oranı Vektör Otoregresyon Tahminleri (Gecikme Uzunluğu 2) Tablosu.....	197

Ek 8: 1995-2018 Çeyrek Dönem Sanat ve Finansal Varlıklar Getiri Oranı Vektör Otoregresyon Tahminleri (Gecikme Uzunluğu 1) Tablosu.....	198
Ek 9: 1998-2018 Çeyrek Dönem Türk Sanat Fiyat Endeksi ve GSYİH Bir Önceki Döneme Göre Değişim Oranı Tablosu.....	199
Ek 10: 1998-2018 Çeyrek Dönem USD Fiyatlarıyla Düzenlenmiş Türk Sanat Endeksi ve Gayri Safi Yurtiçi Hasıla Değişim Oranları Vektör Otoregresyon Tahminleri (Gecikme Uzunluğu 1) Tablosu.....	201
Ek 11: 1995-2018 Çeyrek Dönem Cari Fiyatlarla TL Olarak Düzenlenmiş ve Enflasyondan Arındırılmış Türk Sanat Fiyat Endeksi Tablosu.....	202
Ek 12: 1995-2018 Çeyrek Dönem Cari Fiyatlarla Dolar Olarak Düzenlenmiş ve Enflasyondan Arındırılmış Türk Sanat Endeksi Tablosu.....	204
Ek 13: Cholesky Etkenleri Kullanılarak Yapılan Varyans Ayrıştırması Analizi (gecikme uzunluğu 2) Tablosu.....	206
Ek 14: Cholesky Etkenleri Kullanılarak Yapılan Varyans Ayrıştırması Analizi (gecikme uzunluğu 1) Tablosu.....	207
Ek 15: 1995-2018 Çeyrek Dönem Cari Fiyatlarla Düzenlenmiş Klasik Ressamlar Fiyat Endeksi Tablosu.....	208
Ek 16: 1995-2018 Çeyrek Dönem Cari Fiyatlarla Düzenlenmiş Modern Ressamlar Fiyat Endeksi Tablosu	210
Ek 17: 1995-2018 Çeyrek Dönem Cari Fiyatlarla Düzenlenmiş Yaşayan Ressamlar Fiyat Endeksi Tablosu	212
ÖZGEÇMİŞ	214

TABLolar LİSTESİ

Tablo 2.1. : Türkiye İkincil Resim Piyasası 1995-2018 Verileri.....	59
Tablo 2.2. : İkincil Sanat Piyasası 1995-2018 Resim Satış Korelasyon Tablosu	60
Tablo 2.3. : Küresel İkincil Sanat Piyasası Ülke Bazında Satış ve Piyasa Payları....	61
Tablo 2.4. : Türkiye İkincil Sanat Piyasası 2011 Yılı Likidite Oranı.....	65
Tablo 2.5. : Türkiye İkincil Sanat Piyasası 2017 ve 2018 Yılı Likidite Oranı.....	66
Tablo 2.6. : Türkiye’de 2018 Yılı Sonuna Kadar Satılan En Pahalı Yüz Resmin Konu ve Sanatsal Akımına Göre Ayrımı.....	68
Tablo 2.7. : 1995 - 2018 Yılları Arasında Yaşamdan Ayrılan Ressamların Fiyat Endeksi.....	70
Tablo 2.8. : 1995 - 2018 Yılları Arasında Yaşamdan Ayrılan Ressamların Satışa Çıkan Eser Sayısı.....	71
Tablo 2.9. : Avni Arbaş Endeksi, Satış Arzı ve Türk Sanat Endeksi Korelasyonu...	72
Tablo 2.10.: Burhan Doğançay Endeksi, Satış Arzı ve Türk Sanat Endeksi Korelasyonu.....	73
Tablo 2.11.: Ferruh Başağa Endeksi, Satış Arzı ve Türk Sanat Endeksi Korelasyonu.....	75
Tablo 2.12.: Nuri Abaç Endeksi, Satış Arzı ve Türk Sanat Endeksi Korelasyonu....	75
Tablo 2.13.: Nuri İyem Endeksi, Satış Arzı ve Türk Sanat Endeksi Korelasyonu....	77
Tablo 2.14.: Ömer Uluç Endeksi, Satış Arzı ve Türk Sanat Endeksi Korelasyonu...	78
Tablo 2.15.: Zekai Ormancı Endeksi, Satış Arzı ve Türk Sanat Endeksi Korelasyonu.....	80
Tablo 3.1. : Beş Ayrı Endeks Hesaplama Yöntemi ile Aynı Veriler Kullanılarak Hesaplanan Getiri Oranı ve Hata Payları.....	93
Tablo 3.2. : Endekse Temel Alınan Veri Tabanı Satış Fiyatlarının Temel Açıklayıcı İstatistikleri.....	100
Tablo 4.1. : Yatırım Varlıklarının 1995-2018 Çeyrek Dönem Yatırım Performansları (Cari Fiyatlar TL).....	114
Tablo 4.2. : 1995-2018 Çeyrek Dönem Yatırım Varlıklarının Getiri Oranları Korelasyon Katsayıları.....	115
Tablo 4.3. : Türk Sanat Piyasası Sanat Yatırımı Getiri Oranları ve Riskleri Üzerine Yapılan Çalışmaların Özet Sonuçları	117
Tablo 4.4. : Ülke Bazında Sanat Yatırımı Getiri Oranı ve Riskini Hesaplayan Önemli Çalışmalar.....	120
Tablo 4.5. : 1995-2018 Çeyrek Dönem Yatırım Varlıkları Getiri Oranı Serisinin Genelleştirilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi Özet Sonuçları.....	133
Tablo 4.6. : VAR Modeli Gecikme Uzunluğu Sırası Seçme Ölçütü	134
Tablo 4.7. : 1995-2018 Çeyrek Dönem Yatırım Varlıkları VAR Modeli Granger Nedensellik/Dışsal Değişkenler Engellenmiş Wald Testi (Gecikme Uzunluğu 2)..	135
Tablo 4.8. : 1995-2018 Çeyrek Dönem Yatırım Varlıkları VAR Modeli Granger Nedensellik /Dışsal Değişkenler Engellenmiş Wald Testi (Gecikme Uzunluğu 1).	137
Tablo 4.9. : 1998-2018 Çeyrek Dönem Türk Sanat Endeksi ve GSYİH Bir Önceki Döneme Göre Değişim Oranları Açıklayıcı İstatistikleri.....	140
Tablo 4.10.: 1998-2018 Çeyrek Dönem Türk Sanat Endeksi ve GSYİH Korelasyon Analizi (USD)	141

Tablo 4.11.: Türk Sanat Endeksi ve GSYİH Genelleştirilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi Özet Sonuçları.....	142
Tablo 4.12.: VAR Modeli Gecikme Uzunluğu Sırası Seçme Ölçütü.....	143
Tablo 4.13.: Türk Sanat Endeksi ve GSYİH VAR Modeli Granger Nedensellik/Dışsal Değişkenler Engellenmiş Wald Testi.....	143
Tablo 4.14.: Türk Sanat Endeksi ve GSYİH İkili Eşleştirmeli Granger Nedensellik Testleri.....	144
Tablo 4.15.: Cholesky Etkenleri Kullanılarak Yapılan Türk Sanat Endeksi ve GSYİH Varyans Ayırıştırması Analizi.....	144
Tablo 4.16.: Klasik, Modern ve Yaşayan Ressam Fiyat Endeksi Getiri ve Risk Performansı ve Açıklayıcı İstatistikler (TL).....	147
Tablo 4.17.: Endekslerde Yer Alan Klasik, Modern ve Yaşayan 45 Ressamın Getiri Oranı Büyüklüğü Sıralaması.....	149
Tablo 4.18.: Ressamların Birim Fiyatlarına Göre En Yüksekten Küçüğe Sıralaması ve Yıllık Ortalama Getiri Oranları.....	151
Tablo 4.19.: 1995-2018 Klasik Ressamların Yıllık Bazda Fiyat Endeksleri ve Getiri Oranları.....	154
Tablo 4.20.: 1995-2018 Modern Ressamların Yıllık Bazda Fiyat Endeksleri ve Getiri Oranları (1)	155
Tablo 4.21.: 1995-2018 Modern Ressamların Yıllık Bazda Fiyat Endeksleri ve Getiri Oranları (2)	156
Tablo 4.22.: 1995-2018 Yaşayan Ressamların Yıllık Bazda Fiyat Endeksleri ve Getiri Oranları (1)	158
Tablo 4.23.: 1995-2018 Yaşayan Ressamların Yıllık Bazda Fiyat Endeksleri ve Getiri Oranları (2)	159

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1. : Birincil Sanat Piyasasında Bir Adet Sanat Eserinin Arz-Talep Eğrisi.....	27
Şekil 1.2. : Birincil Sanat Piyasasında Toplam Piyasa Talebi.....	28
Şekil 1.3. : Lüks ve Veblen Malı Olarak Sanat Eserinin Talep Eğrisi.....	31
Şekil 1.4. : Fiyatı Artarak Veblen Malına Dönüşen Bir Normal Sanat Eserinin Talep Eğrisi.....	32
Şekil 1.5. : Yatırımcının Sanat Malı ve Alternatif Finansal Varlık Alımının Optimal Getiri ve Likidite Bileşimlerini Gösteren Eş Miktar Eğrileri.....	36
Şekil 1.6. : Birincil Sanat Piyasasında Arz Talep Eğrisi ve Üretim Fazlası.....	43
Şekil 1.7. : İkincil Sanat Piyasası Açık Artırma Fiyatının Oluşması ve Talep Eğrisi.....	45
Şekil 1.8. : Birincil Sanat Piyasasında Resim Sayısının Artması ve Fiyat Etkisi.....	57
Şekil 2.1. : Türkiye İkincil Resim Piyasası Satışları 1995-2018.....	60
Şekil 2.2. : Küresel Ölçekte Önemli Ülkelerin ve Türkiye'nin İkincil Sanat Piyasaları 2018 Satış Tutarları (USD).....	62
Şekil 2.3. : Türkiye'de Satılan En Pahalı 100 Resmin Konu ve Tarzına Göre Yüzde Dağılımı.....	69
Şekil 2.4. : Avni Arbaş Fiyat Endeksi ve Ölüm Etkisi.....	72
Şekil 2.5. : Burhan Doğançay Fiyat Endeksi ve Ölüm Etkisi.....	73
Şekil 2.6. : Ferruh Başağa Fiyat Endeksi ve Ölüm Etkisi.....	74
Şekil 2.7. : Nuri Abaç Fiyat Endeksi ve Ölüm Etkisi.....	76
Şekil 2.8. : Nuri İyem Fiyat Endeksi ve Ölüm Etkisi.....	77
Şekil 2.9. : Ömer Uluç Fiyat Endeksi ve Ölüm Etkisi.....	78
Şekil 2.10.: Zekai Ormancı Fiyat Endeksi ve Ölüm Etkisi.....	79
Şekil 4.1. : Türk Sanat Endeksi 1995-2018 Çeyrek Dönem Fiyat Hareketleri (Cari Fiyatlar TL).....	111
Şekil 4.2. : Türk Sanat Endeksi 1995-2018 Çeyrek Dönem Fiyat Hareketleri (Cari Fiyatlar USD).....	112
Şekil 4.3. : 1995-2018 Çeyrek Dönem Yatırım Varlıklarının Reel ve Nominal Getiri Oranları.....	118
Şekil 4.4. : 1995-2018 Çeyrek Dönem Yatırım Varlıklarının Risk Sıralaması.....	118
Şekil 4.5. : 1995-2018 Çeyrek Dönem Yatırım Varlıklarının Birim Risk Başına Getiri Oranları.....	119
Şekil 4.6. : 1995-2018 Çeyrek Dönem Türk Sanat Endeksi ve BİST100 Endeksi	124
Şekil 4.7. : 1995-2018 Çeyrek Dönem Türk Sanat Endeksi ve BİST100 Endeksi Nominal Getiri Oranları.....	124
Şekil 4.8. : 1995-2018 Çeyrek Dönem Hazine Bonosu Faiz Oranı.....	126
Şekil 4.9. : 1995-2018 Çeyrek Dönem Türk Sanat Endeksi ve Hazine Bonosu Getiri Oranları.....	127
Şekil 4.10.: 1995-2018 Çeyrek Dönem Altın Getiri Oranı.....	128
Şekil 4.11.: 1995-2018 Çeyrek Dönem Türk Sanat Endeksi ve Altın Getiri Oranları.....	129
Şekil 4.12.: 1995-2018 Çeyrek Dönem ABD Doları Getiri Oranı.....	130
Şekil 4.13.: 1995-2018 Çeyrek Dönem Türk Sanat Endeksi ve ABD Doları Getiri Oranları.....	131

Şekil 4.14.:1998-2018 Çeyrek Dönem Türk Sanat Endeksi ve Büyüme Hızı Bir Önceki Döneme Göre Değişim Oranları (USD).....	140
Şekil 4.15.: Klasik, Modern ve Yaşayan Ressamlar Fiyat Endeksi (TL).....	147
Şekil 4.16.: Klasik, Modern ve Yaşayan Ressamlar Fiyat Endeksi (USD).....	148
Şekil 4.17.:1995-2018 Çeyrek Dönem Klasik Ressamlar Fiyat Endeksi.....	153
Şekil 4.18.:1995-2018 Çeyrek Dönem Modern Ressamlar Fiyat Endeksi	157
Şekil 4.19.: 1995-2018 Çeyrek Dönem Yaşayan Ressamlar Fiyat Endeksi	158



KISALTMALAR LİSTESİ

AAENDEKS	: Avni Arbaş Fiyat Endeksi
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ADF	: Augmented Dickey-Fuller Test. Genişletilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi
AIC	: The Akaike Information Criterion. Akaike Bilgi Ölçütü
APV	: Artistic Power Value: Resmin Birim cm Kare Değeri
Art.Ort.	: Aritmetik Ortalama
BİST100	: Borsa İstanbul 100 Endeksi
BDENDEKS	: Burhan Doğançay Fiyat Endeksi
CAPM	: The Capital Asset Pricing Model. Finansal Varlık Fiyatlama Modeli
cm²	: Santimetre Kare
CPI	: Consumer Price Index. Tüketici Fiyat Endeksi
Ç	: Çeyrek Dönem, Yılın Üç Ayını Kapsayan 1 Çeyrek Dönem
d.f.	: Degree of Freedom. Serbestlik Derecesi
Düzeltil.	: Düzeltilmiş
DVZUSD	: Amerika Birleşik Devletleri Doları Cinsinden Döviz
E.	: Endeks
FBENDEKS	: Ferruh Başağa Fiyat Endeksi
FPE	: Final Prediction Error. Son Tahmin Hatası
GARCH	: The generalized autoregressive conditional heteroskedasticity, Genelleştirilmiş Otoregresif Koşullu Değişen Varyans
GFD	: Global Financial Data, Küresel Finansal Veri Sağlayıcı
GSYİH	: Gayrisafi Yurt İçi Hasıla
HBDT	: Hazine Bonosu ve Devlet Tahvili
HK	: Hang Seng Total Return Index
HQ	: Hannan-Quinn Information Criterion. Hannan-Quinn Bilgi Ölçütü
KRE	: Klasik Ressamlar Endeksi
LR	: likelihood. En Çok Olabilirlik Oranı
maks.	: Maksimum
MENA	: Middle East North Africa Art Index
MRE	: Modern Ressamlar Endeksi
MSCI World	: Morgan Stanley Capital International World Stock Market Index.
NAENDEKS	: Nuri Abaç Fiyat Endeksi
NIENDEKS	: Nuri İyem Fiyat Endeksi
Olas.	: Olasılık
R.	: Ressam
Sapm.	: Sapma
SC	: Schwarz Information Criterion. Schwarz Bilgi Ölçütü
Sp.	: Sapma
SH	: Shanghai Stock Market Comprehensive Stock Price Index
Std.	: Standart
S&P500	: S&P 500 Stock Index
T	: Türk
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TL	: Türk Lirası

Top.	: Toplam
TSE	: Türk Sanat Piyasası Fiyat Endeksi
TÜFE	: Tüketici Fiyat Endeksi
TW	: Taiwan Stock Exchange Corporation Weighted Index
USD	: Amerika Birleşik Devletleri Doları
VAR	: Vector Autoregression. Vektör Otoregresyon
YRE	: Yaşayan Ressamlar Endeksi
ZOENDEKS	: Zekai Ormancı Fiyat Endeksi



GİRİŞ

Sanat ürünü son yarım yüzyılda sanat piyasalarının finansallaşması ile birlikte yeni gelişen bir finansal araç olarak görülmeye başlanmıştır. Günümüz toplumlarının sanayi ve tüketim ekonomilerinden daha çok artan ölçüde finans ağırlıklı ekonomik ve sosyal yapılara evrilmesinin etkisiyle de sanat piyasaları giderek daha çok finansal piyasalar, oyuncular ve kurumların etkisi altına girmeye başlamış, sanat ve finansal piyasalardaki oyuncuların finansal güdülerini örtüşmüş, finansal pratik ve uygulamalar sanat piyasalarına da aktarılmıştır. Bir tüketim ürününden bir finansal yatırım varlığı haline dönüşen sanat ürünü, geleneksel yatırım varlıkları ile korelasyonu düşük olan bir yatırım varlığı arayışlarıyla da örtüşerek yatırımcıları sanat eseri satın alıp tutmaya yönlendirmiştir. Artık, sanat eserinin estetik değerinden ve hazzından çok sanat eserinin getirisi ve kazancı konuşulur olmuş, Citibank ve JPMorgan Chase gibi büyük uluslararası banka ve finans gruplarının internet sitelerinde bir yatırım ve finans varlığı olarak tanımlanmış ve sanat yatırım danışmanlık hizmeti ve servisi sunulmaya başlanmıştır. Bu gelişmelerle birlikte sanat eserine ilk kurumsal yatırımı, ilginç bir şekilde, işçi ve memur emekli fonu olan İngiliz Demiryolu Çalışanları Emekli Sandığı Fonu sandığının toplam parasının %3'ü tutarındaki 40 milyon Sterlin ile sanat eseri satın alarak 1974 yılında yapmıştır.

Sanatın bir yatırım aracına dönüşmesiyle birlikte, sanat yatırımcısının tıpkı hisse senedi yatırımcısının alacağı şirket hisselerinin performansını izleyerek karar verdiği hisse senedi borsa endeksi gibi, bir yatırım kararı, bir başka deyişle bir resim satın almak için öncelikle bir sanat eserinin değeri ve gideceği yönü, getiri ve riskini analiz ederek bilgi sağlayabileceği, bir sanat piyasası fiyat endeksine gereksinim duyulmuştur. Bu endeks bir menkul değerler borsası gibi hem piyasanın genel yönünü açıklamalı ve tüm piyasayı temsil etmeli, güvenli, erişilebilir, gerçekleşen fiyatları içermeli, hem de sanat akımları ve sanatçı grupları ve bir şirket hisse senedi gibi sanatçı bazında ayrılmalı, sanatçının getiri oranını, piyasa riskini ve değerini göstermelidir.

İşte bu tez çalışmasında sanat ürününün bu yönü, bir finansal yatırım varlığı olarak işlem görmesi irdelenecektir. Tezin asıl amacı olarak öne çıkan ve yanıtının arandığı; finansal güdüler ile sanat eseri satın alıp tutmanın getiri ve riskinin,

ekonomik ortam ve diğer yatırım araçları ile olan ilişkilerinin yatırımcıların beklentilerini karşılayıp karşılamadığı, sorusudur. Bu amacı gerçekleştirmek için ise Tezin tüm çalışma odağı, bir şirketin hisse senedi endeksi gibi ressam bazında sanatçının, endüstri veya finans sektörleri endeksi gibi resim akımları ve ressam grupları bazında alt grupların ve bir borsa endeksi gibi tüm sanat piyasasının fiyat hareketlerini izleyecek ve sanat eserinin bir potansiyel yatırım aracı olarak getirisinin hesaplanabileceği ve diğer yatırım varlıklarının performansı ile karşılaştırma yapmaya uygun, bir Türk sanat piyasası fiyat endeksinin oluşturulmasıdır.

Bu amaçla Tez IV bölüme ayrılmıştır. Birinci bölümde; kavramsal tanımlar, bu alanda yapılan çalışmaların kısa bir anlatımı, metadan yatırım varlığına dönüşen sanat eserinin bu ikili karakterinin analizi ve sanatın finansallaşması üzerinde durulacaktır. Yine bu bölümde sanat ürününün ekonomik analizi; tüketim ve talep fonksiyonu, fiyat ve gelir esnekliği, statü ve Veblen malı olarak ayrık özellikleri anlatılacaktır. Bir yatırım varlığı olarak sanat ürününün getiri, risk ve likidite sorunu tartışıldıktan sonra birincil ve ikincil sanat piyasalarında sanat ürününün denge fiyatının oluşumu analiz edilecektir.

İkinci bölümde Türk ikincil sanat piyasasının büyüklüğü ve küresel piyasalar içindeki konumu üzerinde durulacak ve ekonomi literatüründe tartışılan önemli hipotezler olarak yanıtı aranan:

- Ölüm etkisi (death-effect) olarak adlandırılan ve ressamın yaşamdan ayrılmasından sonra eserlerinin fiyatının artış gösterdiği;
- Resmin konusunun satış fiyatına etkisinin ne yönde olduğu;
- Likidite, sanat yatırımcısı için en önemli ölçütlerden biri olan satın alınıp tutulan resmin nakde dönüştürülmesinin olasılık yüzdesi olarak ikincil sanat piyasasının likiditesi

Türk sanat piyasası için irdelenecektir.

Ölüm Etkisi son on yılda yaşamdan ayrılan yedi ressamın tüm satış işlemlerini temsil eden kişisel sanat fiyat endeksleri üzerinden fiyat değişimleri izlenerek araştırılmıştır.

Konunun fiyat üzerindeki etkisi sorunsalı için ikincil piyasada satılan en pahalı ilk 100 resim incelenerek sanat alıcısının tercihleri doğrultusunda bir genelleme yapılmıştır.

Türk ikincil sanat piyasasında olduğu gibi tüm sanat piyasalarında sanat yatırımının en olumsuz yanı olarak likidite yatırımcının göz önünde bulundurması gereken bir konu olarak yatırım kararının alınmasında önemli bir yer tutmaya devam etmektedir. Çünkü diğer finansal ürünler gibi sanat eserini istenildiği zaman satmak göreceli olarak daha zordur. Likidite, Türk ikincil sanat piyasasında satılan eserlerin toplam satışa sunulan eserlere yüzdesel oranı anlamında 2011, 2017 ve 2018 yılı için ayrı ayrı açık artırma (müzayede) satış sonuçları üzerinden hesaplanacak ve zaman içinde değişimi analize katılacaktır.

Üçüncü bölümde sanat piyasaları için geliştirilen endeks oluşturma modelleri irdelenecek ve Türk sanat piyasası için en gerçekçi sonuçların elde edileceği, satış fiyatları üzerinden aşağıdan yukarı doğru; önce ressam bazında, sonra dönem ve akım bazında alt gruplara ayrılmış ve en üstte piyasayı temsil eden bir genel endeks geliştirilecektir, bu amaç doğrultusunda:

- BİST100 ve TÜFE Endeksleri hesaplamasına temel alınan modellerde olduğu gibi piyasayı temsil yeteneği ve ikincil piyasalarda uzun yıllar işlem gören gerek işlem hacmi gerek sanatsal ve piyasa değeri yüksek ressamlardan seçilmiş bir ressamlar sepeti oluşturulmuştur
- Seçili ressamların, piyasa tarafından en çok kabul görmüş ve en bilinen bir sanat akımına göre yapılmış ve diğer dönemlerine göre daha yüksek fiyatla satılan olgunluk dönemini yansıtan resimleri, büyüklük ve fiyat olarak en az ve en yüksek sapmalarından (%15- %20 sıkıştırılmış) arındırılarak sanatçıyı temsil yeteneği yüksek ortalama resimler endekse temel alınmıştır.
- Endekse temel alınan bir dönemde satılan resimlerin, satış fiyatları üzerinden hesaplanan birim santimetre karelerinin ortalama fiyatının (fiyat/birim yüzey, dolar ve TL/cm²) baz ve cari yıl oranlaması endeks olarak hesaplanmıştır.
- Endekse seçilen ressamı ortalama olarak temsil eden ve bir dönemde satılan toplam seçilmiş resimlerinin birim santimetre karelerinin aritmetik ortalaması tek bir resim gibi varsayılmıştır.

- Endeks veri tabanı için 1995-2018 yılları arasında açık artırmalarda gerçekleşen yaklaşık 35.000 satış işlemi incelenmiş ve endekste kullanılacak ölçütlere uygun 45 ressam ve bu ressamların yaptığı, ortalamayı temsil yeteneği yüksek 4.097 adet resim satış işlemi endekste kullanılmıştır.
- Türk Sanat Piyasası için;
 - Klasik Ressamlar Sanat Fiyat Endeksi,
 - Modern Ressamlar Sanat Fiyat Endeksi,
 - Yaşayan Ressamlar Sanat Fiyat Endeksi,
 - Tüm piyasayı temsil eden Türk Sanat Fiyat Endeksi ve
 - Her bir ressam için ayrı ayrı olmak üzere toplam 45 ressam sanat fiyat endeksi oluşturulmuştur.

Dördüncü bölümde oluşturulan endeks sonuçları temel hipotezler çerçevesinde analiz edilmiştir:

- Ülkemiz ikincil sanat piyasasında resim fiyatlarının ve getirisinin yıllar itibariyle gösterdiği değişim, ekonomik krizler ve büyüme hızından (GSYİH) ne yönde etkilendiği;
- Ekonomik büyümenin sanat eseri yatırımına etkisi;
- Yatırım amacıyla sanat eseri satın almak geleneksel yatırım varlıklarına göre tercih edilebilir ve yatırımcının beklentisini karşılar mı? sorusunun yanıtı olarak sanat yatırımı getiri oranı ve riskinin büyüklüğü, gerek diğer ülkelerin piyasa değerleri ile gerekse bir finansal varlık olarak diğer geleneksel yatırım varlıkları ve piyasaları (Borsa İstanbul, Devlet Hazine Bono ve Tahvilleri, ABD doları ve altın piyasası) ile karşılaştırılması;
- Ülkemiz piyasalarında sanat yatırımının diğer geleneksel yatırım varlıkları ile portföy çeşitlendirici yeteneği ve potansiyeli;
- Servet etkisi (wealth effect), hisse senetleri fiyatlarının yükselmesiyle elde edilen gelir artışlarının sanat eseri alımına yöneldiği ve bununla sanat eserleri talebini dolayısıyla fiyatlarını yükseltmesi olarak tanımlanan sanat ve hisse senedi piyasaları arasındaki ilişki;
- Başyapıt etkisi (masterpiece effect) olarak adlandırılan sanat piyasasında başyapıt adı verilen, pahalı ve çok yüksek düzeyli sanat eserlerinin getiri

performansının orta ve düşük düzeydeki sanat eserlerinden daha iyi olduğu yönündeki hipotezin,

Türk sanat ve finans piyasaları için varlıkları ve geçerliliği irdelenecektir.

Son olarak, bu bölümde yukarıda sayılan hipotezler ve endeksler yoluyla elde edilecek Türk sanat piyasasında bir sanat yatırımının getiri oranı ve riskini ölçen sonuçlar ve gözlemler; finansal varlıkların getiri oranı ve risk değerleri, ekonomik çevre ve büyüme hızı ile olan korelasyonu ve neden sonuç ilişkileri, bazı ekonometrik ve istatistiksel modeller, vektör otoregresyon modeli (VAR) temelinde Granger nedensellik/dışsal değişkenler engellenmiş Wald testi ve varyans ayrıştırması analizi ile sınanacaktır.

BİRİNCİ BÖLÜM

SANATIN EKONOMİK YORUMU

Bu bölümde sanat ürününün kapitalist toplumda üretim, dağıtım, tüketim ve yatırım süreci incelenecektir. Bir metadan yatırım varlığına dönüşen sanat ürününün ekonomik analizi; tüketim ve talep fonksiyonu, fiyat ve gelir esnekliği, statü ve Veblen malı olarak ayrıksı özellikleri ve bir yatırım varlığı olarak sanatın finansallaşması ile getiri, risk ve likidite sorunu tartışıldıktan sonra birincil ve ikincil sanat piyasalarında sanat ürününün denge fiyatının oluşumu analiz edilecektir.

1.1. Sanat ve Ekonomi İlişkisi

Kuşkusuz günümüz kapitalist toplumlarında üretim ve tüketim piyasa mekanizmaları sanat dünyası için de geçerlidir, sanat ürünü üretimi herhangi bir kapitalist ürün gibi piyasada satmak (commodification) ve bir gelir elde etmek amacı ile (commercialization) üretilir. Bununla birlikte kapitalizmin yeni bir evreye, finans kapitalizmine dönüşmesiyle beraber finans piyasalarının gelişimine koşut olarak sanat ürünü, artık sadece estetik faydası için bir tüketim ürünü olarak piyasada satılmasının yanında, bir getiri elde etmek için yatırım amacı ile alınıp satılan finansal piyasalar için de üretilir olmuş ve bir yatırım varlığı gibi işlem görmeye başlamıştır. Sanat ürünü ekonomik ve toplumsal dönüşümlere koşut olarak yeni işlevler yüklenmiştir; önce piyasada sadece bir tüketim ürünü olarak üretilmiş ve satılmış, ikinci aşamada statü ve saygınlık peşinde olan büyük şirketler ve bireyler piyasadaki konumlarını farklılaştırmak, tanınırlığı artırmak gibi amaçlar ile bir lüks, statü, Veblen malı olarak resim almaya ve bu resimleri sergilemek için sanat müzeleri kurmaya başlamıştır. Yeni gelişen taleple beraber bazı ressamalarda piyasa koşullarına uyarak artık bir girişimci gibi resim üretmek ve satmak için yüzlerce sanatçıyı istihdam eden şirket kurmuştur. Sanatın şirketleşmesi veya kurumsallaşması (corporatization of art) olarak adlandırılan bu gelişmeyi sanat ürününün yeni bir finansal araç olarak görüldüğü yeni bir dönem izlemiş ve sanat ürünü artık daha çok artan bir oranda finansal amaçlarla talep edilmeye başlanmıştır. Böylece sanat ürünü, genel ekonomik gelişmeyle birlikte, toplumun ve ekonominin sanayi ve tüketim toplumundan finans kapitalizmine evrilmesine koşut olarak kapitalizmin her gelişim düzeyine uygun bir şekilde değişen

tüketim ve kullanım amacı doğrultusunda piyasa istemine konu olmuştur. İşte ekonomi bilimi her bir aşamada sanat ürününün değişen yeni işlevini ekonomik yöntem ve yaklaşımlarla tanımlamaya çalışmıştır (Velthuis, Coslor, 2012; Taylor, 2011).

Sanat basit anlamda sözcük olarak genellikle resim heykel gibi plastik veya tiyatro sinema gibi görsel, yazılı roman, şiir gibi edebiyat veya müzik eserlerini ifade etmek için kullanılır ve sanat da en basit ve genel anlamda hoşluk ve güzellik duygusu biçimleri yaratma çabası olarak tanımlanır (Read, 1961). Bu çalışmada sanat kavramı sadece resim sanatını kapsayacaktır. Sanat üzerine çalışan iktisatçılar bu alanı tanımlamak için bazı yeni kavramlar kullanmışlardır. Bunlar sırayla sonraki bölümlerde açıklanmıştır.

1.2. Sanat Ekonomisi

Ekonomi bilimi, sanatı ve sanat ürününün üretim ve tüketiminin kurallarını, tüketimi etkileyen nedenleri, sanat arz ve talebini, ekonomistlerin her ticari mal ve servis üretimi ve piyasasını incelerken kullandıkları yöntem ve araçları kullanarak açıklamaya çalışır. Bu alanda çalışan ekonomistler müzik, edebiyat, resim, heykel, dans vb. gibi sanatları kapsayan çalışmaları vurgulamak için sanat ekonomisi kavramını kullanmışlardır. Son yıllarda sanat ekonomisi tanımına yukarıda sayılan sanat etkinliklerine ek olarak film, festivaller, yayıncılık, televizyon ve radyo gibi faaliyetleri de kapsayan mal ve hizmetlerin üretim ve tüketimi de eklenerek, daha kapsamlı bir kavram olan kültür ekonomisi veya endüstrisi (cultural industry) kavramı sanat ekonomisi kavramı yerine daha sık kullanılır olmuş, bir ekonomik sistem içinde kültürel faaliyetler bir endüstriyel sektör olarak konumlandırılmıştır. Ancak bu endüstriyel sektörü incelerken bir başka deyişle kültürel ekonomi yaparken görsel sanatlar, müzik, sahne ve gösteri sanatları, müzecilik, filmcilik, sanatçı ve yaratıcılık gibi kültürel eylemler hakkında asgari bir bilgi sahibi olmak gerekir. İktisatçı ekonomik düşünce ve teoriyi kültürel sektörün ayırt edici özelliklerine uydurmak zorundadır. Sanatçının sanatsal üretim yaparken gösterdiği ekonomik davranışı, klasik işgücü piyasasında bir işçinin ekonomik davranışı ile veya aynı şekilde üretimi sınırlı ve homojen olmayan sanatsal bir ürünün sunumunu, klasik iktisadın arz ve talep teorisi ile açıklamak son derece zordur (Towse, 2010; Throsby, 2004; Frey, 2003).

1.3. Kültür Ekonomisi

Kültür endüstrisi kavramını ilk olarak Frankfurt Ekol nden Theodore Adorno ve Max Horkheimer (1997), ikinci dünya savaşı sonrasında kapitalist toplumlarda kültürün metalaşmasını açıklamak için kullanmışlardır. Adorno ve Horkheimer modern kapitalizmin ideolojisi ve gelişmiş teknolojisi ile kültürü ve sanatı dönüştürdüğünü, kültür endüstrisinin bir fabrika gibi homojen standart film, edebiyat ve resim gibi sanat ürünü ürettiğini söyler. Çağdaş kapitalist tüketim toplumunda metalaştırılan sanat, yığınsal ve standart homojen üretilir ve sanatın insanları yönlendirmek ve yönetmek için bir araca dönüştürüldüğünü belirtir. Günümüzde küreselleşme bu homojenleştirmeyi ve standartlaştırmayı küresel ölçekte yapar. Adorno, daha sonra yazdığı bir makalede kültür endüstrisi kavramının belki de ilk kez 1947’de Horkheimer ile yayınladığı *Aydınlanmanın Diyalektiği* adlı kitapta kullanıldığını söyler. Ancak kitapta kullandıkları kültür endüstrisi kavramını kitabın ilk basılmamış yazımında kullandıkları kitle kültürü (mass culture) kavramının yerine koyduklarını belirtir. Kültür endüstrisi kavramını kullanarak ne demek istediklerini de şöyle açıklar: “...halkın arasından kendiliğinden yükselen bir kültür sorunu olan popüler sanatın  ağdaş biçimi...” (Adorno, 2001: 98). Adorno, kültür endüstrisinin geleneksel popüler kültürden ayrıştığını vurgular. Bu ayrışma modern kapitalist toplumun tüketim toplumuna dönüşmesi ile başlar. Artık kültürel, sanatsal ürünler diğ r kapitalist metalar gibi yığınsal tüketim için üretilir. Yığınsal tüketim aynı zamanda tüketicileri ve tercihlerini ve tüketim davranışlarını da standart homojen hale getirir.

Kültürel  r nler olarak adlandırılan sanat, edebiyat, film ve müzik vb.  r nler,  retim sürecinde insan yaratıcılığı gibi çok özel ayırt edici bir girdinin yoğun olarak kullanımını nedeniyle diğ r tüketim mal ve hizmetlerden ayrılır. Kültürel mal ve hizmetlerin ayırıcı karakteristik özellikleri üç ayrı başlık altında toplanabilir (Throsby, 2011:16):

1. “Kültürel malların üretimi bir girdi olarak İnsan yaratıcılığını gerektirir.
2. Kültürel mal ve hizmetler basit fayda sağlamanın ötesinde tüketicide bir mesaj iletir ve bu bir iletişim amacı için kullanılır.
3. Kültürel mal ve hizmetler, onları üreten bir kişi ve veya gruba ait en azından bir potansiyel entelektüel fikri mülkiyet hakkı içerirler. Fikri mülkiyet (intellectual property)

hakkı tek başına kültürel metayı ve hizmetleri tanımlamak için yeterli bir ölçüt olabilir, hatta kültürel endüstri kavramı ve telif hakkı endüstrileri (copy right industries) aynı anlamda kullanılabilir...”.

Bu kriterlere ek olarak kültürel mal ve hizmetlerin ticari değerlerinden ayrı parasal olarak ölçülemeyen bir kültürel değer taşıdıkları söylenebilir. Hem üretici hem tüketici tarafından kültürel mal ve hizmetlere sosyal, kültürel ve geleneksel güdülerle bir değer yüklenir, bu güdüler bazen estetik duygu ve düşünceler veya manevi kaygılar olabilir, ayrıca bu kültürel mal ve hizmetler toplumun kültürel kimliğini yansıtır ve insanların bu kimliği anlamasına yardımcı olur.

1.4. Yaratıcı Endüstriler

Kültürel mal ve hizmetler yanında, bu ürün ve hizmetleri de kapsayan daha geniş bir mal ve hizmet grubundan veya sektöründen, yaratıcı mal ve hizmetler sektöründen de bahsetmek gerekir. Yaratıcı mal ve hizmetler üretimlerinde önemli bir düzeyde yaratıcılık gerektirmekle beraber, kültürel mal ve hizmetlerin taşıdığı sosyal ve kültürel değerleri ve mesajları iletmez, hatta bireylerin estetik ruhsal veya güzellik duygusunu tatmin etmeye yönelik bir amaç taşımazlar. Bu mal ve hizmetlere örnek olarak reklamcılık, bilgisayar ve oyun yazılımları söylenebilir. Bu ürünler esas itibariyle ticari bir mal olmakla birlikte üretimlerinde kültürel mallarda olduğu gibi, önemli oranda bir yaratıcı düşünce eylemi gerektirirler. Yaratıcı endüstriler (creative industries) kavramının kullanılmasının yaygınlaşması Richard E. Caves’in (2002) yayınladığı “Yaratıcı Endüstriler: Sanat ve Ticaret Arasındaki Sözleşme” adlı kitabı ile başlar. Caves bu kitabında, ekonomistlerce uzun süre ihmal edilen kültürel ve yaratıcı endüstri firmalarının organizasyon yapısını inceleyerek, sözleşme ve endüstriyel organizasyon teorisi (contract and industrial organization theory) temelinde firmaların nasıl ve niçin kültürel mal ve hizmet ürettiğini açıklar. Ticari firmalar kültürel ürünler üretmek için yaratıcı personel ile sözleşme bazlı çalışır. Sahne ve gösteri sanatlarında olduğu gibi sözleşmeli sanatçıların ve kira gibi yüksek sabit maliyetleri nedeniyle çoğu zaman kültürel mal ve hizmetlerden ticari kazanç sağlanamayabilir (Caves, 2003; Towse, 2010:16).

Yaratıcı endüstriler fikri mülkiyet (intellectual property) ve telif hakları yasalarını düzenleyen iç ve uluslararası hukuk normlarına temel oluşturması açısından bazı ülkelerde tek tek sayılmıştır. Örnek olarak İngiliz Kültür, Medya ve Spor

bakanlığının 1998 yılında yayınladığı listede on üç alt sektör yaratıcı endüstri sayılmıştır bunlar (gov.uk):

“Reklamcılık, mimarlık, sanat ve antika piyasası, bilgisayar ve video oyunları, el sanatları (crafts), tasarım (design), moda tasarımı, film ve video, müzik, gösteri ve sahne sanatları (performing arts), yayıncılık, yazılım, televizyon ve radyoculuk.”

İngiliz Kültür Bakanlığınca yapılan bu sınıflandırma fikri mülkiyet yasası kapsamına giren yaratıcı ve buluşsal eylemleri tanımlamak amacıyla yapılmıştır. Dünya Fikri Mülkiyet Örgütü de (World Intellectual Property Organization) buna benzer bir sınıflamayı “telif hakkı endüstrileri” (copyright industries) olarak önermiş ve bu alanlarda yapılan direkt veya dolaylı yaratıcı çalışmaların üretim, yapım, yayın ve dağıtımının telif hakkı kapsamına gireceğini belirtmiştir (wipo.int).

1.5. Literatür Araştırması¹

Bu bölümde sanat piyasası, sanat arz ve talebi, sanat eseri fiyatını etkileyen etkenler, sanat ürününün mikro ekonomik analizi, sanat yatırımı getirisi ve riskini ölçen bazı model çalışmalarından derlenen önemli kaynaklar özetlenmiştir. Sanat fiyat endeksi Oluşturma yöntemleri ile ilgili literatür çalışması, daha ayrıntılı eleştirel ve karşılaştırılmalı analiz edildiği için bölüm 3.1. Sanat Fiyat Endeksi Oluşturma Yöntemleri ve Literatür Araştırması başlığı altında yapılmıştır. Sanat yatırımı getiri oranını ve riskini hesaplayan literatür içindeki çalışmaların sonuçları bölüm 4.1.2. Ülke Bazında Sanat Yatırımı Getiri Oranı ve Riskini Hesaplayan Çalışmalar başlığı altında verilmiş ve sonuçlar tablo 4.4.'de gösterilmiştir. Literatürdeki Türk sanat piyasası, sanat fiyat endeksi ve sanat yatırımı getiri hesaplamalarını gösteren çalışmaların özet sonuçlar ise tablo 4.3.'de verilmiştir.

Ekonomistlerin sanatsal mal ve hizmetlerin üretim, tüketim ve fiyat oluşumunu ekonominin genel kabul görmüş norm ve yasalarına uyup uymadığını veya ayırık mallar olup olmadığı üzerine yapılan çalışmaları modern ekonomi düşüncesinin oluşmasıyla birlikte 18. yüzyılın sonlarında başlar. Bu döneme kadar yazılan ekonomi metinleri genellikle arzın azlığı ile tüketicinin sınırsız tüketim talebi sorunsalına ve bu

¹ Düzeltme, Literatür Araştırması bölümü eklendi.

sınırlı kaynakların çalışan sınıflar arasında dağıtımının zorluğu üzerine olmuştur. Sanat ve kültür lüks mallar sayılmış ve kilise ile diğer yüksek aristokrat sınıfların özel beğeni ve uğraşısı olarak algılandığından bu dönemde sanat ve kültür konusunda yazmak pek çekici gelmemiştir. Yine de bu konuda yazan Bodin, Mandeville ve Galiani gibi birkaç filozof ekonomist yazar, sanat ürününün fiyatını belirleyen koşullardan bahsetmiş, tüm lüks mallarda olduğu gibi sanat ürünü fiyatlarını da sosyal kültürel ortamın koşullandırdığı beğenin etkilediği talebin belirlediğini vurgulamıştır. Çoğu zaman bu fiyatın yükselişini kralın o lüks mala gösterdiği ilgi ve isteğin veya sanatçıya özel himayenin (patronage) sürüklediğini ifade etmişlerdir (Goodwin, 2006: 31).

Günümüzün ekonomistleri, öncüllerinin aksine çalışmalarını fiyat oluşumu analizlerinden, sanat yatırımı getirisi ve riski ile kamunun sanatı ve kültürü finansman desteği ve politikalarına kadar çok geniş bir alanda değişik konulara odaklanmışlardır. Kültür ve sanat konusundaki çalışmaların ekonomi biliminin bir alt disiplini olarak olgunlaşması ve genel kabul görmesi 1960’larda başlar. İlk ekonomistler Baumol ve Bowen’in 1966’da yayınladığı *Performing Arts: The Economic Dilemma* adlı kitap ile kültür ekonomisinin doğuşu ilan edilir. Bu kitapta Baumol ve Bowen Amerika Birleşik Devletleri’nde bale, opera, klasik müzik toplulukları ve tiyatro gibi sahne ve gösteri sanatlarının bilet fiyatları, maliyetler, gelir, finansman sorunları, sanatçıların ücretleri üzerine yapılan araştırmayı ve sonuçlarını anlatır. Emek yoğun sanatsal eylemler olması nedeniyle sahne ve gösteri sanatları işletiminde sürekli bir genel fiyat artış düzeyinin üzerinde bir maliyet artışının izlendiği sonucuna varılır. Maliyetlerdeki artışlar doğal olarak gösteri sanatları bilet fiyatlarına yansır ve sonuçta artan bilet fiyatları nedeniyle izleyici sayısı azalır ve bilet satış gelirleri düşer. Bilet gelirlerindeki bu azalış ve maliyetleri karşılamadaki yetersizlik, gösteri sanatlarının kalite ve niteliklerinde düşüşe izin vermemek için devlet desteği veya özel şahıs veya kurumların himayesinin gerektiğini savunan görüşleri ortaya çıkarmıştır. Bu araştırma sonuçları daha sonraları Baumol’un geliştirdiği *maliyet hastalığı* (cost disease) kuramına temel oluşturacaktır. Maliyet hastalığı kuramına göre ABD’de eğitim, sağlık ve sanat gibi emek yoğun hizmetlerde çalışan kişilerin ücretleri ekonominin diğer alanlarında olduğu gibi verimlilikleri oranında artış göstermez. Buna rağmen

ekonominin üretim kesiminin verimliliğindeki artışlar sonucu üretimde çalışanların artan ücretleri aynı oranda verimlilikleri artmayan örneğin sanatçıların da ücretlerinin artması yönünde baskı sağlar. Bu kuram özellikle eğitim, sağlık ve sanat hizmetlerinin neden ABD’de pahalı olduğunu açıklar (Towse, 2010: 12; Goodwin, 2006: 28; Baumol, Bowen, 1966).

Sanatı ekonomik yöntem ve yaklaşımlarla analiz eden çalışmaların öncülerinden Amerikalı iktisatçı Thomas Gale Moore, 1968’de yazdığı *The Economics of American Theatre* adlı kitabında Amerikan tiyatrosunu, meşhur Broadway’i şekillendiren ekonomik koşulları incelemiştir. Bir profesyonel iktisatçı tarafından ilk kez ekonomik bir yaklaşımla incelenen Amerikan tiyatrosunun mevcut organizasyonu ve temel bileşenleri olan oyun yazarı ile yapımcısının yanı sıra maliyet ve giderlerini, tiyatro müşterilerini, bilet satışlarını analiz eder. Moore aynı zamanda tiyatroların bir başka önemli sorunu, kamu desteği ve politikası ile nasıl etkilendiğini, gelecekte nasıl şekilleneceği üzerinde durur. İngiliz iktisatçı Sir Alan Peacock ve Ronald Weir 1975’de yayınladıkları *The Composer in The Market Place* adlı kitapta müzik bestecilerinin çalıştıkları ekonomik ortamı ve besteci olma kararına etkilerini 40 yıllık bir dönemde değişimlerle birlikte inceler ve bu sürede bestecilerin gelirlerinin hemen hemen aynı düzeyde kaldığını belirtir. Kitapta ayrıca müzik endüstrisinin arz ve talep tarafını ve piyasanın işleyişini analiz eder.

Amerikalı iktisatçı Dick Netzer 1978’de yayınlanan *The Subsidized Museum: Public Support for the Arts in the US* adlı kitabında Amerika ve İngiltere’de sanatsal faaliyetlerin dolaylı ve dolaysız kamu desteği ile kamunun bu konudaki politikasını karşılaştırmalı olarak inceler. Amerika’da, diğer liberal ekonomilerin aksine, devlet desteğine şüpheyle bakılmasına ve kamusal sektörün genişlemesine karşı genel bir isteksizliğe rağmen sanata olan kamu desteğinin benimsendiğini belirtir. Avustralyalı iktisatçılar David Throsby ve Glenn A. Withers’ın birlikte yazdığı ve kültür ekonomisi alanında bir okul el kitabı olan *The Economics of the Performing Arts* adlı kitabı 1979’da yayınlandı. Bu kitapta Throsby ve Glenn, Anglo-Amerikan ülkelerinde bale tiyatro, klasik müzik ve opera gibi sahne ve gösteri sanatlarının ekonomik analizini yapar. Gösteri ve sahne sanatlarının icracısı, yapımcısı, organizasyonlarını ve tüketicilerini, çoğunluk izleyicisinin eğitim düzeyi yüksek kadınlar olması gibi,

istatistiksel düzeyde inceler ve bu sanatlara olan kamu desteğini ve politikasını tartışır. John O'Hagan *The State and the Arts: An Analysis of Key Economic Policy Issues in Europe and the US*, adlı 1998 tarihli eserinde devlet ve sanat ilişkilerini tarihsel ve kıta Avrupası ve ABD bazında karşılaştırmalı bir yaklaşımla inceler. Devletin sanat ve kültür politikasını; vergilendirme, yasal düzenlemeler ve direkt yardımlar, kurumsal düzeyde devlet ve diğer kamu kurumlarının kurduğu sanat merkezleri, müzeler gibi somut göstergelerle analiz edilir. Amerikalı iktisatçılar James Heilbrun ve Charles Gray'in 2001'de yayınladıkları *The Economics of Art and Culture* adlı kitapta sanatın genel bir sistematik ekonomik analizi yapılır. Sanat piyasasının büyüklüğü, sanat yapımcıları ve sunucularını, sanat tüketicilerini ve sanat piyasasının özelliklerini, sahne ve gösteri sanatları sunan şirketler ve müzelerin mali problemleri ile kamunun desteğini tartışır (Frey, 2003: 2).

Kültürel ekonomi alanında yaptığı katkılar ile öne çıkan Avusturalyalı iktisatçı David Throsby, 2001'de yazdığı *Economics and Culture* adlı kitabında kültürün ekonomik analizini yapar (Throsby, 2004). Sanatsal ürün ve hizmetlerin üretiminde yaratıcılığın ekonomik boyutu, ekonomik gelişmede kültürün rolünü, kültürel endüstrileri ve kültürel politikaları tartışır. Throsby 2010 yılında yazdığı *The Economics of Cultural Policy* kitabında ise kültürel ve sanat politikalarının oluşması sürecini ekonomik bir açıdan inceler. Yakın yıllarda kültürel ekonomi alanında yapılan bir başka önemli çalışma *Advance Introduction to Cultural Economics* adlı Ruth Towse'un 2014'de yazdığı kitapta bir bütün olarak sanat ve kültürel endüstriler açıklanır. Özellikle sahne ve gösteri sanatlarının maliyet finans ve kamu desteği politikalarını 1960'dan itibaren inceler. Belli başlı kültürel endüstrilerin arz talep ve piyasa koşullarını analiz eder.

Modern ve yeni bir disiplin olarak sanat ekonomisi alanında okullar için bir el kitabı olarak düşünülmüş ilk derleme kitap *The Economics of Art* 1976'da yayınlanmıştır (Blaug, 1976). Makalelerden oluşan ve İngiliz iktisatçı Mark Blaug tarafından derlenen ve yönetilen kitap ağırlıklı olarak kamunun ve siyasal otoritenin sanatı desteklemesi, gelir açıklarını gidermesi ve kamunun genel sanat ve kültürel politikasının ekonomik etkilerinin değerlendirilmesi konusu üzerinde duran makalelerden oluşmuştur (Ginsburgh, 2012). Adorno (2001), *The Culture Industry*

adlı çalışmasında sanatın standartlaştırılması ve metalaştırılarak toplu üretime konu edilmesini tartışır. Frey (2003), *Arts and Economics* adlı eserinde sanatsal faaliyetleri ekonomik bakış açısı ve yaklaşımı ile analiz eder.

1973’de sanat ekonomisinin sürekli yayın organı *the Journal of Cultural Economics* ABD Ohio Akron üniversitesi öğretim üyelerince William Hendon öncülüğünde çıkarılmaya başlanır. Derginin amacı kültürel ekonominin kuramsal gelişimi, ekonomik ve ekonometrik analizin kültürel sektöre uygulanması ve kültürel politikaların ekonomik yorumuna katkı sağlamak olarak vurgulanmıştır (culturaleconomics.org). 1993’de kendi uluslararası örgütü *The Association for Cultural Economics International* kurularak sanat ve kültürel ekonomi çalışmalarının kurumsallaşması sağlanmıştır.

Keen (1971), *Money and art: A Study Based on the Times-Sotheby Index* kitabında ikincil sanat piyasasını analiz eder. The Times ve Sotheby açık artırma şirketinin kullandığı, bir resim sepetinin fiyat değişimlerinin uzmanlarca değerlendirilmesi suretiyle oluşturulan sanat fiyat endeksini ve sonuçlarını inceler. Ekelund, Jackson ve Tollison (2017), *The Economics of American Art: Issues, Artists and Market Institutions* kitabında ABD sanat piyasasının ekonomik analizini yapar. ABD sanat piyasasında ölüm etkisi (death effects), sanat yatırımı getirisi ve ikincil sanat piyasasında açık artırma fiyatlarının oluşumu üzerinde durur. Gerlis (2016), *Art as an Investment? A Survey of Comparative Assets* kitabında bir finansal varlık olarak sanat yatırımının getiri ve riskini irdeler, hisse senedi, altın ve gayrimenkul gibi alternatif varlıklar ile avantaj ve dezavantajlarını mukayese eder.

Findlay (2014), *The Value of Art: Money, Power, Beauty* adlı kitabında sanat eserinin bir meta olarak ticari değerinin ve fiyatının oluşması yanında sanatın toplumsal sosyal değeri üzerinde de durur. Sanat piyasasının arz ve talebinin kurumsal oyuncularından bahseder. Grampp (1989), *Pricing The Priceless: Art, Artist and Economics* adlı kitabında bir ekonomik ürün olarak sanat eserinin fiyatının oluşmasını, piyasa arz ve talebi gibi sanat ürünün mikro ekonomik analizini yapar. Horowitz (2014), *Art of the Deal: Contemporary Art in a Global Financial Market* adlı kitabında küreselleşme ile birlikte sanat piyasalarının değişimini, özellikle arz yanının yani sanatçının artık geleneksel rolünün sadece eser üretmek değil aynı zamanda eserini

kendisinin satabilmesi ve marka yaratıcı faaliyetleri üzerinde durur ve sanat yatırımcılarının spekülasyonlarını anlatır.

Velthuis (2007) *Talking Prices: Symbolic Meanings of Prices on the Market for Contemporary Art* adlı kitabında birincil sanat piyasasında piyasanın arz kurumları olan galeriler ile görüşme yaparak sanat eseri fiyatlarının nasıl belirlendiğini inceler. Resim fiyatlarının oluşumunda sadece resmin estetik kalitesi değil aynı zamanda sanatçının piyasa konumunun ve tanınmışlığının önemli etkisi olduğunu ifade eder. Benzer bir çalışma fakat sanat eseri fiyatının ikincil sanat piyasasında oluşmasının ekonomik yaklaşımla açıklanması yanında, fiyatların yükselmesinde psikolojik etkenlerin de önemli olduğunu vurgulandığı Thompson'ın (2008), yazdığı *The \$12 Million Stuffed Shark: The Curious Economics of Contemporary Art*, günümüz ikincil sanat piyasalarında açık artırma şirketlerinin fiyatların aşırı yükselmesindeki rolünü ortaya koymaya çalışır. İkincil sanat piyasası açık artırma fiyatları üzerine bir başka kitap Reitlinger'in (1970), *The economics of Taste: The art market in the 1960's* adlı çalışmasıdır. Reitlinger, bu çalışmasında 1960'lı yılların sanat piyasasını analiz eder. Ressam ve sanat akımı bazında New York, Paris ve Londra gibi sanatın merkezi olan kentlerde gerçekleşen açık artırma satış fiyatları üzerine gözlemlerini paylaşır, sanat akımlarının fiyata etkisini tartışır.

McAndrew (2010), *Fine Art and High Finance: Expert Advice on the Economics of Ownership* adlı kitabında sanat yatırımının ve sanat eseri sahibi olmanın hukuki, ekonomik ve mali boyutunu açıklar. Yatırımcı için önemli konular olan sanat eserinin değerinin tespiti ve sigortası, vergilendirilmesi, borç karşılığı ipotek edilmesi ve sanat fonlarına yatırımın nasıl yapılacağı konularını anlatır. Sanat ürününün metalaşması üzerine Klasik, Neoklasik ve Marksist bir yaklaşım sunan Beech (2016), *Art and Value: Art's Economic Exceptionalism in Classical, Neoclassical and Marxist Economics* kitabında sanatın ekonomik yorumunu, açık artırma fiyatlarını, sanata kamu desteğini ve sanatsal üretim maliyetlerini Marksist bir bakış açısıyla inceler. Ginsburgh ve Throsby'inin (2011 ve 2013) editörlüğünü yaptığı *Handbook of the Economics of Art and Culture* cilt 1 ve cilt 2 sanatın değişik alanlarının ekonomik, hukuksal ve tarihsel analizini yapan makalelerden oluşur. Özellikle Cilt 1'de yer alan önemli çalışmalardan Ginsburgh, Mei ve Moses'in (2006) "The Computation of Prices

Indices”, adlı makalesi literatürde sanat fiyat endeksi oluşturma yöntemlerini anlatan önemli bir çalışma olarak bahsedilebilir. Ashenfelter ve Graddy’nin (2002) “Art Auctions: A Survey of Empirical Studies” makalesi ikincil piyasa açık artırma sistemini anlatan başvuru niteliğinde bir çalışmadır.

Goodwin’inin (2016) “Art and Culture in the History of Economic Thought” adlı makalesi ekonomik düşünce tarihinde sanat ve kültür üzerine yapılan katkıları özetleyen çalışması bu alanda önemli bir başvuru kaynağıdır. Marchi ve Miegroet (2006) “The History of Art Market” adlı makalede sanat piyasasının tarihi gelişimini anlatır. Sanat piyasasında resim dışında bir çalışma, yatırım değeri olan diğer bir alternatif varlık çizgi roman yatırımı için oluşturdukları hedonik fiyat endeksi ile getiri hesaplayan Bocart v.d. (2020), *Investing in superheroes? Comic art as a new alternative investment*, çalışmasında, ABD ve Avrupa ikincil sanat piyasası açık artırma satışlarında 2002-2017 döneminde özellikle 2009 sonrası %25 ortalama yıllık getiri oranı ile çizgi roman getiri performansının geleneksel yatırım varlıklarının çok üstünde olduğunu hesaplamıştır.

Li v.d. (2020), *Testing for Bubbles in the Chinese Art Market*, Çin ikincil sanat piyasasında genelleştirilmiş Dickey–Fuller (ADF) testi ile fiyat balonlarının varlığını araştırır. Araştırma sonuçları 2004-2005 ve 2010-2011 yıllarında iki balon dönemi tespit eder. Açık artırma fiyatlarında bu balonların nedeni olarak sanatın finansallaşması ile yatırımcıların spekülative davranışları ve Çin ekonomisindeki dalgalanmalar gösterilir. Küreselleşme ile birlikte Çin’i yeni gelişen bir sanat piyasası olarak merkez ve çevre ilişkisi içinde inceleyen çalışmasında Kharchenkova (2018), *The market metaphors: Making sense of the emerging market for contemporary art in China*, piyasa oyuncularının içinde bulundukları küreselleşmiş yeni gelişen çevresel bir piyasayı nasıl tanımladığını ve algıladığını görüşmeler yoluyla ortaya koyar.

Bocart ve Hafner (2012), *Econometric analysis of volatile art markets*, hedonik fiyat yöntemi ile oluşturdukları sanat fiyat endeksi verileri ile sanat piyasalarının oynaklığını ölçen modeller üzerinde çalışır. Riski sanat eserinin fiyatının veya getirisinin öngörülebilirliği olarak yorumlar. Endeks sonuçlarına göre eğer oynaklığı sabit varsayarsak, risk standart sapma formülü ile hesaplanır, fakat düzensiz bir yapı gösteren risk ölçümü için GARCH benzeri modeller kullanılmasını önerir. Bocart ve

Hafner, finansal kriz dönemlerinde sanat endeksi oynaklığının S&P500 hisse senedi endeksi oynaklığı ile benzer olduğunu ifade eder. Agnello (2016), *Do U.S. paintings follow the CAPM? Findings disaggregated by subject, artist, and value of the work*, CAPM modelini 1971-1996 dönemi için ABD sanat piyasası getiri ölçümü için kullanır. Beta katsayısını birin altında, pahalı resimlerin betasını sıfıra yakın bulur. Sanat yatırımının düşük riskinin portföy çeşitlendirilmesi için uygun olacağını vurgular.

Komarova (2018) *Between the market and noncommercial art institutions: Early career strategies of contemporary artists in emerging art scenes*, iki yeni gelişen sanat piyasası Rusya ve Hindistan'da, ticari olmayan sanat kurumlarının sanat piyasasının ve arz kurumu olarak sanatçıların erken kariyer dönemlerinde başarılı olmalarına olumsuz etki yaptığını gözlemler. Coslor ve Spaenjers (2016), *Organizational and epistemic change: The growth of the art investment field adlı* çalışmasında, sanat piyasasının gelişmesiyle birlikte yeni bir yatırım varlığı olan sanat yatırımının performans değerlendirilmesinin mevcut bilgi birikimi ve teknolojik araçlarla nasıl yapılması gerektiğini epistemik kültür (epistemic culture) yaklaşımı ile tartışır.

Mandel (2014), *Investment in Visual Art: Evidence from International Transactions* makalesinde uluslararası ticaret verilerinden yola çıkarak sanat eseri alım satımının yatırım veya tüketim amacı ile mi daha çok satın alındığını ortaya çıkarmaya çalışır. Ulaştığı sonuç sanat eseri daha çok bir lüks mal olarak tüketim amacıyla satın alınmaktadır. Sürekli gelir hipotezi yaklaşımı ile (permanent income hypothesis) sanat eserlerinin ulaştığı ülkelerin sürekli gelir eğilimi düzeyinde olan ülkeler olduğunu dolayısıyla sürekli gelirin etkisi altında yatırım güdüsünün zayıf buna karşılık tüketim eğiliminin daha güçlü olmasından kaynaklandığını ifade eder. Sanat ürününün lüks bir tüketim ürünü olma karakterini lüks marka yaratıcı pazarlama stratejilerinde kullanılmasını, sanat ile lüks marka bağlantısını araştıran Chailan'ın (2017) çalışması, *Art as a means to recreate luxury brands' rarity and value*, sanatın tüketim ürünü karakterinin günümüz lüks endüstriyel tasarımda kullanılmasını irdeler.

Pownall, Satchell ve Srivastava (2019) *A random walk through Mayfair: Art as a luxury good and evidence from dynamic models* adlı makalesinde İngiltere'de 1895-2011 yılları döneminde sanat eseri fiyatları ile hisse senedi ve altın fiyatları

arasındaki nedensel ilişkilerin varlığını Granger nedensellik testi ile analiz eder. Test sonuçları, hisse senedi fiyatlarının yükseliş ve düşüşlerinin sanat eseri fiyatlarını aynı yönde etkilediğini ve güçlü dinamik bir servet etkisinin varlığını gösterir. Alıcının duygularının sanat eserinin fiyatı üzerine olan etkilerini hipotezleştiren Pénasse, Renneboog ve Spaenjers (2014), *Sentiment and art prices* başlıklı çalışmasında, sanat eseri fiyatlarının ani düşüş ve yükseliş gösteren yapısının oluşumunda alıcıların modaya uyma, geçici heves, merak ve ilgi değişiminin (fad component) katkısı olduğunu ileri sürer.

Marinelli ve Palomba (2011), *A model for pricing Italian Contemporary Art paintings at auction* makalesinde, İtalya çağdaş resim açık artırma satışlarında resim fiyatını etkileyen faktörleri tespit etmeye çalışır. Kurdukları Heckit modelleme ile 1990-2006 dönemi İtalya çağdaş resim açık artırma satışlarında 2817 resim satış işlemini analiz ederek, fiyatın, satıldığı yılın dönemine, sanatçının tanınırlığına, açık artırma şirketinin piyasa prestijine ve resmin değişik özelliklerine; sergilenme durumu, kimin koleksiyonunda bulunduğu, basılı eserde yer alması gibi, bağlı olarak değiştiğini ifade eder. Sanatçının tanınırlık ve sosyal ilişkilerinin sanat eserlerinin fiyatını olumlu yönde etkilemesi ile ilgili bir yeni çalışma Marchenko'nun (2020) *Peer Effects in Art Prices* makalesidir. 2000-2015 yılları arasında Sotheby's açık artırma satışlarına uyguladığı akran etkisi modeli ile alıcıların belirli bilinen sanatçıların eserlerine daha çok ödeme yapmaya eğilimli olduğunu tespit etmiştir.

Etro, Marchesi ve Stepanova (2020) 1880 öncesi Paris sanat piyasasında devletin kontrolünde düzenlenen sergiler ile 1880 sonrası devlet kontrolünün bittiği dönemin resim fiyatlarını *Liberalizing art. Evidence on the Impressionists at the end of the Paris Salon* adlı makalesinde mukayese eder. 1880 öncesi, çoğunlukla akademik ve muhafazakâr resimlerin devlet kontrolünde yapılan sergilere kabul edildiğini ve bu durumun devlet kontrolünün bittiği dönemden sonra, Salon adı verilen sergilere kabul edilmeyen empresyonist ressamın resimlerinin fiyatlarının, Salon sergilerine kabul edilen akademik resimlerin fiyatından daha yüksek fiyata satılmasına neden olduğunu gözlemler. Sanatçının tüm resimlerinin yer aldığı catalogue raisonne adı verilen kataloğu hazırlayan uzmanın görüşlerinin satış fiyatına etkisini araştıran bir çalışma Ginsburgh, Radermecker ve Tommasi' nin (2019) *The effect of experts' opinion on*

prices of art works: The case of Peter Brueghel the Younger adlı makalesidir. Ressam Brueghel'in 1972-2017 dönemi satışlarının incelendiği ve farkların farkı tahmincisi (difference-in-differences) yöntemini uygulayarak ulaşılan sonuç, 2000 yılında ressamın kataloğu uzman tarafından yayınlandıktan sonra, sanatçının resimlerinin orijinalliği konusundaki şüphelerin uzman tarafından giderilmesinin, resim fiyatlarının % 60 oranında artmasını etkilediği izlenmiştir. Sanat ürünü fiyatının oluşmasında güç yasasının rolü ile ilgili Etro ve Stepanova (2018), *Power-laws in art*, adlı makalesinde, sanat eseri fiyatlamaında sanatçının yetenek dağılımının sanat piyasasında bir kübik fiyat yapısı oluşturduğunu ifade eder.

İkincil piyasada açık artırma satışlarında sanat eserinin fiyatını etkileyen ve aynı zamanda piyasa likiditesini artırıcı etkisi önemli yeni bir uygulama, açık artırma şirketinin eser sahibine eserin satış garantisi sunmasıdır. Graddy ve Hamilton (2019) *Auction guarantees for works of art*, genelde çok pahalı sanat eserleri için verilen bu satış garantisinin eserin fiyatı üzerine etkisinin olmadığını tespit etmiştir. Aynı konuda bir başka çalışma Charlin ve Cifuentes'in (2020) *An options-based approach to analyze auction guarantees in the art market*, makalesinde açık artırma şirketinin sanat eseri için satış garantisinin değişik koşullu finansal seçeneklerini tartışır. Satış garantisinin sanat piyasasının saydamlaşmasına yardım ettiğini ifade eder.

Lehman, Wickham, Fillis (2018), *Exploring supply-side network interactions in the visual art production process*, çalışmasında sanat üretimi sürecini analiz eder. Sanat piyasasında sanat eseri üretim ve dağıtım sürecini, sürecin aktörleri ile görüşme yöntemiyle inceler. Arz tarafı aktörlerin karşılıklı bilgi, birikim ve kaynakları paylaşarak bir değer yaratma temeli üzerinde ilişkilerini sürdürdüklerini gözlemler. *Rich men's hobby or question of personality: Who considers collectibles as alternative investment?* makalesinde Kleine, Peschke ve Wagner (2019), yatırım güdüsü yüksek sanat koleksiyoncusunun profilini çıkarmaya çalışır. Araştırmalarında yatırım güdüsü yüksek koleksiyoncuların ortalamanın üzerinde eğitim ve gelir düzeyi, yeni yatırım deneyimlerine açık, özgüveni yüksek kişilerden oluştuğunu ifade eder.

Alman dilinde yapılan sanat ekonomisi çalışmaları daha eskilere gider, fakat kültürel ekonomi adı altında yapılan çalışmalar olmadığından pek dikkate

alınmamıştır.² Hatta 1910'da *Volkswirtschaftliche Blatter* dergisi sanat ve ekonomi özel sayısını (*Kunst und Volkswirtschaft*) çıkarmıştır. Fransızca yazılan kitaplardan önemli olanları şunlardır: Moulin, Raymonde 1967'de *Le marche de la peinture en France*; Gallais-Hamonno, Georges 1972'de *Des Loisirs: analyse economique de la demande de loisirs en France*; Leroy Dominique 1980'de *Economie des arts du spectacle vivani*; Dupuis Xavier 1980'de *Analyse economique de la production lyrique*; Menger, Pierre-Michel 1983'de *Le paradoxe du musicien*; Greffe, Xavier, S. Pflieger ve F. Rouget 1990'da *Socio-economie de la culture*; Farchy, Joelle ve Dominique Sagot-Duvaurox, 1994'de *Economie des Politiques Culturelles*; Benhamou, Françoise 1996'da *L'economie de la culture* (Throsby, 2011).

1.6. Kapitalist Toplumda Sanat Eserinin Dönüşümü:

Metadan Yatırım Varlığına

Sanat eserinin, daha önce vurgulandığı gibi, kapitalizmin ekonomik sosyal ve bilimsel gelişimine koşut olarak talep edilme nedenleri de değişmiş, bir tüketim malından bir yatırım varlığına doğru evrilerek aynı anda hem tüketim ve hem de yatırım varlığı işlevi görmeye başlamıştır. Şimdi bu geçirilen dönüşüm evrelerini kısaca alt başlıklar altında inceleyelim.

1.6.1. Sanatın Metalaşması

Metalaşma (commodification) herhangi bir mal ve hizmetin o mal ve hizmeti üretenin kullanımına değil piyasa yoluyla bir değişime konu olmasıdır. Bu süreç bir kapitalist ekonomide bir malın kullanım değerinin değişim değerine dönüşmesi olarak tanımlanır. Metalaşma sürecini ilk inceleyen iktisatçılardan Marx ünlü eseri *Capital*'in 1. Cildi ilk bölümüne kapitalist üretimi analize metayı incelemekle başlar ve metayı herhangi bir insan gereksinimini tatmin eden bir dışsal obje olarak tanımlar. Marx değer teorisinde kullanım değerini ve değişim değerini birbirinden ayırır. Herhangi bir şeyin fiziki kullanışlılığı veya faydası onun kullanım değeri veya kullanım şeyidir ve kullanım değeri ancak o malın kullanımı veya tüketilmesiyle gerçekleşir (Marx,

² Alman dilinde yazılan eski ve önemli kitaplar: Kinderman, Carl (1903), *Volkswirtschaft und Kunst*; Drey, Paul (1910), *Die Wirtschaftlichen Grundlagen der Malkunst*; Haalck, Hans (1921), *Die wirtschaftliche Struktur deutschen Theaters*.

1990:126). Metaların değişimine Marx buğday örneğini verir, nicelik ve oransal bir ilişki olarak bir kullanım değerinin diğer bir kullanım değeriyle değişimidir. Marx buradan bu değişim ilişkisinde soyutlama yapıp kullanım değerini ihmal ederek aslında değişilen şeyin emeğin üretimi olduğunu belirtir. Bu anlamda sanatın günümüz piyasa ekonomilerinde metalaşma süreci ile olan ilişkisi veya sanat ürününün bizzat kendisinin bir meta olup olmaması, ona genel ekonomik modellerin uygulanıp uygulanamayacağı ile yakından ilgilidir. Bir arzı sınırlı (finite supply) ve eşsiz ürün olan sanat ürününün diğer herhangi bir meta gibi kapitalist toplumda değiştirilebilir ve genel değişim yasalarına tabi olup olmayacağı tartışma konusudur. Bunun yanında sanat ürünü sınırlı veya kıt kaynakların tabi olduğu ekonomik yasaları izler, bu yasalar; sanat ürününün tek ve eşsiz, az bulunur ve sınırlı, sabit arzı fakat piyasa talebinin yüksek olmasıdır.

Marx sanat üzerine doğrudan bir çalışma yapmamıştır, bununla birlikte sanat ürünlerinin de meta olduğunu yazar. Kapitalist üretim biçiminde işçi ürettiği üründen ayrılarak ona yabancılaşır ve ürün üzerinde bir tasarrufu ve kontrolü olmaz. Aynı şekilde sanatçının da yarattığı sanat ürününden ayrıştığını, bir metanın piyasada dolaşım koşullarında olduğu gibi, üreticisinden ayrı olarak piyasada var olduğunu ve bir meta gibi üretim ve tüketime konu olduklarını belirtir (A.e., s. 1048).

1.6.2. Sanatın Şirketleşmesi

Sanat ürünü diğer herhangi bir ürün gibi metalaştıktan sonra, kapitalizmin yeni bir aşamaya geçmesiyle birlikte, sermayenin merkezileşmesi, uluslararası ve yerel büyük şirket topluluklarının ortaya çıkmasıyla sanat piyasası da bu gelişmelere koşut olarak değişim göstermiştir. İlk büyük dönüşüm ve gelişme, ekonomik büyüme ve refahın artışı ile beraber sanat artık sadece kilise, aristokrasi ve varlıklı kişilerin değil, yeni gelişen orta sınıfların da alıcı konumuna geldiği bir talep patlamasının sanat piyasasında gerçekleşmesidir. Sanat piyasasının talep kaynaklı bu büyümesi doğal olarak sanat üretimine de yansımıştır. Tıpkı dev ticari şirketlerin oluşmasına benzer, Andy Warhol, Jeff Koons ve Murakami gibi uluslararası bazı ünlü star sanatçılar bir girişimci sanatçı olarak kişisel atölyelerini yüzlerce sanatçının çalıştığı büyük üretim merkezlerine dönüştürmüşlerdir. Sanatın bu şirketleşmesinin en tipik örneğini Japon sanatçı Takashi Murakami'nin 1996'da kurduğu "Hiropon Factory" adlı dev heykeller

yapan atölyesinde görülmektedir. Hiropon Factory 2001 yılında Kaikai Kiki Co. Ltd. adlı şirkete dönüştürülmüştür. Merkezi Tokyo da 50, New York'ta 20 kişinin çalıştığı şirketin amacı bir girişim olarak sanat ürünü üretimi ve arzı, genç sanatçıların desteklenmesi, proje, sergi fuar vb. yönetimi olarak açıklanmıştır (kaikaikiki.co.jp; Taylor, 2011).

Sanatın şirketleşmesinin bir diğer boyutu büyük şirketlerin piyasa konum, statü ve saygınlıklarını artırmak, reklam, tanıtım ve gündem oluşturmak için sanat eseri satın almaya başlamaları ve bunları sürekli halka açık sergilemesidir. Hatta bazı sermaye gruplarının resim koleksiyonlarını sergilemek için müze kurdukları görülmektedir. Ülkemizde büyük sermaye gruplarından Koç Grubunun Pera Müzesi, Sabancı Grubunun Sabancı Müzesi, Eczacıbaşı Grubunun İstanbul Modern müzelerini örnek olarak sayabiliriz. Satın alınan pahalı ve ünlü sanat eserlerinin şirketlerin kültürel sermayesini artırmasını sağlayacağı beklentisi yaygınlaşmıştır. Bu konuda Türkiye'den en iyi örnek 15 Kasım 2009 da yapılan Antik A.Ş. müzayedesinde 2,770 milyon TL'na satılarak o tarihe kadar Türkiye'de satılan en pahalı resim fiyat rekorunu kıran Burhan Doğançay'ın Mavi Senfoni adlı eserini Ülker Grubu, Yıldız Holding tarafından satın alınması gösterilebilir. Resim halka açık olarak Holding binasında sergilenmektedir.

1.6.3. Sanatın Finansallaşması

Sanat eserinin bir tüketim malından yeni bir işlev kazanarak bir finansal varlığa dönüşmesi ve aynı anda hem tüketim ve hem de yatırım varlığı olması ile birlikte dönüştüğü yeni boyut, finansallaşmanın tanımı bu bölümde yapılmıştır.

1.6.3.1. Finansallaşmanın Tanımı

Finansallaşma, sermaye birikiminin ticaret ve meta üretiminden daha çok oranda finansal kaynaklardan elde edilen karlardan oluşmasıdır. Finansal, anlam olarak faizin gelecekteki beklentisine göre serbest sermayenin transferi, pozisyonu, kar payları veya sermaye kazançları ile ilgili işlemleri ifade eder (Krippner, 2005:174). Finans kapitalizm kavramı Rudolf Hilferding'e aittir. 1910'da yazdığı *Das Finanzkapital* adlı eserinde 19. yüzyılın ikinci sonlarından itibaren kapitalist para, banka ve kredi sistemini, holding ve kartelleri inceler ve yeni krizler ile emperyalizm teorisini geliştirir (Hilferding, 1981). Finans kapitalizm, kapitalizmin yeni bir aşaması

olarak sermaye birikiminin üretimden finansa kayması ve toplumdaki ekonomik ve siyasi egemenliğinde endüstriyel kapitalistlerden finans kurumlarına, bankalara, fon yönetimlerine geçmesidir. Para ve sermaye holding, tröst, banka gibi büyük kuruluşlarda yoğunlaşır ve merkezileşir ve serbest rekabet yerini tekelci piyasalara bırakır. Bu yoğunlaşan finans kapital aynı zamanda küresel ölçekte sürekli yeni yatırımlar ve pazarlar arayışındadır (Peet, 2011).

1.6.3.2. Sanat Piyasasının Finansallaşması

İkinci dünya savaşından sonra ABD'nin dünyanın ekonomik ve askeri süper gücü olmasının yanı sıra, New York aynı zamanda dünyanın yeni sanat merkezi oldu. New York'ta yaşayan dünyanın en ünlü sanatçıları Amerika'nın ve kapitalist tüketimin yeni değerlerini yüceltip eserlerine yansıtarak ülkelerinde ve dünyada yaydılar. Sanat ürünü, ekonominin finansallaşmasının sanat piyasalarını da dönüştürmesiyle son 50 yılda bir metadan genel kabul görmüş bir finansal varlık haline dönüşmüştür, artık bir finansal varlık gibi banka borçları güvencesi için rehin ve ipotek edilen, emeklilik fonlarının bir parçası olan ve sadece sanata odaklanan yatırım fonlarının kurulmasına konu olmaktadır. Sanat piyasalarının finansallaşması ile sanat ürünü gelişen yeni alması finansal araçlar olarak giderek daha çok finansal piyasa ve kurumların ve amaçların etkisi altına girmiştir (Taylor, 2011; Velthus, Coslor, 2012).

Sanat piyasalarının finansal piyasalara eklemlenmesi süreci devam etmekle ve sanat ürününün potansiyel bir yatırım aracı olduğu kabul edilmekle beraber sanat ürününün finansal varlık niteliği çok tartışılmıştır. Her şeyden önce sanat insanları sanatın bir finansal varlık olduğu düşüncesine karşı çıkmıştır. Buna karşılık finans kesimi de sanat piyasasının likiditesinin, saydamlık ve standartlarının azlığı nedeniyle sanatın bir finansal varlık olduğu düşüncesinde tereddüt etmiştir. Bununla birlikte sanat piyasası günümüzde giderek artan bir ölçüde gerek ulusal gerek uluslararası finansal piyasalar, kurumlar ve oyuncuların denetimine girmeye başlamış, sanat ve finansal piyasalardaki oyuncuların finansal amaçlarının aynışmasıyla birlikte finansal ilke ve uygulamalar sanat piyasasına da aktarılmıştır. Artık sanat eserinin görsel doyumundan daha çok sanat eserinin getirisi ve riski konuşulmaya başlanmıştır. Sanat eseri uzun yıllardır bir finansal varlık olarak Citibank ve JPMorgan Chase gibi büyük uluslararası banka ve finans gruplarının online sitelerinde bir yatırım ve finans

varlığı olarak tanımlanmış ve sanat yatırım danışma hizmeti ve servisi sunulmaya başlanmıştır. JP Morgan şirket sitesinde sanat yatırımı, “...modern portföy teorisinde...bir varlık portföyü içinde bir potansiyel alternatif yatırım varlığı olarak kabul edilmekte...” ve sanatın diğer yatırım varlıklarından bağımsız bir uzun dönem getiri potansiyeli taşıdığı belirtilerek sanat yatırımı için bir sunum yapılır (jpmorgan.com). Citibank online sitesinde Özel Bankacılık Hizmetlerimiz bölümünde “Art Advisory & Finance” başlığı altında sanat danışmanlığı ve finansman hizmetlerini anlatır. “Bir Yatırım Olarak Sanat” (Art As An Investment) başlığı altında resim, heykel, çizim ve fotoğraf gibi uluslararası satılabilir nitelikte olan sanat eserlerinin borçlanma karşılığı ipotek edilebileceğini, Banka sanat danışmanı ve finans uzmanlarının portföy çeşitlendirmesi için sanat eseri alım satımını finanse ve organize edeceğini belirtir (privatebank.citibank.com).

1.7. Sanat Piyasası

İnsan yapımı tek bir ürünün milyonlarca dolara satıldığı başka bir ürün ve piyasasının olmadığı bu özel ürünü, piyasasını ve fiyat oluşum sürecini açıklamak için, önce sanat ürününün diğer ürünlerden ayırıcı özelliklerini incelemek yerinde olacaktır. Sanat piyasası özeldir, çünkü sanat ürünü diğer ürün ve finansal varlıklardan farklıdır. Sanatsal ürün bir ayrışık maldır, aynı ressamın her bir resmi bile farklıdır ve her bir resim eşsizdir, doğası gereği toplu üretilemezler, emek yoğun bir meta olarak yapımcısının yaratıcılığını içerir, bu yaratıcılık kopya edilebilir ama yeniden üretilemez. Bununla birlikte türdeş olmayan sanatsal ürünlerin, aynı ressam bazında veya aynı dönem aynı sanatsal akım içinde olmak üzere aynı estetik kalite düzeylerinde sınırlı bir ikame edilebilirliği söz konusu olur denebilir. Resim, genel olarak sanat eseri endüstriyel toplu üretime konu olamazlar, emek yoğun bir üretim eylemi olarak sanatçının bireysel yaratıcılık ve ustalığına, yeteneğine hatta fiziksel gücüne bağlı olarak üretimi ve arzı sanatçının kapasitesi ile sınırlıdır, tekil olan sanat ürününün kısa sürede sayısı artırılmaz, bir başka deyişle sanatsal ürün yeniden üretilemez. Yaşamda olmayan sanatçıların piyasadaki eser sayısı sabittir, doğal olarak artırılmaz. Bu arada bir istisnayı belirtmek gerekir ki arzın sabit olması daha çok yaşamayan sanatçıların eserleri için söylenebilir. Çünkü çağdaş sanatlarda, daha doğrusu yaşayan sanatçıların eser üretmelerinde bir sınırlı sayı, arz söz konusu

olmayabilir. Özellikle bazı sanat yapıtı türlerinde, heykel, baskı, fotoğraf gibi, değişik teknikle oluşturulan sanat eserleri istenilen sayıda çoğaltılabilir. Ancak bu çoğaltma eserin değerini ve piyasa fiyatını düşüreceğinden sonsuz sayıda değildir, genelde sınırlı sayıda üretilir ve sınırlı sayısı belirtilir. Sanat ürünü çoğu zaman piyasadaki dolaşımdan çekilebilir, bir başka deyişle arzı bir süreliğine olamayabilir, yıllarca bir koleksiyoncunun portföyünde kalabilir ve hatta müze tarafından satın alınan bir eser bir daha hiç piyasaya satışa arz edilmeyebilir ve piyasadan çıkabilir (Findlay, 2014). Sanat ürünü bir üstün maldır, tüm lüks mallarda olduğu gibi talebi yüksek gelire bağlıdır, bu anlamda sanat ürünü de bir lüks maldır, sahip olunması toplum tarafından bir ayrıcalık olarak görülür ve toplumda yüksek bir statü sağlar. Sanat bir tüketim malıdır fakat aynı zamanda bir yatırım malıdır. Bu haliyle biri birinden farklı iki ayrı farklı koşullar ve amaçlarla alım satıma konu olur. Kişisel beğeni sonucu bir estetik duygu tatmini veya gösteriş güdüsüyle toplumda farklı ve üstün, seçkin bir statü sağlamak için satın alınacağı gibi bir yatırım varlığı olarak finansal amaçlarla da satın alınabilir. Sağlam, uzun süre, yıllarca dayanabilen bir mal olarak aynı zamanda bir koleksiyon malıdır. Finansal amaçlarla alınıp satılan resimler daha çok müze kalitesinde (museum art), daha üstün düzeyde ustalaşmış ve piyasada sanatçı, ressam statüsünde algılanan (listed artist) sanatçılar tarafından yapılan resimlerdir. Resimlerin boyutu, yapıldığı malzemeleri, fiziksel durumu ve konusu gibi özellikleri resmin süsleyici, dekoratif özellikleridir ve resmin bu özellikleri hakkında piyasada tam bir bilgi vardır. Buna karşılık resmin estetik kalitesi, tarihsel önemi, hangi akımın etkilerini taşıdığı, ressamın bilinirliği ve tanınmışlığı gibi özellikleri konusunda piyasada herkes bilgili değildir (Horowitz, 2014; McAndrew, 2010; Ekelund, Jackson, Tollison, 2017; Gérard-Varet, 1995).³

Sanat piyasaları finansal piyasalar gibi, resmin ilk kez satıldığı piyasa ile aynı resmin ikinci kez piyasaya sunulduğu piyasaları birbirinden ayrılır, birincil ve ikincil piyasalar olarak ayrı ayrı incelenir. Bu iki ayrı piyasanın özellikleri farklılık gösterir. Birincil piyasada ressam atölyesinde resim yapar, eserini direkt alıcıya satar veya çoğunlukla bir galeri sahibine veya sanat tüccarına (art dealer) bağlı olarak çalışır ve

³ Düzeltme

onlar aracılığıyla eserlerini satar. Eserin fiyatı büyük ölçüde sanatçının ününe, resmin konusuna, materyaline bağlıdır. Alıcının tatmin edici bir alım yapması için sanatçı ve resim hakkında çok fazla bilgiye ihtiyacı vardır (Marchi, Miegroet, 2006). Bundan sonraki bölümlerde sanat ürünü tüketim ve talep fonksiyonları analiz edilecektir.

1.7.1. Sanat Piyasasında Tüketim ve Talep Fonksiyonu

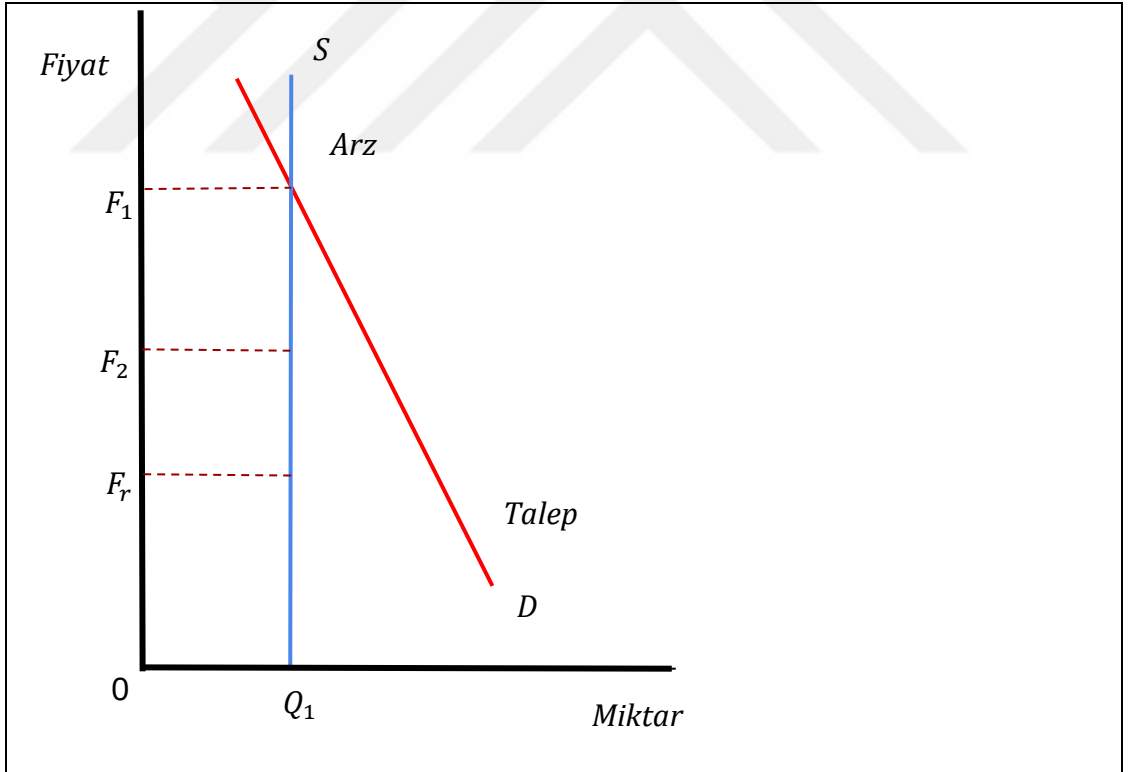
Bir sanat piyasasında talep teorisi, sanat alıcısının ve tüketicisinin kararını etkileyen faktörleri, başta fiyat ve gelir olmak üzere açıklamaya çalışır. Sanat eserinden yatırım güdüsüyle satın almayı bir yana bırakırsak tüketim amacıyla satın alınan fayda fiziksel bir doyumdan farklı olarak duyuşsal görsel bir doyumdur. Bu doyumu sanat eseri satın almadan bir sanat müzesini veya sanat galerisini ziyaret ederek sağlamak olanaklıdır. Dolayısıyla, görsel sanatlarda tüketim iki biçimde oluşur; birincisi sanat eserini bir galeride veya müzeye giderek görmek, ikincisi satın almak ve tutmaktır. Birinci tüketim biçiminde müze ve galeri ziyaretçi sayısı, ikinci tüketim biçiminde satılan resim sayısı hesaplanarak sanat piyasasına katılım ve tüketim analiz edilebilir (McCarthy, v.d., 2005). Neoklasik iktisat teorisinin tüketici tercihleri varsayımları; sınırlı tüketici geliri ve dolayısıyla rasyonel tüketim tercihleri yapma arayışı ve harcanan gelir ile toplam tatmini veya faydayı olanaklar elverdiğince maksimize etmeye çalışma gibi, sanat tüketicisi için de geçerlidir. Sanat ürünü satın alan tüketici doğal olarak diğer mallar gibi sanatsal maldan da bir fayda sağlar. Bu haliyle sanat ürününün azalan marjinal fayda yasasına konu olacağı söylenebilir. Sanat tüketicisi yıllık veya belli bir dönem için sanat malına toplam gelirinden ayırdığı harcayabileceği bir bütçe tahsis eder. Tüketici bütçe optimizasyon varsayımına göre faydayı ölçülebilir kabul edersek sanat tüketicisinin satın alacağı her bir resmin faydasının o resmin fiyatına oranı eşit olacaktır, bir başka deyişle tüketicinin son lirasına kadar satın alacağı her bir sanat ürününden sağladığı marjinal fayda aynı kalacaktır. Marjinal fayda MU ve fiyat F dersek eşitlik aşağıdaki gibi olacaktır:

$$\frac{MU_x}{F_x} = \frac{MU_y}{F_y} = \dots = \frac{MU_n}{F_n} \quad (1.1)$$

x ve y sanat ürünü, n sayıda sanatsal mal arasından bir tüketicinin satın aldığı ürünleri gösterir.

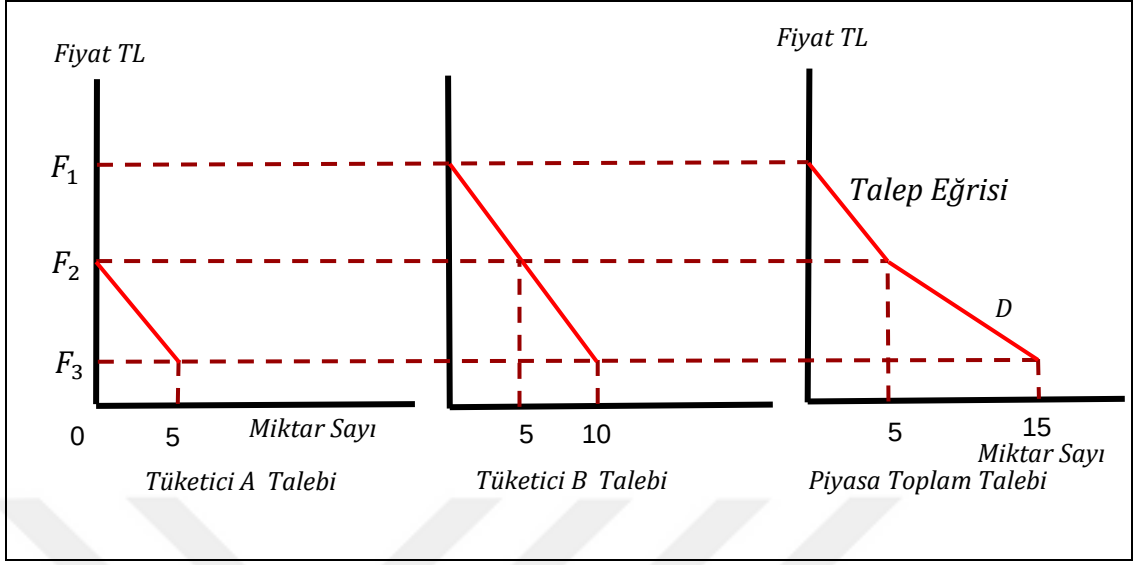
Bu tüketilen ürünlerin marjinal faydalarının fiyatlarına oranı eşitliğinden tek bir sanat ürünü alıcısının talep eğrisi de türetilir. Tüketicinin bütçesinin sınırlı

olması sanatsal malın fiyat değişiminin tüketicinin satın alacağı sanat eseri sayısını değiştireceği açıktır. Sanat ürünü fiyatı artınca alıcı satın alacağı sanat ürünü sayısını azaltacaktır. Şekil 1.1’ de tek bir alıcı için sanat ürünü talep eğrisi gösterilmiştir. Alıcı sanat eserinin fiyatı düşünce daha çok sayıda eser satın alacağından talep eğrisi de sol yukarıdan sağ aşağıya doğru eğimli olacaktır. Ancak aynı sanat eserinden değil artan bütçesi ile bir başka sanat eserini talep edebilir. Çünkü bir sanat eseri vardır. Sanat piyasasında birden fazla alıcı olacağından piyasa toplam talep eğrisi Şekil 1.2’ de gösterildiği gibi ayrı ayrı bireysel alıcıların talebinden türetilebilir. Teorik olarak bireysel alıcıların talebinin toplamı piyasa talebini oluşturacaktır. Toplam piyasa talep eğrisi de bireysel talep eğrisinde olduğu gibi fiyat azalışları satın alınan resim sayısında artışa yol açacağından sol yukarıdan sağ aşağıya doğru eğimli olacaktır (Lipsey, Courant, Ragan, 1999: 142-144).



Şekil 1.1. Birincil Sanat Piyasasında Bir Adet Sanat Eserinin Arz-Talep Eğrisi.

Kaynak: Heilbrun, James, Gray, Charles M., *The Economics of Art and Culture*, Second Ed., Cambridge University Press, 2001: 171



Şekil 1.2. Birincil Sanat Piyasasında Toplam Piyasa Talebi.

Kaynak: Heilbrun, James, Gray, Charles M., *The Economics of Art and Culture*, Second Ed., Cambridge University Press, 2001: 171

1.7.1.1. Sanat Ürünü Talep Fonksiyonu

Bir tüketim ürünü olarak sanat eseri alıcısının veya tüketicisinin tercihlerini sadece sanat eseri fiyatları etkilememektedir. Resim veya genel olarak sanat eseri tüketim talebini, sanat eseri fiyatlarının yanı sıra, alıcının geliri, estetik beğenisi veya zevkleri, alması sanat eserlerinin veya sanat eserini ikame edecek ürün ve hizmetlerin fiyatları da etkiler. Bir tüketim malı olarak sanat eseri talebi ve talebi etkileyen faktörler bir talep fonksiyonu eşitliğinde şöyle gösterilebilir:

$$Q_t = a - bF_s + cY + dF_b - eM_t \quad (1.2)$$

Q_t : t zaman diliminde bir sanat eserine yapılan talep miktarı,

a : diğer mal fiyatları ve bağımsız değişkenler 0 olduğunda talep edilen sabit değer,

b, c, d, e : bağımsız değişkenlerdeki bir birim artışın bağımlı değişkendeki artışını ölçen katsayılar,

F_s : sanat eserinin fiyatı,

Y : gelir,

F_b : sanat eserini ikame eden malların fiyatları,

M_t : satın alma maliyetini ifade eder.

Eşitlikte sol taraf, bir sanat malına talep edilen belli bir zamandaki miktar Q_t , bağımlı değişkeni gösterir ve eşitliğin sağ tarafındaki bağımsız değişken faktörlerinin değişimine bağlıdır. Eşitliğin sağ tarafında gösterilen negatif katsayılar $(-b, -e)$ malın fiyatı F_s ve satın alma maliyetleri M_t 'nin talep edilen miktar Q_t ile ters orantılı bir ilişkiyi gösterir, bir başka deyişle resmin fiyatı ile elde etme maliyeti artınca talep edilen miktar düşer, buna karşılık bireylerin geliri artınca sanat eseri talebi de artar (Grampp, 1989:74-76; Lipsey, Courant, Ragan, 1999). Aynı şekilde sanat tüketicisinin zevk ve estetik beğenisine yakın malların, örneğin başka bir ressamın eserleri, bir gösteri sanatları etkinliği veya bir kültür gezisi gibi, fiyatının artışı da tüketiciyi sanat eseri alımına yönlendirebilir. Bir yatırım malı olarak sanat eserini ikame eden mallar, devlet tahvili, hisse senedi veya değerli bir maden, altın gibi alması yatırım varlıklarının fiyatlarındaki değişimler de sanat malına olan talebi etkiler. Bununla birlikte bireylerin gelirinin ve finansal bir yatırım varlığı olarak gelecekteki getiri beklentisinin artması, sanat eserinin yeniden satışının kolay ve hızlı olduğunun piyasa tarafından algılanması o sanat eserine olan talebi artırır. Bir yatırım malı olarak sanat ürünü talebini etkileyen faktörleri bölüm 1.7.2.'de ayrıntılı olarak inceleyeceğiz.

1.7.1.2. Sanat Ürünü Talebinin Fiyat Esnekliği

Talebin fiyat esnekliği, fiyat değişim oranının neden olduğu talep edilen miktarın değişim oranı arasındaki ilişkiyi diğer değişkenler sabit varsayımı altında gösterir. Talep esnekliği şöyle formüle edilebilir:

$$E = \frac{\Delta Q}{Q} / \frac{\Delta F}{F} \quad (1.3)$$

Esnekliği E olarak gösterirsek,

ΔQ : $Q_2 - Q_1$ talep miktarındaki değişimi,

ΔF : $F_2 - F_1$ fiyattaki değişimi gösterir.

Fiyattaki F_1 'den F_2 'ye olan değişiklik aynı zamanda talep edilen miktarda artış veya azalışa neden olur ve talep edilen miktarı Q_1 'den Q_2 'ye kaydırır ve çıkan sonuç talebin fiyat değişimine ne kadar esnek olduğunu gösterir.

$E > 1$ ise talep esnek,

$E < 1$ ise esnek olmayan talep,

$E = 1$ ise birim esneklik söz konusu olur (Lipsey, Courant, Ragan, 1999: 92).

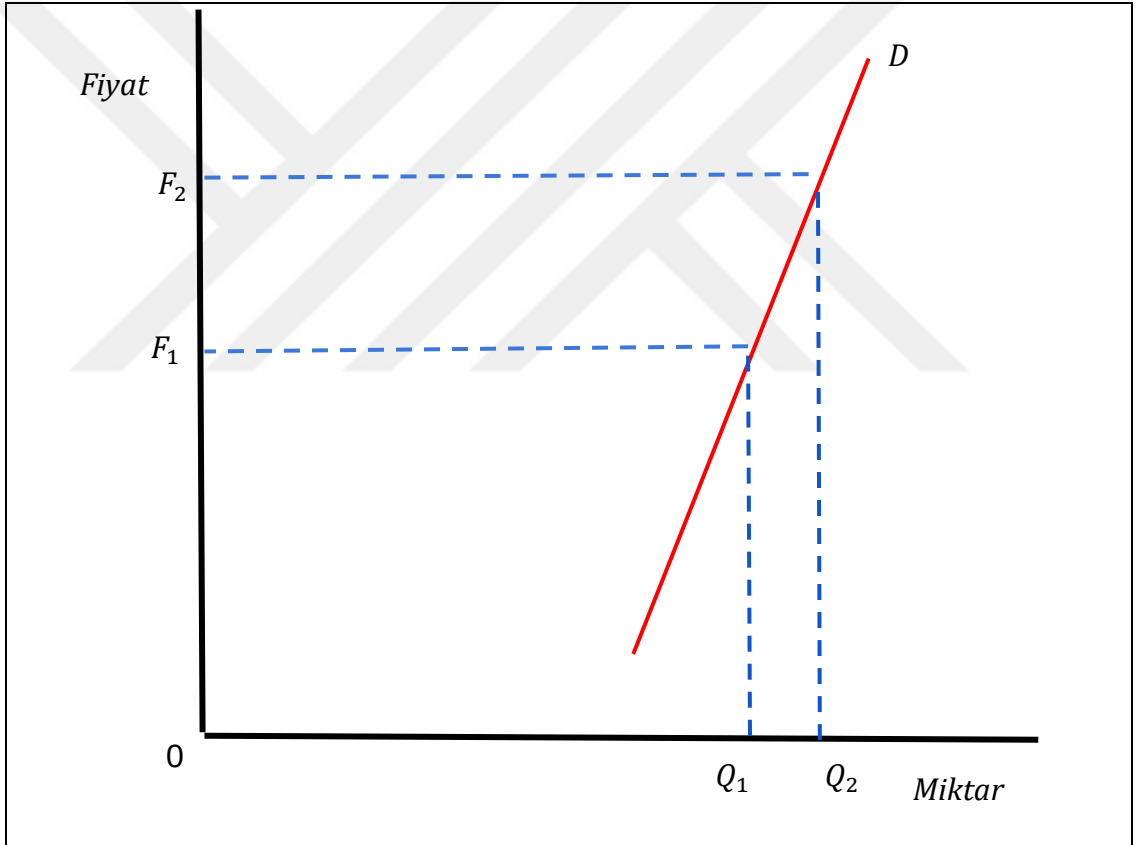
Talebin esnek, 1'den büyük olması talep edilen miktardaki değişim oranının fiyattaki değişim oranından büyük olması anlamına gelir ve talebin fiyat değişimine duyarlı olduğunu, buna karşılık talebin esnek olmaması yani esnekliğin 1'den küçük olması fiyattaki değişimin talepte daha az oranda bir değişime neden olduğunu ve talebin fiyat değişimine duyarsız olduğunu ifade eder. Bir üstün, lüks mal olarak sanat eserinin talebinin fiyat esnekliğinin düşük olacağı varsayım olarak söylenebilir. Yani resim fiyatındaki artışlar talebi daha az oranda etkileyecek ve sanat eserinin esnek olmayan talep eğrisi yatay miktar eğrisine dikeye yakın bir eğimde (Şekil 1.3.) oluşacaktır.

Sanat eserleri fiyatları çok farklılık gösterir, birkaç yüz TL'dan birkaç yüz milyon TL'na kadar çok geniş bir fiyat yelpazesinde satılır. Ucuz resimler sanatsal değeri düşük, daha çok süsleyici, dekoratif mal kategorisinde değerlendirilir. Bu kategorideki eserler için fiyat aralığı tanımlanmıştır. Mesela ABD sanat piyasası için bu tutar 100- 5.000 dolara kadardır. Bu tutarın üzerindeki sanat eserleri seçkin yüksek statülü lüks eserler olarak düşünülür (Kevin F. McCarthy, v.d., 2005). Bu ayrım sanat malı arz ve talep eğrisi oluşturulurken önemli olacaktır. Çünkü ucuz ve üretimi kolay, sanatsal değeri düşük resimler yukarıda analiz edilen Neoklasik iktisadın tüketici tercihleri varsayımı çerçevesinde diğer herhangi bir ticari malın talep eğrisine benzer bir talep fiyat esnekliği özelliğine sahiptirler. Buna karşılık sanatsal değeri yüksek ünlü bir ressamın yaptığı pahalı bir resmin fiyat talep esnekliği eğrisi tam aksine bir özellik gösterecektir. Bu seçkin sanat eserleri bir meta olarak alıcısına, bir fayda sağlamaktan daha çok bir saygınlık, statü kazandırır. Pahalı bir sanat eserine sahip olmak toplumda yüksek ayrıcalıklı bir konum sağlar. “Gösteriş tüketimi” (conspicuous consumption) olarak Amerikalı iktisatçı Thorstein Veblen tarafından iktisat yazınına kazandırılan bu terim toplumda yaptığı fiyatı yüksek alımlarla bir sosyal statü arayan sınıflar için kullanılmıştır (Veblen, 1915).

1.7.1.2.1. Statü ve Veblen Malı Olarak Sanat Ürünü

Veblen'den sonra bir statü göstergesi olarak, bir malın fiyatının artması ile birlikte talebinin de arttığı gösteriş tüketimi için satın alınan mala Veblen Malı denmiştir. Bu haliyle bir gösteriş tüketimi malı olan sanat eseri, bir Veblen malı olarak satış fiyatı, sınırlı arzı ve çok talebin oluşturduğu bir yüksek fiyattan farklı olarak, bir

lüks malın statü değerini yansıtır ve fiyatlar veridir. Bir Veblen Malının fiyatı yükseldikçe klasik iktisadın talep yasasına aykırı olarak o malın talebini de artırır. Bu fiyatı yüksek malı gösteriş veya saygınlık için satın almak isteyen statüko arayan kişi sayısı da artar. Bir statü göstergesi olarak Veblen malı sanat eserinin talep eğrisi Klasik talep eğrisinin aksine aşağıdan yukarı artan bir eğridir. Şekil 1.3’de görüldüğü gibi malın fiyatının F_1 den F_2 ye yükselmesi talebi de yukarı sürükler. Fiyatı yükseldikçe o malın tüketim algısı bir fayda sağlama amacından çok statü ve gösteriş nedenine dönüşecek ve Klasik talep eğrisinin aksine talep fiyatla doğru orantılı olarak artacaktır.



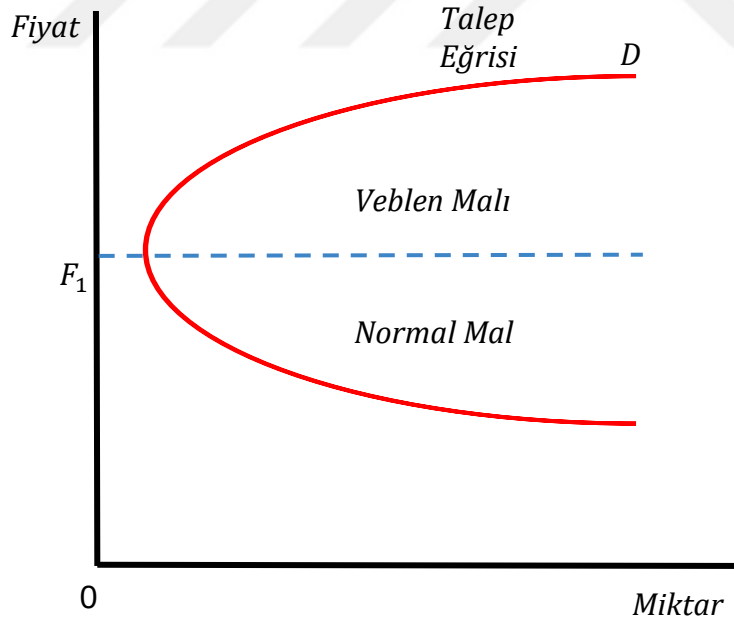
Şekil 1.3. Lüks ve Veblen Malı Olarak Sanat Eserinin Talep Eğrisi.

Kaynak: Lipsey, Richard G., Courant, Paul N., Ragan, Christopher T. S., **Economics**, 12. Ed., Addison-Wesley, 1999: 150.

1.7.1.2.2. Bir Ressamın Piyasa Statüsünün Artması ve Eserinin Veblen Malına Dönüşmesi

Bir ressamın tanınırlığının ve piyasa statüsünün olumlu yönde artması ve yaygınlaşması ile birlikte resimleri de buna koşut olarak statü değiştirerek artan

fiyatlarına bağılı olarak Veblen malı özelliği gösterecektir. Fiyatı düşük bir sanat malının fiyatının ve dolayısıyla talebinin artarak bir Veblen malı statüsüne geçmesiyle değişen talep eğrisi aynı grafik üzerinde gösterilebilir. Şekil 1.4’de görülen talep eğrisi tek bir ressamın talep eğrisi olarak düşünülebilir. Ressamın F_1 fiyatının altında sattığı resimler nispeten ucuz, ressamın daha ünlü olmadan önce satabildiği ve normal bir malın fiyat talep esnekliğinin özelliklerini yansıtan dolayısıyla resmin fiyatının artışının talebi azalttığı bir piyasasının olduğu resimlerdir. Aynı ressamın piyasa algısının değiştiğini, artık ünlü olduğunu, dolayısıyla piyasa değerinin ve ona ait bir resmin statü değerinin arttığını düşünersek, resim fiyatının F_1 düzeyinden yukarı doğru çıkmasıyla beraber ressamın eserlerine olan talep artacaktır. Çünkü artık yüksek fiyat sanat eserini daha çekici hale getirecek ve fiyat bir saygınlık göstergesi olacaktır. Aynı grafikte görülen F_1 fiyat düzeyinin üzerinde kalan alan bir Veblen Malı piyasasını yansıtmaktadır (Braun, Wicklund, 1989).



Şekil 1.4. Fiyatı Artarak Veblen Malına Dönüşen Bir Normal Sanat Eserinin Talep Eğrisi.

Kaynak: wallstreetmojo.com

Not: Ressam tarafından piyasaya sunulan eser sayının artırılabilirdiği ve eserlerin homojen olmamakla beraber aynı ressamın aynı tarzdaki eserlerine olan talep artışı varsayılmıştır.

1.7.1.3. Sanat Ürünü Talebinin Gelir Esnekliği

Gelir esnekliği, fiyat ve diğer değişkenlerin sabit olduğu varsayımıyla, gelirdeki değişime sanat malına olan talebin gösterdiği tepkiyi yansıtır. Gelire Y dersek gelir esnekliği formülü aşağıdaki gibi gösterilir:

$$E = \frac{\Delta Q}{Q} / \frac{\Delta Y}{Y} \quad (1.4)$$

$\Delta Q : Q_2 - Q_1$ talep miktarındaki değişimi

$\Delta Y : Y_2 - Y_1$ gelirdeki değişimi gösterir.

Gelirde Y_1 'den Y_2 'e olan artış veya azalış talep edilen miktarda da artış veya azalışa neden olur ve talep edilen miktarı Q_1 'den Q_2 'ye kaydırır ve çıkan sonuç talebin gelirde olan değişime ne kadar esnek veya bir başka deyişle duyarlı olduğunu gösterir;

$E > 1$ ise talep esnek,

$E = 1$ ise birim esneklik,

$0 < E < 1$ ise esnek olmayan talep,

$E < 0$ düşük (inferior) mal söz konusu olur.

Kişi veya hane başına gelir arttıkça hane halkının harcamalarının artacağı açıktır. Bu artan harcamalara sanat harcamaları da dahil olacaktır. Ancak gelir artınca kişiler düşük mal denilen göreceli olarak ucuz ve kalitesiz malların tüketimini sonlandırabilirler, bu sanat malları için de geçerlidir. Gelir artınca kişiler sanat değeri düşük buna karşılık süsleyici değeri yüksek toplu üretilen sanat eserlerini satın almaktan vazgeçip pahalı, estetik ve sanat değeri yüksek koleksiyon ve yatırım değeri olan sanat eseri alımına yönelirler. Bu tür gelir arttıkça tüketiminden vazgeçilen düşük malların gelir esnekliği 0'dan küçüktür. Buna karşılık gelir esnekliğinin 1'den büyük olması talebin gelir artışına çok duyarlı olduğu anlamına gelir ve o sanat malının lüks bir mal olduğunu ifade eder (Lipsey, Courant, Ragan, 1999).

1.7.2. Bir Yatırım Varlığı Olarak Sanat Ürünü Talebi

Sanat ürününün bir tüketim ürünü ötesinde bir finansal varlık olarak talep edilmesi durumunda sanat ürünü talebini etkileyen nedenler doğal olarak farklılık gösterecektir. Yatırımcı, bireysel veya kurumsal, gelirinin bir kısmını bir getirisi olan finansal varlık alımına ayırır ve bu varlıklardan bir seçim yapmaya çalışır. Finansal varlık talep teorisi bu varlıklar arasından yapılacak seçimin karar verme sürecini

etkileyen etkenleri açıklar. Bu etkenler aynı zamanda bir yatırım varlığı olan sanat malı satın alma kararı verme süreci için de geçerlidir. Varlık talep teorisine göre yatırım varlığı satın alma kararı, yatırımcının gelirine, varlığın belli bir dönemdeki kazancına veya getirisine, beklenen riskine veya getirisinin belirsizlik derecesine ve ne kadar hızlı ve kolay ana paradan kayıpsız nakde dönüştürülmesine yani likiditesine bağlıdır. Yatırımcının geliri arttıkça daha çok yatırım varlığı satın alacağı açıktır. Bu sanat malı için de geçerlidir. Vurgulamak gerekir ki resim diğer yatırım varlıklarından farklı olarak aynı zamanda bir tüketim varlığıdır. Bu nedenle aslında sanat yatırımcısı, sanatın tüketim değerini dikkate alarak, alternatif finansal varlıklara göre daha az likit olmasını ve daha çok satın alma ve elde tutma maliyetini kabul edebilir. Bu anlamda getiri oranı ile likidite alternatif yatırım varlıkları arasında seçim için daha çok öne çıkmış olacaktır.

Alternatif yatırım araçlarının veri getiri oranı ve risk düzeyinde, sanatsal yatırım getiri oranı ile likidite arasındaki ilişki ters yöndedir. Sanat malının likiditesi, alternatif yatırım araçlarının talebi ve likiditesi düşünce, göreceli olarak artar. Yatırımcı likiditesi artan sanat malını, yüksek oranda olan getiri beklentisini düşürerek tercih edecektir. Likidite, anapara kaybına uğramadan o varlığın satılmasının süresi olarak tanımlandığı zaman, likidite ile bir finansal varlığın getirisinin oluşması ve tamamlanması için vade sonuna kadar elde tutma, bono ve vadeli mevduat gibi, zorunluluğu arasında bir ters ilişki vardır. Sanatsal mal alıcısının getiri oranı için likiditeden ne kadar oranda vazgeçtiği bir şekil üzerinde gösterilmiştir. Şekil 1.5’de görüldüğü gibi alıcının sanat yatırım varlığı satın alırken tercih ettiği o malın getiri r , ve likiditesi L ’nin bileşimlerini gösteren eş miktar eğrisi azalan marjinal değişim oranı özelliği gösterdiği için orijine dış bükey olacaktır. Sanat malının, finansal bir varlık olarak talep miktarı getiri oranı ve likiditenin bir fonksiyonu olarak yazılabilir:

$$q_b = F(r_k, L) \quad (1.5)$$

q_b : alıcının eş miktar eğrisi,

r_k : sanatsal mal getirisi,

L : sanatsal ürünün likiditesi.

Sanat yatırımcısı sanat eseri alımına mevcut ayırdığı bütçe ile, diğer alternatif yatırım araçlarının likidite ve getiri oranının sabit kaldığı varsayımıyla, en yüksek

getiri ve likidite bileşimine ulaşınca kadar devam edecektir. Bu maksimum getiri ve likiditenin eşleştiği miktarları gösteren eş miktar eğrisi sağ alttan sol yukarıya doğru yükselir. Buna karşılık sanatsal mal satıcısı, galerici, ressam, sanat tüccarı vb. resmin ikili karakterinden ötürü, piyasada aynı anda hem tüketim hem de yatırım malı olarak sanat eseri sunar. Satıcı tüketim malı olarak getirisi yüksek, fakat buna karşılık diğer alternatif yatırım varlıklarına göre finansal getirisi ve likiditesi düşük, sanatsal değerinden ziyade süsleyici değeri daha çok olan resim satma eğiliminde olacaktır. Satıcının eş miktar eğrisi orijine iç bükey olarak sol yukarıdan sağ aşağıya gidecektir. Satıcının eş miktar fonksiyonu ise şöyledir:

$$q_s = F(r, L_k) \quad (1.6)$$

q_s : satıcı eş miktar eğrisi,

r : sanatsal malın tüketim malı olarak getirisi,

L_k : alternatif yatırım mallarının likiditesi.

Satıcı likiditesi düşük olan sanat malı satabilmesi için o sanat malının getiri beklentisinin yüksek olması zorunludur. Alıcı sanatsal malı tüketim malı olarak tercih ettiği ve düşük likiditesini kabul ettiği sürece satıcı satışlarını artıracaktır.

Şekil 1.5’de Edgeworth-Bowley kutusunda dikey ekseninde r , getiri, yatay ekseninde L , likidite gösterilmiştir. r_i noktası en çok getiri oranına sahip olan yatırım varlığını gösterir. Aynı şekilde L_i en likit yatırım varlığını temsil eder. Şekilde görüldüğü gibi alternatif yatırım varlıklarının likiditesi L_k , arttıkça sanatsal malın likiditesi düşer veya ters yönde etkileşim oluşur. Finansal piyasalarda yatırım varlıkları, sanat malı gibi aynı zamanda tüketim malı faydası ve getirisi sunmadığı için aynı likidite oranında, sanatsal maldan daha çok oranda finansal getiri oranı sunmak zorundadırlar, yani:

$$r = r_i - r_k \text{ eşitliği pozitif olmalıdır.} \quad (1.7)$$

r : sanatsal malın tüketim fayda ve getirisi,

r_i : alternatif finansal varlıkların getirisi,

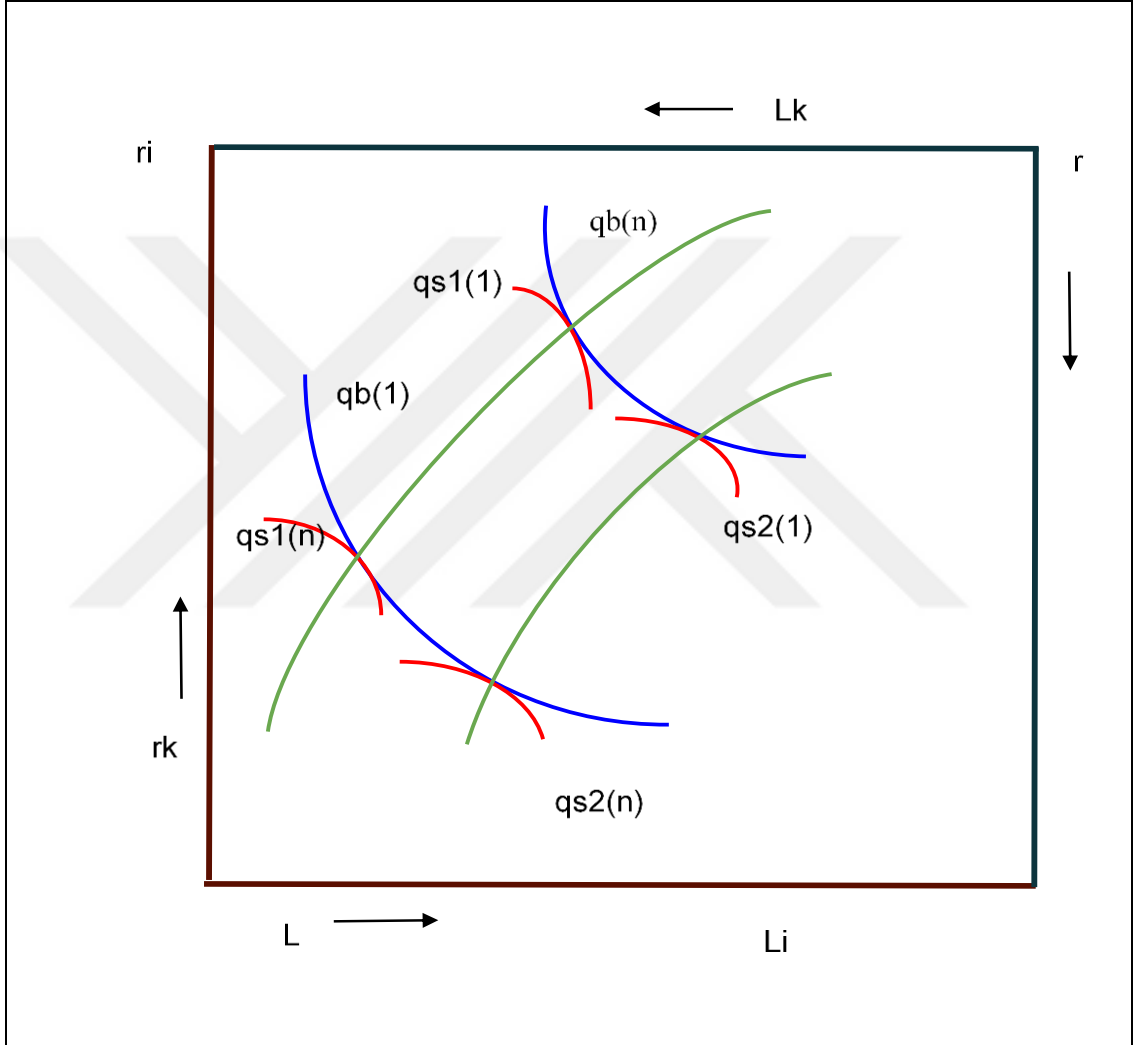
r_k : sanat malının finansal getirisi.

Şekil 1.5’de görülen sanat malı yatırımcısının davranışını gösteren kayıtsızlık eğrileri, bütçesi kısıtlı tüketici davranışını açıklayan kayıtsızlık eğrisiyle aynıdır. Dengede alıcıyla satıcının kayıtsızlık eğrilerinin eğimi negatif ve eşit olacaktır:

$$-\frac{dr_s}{dL_s} = -\frac{dr_b}{dL_b} \quad (1.8)$$

$-dr_s / dL_s$: satıcının kayıtsızlık eğrisi,

$-dr_b / dL_b$: alıcının kayıtsızlık eğrisi.



Şekil 1.5. Yatırımcının Sanat Malı ve Alternatif Finansal Varlık Alımının Optimal Getiri ve Likidite Bileşimlerini Gösteren Eş Miktar Eğrileri.

Kaynak: Singer, Leslie, "Microeconomics of the art market", **Journal of Cultural Economics**, Vol. 2, No: 1, June 1978, pp. 21-40: 27.

Birincil piyasada, profesyonel alıcı ve satıcıların olduğu genelde yatırım değeri daha yüksek daha pahalı eserlerin işlem gördüğü ikincil piyasaların aksine, satıcı daha çok sanatsal malın tüketim getirisini satmak eğilimindedir. Çünkü piyasada düşük kaliteli sadece tüketim faydası sunan sanat ürünü arzını artırmak göreceli olarak

kolaydır, alıcı ise buna karşılık veri geliriyle satın alacağı sanat malının miktarında en optimal finansal getiri ve likidite bileşimini yakalayacağı noktanın peşindedir. Yukarıdaki denge eşitliğinin birincil sanat piyasasının finansal varlık olarak sanat malı alım satımı koşullarını tam yansıttığı söylenebilir. Tüketim faydasından çok yatırım kalitesi yüksek eserlerin satıldığı ikincil piyasada finansal varlık olarak sanat malı alıcısı sanat malının tüketim faydasını daha az dikkate alacaktır (Singer, 1978). Bundan sonraki bölümlerde sanat yatırımının getiri, risk ve likiditesinin tanımı ve kapsamı üzerinde durulacaktır.

1.7.2.1. Bir Yatırım Varlığı Olarak Sanat Ürününün Yatırım Getirisi Beklentisi

Getiri, bir yatırım varlığının tutmanın belli bir dönemde ne kadar kazandıracağı beklentisidir. Aynı şekilde bir yatırım varlığı olarak resim satın almanın ve tutmanın yatırımcısına veya alıcısına bir getiri sunması beklenir. Bu beklenti alım ve satım arasındaki fiyat farkıdır. Bunun dışında, mesela hisse senedinde olduğu gibi, kâr payı, katılım payı veya faiz kazancı gibi parasal hesaplanabilen bir getirisi yoktur. Resmin sahibine sağladığı estetik beğeni ve duygusunun doyumunu parasal olarak ölçülemeyeceğinden resmin getirisini hesaplarken dikkate almak zor olacaktır. Kaldı ki resmi yalnızca satın alıp satarak para kazanmak isteyen birisi için estetik duyguların doyumunu ölçmeye gerek kalmayacaktır. Bu nedenle resim için kazanç beklentisi satış fiyatının alış fiyatının ne kadar üzerinde olacağıdır. Bir finansal varlık için getiri formülü aşağıdaki gibi gösterilir:

$$r = \frac{C + F_2 - F_1 + S}{F_1} \quad (1.9)$$

r : getiri oranı (yüzde olarak gösterilir),

C : parasal olarak kâr payı, faiz vb. gibi ödemeleri,

F_2 : varlığın gelecekte satılacak fiyatı,

F_1 : gerçekleşen satın alma fiyatını,

S : parasal olmayan kazançları ifade eder. Bu resim için sahibine sağladığı statü veya estetik duyguların doyumunu vb. söylenebilir.

Bir resim için eşitliği parasal olarak ifade edersek C ve S sıfır değerler alacak ve getiri beklentisi, ilerdeki satış fiyatının alış fiyatı üzerinde bir değerde olmasının umulması olacaktır. Aynı risk ve likidite düzeyinde, r yüzde olarak diğer yatırım

varlıklarının getiri beklentisinin üzerinde ise yatırımcı resim satın alacaktır. Yukarıdaki formülden resim yatırımcısı veya tüccarı ile resim koleksiyoncusunun bir resim için en çok ne kadar ödeyeceğini, F_1 alış fiyatının ne olması gerektiği de hesaplanabilir:

$$F_1 = \frac{(C+F_2+S)}{(1+r)} \quad (1.10)$$

C : parasal olarak kâr payı, faiz vb. gibi ödemeleri,

F_2 : gelecekteki resim satış fiyatını,

S : estetik haz veya statü değerini gösterir, tüccar ve yatırımcı için sıfıra eşit olacaktır,

r : tüccarın, yatırımcının veya resim koleksiyoncusunun alternatif yatırım varlıklarının getirisini göz önüne alarak o resimden ne kadar oranda getiriye razı olduğunu gösteren değeri alır.

Formülde, parasal olarak kâr payı faiz vb. gibi ödemeleri gösteren C sıfıra eşit olacaktır. Ancak yatırımcı ve tüccardan ayrık olarak, koleksiyoncu resimden elde tuttuğu süre içerisinde bir estetik haz ve statü göstergesi sağlayacağından S için sıfırdan büyük bir parasal değer koleksiyoncu tarafından sayısal olarak ifade edilebilir. Bu durumda, formülden yatırımcı ve tüccara göre resim koleksiyoncusunun her zaman aynı resme daha fazla ödeme yapacağını söylemek olanaklı olacaktır (Singer, 1978; Heilbrun, Gray, 2001).

1.7.2.2. Bir Yatırım Varlığı Olarak Sanat Ürünü Yatırımı ve Risk

Bir yatırım varlığı olarak resim satın alınırken yukarıda belirtildiği gibi ilerideki satış fiyatının alış fiyatından yüksek olacağı umulur ve alış fiyatının üzerinden bir kâr marjıyla satılması beklenir. Fakat gerçekte fiyatı etkileyecek çok sayıda etkeni kontrol ederek bir satış fiyatı öngörüsü yapmak çok zordur ve her zaman satış fiyatının ne olacağı bir belirsizlik taşır. İşte bu belirsizlik bir risk unsuru olarak resim satın alma kararını ve resim talebini etkiler. Bu belirsizlik çoğu zaman ekonomik göstergelerden çok siyasi ve sosyal nedenler olabilir, hatta o sanatçının ve resmin konusunun veya ait olduğu sanatsal akımın popülerliğini yitirmesi, moda, ana akım olmaktan çıkması bile önemli bir risk unsuru haline dönüşebilir. İşte bir resmin ilerde

değerinin artacağına ilişkin güven yüksek ise bir başka deyişle riski düşük ise resme ve sanatçıya olan talep de artar (Heilbrun, Gray, 2001).

1.7.2.3. Sanat Ürününün Yatırım Varlığı Olarak Satışı Sorunu ve Likidite

Bir finansal varlığın istenildiği zaman satılabilmesi ve paraya dönüşmesinin kolay ve hızlı olması beklenir ve doğal olarak bu satış alış fiyatının üzerinde bir tutarda, bir kazanç sağlayarak olmalıdır. Aynı şekilde bir resmin bir yatırım varlığı olarak ikincil piyasada yeniden satışının da olanaklı olması gerekir, bir başka deyişle likiditesinin yüksek olması istenir. Likiditenin düşük, yeniden satışının zor olması o resmin bir yatırım varlığı niteliğini azaltır ve talebini düşürür. Resimlerin yeniden satışlarının yapıldığı ikincil piyasa kurumlarının en önemlisi açık artırma kurumlarıdır. Açık artırma kurumlarının yaygınlaşması ve kurumsallaşması, sanat malının yeniden satışa sunulduğu ikincil piyasayı geliştirmiş ve sanatsal yatırım mallarının yeniden satışa çıkarılmasının kolaylaşması onu bir yatırım varlığına dönüştürmüştür. Velthuis (2007), Ekim 1973'de New York'ta yapılan 50 adet çağdaş sanat eserinin satıldığı Parke Bernet açık artırma şirketinin yaptığı müzayedenin sanat piyasasının yapısını ve anlamını değiştirdiğini belirtir. Açık artırmada oluşan yaşayan ressamalara ait resimlerin rekor fiyatları⁴ sanat piyasasına olan ilgi ve algıyı değiştirerek onu bir sanat piyasasından bir yatırım piyasasına dönüştürdüğünü belirtir. Bu açık artırma ile birlikte çağdaş sanatın potansiyel bir yatırım alanı olduğu fark edilmiştir. En ilgi toplayan örnek, yaşayan Amerikan pop artist Rauschenger'in 1959'da 2.500 dolara satılan resminin söz konusu bu açık artırmada 90.000 dolara satılması olmuştur. Çağdaş sanat eserlerinin de artık satılmaya başladığı açık artırmaların sanat piyasasının ve genel olarak tüm sanat dünyasının gelişmesine çok önemli katkısı olmuştur.

Açık artırmalarda satışa sunulan eserlerin satış oranını, sanat eseri yatırımcıları açısından bir çeşit portföylerinin paraya dönüştürülme hızı veya olasılık yüzdesi olarak, likidite ölçüsü anlamak gerekmektedir. Satılan veya satılmayan lot sayısının satışa çıkarılan lot sayısına oranı, her ressam için bir piyasa likidite ölçüsü olmasının

⁴ Toplam satış tutarı 2,2 milyon USD olarak gerçekleşmiştir.

yanı sıra, aynı zamanda sanatçının eserlerinin gelecekteki satış fiyatını da etkiler. Sanat eserinin istenildiği zaman satılabilme hızı ve olasılığı sanat piyasasının derinlik ve büyüklüğünü göstermesi açısından çok önemlidir. Hisse senedi ve altın gibi diğer yatırım araçlarının aksine, sanat eserini istenildiği zaman elden çıkarmak oldukça zordur. Ancak eklemek gerekir ki sanat eseri yatırımcısının razı olacağı bir kayıp oranı ile sanat eserinin satış yüzdesinin artacağını söylemek yanlış olmaz (Candela, Figini, Scorcu, 2004).

Sanat piyasası birincil ve ikincil sanat piyasaları olarak ayrılır. İkincil sanat piyasaları bir resmin ikinci ve daha çok sayıda çoğunlukla açık artırma şirketlerinin aracılığı ile artırma usulü satışa sunulduğu piyasalardır. Bu artırma usulü, piyasa fiyatının oluşumuna ve daha doğrusu piyasanın tüm alıcılarının aynı anda katıldığı, alıcı sayısının belli olduğu ve sadece o satışta satılacak resimlerin bilindiği özel bir piyasa ortamı yaratır. Fiyat oluşumu bu piyasalarda farklı özellikler gösterir. Bu piyasalar daha ayrıntılı olarak bundan sonraki bölümlerde incelenecektir.

1.7.3. Birincil Sanat Piyasası

Birincil sanat piyasası sanat eserinin ilk defa satıldığı piyasadır. Bu ilk satışın yapıldığı birincil piyasa kurumlarını sanatçının kendi atölyesi, sanatçıyı temsil eden sanat galerileri, sanat fuar ve festivalleri ve hatta bazen sanatçının eserini konsinye olarak satışa koyduğu açık artırma şirketleri oluşturur. Birincil piyasada, resimler ilk kez piyasaya çıktığı için yaşayan sanatçıların eserleri satılır ve piyasa arzı sanatçı sayısına ve bu sanatçıların kişisel olarak yaptıkları eser sayısına bağlıdır. Piyasada çoğu zaman arz fazlası veya aşırı üretim hali mevcuttur, sanatçı eserlerinin fiyatı düşük olsa bile genelde sattığından daha fazla üretir. Sanatçının arz eğrisi dikeydir çünkü belli bir dönemde piyasada satışa sunulan eser sayısı sabittir. Yaşamayan sanatçıların piyasadaki eser sayısı hiç artmayacaktır. Sanatçının eserinin fiyatı veridir, daha önce satılan resimlerden edinilen bir fiyat bilgisi vardır (Horowitz, 2014).

1.7.3.1. Birincil Sanat Piyasasında Etkinlik

Sanat piyasalarının etkin olup olmamasının sınanması ile ilgili çalışmalar sınırlı sayıdadır. Bu yöndeki çalışmaların yetersiz ve az olmasının temel nedeni finansal bir yatırım malı olarak sanat eserinin getirisinin hesaplanmasının zorluğu ve veri toplanmasının sınırlı olmasının yanında, fiyatların oluşum sürecinin de saydam

olmamasıdır. Birincil piyasada, sanat galerisinde veya sanatçının atölyesinde yapılan satışların fiyatları kamuya açık olmadığı için, gerçi galerilerde bir fiyat listesi bulunmakla beraber, analizlerde bu satışlar veri olarak kullanılmaz. Sanat piyasası fiyat verileri ikincil piyasadan açık artırma şirketlerinin satış sonuçlarından derlenir. Bu satış sonuçları aynı zamanda gerçekte satılmayan, ancak açık artırma şirketi tarafından satıldı gösterilen eserleri de içerir. Açık artırmalarda çoğu zaman eserin belli bir fiyatın altında satılmaması için bir taban fiyat konur, açık artırmaya katılanlar ve piyasa katılımcıları bu fiyatı bilmezler ve satıldı denilen eser aslında taban fiyatı üzerine çıkmadığı için satılmaz. İşte bu açık artırma sürecinin doğal yapısal bir parçası olan taban fiyatın (reserve) varlığı sanat piyasasının etkin olmasının önündeki en büyük engel kabul edilir (David, Oosterlinck, Szafarz, 2013; Munteanu, Pece, 2015).

Bir etkin finansal piyasada oluşan fiyatların o malla ilgili tüm bilgileri yansıttığı varsayılır ve yatırımcıda bu oluşan fiyatın doğruluğu ve yerindeliği konusunda piyasada bir güven duygusu uyandırır. Bunun yanında aynı mal için iki ayrı piyasada tek bir fiyatın olması beklenir. Etkin bir piyasanın en önemli özelliği olan tek fiyat yasasına da sanat piyasasının uymadığı söylenebilir. Örnek olarak aynı mal kategorisinde değerlendirilen sınırlı sayılı Picasso'nun özgün baskılarının her birinin ayrı piyasalarda açık artırma yoluyla ayrı fiyatlarla satıldığı gözlenmiştir (Pesando, 1993). Etkin olmayan bir piyasada güncel getiri veya güncel fiyatlar geçmiş getiri ve fiyatlarla da bir bağlantı ve ilişki göstermezler. Varsayımsal düzeyde sanat piyasasının etkisiz olduğu söylenmekle birlikte yakın zamanda yapılan bir çalışmada bazı sanat akımları ve ülke bazında, eski ustalar piyasası ve ABD ile İngiltere'de çağdaş resim, sanat piyasalarının etkin olduğu hesaplanmıştır (Aye v.d., 2017).

1.7.3.2. Birincil Sanat Piyasasında Fiyatın Oluşumu

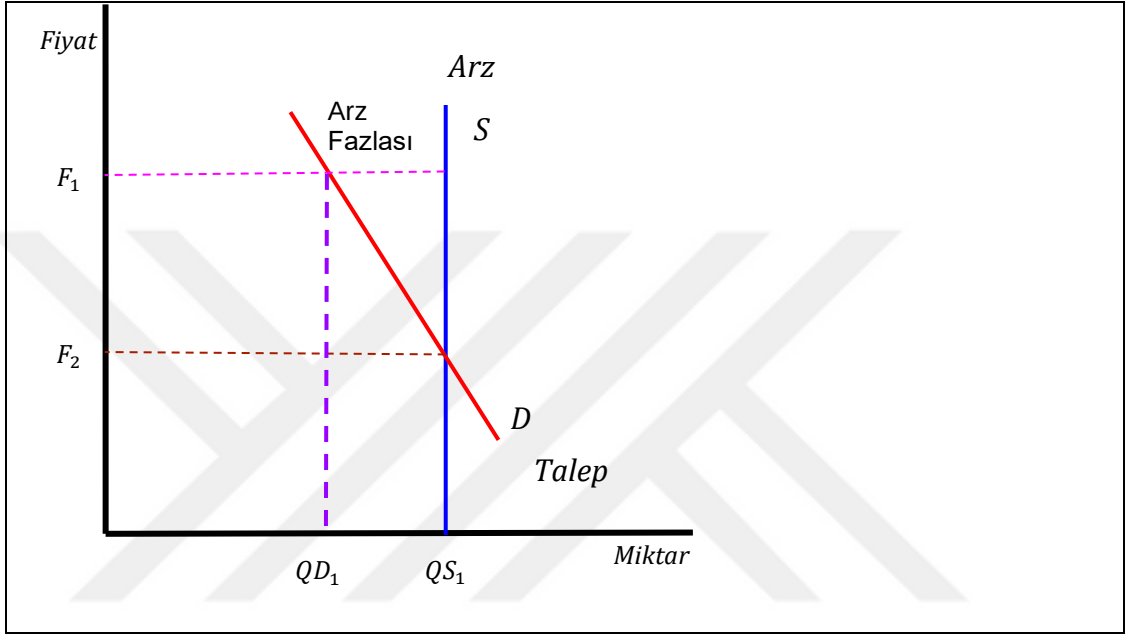
Neoklasik iktisat teorisi birincil ve genelde tüm sanat piyasasının işleyişi ve sanat eseri fiyatının oluşmasının herhangi bir piyasadan farklı olmadığını belirtir. Sanatçı parasal kazanç için sanat eseri üretir, alıcılar sanat eserinden bir fayda sağlamak veya bir yatırım aracı olarak getiri elde etmek için satın alırlar. Her iki taraf en fazla getiriyi ve faydayı elde etmek için maksimum çabayı gösterir; “*sanatsal eylem bir maksimizasyon eylemidir*” (Grampp, 1989: 8). Bir iktisadi mal olan sanat eserinin

değeri piyasa arz ve talebi tarafından belirlenir (Heilbrun, Gray, 2001; Schneider, Pommerehne, 1983).

Neoklasik iktisat teorisinin varsayımsal sanat piyasasında daha doğrusu birincil sanat piyasasında arz ve talep eğrileri Şekil 1.1’de gösterilmişti. Daha önce ifade edildiği gibi sanat ürünü benzersiz ve eşsiz olduğundan arz eğrisi sadece bir sanat ürününü temsil eder ve dolayısı ile arz eğrisi dikeydir. Piyasa (F_1) satış fiyatı potansiyel alıcının ödemeye razı olacağı fiyattır ve veridir, sanatçının veya galerinin daha önceki piyasa satış deneyiminden oluşturulan fiyattır veya herhangi bir meta gibi üretim maliyeti üzerine bir kar oranı eklenmesi ile belirlenir. Bir anlamda sanatçının eseri yapmak için harcadığı zamanın fırsat maliyetidir. Sanatçı piyasada yeni ise eserinin fiyatını bir taban fiyatının altında olmamak üzere, alıcı bulabilmek için F_2 düzeyine yakın oluşturacaktır (Şekil 1.6). Birincil sanat piyasasında resmin fiyatını en çok sanatçının tanınırlığı ve kamuoyundaki algısı, sanatçının uzun süre sanat ile uğraşısı, sergi fuar katılım sıklıkları ve galeriler arası fiyat rekabetleri belirler (Schönfeld, Reinstaller, 2007; Heilbrun, Gray, 2001). Bunun yanında ressam F_1 veri fiyat düzeyinde, mevcut talep eğrisiyle eserlerinin ancak QD_1 kadarını satar. Sanatçının piyasada satılmayan, $QS_1 - QD_1$ kadar bir talep fazlası eseri mevcuttur. Sanatçı F_1 fiyat düzeyinde satamadığı bu eserleri satabilmek için eser fiyatını F_2 düzeyine indirmek zorunda kalacaktır (Towse, 2010).

Çoğunlukla yeni sanatçıların ve yeni sanat eserlerinin işlem gördüğü bu piyasada sanat eseri satın alımı belirli bir risk içerir. Çünkü yeni sanat eserlerinin, özellikle bilinmeyen genç ressamların eserleri çoğu zaman eserin kalitesi, sanat tarihi açısından yeri ve önemi, sanatçının tanınırlığını içeren estetik değeri ve yeniden satış değeri belirsizdir. Bir başka deyişle piyasa katılımcıları sanat eserinin estetik ve yeniden satış değeri konusunda yeterli bilgi ile donatılmamıştır. Sadece sanat eserinin ölçüsü, fiziki düzgünlüğü, resmin konusu ve yapılış malzemelerini içeren süsleyici değeri konusunda bilgilidirler. Bunun yanı sıra piyasaya girişler, alıcı ve satıcıların sanat üzerine bilgi ve deneyim sahibi olmasını gerektirir. Bununla birlikte sanat eserinin estetik değerinin bilgisine ulaşmak kolay olmayabilir, hatta bir sanat uzmanına danışmak gibi parasal bir maliyet gerektirir. Bu nedenle birincil sanat piyasası etkisiz, bilgi ve donanımın yetersiz olduğu bir piyasa kabul edilir

(Singer,1978: 21; David, Oosterlinck, Szafarz, 2013). Birincil sanat piyasasının etkisiz bir piyasa olmasına karşılık özellikle sanatçının direkt yaptığı satışlarda alış-satış maliyetleri, vergiler, komisyonlar vb. görece olarak ucuzdur hatta sıfırdır. Çünkü satışlar kamuya açık yapılmaz fiyat ve satış bilgisi açıklanmaz.



Şekil 1.6. Birincil Sanat Piyasasında Arz Talep Eğrisi ve Üretim Fazlası.

Kaynak: Heilbrun, James, Gray, Charles M., *The Economics of Art and Culture*, Second Ed., Cambridge University Press, 2001: 176.

1.7.4. İkincil Sanat Piyasası

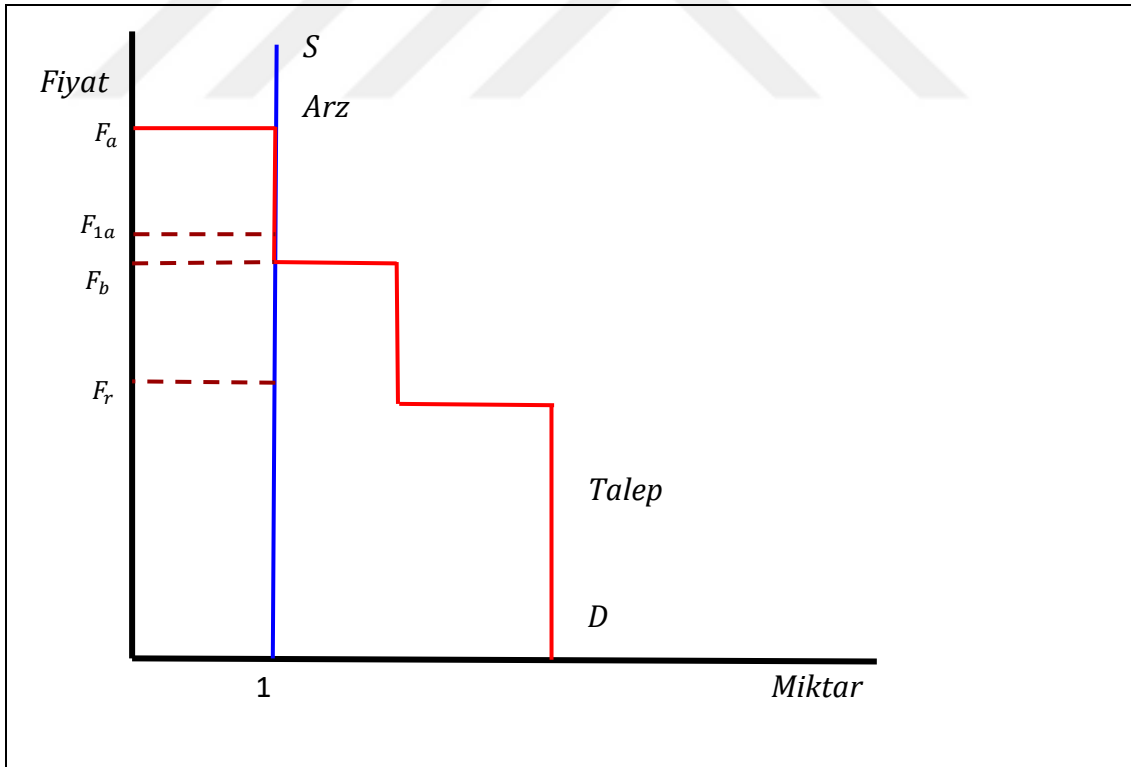
İkincil sanat piyasası daha önce birincil piyasada satılan eserin yeniden satıldığı piyasadır ve yapılan satıştan dolayı veya dolaysız sanatçının bir ilişkisi yoktur. Daha önce sanatçıdan eser alan sanat tüccarları, galeriler ve açık artırma şirketleri piyasanın temel satıcılarıdır, kamu ve özel müzeler, koleksiyoncular ve yatırımcılar piyasanın önemli alıcıları arasında yer alır. Bu piyasada birincil piyasanın aksine, katılımcıların sanatçılar ve eserleri üzerine bilgisi daha fazladır ve alımlar daha az risk taşır. Piyasada çoğunlukla yaşamayan sanatçıların eserleri satılır ve piyasada satışa sunulan veya sunulacak resim stoku az çok sabittir. Satış fiyatlarının yüksek seyrettiği dönemlerde piyasaya sunulan resim sayısı artar. Bu piyasada yüksek kalite ve değerde resimler satılır ve piyasada satışların çoğunun yapıldığı açık artırmalarda satış ve satış fiyatının oluşumu farklıdır. Özel bir piyasa yapısı olan açık artırmalarda

genellikle İngiliz tipi artırma denilen model uygulanır ve fiyat tek bir alıcı kalana kadar yükseltilir (Ashenfelter, Graddy, 2002). Artırmaya katılan alıcılar daha önce artırmaya katılmak için kayıt edilir, bir anlamda potansiyel alıcı sayısı da bellidir ve fiyat artırımları kamuya açık yapılır. Açık artırma satışının arz ve talep eğrisi ve fiyatının oluşması Şekil 1.7’de gösterilmiştir. Arz eğrisi miktar eğrisine dikeydir, çünkü bir adet resim satışı vardır. Talep eğrisi düzgün devamlılık gösteren bir eğri yerine zikzaklı merdiven yapısı gösterir, çünkü potansiyel alıcı sayısı ve onların tercihleri bellidir. Alıcı A, en fazla fiyatı F_a düzeyinde vermeye hazırdır, fakat alıcı B’ nin verdiği F_b fiyatının üzerinde F_{1a} kadar bir artırım yapması resmi satın alması için yeterli olacaktır. F_{1a} satış fiyatına çekiç fiyatı adı verilir. Alıcı A, $F_{1a} - F_a$ kadar bir tüketici doyumu (consumer surplus) sağlayacaktır. F_r taban fiyatı (reserve) eser sahibi ve açık artırma şirketinin tespit ettiği gizli tutulan ve o tutarın altına satılamayacak fiyattır. Taban fiyat eser sahibinin bir anlamda zarar etmesini önleyici bir araçtır, eğer esere yeteri kadar ilgi yoksa eserin düşük fiyattan satılmasını engeller. Açık artırma, eserin piyasada satılabilecek en yüksek fiyata ulaşmasını ve satıcının fiyat maksimizasyonunu sağlar. Açık artırma şirketleri hem satıcıdan hem alıcıdan komisyon alırlar. Piyasalarda satılan resimlerin dörtte birinin açık artırmalar aracılığıyla satıldığı tahmin edilmektedir (Towse, 2010).

1.7.4.1. İkincil Sanat Piyasasında Fiyatın Oluşumu

İkincil sanat piyasasında resimlerin ağırlıklı olarak piyasaya sunulduğu açık artırma şirketlerinde, piyasanın özel yapısından dolayı fiyatın oluşumu Şekil 1.7’de gösterildiği gibi çok farklı bir özellik gösterir. Satış sürecinde ilk aşamada açık artırma şirketi uzmanları satış öncesi her bir resim için gerçekleşmesi tahmin edilen bir satış fiyatı belirler (estimation) ve açık artırma katalogunda yayınlar. Bu fiyatlandırma genellikle iki fiyattan oluşan bir satış aralığıdır ve açık artırma şirketi uzmanları daha çok alıcının artırıma katılımını sağlamak için bu beklenti fiyatını düşük gösterme eğilimindedirler, bu anlamda açık artırma katalog fiyatları etkin değildir, piyasanın gerçek fiyat bilgisini yansıtmazlar. Buna karşılık açık artırma şirketi satıcıyı satış sözleşmesi yapılmasını garanti etmek ve başka bir açık artırma şirketine kaptırmamak için satıcıyı tatmin edecek bir tahmin edilen satış fiyatı belirlemek zorundadır. Eğer piyasada açık artırma şirketleri çok sayıda ve tam rekabet koşulları varsa resmin satış

öncesi tahmin edilen fiyat ile gerçek satış fiyatı arasındaki fark azalacak, uzmanlar aşırı veya eksik fiyat değerlendirmelerinden kaçınacaktır. Herhangi bir finansal varlık piyasasında olduğu gibi sanat piyasasında da sanat uzmanı herhangi bir finansal varlık uzmanı gibi piyasa fiyat beklentilerini doğru tahmin etmek zorundadır. Sanat ve diğer finansal varlık yatırım uzmanlarının oluşturdukları fiyat beklentileri ve tahminleri, etkin bir piyasada gerçekleşen fiyatlara eşit olacaktır. Bu piyasa ve ilişkilerin matematiksel biçimi “adil oyun” (fair game) veya Martingale modeli olarak adlandırılır. Adil Oyun teorisi temel olarak bir finansal piyasada fiyat beklentisinin mevcut bilgiyle oluşturulduğunu ve etkin bir piyasada şimdiki fiyatın mevcut tüm bilgi ile gelecekteki fiyatının iskonto edilmiş hali olduğunu ve fiyat değişikliğinin piyasaya yeni bilgi gelişini yansıtması gerektiğini ifade eder. Piyasaya bilgi akışı düzensiz ve rastgele olur, dolayısıyla fiyat değişimleri de rastlantısaldır. Bu nedenle ortalama fiyat beklentileri değişiklikleri ile gerçekleşen fiyat değişiklikleri farkı sıfır olacaktır.



Şekil 1.7. İkincil Sanat Piyasası Açık Artırma Fiyatının Oluşması ve Talep Eğrisi.

Kaynak: Heilbrun, James, Gray, Charles M., *The Economics of Art and Culture*, Second Ed., Cambridge University Press, 2001: 173.

Adil Oyun veya Martingale Modeli şöyle formüle edilir:

$$E(F_{x_{t+1}})/Q = F_{x_t}[1 + E(r_{x_{t+1}})] \quad (1.11)$$

$E(.)$: beklenti operatörü,

Q : kamuya açık bilinen bilgi toplamı,

F_{x_t} : x finansal varlığının t zamanındaki fiyatı,

$r_{x_{t+1}}$: x finansal varlığının $t+1$ zamanındaki getirisini gösterir.

Eşitlik, resim dahil bir finansal varlığın gelecekte beklenen fiyatının, veri bilgi setinde, şimdiki fiyatına belli bir zaman aralığında beklenen getirisinin eklenmesine eşit olduğunu ifade eder. Bu finansal varlık risksiz devlet tahvili veya hazine bonusu olduğunda r , getiri oranı, faiz oranı artı beklenen enflasyon kadar olacaktır. Yatırım varlığı hisse senedi, resim gibi riskli bir varlık söz konusu olduğunda r , getiri oranının riski giderecek bir başka deyişle riske değecek kadar yüksek oranda olması beklenir. Resim söz konusu olduğunda r getiri oranı kâr payı, faiz vb. ek kazançları olmadığı, hatta sanat eserini tutma maliyetleri, saklama, sigorta, taşıma masrafları gibi eksi getiri oluşturduğu için yukarıdaki eşitlik ikincil sanat piyasasında sanat eseri için şöyle yazılacaktır:

$$E(F_{x_{t+1}})/Q = F_{x_t} \quad (1.12)$$

$F_{x_{t+1}}$: x finansal varlığının $t+1$ zamanındaki fiyatı,

Q : Kamuya açık bilinen bilgi toplamı,

F_{x_t} : x sanat eserinin t zamanındaki fiyatını gösterir.

Eşitlik, sanat piyasasında açık artırma şirketi uzmanının mevcut bilgi akışı ile etkin bir piyasada oluşturduğu fiyat beklentisinin gerçekleşen fiyata eşit olacağını ifade eder. Bir başka deyişle açık artırma piyasasında fiyatlandırma etkin piyasa koşullarını yansıtır (Louargand, McDaniel, 1991).

1.7.4.2. İkincil Sanat Piyasasında Sanat Eseri Fiyatını

Etkileyen Etkenler

İkincil sanat piyasasında resim fiyatlarını etkileyen etkenleri kısaca açıklamak gerekir. Aslında bu açıklanacak etkenlerin çoğu aynı zamanda birincil resim piyasasında da geçerlidir ve genel olarak bir resmin fiyatını etkileyen değişkenler denilebilir.

1.7.4.2.1. Resmin Yüzey Büyüklüğünün Fiyatı Etkilemesi

Resmin yüzey büyüklüğü resmin fiziksel büyüklüğü olarak eni ve boyunun çarpımı ile santimetre kare olarak hesaplanır ve beklenti resmin yüzey büyüklüğü arttıkça fiyatının artması yönündedir. Fakat bu artış, fiyatın doğrusal olmayan azalan oranda bir fonksiyonu olduğundan bir fonksiyonel denklemde katsayı negatif değer alır. Belirli bir büyüklükten sonra resimlerin sergileme, taşıma, duvara asma vb. sorunları başlar ve artık fiyatına olumsuz etki eder. Bu nedenle fiyat endeksleri için veri tabanı oluşturulurken genelde o ressamın çok büyük ve çok küçük resimleri ayıklanır resimlerin ortanca değerleri, ortalamayı temsil eden resim büyüklükleri endekse dahil edilir (Agnello, 2002; Renneboog, Spaenjers, 2013).

1.7.4.2.2. Resmin Açık Artırma Satış Sırasının Fiyatı Etkilemesi

Bir açık artırma satışında satışa konu olan sanat eserleri açık artırma düzeninde bir sıra dahilinde satışa sunulur ve bu satış sırası eserin satış fiyatını etkiler. Lot satış numarası adı verilen satış sırasının eserin büyüklük değişkeninde olduğu gibi eserin fiyatının doğrusal olmayan bir fonksiyonudur. Eserin satış sırası açık artırmının sonlarına doğru yaklaştıkça o eserin daha az fiyata satılacağı gözlenmiştir. Bu ilişkiye öğleden sonra etkisi (afternoon effect)⁵ denilmektedir (Agnello, Pierce, 1996; Beggs, Graddy, 1997). Açık artırma, bir başka deyişle ikincil piyasalar satış sürecini açıklaması açısından önemli olan Beggs ve Graddy'nin lot sıralamasının nasıl yapıldığına dair çalışmasından biraz daha söz etmekte fayda vardır. Beggs ve Graddy, Christie's ve Sotheby's adlı dünyanın en büyük ve en saygın iki açık artırma şirketinin New York ve Londra'da 1980-1990 arası yapılan toplam yaklaşık 20.000 adet çağdaş, modern ve izlenimci resmin satıldığı 158 açık artırma satışını, lot satış sırasının nasıl belirlendiğini ve bu sıralamanın gerçekleşen satış fiyatı üzerine etki eden sonuçlarını değerlendirmek amacıyla incelemiştir. Ulaşılan sonuç ve gözlemlerden biri genelde ve çoğunlukla satış sırasının eserin yapılış tarihine veya eserin temsil ettiği sanat akımının

⁵ Deyim, sabah ve öğleden sonra olmak üzere iki oturum halinde yapılan açık artırmalarda ikinci bölüme, öğleden sonra yapılan açık artırmaya atıf yapmaktadır. Bu oturumda açık artırmaya katılan müşterilerin genelde alım yapma isteklerinin azaldığını, bir kısmının ayrıldığı ve dolayısı ile bu oturumda satılan eserlerin olması gereken fiyatın altında satıldığını ifade eder.

dönemsel sırasına göre bir dizin dahilinde yapıldığıdır. Örneğin savaş sonrası akımlardan günümüze yaşayan ressamın eserlerine doğru bir sıralama gibi. Bu sıralama ilginç bir şekilde genelde yüksek değerli resimlerden az değerli resimlere doğru bir lot sıralamasına neden olur. Çünkü, gerçekten modern ve izlenimci resimler çağdaş resimlerden, ilk modern izlenimci ve çağdaş resimler sonraki modern izlenimci ve çağdaş resimlerden daha değerlidir. Bunun yanında en önemli ve pahalı eserlerin açık artırmanın ortasına doğru satışa sunulduğu görülmüştür. Bunun nedeninin yüksek alış gücü olan müşterilerin açık artırmanın başlarında ve sonlarında bulunmaktan ve alım yapmaktan hoşlanmadıkları söylenebilir. Bir diğer gözlenen sonuç açık artırmaya katılan alıcıların açık artırmanın sonlarına doğru sıkıldıkları ve satışa olan ilgilerinin azaldığıdır. Bu azalan ilgi alım yapma ve yüksek fiyat ödeme isteğini azaltarak resimlerin gerçek değerlerinin altında satılmasına neden olabilmektedir.

Vurgulanması gereken bir başka nokta, birbirine benzeyen eserlerin satışında satış sırası sonra gelen eserin genelde, daha önceki benzer lotun satış fiyatından daha az bir fiyata satılmasıdır. Örneğin aynı ressamın aynı dönem yaptığı konu, tekniği ve boyutu birbirine yakın resimlerinde olduğu gibi. Bu gözlem ve bulgu açık artırma yazınında azalan fiyat aykırılığı (declining price anomaly) olarak adlandırılmıştır (Ashenfelter, Graddy, 2006). Bu konuda Latin Amerikalı ressamlar üzerine Campos, Barbosa (2008) tarafından yapılan çalışmada bu aykırılığı destekleyen sonuçlar çıkmıştır.

1.7.4.2.3. Resmin Yapımında Kullanılan Teknik ve Malzemenin Fiyatı Etkilemesi

Resmin yapımında kullanılan çeşitli malzeme ve teknik bileşimi resmin fiyatını etkiler. Yapılan çalışma ve gözlemler en dayanıklı resim malzemeleri olan tual üzerine yağlı boya ile yapılan resimlerin, kullanılan en yaygın teknik ve malzeme kullanımı ve en yüksek fiyata satılan resim tekniği olduğu yönündedir (Reddy, Dass, 2006; Agnello, 2002). Tual üzerine yağlı boya hemen tüm başyapıtların tekniği olarak mükemmelliği ve kaliteyi temsil eder. Resmin yapıldığı teknik ve malzemenin dayanıklılığı arttıkça fiyatının da arttığı gözlenir. Örneğin mukavva üzerine yapılan resim kâğıt üzerine yapılandan, bez üzerine yapılan resim mukavva üzerine, yağlı boya

sulu boya ile yapılandan, suluboya kurşun kalem ile yapılandan daha pahalıdır (Kraeussl, Lee, 2010: 9).

1.7.4.2.4. Resmin Konusunun Fiyatı Etkilemesi

Resmin fiyatının, resmin konusu (subject matter) ile doğru veya ters orantılı bir ilişkisi olduğu söylenebilir. Bazı resimlerin diğerlerinden daha çok duygularımızda yarattığı estetik ve görsel hoşluk ve yoğunluk resimlerin renk, tarz, konu ve kullanılan teknik gibi ayrık ve değişik özellikleri ile açıklanabilir ve bu beğeni düzeyi bir resmi diğerlerinden daha yüksek bir fiyata satılmasına neden olabilir. Sanat yatırımcıları veya koleksiyoncular bir sanat eserini satın alırken o sanat eserinin konu ve tarzını bir öncelik nedeni olarak düşünebilirler (Anderson, 1974). Hangi konu ve sanatsal tarzın ne ölçüde talep gördüğünü araştıran önemli çalışmalardan birisi Agnello ve Pierce'in (1996) resmin konusunun ve tarzının Amerika'daki sanat yatırımları üzerine olan etkisini incelediği makalesidir. Bu çalışmada resim akımlarının getirisi ölçüt alınarak resmin konusunun fiyat etkisi analiz edilmiştir. Buna göre tüm modern resim akımlarından pop art, gerçeküstücülük, soyut ve izlenimcilik gibi değişik tarzda resim yapan ressamlardan oluşan yenilikçi ve modern grubuna dahil ressamların resimlerinin yıllık ortalama getirisinin %12.6 gibi oldukça yüksek bir oranda gerçekleştiği hesaplanmıştır. Diğer grupların getiri oranları; günlük yaşam %6.1, seri resimleme %3.1, manzara %0.2, cansız nesne %2.4, deniz ve gemi için %1.16 olarak sıralanmıştır.

1.7.4.2.5. Resmin İmzalı Olmasının Fiyatı Etkilemesi

Resmin üzerindeki veya arkasındaki ressamın ait imza, tarih, numara, ithaf gibi her işaret ve yazı resmin gerçekten o ressam tarafından yapıldığı (authenticity) kanısını güçlendirir. Doğal olarak alıcıların o resim için ödemeye niyetli olduğu bedel görece olarak artar. Genel beklenti imza ve diğer yazı ve işaretlerin varlığının resmin değerini imzasız olana göre daha yüksek fiyata satılmasını sağlamasıdır. Agnello (2002) ABD'li 124 ressamın 1971-1996 döneminde satılan 25.000 adet resmi veri olarak kullandığı çalışmada resmin imzalı olmasının imzasız olmayana göre %32, tarih olmasının olmayana göre %27 oranında daha yüksek fiyata satıldığını hesaplamıştır (A.e., s. 452; Renneboog, Spaenjers, 2013).

1.7.4.2.6. Resmin Satıldığı Açık Artırma Şirketinin ve Yerinin Resmin Fiyatını Etkilemesi

Dünyanın en pahalı eserlerinin ikincil piyasada satışları hep dünyanın en saygın iki açık artırma şirketi ile anılır: Sotheby's ve Christie's. Agnello'nun (2002) yukarıda belirtilen söz konusu araştırmasında saptadığı Christie's New York'ta satılan resimlerin %54 ve Sotheby's New York'ta satılan resimlerin %68 oranında diğer açık artırma şirketlerine göre daha yüksek fiyata satıldığı yönündedir. Her ülkenin saygın açık artırma şirketleri bulunmakla beraber Christie's ve Sotheby's New York dünyanın en saygın açık artırma şirketleri olarak en pahalı resimleri satarlar. Amerika'da sanat ekonomisi ve sanat endeksi üzerine yapılan araştırmaların çoğu güvenilir kayıtları nedeni ile bu iki artırma şirketinin satış sonuçlarını veri tabanı olarak kullanır ve aynı zamanda geçmiş yıllara ait satış kataloglarını New York halk kütüphanesinde bulabilmek gibi araştırmacılara önemli bir kolaylık sağlar (Kraeussl, Lee, 2010: 9; Renneboog, Spaenjers, 2013). Türkiye'de açık artırma şirketinin fiyat üzerine olan etkisi matematiksel olarak test edilmemiş olmakla birlikte, piyasanın en saygın ve büyük şirketinin gerek satış hacmi gerek resim satışı konusunda uzmanlaşma yönünden Beyazart ve Artam Antik A.Ş.'nin sanat piyasasında öncü konumda olduğu söylenebilir. Bu çalışmada Türk Sanat Endeksi veri tabanı oluşturulmasında baz alınan resim satışları için, özellikle son on yıl olmak üzere genellikle söz konusu iki açık artırma şirketinin kayıtları esas alınmıştır. Resmin fiyatına, satıldığı açık artırma şirketinin etkisinin önemi yanında, resmin satıldığı ülke ve hatta sanatçının yaşadığı ve doğduğu yerin etki yaptığını da söylenebilir. Shi v.d (2017)⁶ yaptığı çalışmada Çinli sanatçıların eserlerinin yaşadıkları veya doğdukları kentlerde diğer yerlere göre daha yüksek fiyata satıldığını ifade etmiştir.

1.7.4.2.7. Ressamın Yaşam Durumu ve Piyasa Konumunun Resimlerinin Fiyatını Etkilemesi

Sanat piyasasında genel düşünce ve beklenti yaşamını kaybeden ve yaşamayan ressamın eserlerinin daha yüksek fiyata satılacağı yönündedir. Çünkü yaşamayan

⁶ Düzeltme

ressam artık yeni eser üretemeyeceğinden satışa sunulacak eser sayısı artmayacaktır. İşte arzın artık artmayacağı beklentisi hatta o ressamın resimlerini bulamama düşüncesi, *azlık etkisi* (rarity effect) fiyatı yükseltecektir. Buna karşılık yaşamda olmayan ressamın, artık bizzat kendisinin piyasadaki konumunu ve sanatsal ününü artırıcı faaliyetlerde bulunamayacağı gibi eserlerinin unutulma olasılığının varlığı da eserlerinin satış fiyatlarını düşüş yönünde etkileyebilir. Bir diğer olasılık ressamın yaşamını yitirmesinin ardından eserlerinin fiyatları değişmeyebilir. Çünkü ressamın ileri yaşlarında zaten eserlerinin fiyatının, o ülkenin genel yaşama süresine bağlı olgunluk döneminde ya da yakında ölme olasılığı nedeniyle yeterince yükseldiği yönündedir. Bu nedenle ölüm etkisinin fiyatlar üzerindeki belirgin etkisi, ölümü sürpriz olmayacak yaşlı ressamlardan daha çok, genç ressamların ani ve şok ölümü halinde geçerli olabilir ve bu etki yaşa bağlı olarak değişebilir (Ursprung, Wiermann, 2008). Yaşama veda eden ressamın eserlerinin fiyatını düşüş veya yükseliş yönünde etkileyen bu etkenler literatürde *ölüm etkisi* (death effect) olarak anılır (Ekelund, Ressler, Watson, 2000; Frick, Knebel, 2007; Maddison, Pedersen, 2008).

Ölümün fiyat üzerinde olan etkisini inceleyen araştırmalardan 1977-1996 yılları arasında yaşamdan ayrılan 21 Latin Amerikan ressam üzerine Ekelund, Ressler ve Watson'ın (2000: 295-296) yaptığı çalışmada, söz konusu ressamların eserlerinin fiyatının yaşamdan ayrıldıktan sonra hemen ciddi bir artış gösterdiği ancak bir süre sonra tekrar düştüğü gözlenmiştir. Bu ani yükseliş etkisi, resim alıcısının ileride söz konusu ressamın eserlerinin bulunmasının güç olacağı yönündeki kaygısı ile açıklanır. Ani fiyat yükselişi aslında arzdan çok bir uyarılmış talep olgusudur ve kısa dönemde alıcının bir dayanıklı mal tekeli (durable goods monopolist) ile karşı karşıya olduğu görülür. Sanatçı ekonomik anlamda tekelcidir, çünkü piyasadaki eserlerinin arzını artırma, sayısını kontrol etme tekeli kendisine aittir. Ressam, eserlerinin fiyatının düşmemesi için piyasaya sunduğu eser sayısını kontrol ederek koleksiyoncularına piyasaya çok sayıda eser üretilip koleksiyonlarının değerini düşürmeyeceği konusunda güven vermelidir. Dayanıklı mal tekeli varsayımına göre yaşayan ressamların eserlerinin sayısının gelecekte artma beklentisi, yaşayan ressamların eserlerinin güncel fiyatını düşüreceği yönündedir, bir anlamda ressam kendi kendisi ile rekabet eder. Koleksiyoncu bu beklenti ile resim alımını erteleyebilir. Koleksiyoncuların asıl kaygısı bu fiyat düşüşünün sahip oldukları resim koleksiyonunun değerini de

düşürmesi sorunudur. İşte ölüm etkisi, daha doğrusu o ressamın eserlerinin artık sabit kalacağı beklentisi, dayanıklı mal tekeli olarak ressamın tekelciliğinin yarattığı kaygıları ve beklentileri yok eder ve o ressamın eserlerinin fiyatı artar, çünkü artık resimlerin piyasadaki sayısı artmayacak ve arz sabit kalacaktır. Aynı şekilde ressamın ciddi bir şekilde hastalanması veya iyice yaşlanması ressamın yeni resim yapamayacağı beklentisini artırdığından o ressamın piyasa fiyatını yükseltir (Coase, 1972). Ancak bununla birlikte dayanıklı mal tekeli yaklaşımı artan fiyatların tekrar düştüğü gerçeği ile çelişir. Çünkü varsayıma göre artan fiyatların düşmesi için bir neden bulunmamaktadır. Bununla birlikte ölüm etkisi ressamın ünlü, sıradan veya “star” olup olmamasına genel bir ifade ile ressamın piyasa konumuna bağlı olarak değişir. Bu söz konusu ressamın piyasa konumu, piyasa algısı ve prestiji yaşadığı dönemde olduğu kadar vefatından sonrada ressamın resim fiyatları üzerinde olumlu veya olumsuz aynı etkiyi yapar. Ölüm etkisi büyük ölçüde ressamın piyasa konumuna göre star ressamlar için geçerlidir denilebilir. Ancak star ressam olsa bile o ressamın eserlerinin yükselen fiyatının ölüm öncesi düzeye doğru çoğu zaman gerilediği izlenmiştir. Ressamların star olma ölçüsü genellikle o ülkenin en saygın Modern sanat müzesinde yapılan bir sergiye katılıma bağlanmıştır. Örneğin Alman sanatçılar için Berlin Modern Sanat Müzesinde veya bir Amerikalı sanatçı için New York The Museum of Modern Art' da düzenlenen bir sergiye katılabilen ressamlar artık star, üst katman ressam olarak tanımlanır (Frick, Knebel, 2007; Shin, lee, Lee, 2014).⁷

Ölüm etkisinin, koleksiyoncuların ressamın gelecekte eser sunumunda oluşacak bir kaygının sonucunda oluşan bir talep uyarılması şeklinde değil, yaşamını yitiren ressama olan medya ilgisi artışının talebi uyandırması şeklinde işlediği de savunulmuştur. Bu etki *geçmişe özlem etkisi* (nostalgia effect) olarak adlandırılır. Geçmişe özlem etkisi (Matheson, Baade, 2004: 3) tarafından yaşamını yitiren sporculara ait hatıra eşya fiyatlarının sporcunun yaşamını yitirmesinden hemen sonra artmasını ve ardından tekrar ölüm öncesi düzeylere gerilemesini açıklamak için ölüm etkisi yerine kullanılmıştır. Çünkü dayanıklı meta çelişkisini gideren ölüm etkisi fiyatların düşmesini değil sürekli olarak en azından arttığı düzeyde kalmasını

⁷ Düzeltme

sağlamalıydı. İşte fiyattaki bu düşüşü geçmişe özlem etkisi açıklar. Yaşamını yitiren sanatçı hakkında medya haber yoğunluğu toplumda o sanatçıya ve eserlerine olan ilgiyi artırır ve dolayısı ile eser fiyatlarını artırabilir. Eğer bu ilgi artışı kısa süreli olursa, ilginin tetiklediği bu fiyat artışı da ani bir geçmişe özlem artışı şeklinde (nostalgie spike) kısa süreli olacak ve aynı şekilde fiyat tekrar geri düşecektir. Bununla birlikte geçmişe özlem etkisini sıradan sanatçılar veya sporcular için değil daha çok star sanatçı ve oyuncular için düşünmek gerekir. Ölüm etkisinin sonuçları konusunda az sayıda yapılan araştırmalar arasında da ulaşılan bulgular açısından dikkati çeken çelişkiler vardır. Örneğin Agnello ve Pierce'in yaptığı Amerikalı 66 ressamın 1971-1992 yıllarını kapsayan satış sonuçları ile oluşturduğu hedonik fiyat eşitliğinde yaşayan ressamların fiyat üzerine pozitif etki yaptığını belirtir (Agnello, Pierce, 1996: 366). Buna karşılık 2002 yılında yine Amerikan resim piyasası, bu kez daha çok sayıda, 99 ressam üzerine yaptığı çalışmada yaşayan sanatçının resim fiyatı üzerinde negatif etki yaptığını (%21 oranında) belirtir (Agnello, 2002: 452).

1987-2013 yılları arasında yaşamdan ayrılan Amerikalı 17 ressamın eserlerinin fiyatının değişimi üzerine yapılan araştırmada söz konusu ressamların eserlerinin fiyatlarının yükseldiği izlenmiştir (Ekelund, Jackson, Tollison, 2017: 225). Bu fiyat artışlarının nedeni Coase'nin teorileştirdiği dayanıklı mal tekeli varsayımında olduğu gibi, yaşamdan ayrılan ressamın piyasaya olan eser arzının sabitlenmesi ile birlikte söz konusu ölen ressamın eserlerine olan talebin artmasına bağlanmıştır. Bu arada Picasso'nun yaşamdan ayrıldığı yıl olan 1973'den 1975 sonlarına kadar Picasso fiyat endeksinin genel sanat endeksinden azda olsa daha yukarıda bir düzeyde artış gösterdiği görülmüş, bu farklılığın sanatçının yaşamdan ayrılışının eserlerinin fiyatı üzerinde pozitif etki yaptığının göstergesi olduğu belirtilmiştir (Czujack, 1997: 239).

1.7.4.2.8. Resmin Basılı Bir Eserde Yer Alması, Sahiplik

Geçmişi ve Sergilenme Durumunun Fiyatını Etkilemesi

Bir resmin en önemli olmazsa olmaz koşulu resmin gerçekten atıf yapılan ressam tarafından yapılıp yapılmadığıdır. Resmin gerçek ve o ressama ait olduğu kanıtı ve kanıtın referansları arttıkça resminde değeri artar. Bu kanıtlar genelde resmin ressama ait olduğunu belgeleyen basılı eserler, kitap, katalog, sergi kayıtlarından oluşur. Açık artırmaya sunulan eserleri listeleyen satış öncesi kataloglar genelde

resmin bilinen özel tarihine ait bilgileri, resim daha önce önemli bir sergide gösterime sunulmuş ise veya bir basılı eserde yer almışsa, daha önce kimlerin koleksiyonunda olduğunu içerirler. Bu tür bilgiler resmin önemli bir eser olduğu kanısını ve imajını yükseltir. Resimlerin orijinal ve o ressam tarafından yapıldığını gösteren en önemli kanıtlardan biri ve en önemlisi, o resmin, ressamın tüm yaşamı boyunca yaptığı eserleri tek tek bilinen tüm özellikleri ile birlikte kaydeden ve listeleyen “catalogue raisonne” adı verilen tüm eserlerini içeren kitapta kaydının bulunmasıdır. Bu katalogta ressamın tüm bilinen eserleri zamansal bir dizin sıralaması içinde her eserin bilinen öyküsü, kimler tarafından sahip olunduğu, gösterime sunulduğu sergiler vb. yer alır. Bir catalogue raisonne olan ressam saygınlığı yüksek, çok ünlü ve eserleri değerli sayılan bir ressamdır ve bir resmin o ressama ait katalogta yer alması resmin fiyatını artırır. Aynı şekilde bir resmin herhangi bir basılı eserde, ressamla veya sanat tarihi ile ilgili önemli bir kitapta yer alması o resmin ününü, orijinallliğini ve dolayısı ile fiyatını artırır. Resmin satış öncesi açık artırma kuruluşu tarafından hazırlanan eser tanıtım katalogunda yer alması ve ayrıca renkli fotoğrafının da olması resmin fiyatını pozitif yönde etkiler. Bir sanat eserinin fiyatını etkileyen unsurlardan birisi de sanat eserinin sanatçı tarafından yapıldıktan sonra hangi kişi ve kurumların koleksiyonunda olduğunun, sahiplik geçmişinin (provenance) bilinmesi, bir çeşit sanat eserinin soyluluğunun kaynağının ve aslının belli olmasıdır. Koleksiyoncuların ünü arttıkça sanat eserinin ünü, saygınlığı ve değerinin de artması beklenir. Sanat eserinin soyluluğunu ve ününü pekiştiren özel tarihinin unsurlarından bir diğeri sanat eserinin sanat tarihi açısından önemli bir sergi organizasyonunda sergilenmesidir. Sanat eserinin önemli bir sergide gösterime çıkması sanat eserinin değerini olumlu etkiler.

1.7.5. Sanat Piyasasında Arz

Sanatçı veya sanatçıyı temsil eden galeri, piyasanın arz tarafı olarak geleneksel Neoklasik iktisat üretim teorisinde vurgulandığı gibi kar maksimizasyonu peşindedir. Sanatçı resim üretimini ticari güdülerle yapar. Ressam bir müşterinin sipariş isteği (commissioned) üzerine çoğunlukla portre yapımında olduğu gibi satışı garanti olan, ya da riskli bir şekilde piyasada satış amacıyla resim yapar ve satıp satamayacağı belirsizdir. Sanatçı eser üretimine emek, zaman ve yaratıcılık yanında araç ve gereç almak için para harcar. Bununla birlikte yaşamayan sanatçıların yaptıkları resim sayısı

sabittir ve arzı artırılamaz. Neoklasik iktisadın yaşayan sanatçılar için sanat piyasası arz fonksiyonu şöyledir:

$$S_{x,t} = f(MM_{x,t}, F_{x,t}) \quad (1.13)$$

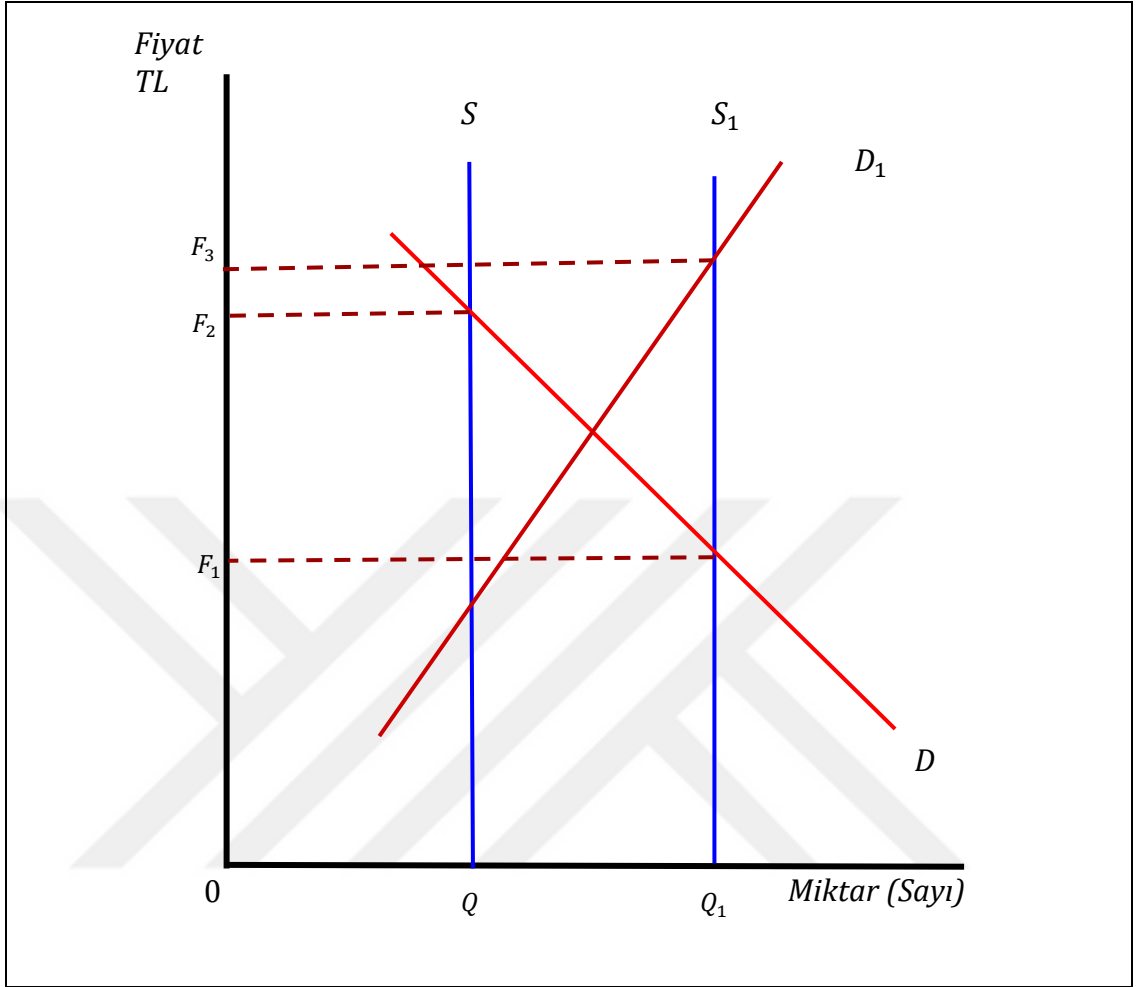
$S_{x,t}$: x sanatçının t zamanında yaptığı resim sayısı,

$MM_{x,t}$: x sanatçının t zamanında eserinin marjinal maliyeti,

$F_{x,t}$: x sanatçının t zamanında eserinin satış fiyatıdır.

Arz fonksiyonu, sanatçının üreteceği eser sayısının eserin marjinal maliyeti ile gelecekte beklenen satış fiyatına bağlı olduğunu ifade eder (Schneider, Pommerehne, 1983: 42; Grampp, 1989: 119). Belirtmek gerekir ki bu arz fonksiyonu yaşayan sanatçılar içindir. Ama burada asıl sorun, sanat eseri üretiminin yaşayan sanatçılar açısından belirli teknik sınırları olmasıdır. Talep ve fiyat ne kadar artış gösterir ise de her sanatçının üretebileceği eser sayısının bireysel ve teknik üretim kapasitesinin üzerine çıkması çok zordur. Neoklasik iktisatçıların sanatçıların eser yapma kapasitesi ve sınırı üzerinde durmamaları yanında bir eserin marjinal maliyetinin resim yapma sürecini etkilemesinin abartıldığı söylenebilir. Benzetme yaparak sorunu basitleştirirsek her yeni sanat eseri üretimi, hali hazırda çalışan bir fabrikanın aynı bir maldan bir adet daha üretmesinden ziyade, yalnızca bir adet aynı maldan tekrar üretmek için tüm fabrikayı yeniden çalıştırmaya benzer. Her bir sanat eserinin ayrışık ve tek olduğunu göz önüne alırsak, her yeni sanat eseri aynı koşullarda aynı emek zaman ve araç gereçle yeniden üretileceği için marjinal maliyet koşulları yerine toplam maliyet veya fırsat maliyetlerinden bahsetmek daha doğru olacaktır. Altın, nikel ve bronz gibi pahalı maddelerden yapılan heykelleri bir tarafa bırakırsak, tuval üzerine yağlı boya, akrilik ile yapılan bir resmin veya kâğıt üzerine sulu boya veya kalem ile yapılan bir çizimin malzeme maliyeti ihmal edilecek kadar düşüktür ve sanatçının üretim kararında önemli bir unsur olarak saymak abartılı olur. Bununla birlikte sınırlı baskı sanat eserleri ile döküm heykel yapımında marjinal maliyet koşulları geçerli olabilir denilebilir, çünkü aynı taş veya çelik kalıptan yapılan aynı baskılar veya heykeller marjinal maliyet koşulları kapsamında değerlendirilebilir. Ancak bu çok sayıda aynı üretim, baskı veya heykel yapımı genelde sanatçı tarafından sınırlı sayıda yapılır ve numaralandırılır. Aksi takdirde söz konusu sanat eserleri sıradan değeri olmayan çoğaltılmış kopyalara dönüşebilme riski taşır. Sanatçının resim yapmasının

kararını büyük ölçüde, malzeme maliyetini ihmal edersek, birincil piyasada beklenen satış fiyatının yüksekliği etkileyecektir. Bununla birlikte beklenen fiyat artışı gerçekleşse dahi sanatçı yeni eser yapımı ve piyasaya sunma konusunda çekimser davranacaktır, çünkü piyasada arz fazlası oluşumuna ve fiyatların düşme riskine dikkat etmek zorunda kalacaktır. Bir ressamın arz piyasasını ve yeni eser yapması bir şekil üzerinde açıklanabilir. Şekil 1.8' de görüldüğü gibi ressamın her bir eserinin yatay miktar Q çizgisine dikey olduğu görülür ve yeni bir eser yapımı yani arzın artışı gerçekleştiğinde arz eğrisinin S 'den S_1 'e dikey olarak sağa doğru kaydığı izlenir. Arzdaki bu artış eser fiyatının F_2 'den F_1 'e düşmesiyle sonuçlanacaktır. Resim fiyatının düşmesini istemeyen sanatçı piyasaya resim sürmek yerine stokunda tutmayı yeğleyecektir. Piyasa fiyatının düşmeyeceği veya yükseleceği beklentisi güçlenince yeniden satışa çıkaracaktır. Bunun yanında ressamın ünlendiğini ve eserlerinin artık lüks bir mal sınıfına girdiğini, Veblen malı özelliği gösterdiği varsayıldığında talep eğrisinin eğiminin yönünün, D 'den D_1 'e değişeceğini ve artık sol yukarıdan sağ aşağıya doğru değil, sol aşağıdan sağ yukarıya doğru bir eğim göstereceği açıktır, artık fiyat arttıkça resme olan talepte artacaktır. Resmin fiyatı da bu gelişmeye bağlı olarak düşmeyecek hatta F_1 'den F_3 'e yükselecektir.



Şekil 1.8. Birincil Sanat Piyasasında Resim Sayısının Artması ve Fiyat Etkisi.

Kaynak: Heilbrun, James, Gray, Charles M., **The Economics of Art and Culture**, Second Ed., Cambridge University Press, 2001: 176.

İKİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE İKİNCİL SANAT PİYASASI

Bu bölümde Türk ikincil sanat piyasasının büyüklüğü ve küresel piyasalar içindeki konumu üzerinde durulduktan sonra literatürde tartışılan bazı önemli hipotezlerin Türk sanat piyasasında geçerliliği irdelenecektir. Bu hipotezlerin en önemlilerinden birisi olan ölüm etkisinin (death-effect), bir ressamın yaşamdan ayrılmasından sonra eserlerinin fiyatının artış gösterdiği yolundaki beklentinin, sanat piyasasında gerçekleşip gerçekleşmediği incelenecektir. Bu bölümde diğer önemli iki başlıktan birincisinde resmin konusunun satış fiyatına etkisinin ne yönde olduğu ile sanat yatırımcısı için en önemli ölçütlerden biri olan satın alınıp tutulan resmin nakde dönüştürülmesi sorunu olarak ikincil sanat piyasasının likiditesi, Türk sanat piyasası için araştırılacaktır.

2.1. Türkiye İkincil Resim Piyasası Verileri

Ülkemizde sanat piyasasında açık artırma yapan şirketlerin kurulması ve sadece resim satışı konusunda uzmanlaşması 20-30 yıllık bir geçmişe sahiptir. 1980'lerden itibaren kurulmaya başlayan ve son beş yılda fiilen faaliyet göstermiş açık artırma şirketlerinin sayısı Lebriz.com kayıtlarında 28 adet olarak belirlenmiştir.⁸ Lebriz.com şirketinin açık artırma sonuçlarını kayıt etmeye başladığı 1988 yılından günümüze kadar ikincil piyasada yerli ve yabancı 9.654 adet sanatçının eseri satışa sunulmuştur. İkincil piyasa satışları sayı ve tutar bazında 1995 yılından 2018 yılı sonuna kadar aşağıda gösterilmiştir. Türk sanat piyasasında 2000'li yılların başında başlayan satış işlem hacmindeki büyüme ivme kazanarak 2010 yılında zirve yapmış, toplam satılan resim sayısı 5.451 ve tutarı 129.8 milyon TL ve dolar bazında 85,5 milyon olarak gerçekleşmiştir. Ancak satış tutarları izleyen yıllarda günümüze doğru bir düşüş eğilimine girmiş, sayısal işlem hacmi çok önemli bir düşüş göstermemiş ise de tutar olarak 2018 yılında USD bazında 22,4 milyona gerilemiştir. Satışlardaki bu düşüş TL bazında da görece olarak daha az oranda olmakla birlikte yine aynı dönemde 129.8 milyon TL' dan % 23.9 oranında bir azalışla 98.7 milyon TL'na gerilemiştir.

⁸Dünya çapında toplam açık artırma şirketi sayısı 2018 yılında yaklaşık 6300 olarak belirtilmiştir (artmarketinsight.wordpress.com).

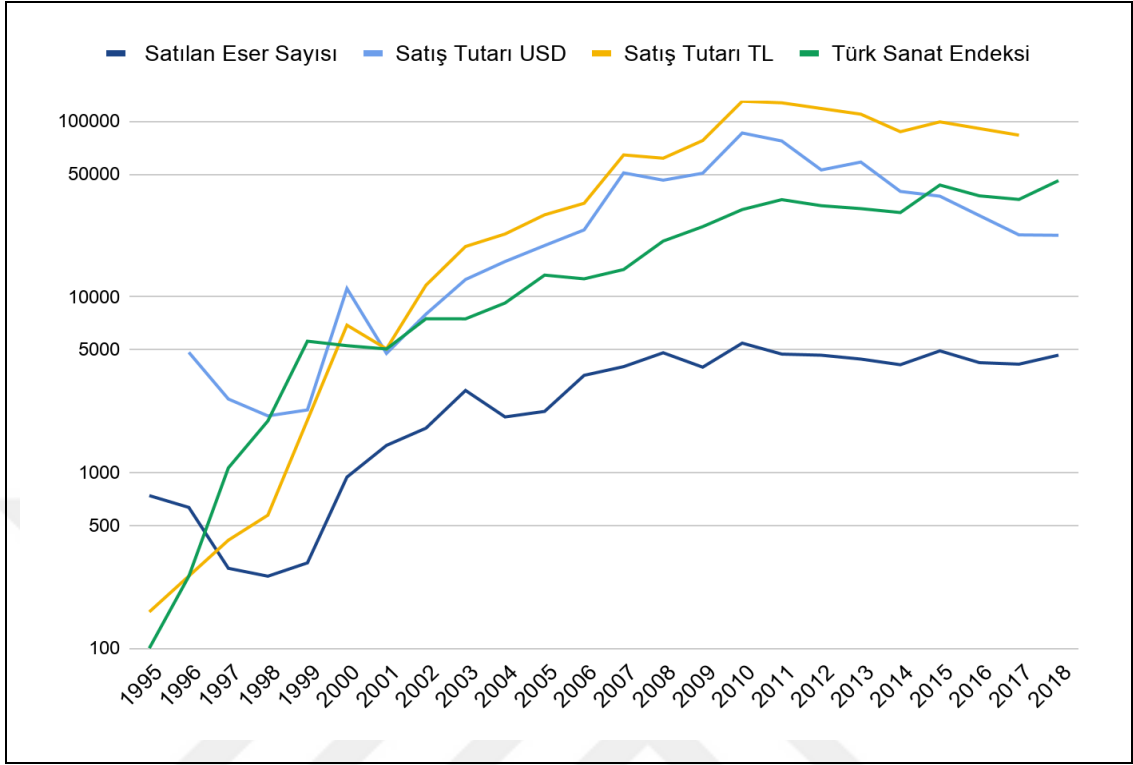
	Açık Artırma Sayısı	Eseri Satılan Sanatçı Sayısı	Satılan Resim Sayısı	Toplam Satış Tutarı USD*	Toplam Satış Tutarı TL*	Türk Sanat Endeksi TL
2018	38	1009	4657	22.405.000	98.660.000	45851
2017	30	827	4137	22.523.000	83.181.000	35837
2016	39	917	4221	28.998.000	87.740.000	37562
2015	49	1079	4925	37.405.000	99.026.000	43280
2014	54	1032	4107	39.803.000	87.051.000	30180
2013	62	892	4423	58.480.000	109.525.000	31766
2012	61	975	4653	52.743.000	94.340.000	33011
2011	54	869	4721	77.090.000	127.122.000	35740
2010	49	879	5451	85.588.000	129782.000	31386
2009	39	729	3978	50.529.000	77.553.000	25086
2008	48	767	4804	46.129.000	61.507.000	20761
2007	40	746	4006	50.751.000	64.211.000	14306
2006	31	659	3574	24.039.000	34.076.000	12660
2005	26	474	2228	19.585.000	29.289.000	13292
2004	27	488	2072	15.886.000	22.783.000	9223
2003	31	564	2932	12.550.000	19.343.000	7494
2002	19	444	1789	7.973.000	11.655.000	7505
2001	17	339	1427	4.765.000	5.055.000	5050
2000	13	233	942	11.147.000	6.898.000	5272
1999	7	111	306	2.271.000	1.080.000	5590
1998	7	126	257	2.101.000	572.000	1967
1997	6	91	285	2.620.000	412.000	1063
1996	10	190	633	4.831.000	429.000	257
1995	11	265	739	3.499.000	161.000	100

Tablo 2.1. Türkiye İkincil Resim Piyasası 1995-2018 Verileri.

Türk Sanat Endeksi, bölüm 3.2.'de açıklanan yöntemle göre bu çalışmada yazar tarafından türetilmiş, ikincil sanat piyasası yıllık verileri ile uyum sağlamak için Modern, Yaşayan ve Klasik Dönem 45 ressamın birleşimi alınarak yıllık bazda hesaplanmıştır.

*Dolar ve TL yıllık satış tutarlarına vergi, komisyon vb. dahil değildir.

Satış tutar ve miktarları Lebriz.com' dan alınmıştır.



Şekil 2.1. Türkiye İkincil Resim Piyasası Satışları 1995-2018.

Türk Sanat Endeksi, bölüm 3.2.'de açıklanan yöntemle göre bu çalışmada yazar tarafından türetilmiş, ikincil sanat piyasası yıllık verileri ile uyum sağlamak için Modern, Yaşayan ve Klasik Dönem 45 ressamın birleşimi alınarak yıllık bazda hesaplanmıştır.

	Türk Sanat Endeksi	Satılan Resim Sayısı	Toplam Satış Tutarı
Türk Sanat Endeksi	1,0000	0,8842	0,6802
Satılan Resim Sayısı	0,8842	1,0000	0,8402
Toplam Satış Tutarı	0,6802	0,8402	1,0000

Tablo 2.2. İkincil Sanat Piyasası 1995-2018 Resim Satış Korelasyon Tablosu

Bu çalışmada, piyasayı en iyi temsil eden seçilmiş ressamların eserlerinin gerçek satış fiyatlarını kullanarak, ressam bazında toplam ortalama birim resim (TL/cm^2) TL tutarının cari ve temel yıl oranlanmasıyla ayrıntıları üçüncü bölümde açıklanan yöntem izlenerek oluşturulan Türk Sanat Piyasası Fiyat Endeksinin yukarıdaki tabloda izleneceği gibi yıllık satılan toplam resim sayısı ile olan korelasyon katsayısı, resimlerin satış tutarı ile olan korelasyon katsayısına göre daha yüksektir. Bu sonuç, bir anlamda Endeksin resim satış sayısına tutarından daha çok duyarlı olduğuna işaret eder.

2.2. Türkiye İkincil Resim Piyasasının Küresel Piyasalar İçindeki Yeri

Küresel ölçekte ikincil piyasada açık artırma satış sonuçlarını kaydeden ve bu sonuçları analiz ederek sanat yatırımcılarına hizmet sunan Artprice.com şirketinin yayınladığı rapora göre küresel çapta 2018 yılı resim satış tutarı 2017 yılına göre %4 artış göstererek vergi ve komisyonlar dahil 15,5 milyar dolar düzeyinde gerçekleşmiştir. Bu toplam resim satışının 5,9 milyar doları, yani %38'i ABD ikincil sanat piyasasında gerçekleşmiş, ABD'yi ikinci sırada %29 oranındaki küresel ölçekteki payı ve 4,5 milyar dolarlık satış tutarı ile Çin izlemiştir. Üçüncü sırada Avrupa'dan bir ülke, İngiltere %18 oranındaki payı ile görülmektedir. 2018 yılında gerçekleşen 15,48 milyar dolarlık toplam küresel ikincil piyasa resim satışının ülkelere göre dağılımı şöyledir:

	Yıllık Toplam Satış Tutarı USD	Küresel Piyasa Toplamı İçindeki Oranı %
ABD	5.900.000.000	38,11
Çin	4.500.000.000	29,07
İngiltere	2.800.000.000	18,09
Fransa	620.000.000	4,01
Almanya	264.000.000	1,71
İtalya	200.000.000	1,29
Türkiye	26.886.000*	0,17
Diğer	1.169.114.000	7,55
	15.480.000.000	100,00

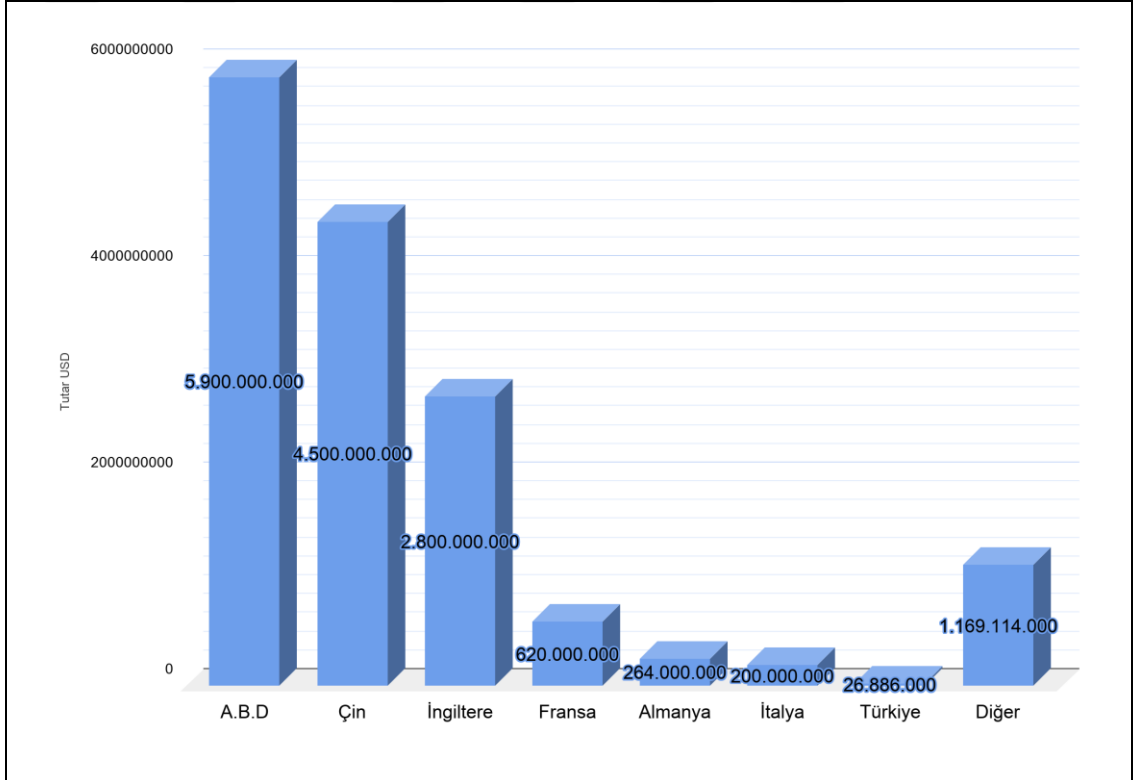
Tablo 2.3. Küresel İkincil Sanat Piyasası Ülke Bazında Satış ve Piyasa Payları.

Kaynak: artprice.com

*Türkiye ikincil sanat piyasası satış toplamına karşılaştırmada eşgüdüm sağlamak için yüzde 20 oranında komisyon ve vergi eklenmiştir.

Türkiye ikincil piyasa resim satışları 2018 yılında dolar bazında 22,4 milyon dolar olarak gerçekleşmiş, bu tutara karşılaştırma yapmak için yaklaşık yüzde 20 oranında vergi ve komisyon eklenmiş ve bu tutar ile küresel bazda pazar payı yaklaşık binde 1,7 olmuştur. Küresel pazar payının bu kadar küçük olmasının bir nedeni aslında

Türk lirasının son birkaç yılda aşırı değer kaybının etkisi ile dolar bazında fiyatların düşük kalmasıdır. Nitekim gerçekleşen satış işlemi bazında karşılaştırma yapıldığında aslında pazar payının daha yüksek olduğu görülmektedir. 2018 yılında küresel olarak yapılan toplam 538.000 satış işlemine karşılık Türk ikincil sanat piyasasında 4.657 satış işlemi yapılmış ve satış işlemi bazında küresel düzeyde pazar büyüklüğü binde 8,7 olmuştur. Ülkemizdeki açık artırma satışlarının dolar bazında en yüksek seviyesine ulaştığı ve Türk lirasının nispeten dolar karşısında güçlü olduğu⁹ 2010 yılında gerçekleşen 85.580 milyon dolarlık toplam açık artırma satışının, 9.36 Milyar dolar¹⁰ gerçekleşen dünya ikincil piyasa satış toplamına oranı % 0,91 olmuştur. Bu oran 2010



Şekil 2.2. Küresel Ölçekte Önemli Ülkelerin ve Türkiye'nin İkincil Sanat Piyasaları 2018 Satış Tutarları (USD).

Kaynak: artprice.com

⁹ 2010 yılı ortalama dolar kuru yaklaşık 1.5 TL' dir.

¹⁰ Veriler artprice.com 2010 yılı raporundan alınmıştır.

yılında %0.7 küresel payları ile Japonya ve İsveç'den yüksek, Avusturya ile aynıdır (imgpublic.artprice.com). Ülkemiz sanat piyasasının ulusal geliri bizden kat kat fazla olan ülkelerden daha ileri bir aşamaya geldiği izlenmektedir. Birincil sanat piyasalarında yapılan çoğu satışların kamuya açıklanmaması ve kayıtlarının izlenememesi nedeni ile bir ülkenin sanat piyasası toplam parasal büyüklüğü net tutar olarak bilinmemekle beraber uluslararası kabul görmüş hesaplama yöntemi ile kabaca ikincil piyasa satışlarının dört katı toplam piyasa tutarı olarak kabul edilmektedir (Towse, 2010). Bu hesaplama yöntemiyle Ülkemiz sanat piyasasının toplam büyüklüğünün vergi ve komisyon eklenmemiş tutarları en parlak yıl olan 2010 yılında yaklaşık 345 milyon dolar, TL olarak ise 500 milyon düzeyinde olduğu tahmin edilmektedir. 2018 yılında ise TL' nin değerinin aşırı oranda düşüşü ile birlikte toplam piyasa büyüklüğünün dolar bazında yaklaşık 90 milyon, TL bazında 400 milyon civarında gerçekleştiği söylenebilir.

2.3. Türkiye İkincil Resim Piyasasında Satışa Sunulan Resimlerin Satış (Likidite) Oramı

İkincil sanat piyasaları denince genellikle açık artırma yoluyla ikinci kez ve daha çok sayıda satışa sunulan sanat eserleri piyasası anlaşılır. Sanat eserleri, açık artırmada düşükten yükseğe doğru bir fiyat artırımını ile en yüksek fiyatı veren tek bir alıcı kalıncaya kadar devam eder. Artırma düşük fiyattan başlar ve artırmayı yöneten daima daha yüksek fiyat sorar. Artırma durduğu zaman artırma yöneticisi tahta çekici masaya vurur ve eserin satıldığını ilan eder, bu satış fiyatı son artırılan fiyattır ve “çekiç fiyatı” olarak adlandırılır. Bununla beraber artırmaya çıkan her eser çekiç masaya vurulsa bile satıldığı anlamına gelmez, çünkü bazen satıcılar eserin daha düşük fiyata satılamayacağı gizli tutulan bir alt sınır koyarlar ve artırılan son fiyat bu fiyata erişemediği sürece eser satılmamış olur ve artırma yöneticisi artırma sırasında genelde eserin satılmadığını açıklamaz. Açık artırma literatüründe masaya vurulmasına rağmen, artırılan son fiyat satıcının koyduğu taban fiyata ulaşamaması nedeniyle satılamayan eserler için “içeri satıldı” anlamına gelen bir terim (bought in) kullanılır. Türk açık artırma uygulamalarında da genelde artırma yöneticisi tarafından çoğu

zaman “masada”¹¹ diye ifade edilen ve o resim için daha önce pey veren salonda olmayan bir müşteriye satıldığı belirtilen bu satış işleminin gerçekleşip gerçekleşmediği artırma sırasında bilinmez. Daha da önemlisi artırma yöneticileri salonda artırmaya katılan alıcıların satın alma isteklerini artırmak ve satışların başarılı geçtiğini göstermek için genelde satılmayan eserleri satıldı göstermek eğilimindedirler. Bu gibi durumlarda Lebriz.com temsilcileri¹² gibi salondaki diğer katılımcıların yanlış izlenime kapılmaları mümkün olmakta ve gerçekte satılmayan resim kayıtlara satıldı geçmektedir. Aynı gözlem yurtdışında yapılan açık artırmalarda da geçerlidir¹³ (Ashenfelter, Graddy, 2002).

Ashenfelter ve Graddy (2011), Christie’s London tarafından 1995 ve 1996 yılında yapılan modern ve izlenimci sanat eserlerinin satıldığı 8 açık artırmada, satılan eser oranının toplam eser sayısına olan oranının %71 olduğunu belirtir. Bu satılan lot oranının çağdaş resim açık artırmalarında daha yüksek olduğu görülür. Aynı dönemde 7 çağdaş resim sanatı artırmalarında satılan lot oranı %79’dur (A.e., s. 6). Campos ve Barbosa (2008) Latin Amerikan¹⁴ ressamlarının Sotheby’s de 1995-2002 arası yapılan artırmalarda 1.663 adet resim için tahmin ettiği satılan lot oranı %67’dir.

Türkiye ikincil resim piyasasında 2011 yılında sadece çağdaş ve modern resim açık artırma satışları düzenleyen Alifart’ın bir, Artam Antik A.Ş.’nin ve Beyazart’ın üçer olmak üzere gerçekleştirdiği toplam yedi adet modern ve çağdaş resim açık artırmalarında lot satış oranı ile ilgili gözlemlerden¹⁵ ilk dikkati çeken düzeltme öncesi Beyazart’ın %91 gibi çok yüksek bir lot satış oranının gözükmemesidir. Artırmalarında önemli sayıda genç ve az tanınan ve satış olasılığı görece olarak zayıf olan sanatçıya yer veren Beyazart’ın bu satış oranının çok abartılı olduğunu söylemek yanlış olmaz. Nitekim satılmadığı halde sonuçlara satılmış olarak yansıdığı düşünülen lot sayısı ile

¹¹ Açık artırmalarda bazen artırmaya kişisel olarak katılmayan alıcılar satın almak istedikleri eserler için artırma kurumuna daha önceden “pey” olarak adlandırılan bir fiyat bildirebilirler (absentee bid) ve artırmacı bu tür alıcılar yerine artırma sırasında artırma yapabilir ve bu artırma çoğu zaman daha önce pey veren alıcı için mi yoksa taban satış fiyatı koyan eserin satıcısı için mi yapıldığı bilinmez.

¹² Lebriz Ltd. şti yetkilileri ile yapılan görüşmede kayıtlara temel olan sonuçların bir temsilci tarafından artırma esnasında not alındığı ve bu sonuçların sisteme kaydedildiği açıklanmıştır.

¹³ ABD’nin New York kentinde ayrık olarak yasa gereği artırmacı salonda her bir lotun satılıp satılmadığını açıklamak zorundadır.

¹⁴ Latin Amerikan ressamı olarak Arjantin, Brezilya, Şili ve Meksikalı ressamlardan oluşmaktadır.

¹⁵ Satış sonuçları www.lebriz.com’ dan alınmıştır.

ilgili düzeltme yapıldığında¹⁶ Beyazart'ın lot satış oranının %59, piyasa ortalaması olan %60' a yakın bir orana gerilediği izlenmektedir. Artam Antik A.Ş. satış sonuçlarında da az oranda olmakla beraber içeri satış yapılan, bir başka deyişle satılamayan lot olduğu tahmin edilmektedir. İlginç olan içeri satış yapılan eser sayısı ile ilgili düzeltme yapıldığında her iki büyük artırma kuruluşunun lot satış oranının çok yakın çıkmasıdır. Üç artırma kuruluşunun daha geniş anlamı ile Türk resim sanatı ikincil piyasasında çağdaş ve modern resim açık artırmalarının satılan lot oranı ortalamasının %60 olduğu görülmektedir.¹⁷ Türk ikincil sanat piyasasında 2005-2008 yıllarını kapsayan ve 12,945 adet sanat eseri için Seçkin ve Atükeren'in (2012: 494) yaptığı çalışmada satılan eser oranı %58.4 hesaplanmıştır. Bu sonuç 2011 yılı için hesapladığım likidite oranı ile çok yakın bir oran olmakla birlikte aynı zamanda 2008'den 2011 yılına kadar sanat piyasasında lot satış oranının değişmediğini de göstermektedir.

Açık Artırma Kuruluşu	Toplam Satışa Sunulan Resim Sayısı	Lebriz.com Kayıtlarına Göre Satılmayan Resim Sayısı	Satılan Resim Sayısı Oranı %	İçeri satış Yapıldığı (Satılmayan) Düşünülen Resim Sayısı	Toplam Satılmayan Resim Sayısı	Toplam Satılan Resim Sayısı Oranı %
Alifart	144	51	65	-	51	65
Antik AŞ	487	138	72	58	196	60
Beyazart*	905	84	91	291	375	59
Toplam	1536	273	82	349	622	60

Tablo 2.4. Türkiye İkincil Sanat Piyasası 2011 Yılı Likidite oranı.

Tablodaki sonuçlar, resim satış işlem kayıtları lebriz.com veri tabanından alınarak yazar tarafından bu çalışmada hesaplanmıştır.

* Beyazart açık artırma şirketi 2019 yılında faaliyetini durdurmuştur.

¹⁶ Beyazart hazırladığı artırma kataloğunda her eser için satış öncesi bir satış fiyat tahmin aralığı, 3000-5000 TL gibi, tespit etmektedir. Bu fiyat aralığının minimum tutarının her eserin aynı zamanda taban, altında satılamayacak fiyatı olduğu düşünülmekte ve lebriz.com kayıtlarında bu tutarın altında satıldı görünen eserler satılmamış varsayılmıştır. Aynı varsayımı Campos ve Barbosa (2008) Latin Amerika sanatı açık artırmaları için de kullanmıştır. Buna Karşılık Ashenfelter ve Graddy (2011) ise taban fiyatın satış öncesi artırma kataloğunda verilen minimum beklenti fiyatın %80 ine eşit olduğunu savunur.

¹⁷ Campos ve Barbosa (2008) İçeri satış oranını Sotheby's 'in Latin Amerikan Sanatı açık artırmaları için %33 olarak tahmin etmektedir

2017 ve 2018 yılları için yapılan likidite ölçümlerinde piyasayı en iyi temsil eden ve prestiji en yüksek kurumu olarak sadece Artam Antik A.Ş. açık artırma şirketi satışları esas alınmıştır. Artam Antik A.Ş.'nin satış sonuçlarını kendi internet sitesinde yayınlamaya başlaması ve bu sonuçların gerçek olduğu yolundaki piyasa inancı ve açık artırma şirketi farklılığından doğacak satış etkisini gidermek isteği bu seçimde etkili olmuştur. Artam Antik A.Ş.'nin 2018 yılında yapılan dört adet açık artırmada satışa çıkarılan toplam 684 ve 2017 yılında yapılan iki adet açık artırmada satışa çıkarılan toplam 352 adet resmin sırasıyla 529 ve 256 tanesi satılmıştır. Türk resim piyasasının daha doğrusu Türk resim sanatına yapılan yatırımın kayıpsız olarak paraya dönüştürülmesi bir başka deyişle bir resmin tekrar satılma olasılık yüzdesi olarak likidite oranı 2011 yılında yüzde 60 düzeyinden 2017 yılında %73 ve 2018 yılında %77 düzeyine yükselmiştir. İkincil resim piyasasının likidite oranının artmasında Artam Antik A.Ş.'nin piyasa tecrübesinin artması ile birlikte geçmiş satışlara göre ressam ve resim tarzı bakımından satılma olasılığı düşük resimleri satışa koymamaya özen göstermesinin etkisi yanında son yıllarda resim fiyatlarının görece olarak düşmesinin de satışların yükselmesinde etkili olduğu düşünülmektedir.

Artam Antik A.Ş. Açık Artırma Tarihi	Toplam Satışa Sunulan Resim sayısı	Satılan Resim Sayısı	Satılan Resim Sayısının Toplam Satışa Sunulan Resim Sayısına Oranı %
23.12.2018	142	107	75
17.11.2018	185	140	76
12.05.2018	170	140	82
17.03.2018	187	142	76
Toplam	684	529	77
11.11.2017	155	113	73
11.03.2017	197	143	73
Toplam	352	256	73

Tablo 2.5. Türkiye İkincil Sanat Piyasası 2017 ve 2018 Yılı Likidite Oranı.

Tablodaki sonuçlar, resim satış işlem kayıtları Artam Antik A.Ş. açık artırma şirketinin web sitesinden (artamonline.com) alınarak yazar tarafından bu çalışmada hesaplanmıştır.

Küresel ölçekte ikincil piyasa satış sonuçlarını kaydeden Artprice.com'un yayınladığı 2018 yılı raporuna göre küresel ölçekte satılan lot oranı %64 olarak gerçekleşmiştir. Bu oranın içerisinde içeri satışların olduğu düşünülürse, bu satış oranının daha aşağı bir düzeyde olması gerektiği söylenebilir. Sanat piyasaları ikincil piyasasında satılmayan lot oranı piyasanın yönünü göstermek için kullanılır. Açık artırmalarda %20 den düşük satılmayan lot oranı söz konusu olduğunda o market için spekülative (speculative mood), %60'ın üzerinde bir satılmayan lot oranı söz konusu olduğunda ise serbest düşüş (free fall) piyasası olarak kabul edilir (artmarketinsight.wordpress.com).

2.4. Türk Resim Piyasasında Sanatsal Akım ve Resmin Konusunun Fiyatı Üzerine Etkisi

Resmin konu ve tarzının sanat eserinin fiyatını etkilediğini ve birçok sanat ürünü fiyat analizinde bir değişken olarak alındığını söylemek yanlış olmasa da sanatsal tarzın fiyatı ne kadar ve nasıl etkilediğini anlamak ve hesaplamak zor olmaktadır. Bununla birlikte alıcıların hangi sanat akımı veya hangi sanatsal akım ile bütünleşmiş ressam için daha fazla ödediklerini veya ödemeye hazır olduklarını bilmek sorunun yanıtını bulmak için bir başlangıç olabilir. Bu amaçla Türkiye'de ikincil piyasada, açık artırmalarda 2018 yılı sonuna kadar satılan en pahalı ilk yüz resmi yapan ressam, resimlerin konu ve akımına göre gruplara ayrılmıştır. Ressamlar sanatsal bir akıma dahil edilirken sanatçıların en çok özdeşleştikleri ve anıldıkları sanatsal akım ve konu içinde değerlendirilmiştir. Sanatsal akım ile ilgili değerlendirme yapılmayan ressamın sadece yapıtlarının akım ve konusu dikkate alınmıştır. Bu analizde Agnello ve Pierce'in (1996) yaptığı sanatsal akım gruplama ölçütleri izlenmesine karşılık yapılan sınıflandırmada yenilikçi tanımı daraltılmıştır. Çünkü aslında 19. Yüzyılda resim yapan birçok ressam dahil 20. Yüzyıl ve Çağdaş ressamların büyük çoğunluğu Klasik resim ile kıyaslandığında görece olarak yenilikçi modern ressam sayılırlar ve bu anlamda tarzlarını daha tanımlayıcı bir kavramsal düzeyde değerlendirmek daha açıklayıcı olacaktır. Ancak asıl zorluk ressamı ve yapıtlarını bir tarz içinde değerlendirme güçlüğüdür. Örneğin figüratif grubun içinde sayılan Neşet Günel yapıtlarında insan figürleri gerçekçi bir tarzda yapılmamıştır. Ressam, figürleri çoğu zaman dışavurumcu bir yöntemle gerçeklikten uzaklaşarak

(deformation) resmeder. Örneğin eller gibi bazı uzuvların orantısal büyük yapılması gibi. Bu çalışmada sanat akımı sınıflandırması, yapılan resmin konusunun ve figürün insan ve diğer canlı biçiminin veya cansız görüntünün gerçek, fotoğraf benzeri resim edilmesinden uzaklaşma derecesine göre gerçeklikten soyuta doğru yapılmıştır. Örneğin gerçekçi veya izlenimci betimleyiş tarzına bakılmaksızın yapılan doğa, köy-kent görünüşleri manzara sayılmıştır. Yarı figüratif tanımlı figürün veya nesnenin şeklini bozmakla birlikte genel hatları ile de olsa halen tanımlanabilen şekiller için kullanılmıştır. Bu tanımlamaya giren ressamalardan Mehmet Gülerüz'ü figür biçimsizleştirmesi için örnek verebiliriz. Sosyal yaşam tanımlı sıradan insanların kır ve kent yaşantısını betimleyen resimler için kullanılmıştır. Tablo 2.6'da Türkiye'de satılan en pahalı ilk yüz resmin konu ve akımına göre ayrımı verilmiştir. Bu tablo bir anlamda sanat yatırımcısının resim satın alırken resmin konusu ve tarzına atfettiği önemi gösterir.

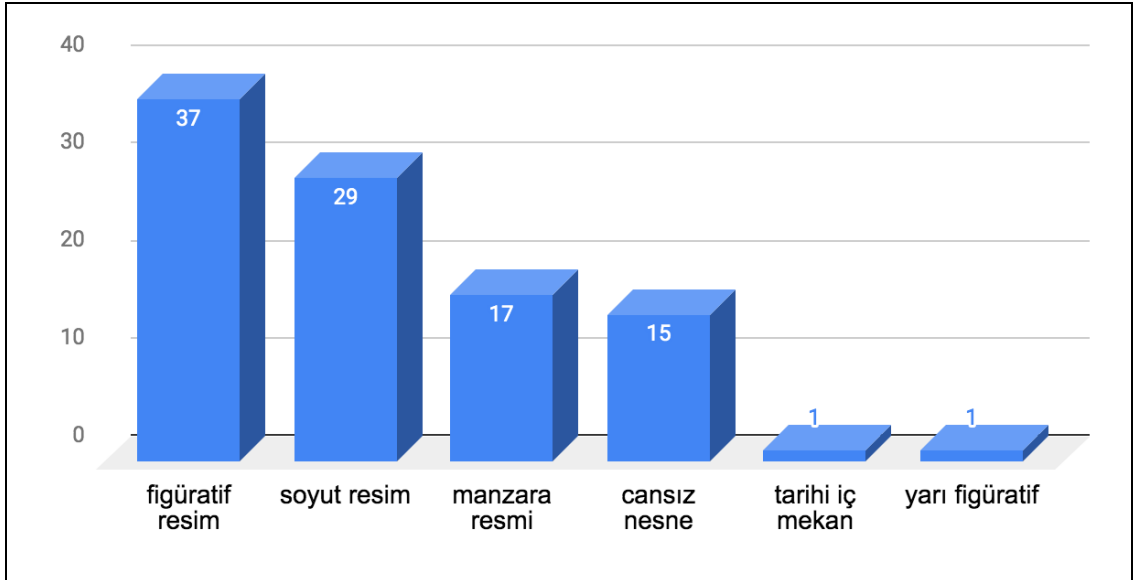
Akımı /Resmin Konusu	Ressamlar	Satılan Resim Sayısı
Figüratif	Osman Hamdi (6), İbrahim Çallı (7), Alberto Pasini (1), Halife Abdülmecid (2), Halil Paşa (9), Paolo Veronese (1), Fausto Zonaro (3), Pierre E. G. De Grandpre (1), Hasan Rıza (1), Alois Schönn (1), Neşet Günel (3), Varnia Zarzecki (1), Germain Fabius Brest (1)	37
Soyut	Burhan Doğançay (2), Erol Akyavaş (9), Nejad M. Devrim (6), Adnan Çoker (1), Mübin Orhon (6), Fahrelnisa Zeid (4), Ferruh Başağa (1)	29
Manzara	Antoine De Fawray (3), Aivazovsky (1), Hoca A. Rıza (3), Nazmi Ziya (3), Edmund Berninger (1), Bedri R. Eyüboğlu (1), Naci Kalmukoğlu (1), Hikmet Onat (1), Kont Alexandre Mordvinov (1), François Prieur Bardin (2)	17
Cansız Nesne (Nature morte)	Şeker A. Paşa (7), Süleyman Seyit (3), Hüseyin Zekai Paşa (2), Sami Yetik (3)	15
Tarihi İç Mekân	Şevket Dağ (1)	1
Yarı Figüratif	Mehmet Gülerüz (1)	1

Tablo 2.6. Türkiye'de 2018 Yılı Sonuna Kadar Satılan En Pahalı Yüz Resmin Konu ve Sanatsal Akımına Göre Ayrımı.

Tablo, resim satış işlemleri lebriz.com satış kayıtlarından alınarak yazar tarafından oluşturulmuştur.

Tabloda ilk göze çarpan en pahalı yüz resmin en büyük dilimini oluşturan 37 adet resmin figüratif ve bu resmi yapan sanatçıların da Osman Hamdi, Halil Paşa ve İbrahim Çallı gibi Modern Türk resminin öncüleri olan Klasik Türk ressamaları olmalarıdır. Figüratif, sosyal yaşam, manzara, çiçek, meyve gibi cansız nesne

görüntüleri ve tarihi iç mekân resmi yapan ressamların toplam 70 adet resminin listede yer aldığı dikkate alınırsa, Türk sanat koleksiyoncularının ve yatırımcılarının halen soyut olmayan figüratif, manzara ve nesne gibi konulu resim sanatına ve Klasik Dönem sanatçılara daha çok rağbet ettikleri söylenebilir. Listede, Fausto Zonaro gibi İstanbul’da yaşayan ve Osmanlı yaşayışını ve İstanbul kent görünümüleri resimleyen diğer oryantalist ressamların resimleri 17 adet gibi önemli bir sayıyla yer almaktadır. Bir başka önemli sonuç yaşayan resamlardan Mehmet Gülerüz ile Adnan Çoker’in birer adet resimlerinin en pahalı 100 resim arasına girmesidir. Bu anlamda Çoker ve Gülerüz yaşayan en pahalı ressamlar olarak anılmaktadır. Bu arada listede eski ustalar her ne kadar azımsanmayacak bir resim sayısı ile yer almakla birlikte Klasik Dönem ressamların günümüze kadar ulaşabilen ikinci piyasada alınıp satılan resim stokunun yakın dönem ressamlarına göre sayısal azlığı akıldan çıkarılmamalıdır. Osman Hamdi’nin 2016 yılında 10.700.000 TL’na (3.614.864 USD) satılan “Yeşil Cami önü” adlı tablosu Türkiye’de en yüksek fiyata satılan resim olarak kaydedilmiştir. Listede bir milyon doların üzerinde resmi satılan altı Türk ressamı bulunmakta ve bu sınırı geçebilen 15 adet resim yer almaktadır.



Şekil 2.3. Türkiye’de Satılan En Pahalı 100 Resmin Konu ve Tarzına Göre Yüzde Dağılımı.

2.5. Türk Resim Piyasasında Yaşam Durumunun Fiyat Üzerindeki Etkisi

Bir ressamın yaşamdan ayrılması o ressamın eserlerinin fiyatını etkiler. Bu etkinin çoğu zaman, ressamın eser sayısının yani piyasa arzının artık sabit kalacağı ve dolayısı ile gelecekte artmayacak olan arzın fiyatları yukarı yönde etkileyeceği şeklinde gerçekleşeceği düşünülür. Ancak her zaman beklenen fiyat artışı gerçekleşmez. Ressamın ölümünden sonra fiyat artışı olacağı gibi düşüşü de olabilir.

	Türk Sanat Endeksi	Avni Arbaş Fiyat Endeksi (Ekim 2003)	Burhan Doğançay Fiyat Endeksi (Ocak 2013)	Ferruh Başağa Fiyat Endeksi (Aralık 2010)	Nuri Abaç Fiyat Endeksi (Mart 2008)	Nuri İyem Fiyat Endeksi (Haz. 2005)	Ömer Uluç Fiyat Endeksi (Ocak 2010)	Zekai Ormancı Fiyat Endeksi (Nisan 2008)
2018	45851	9443	3695	23537	110671	18670	37480	748
2017	35837	6629	3574	24228	87492	20679	29434	605
2016	37562	5971	2702	26016	86312	15027	20752	633
2015	43280	6657	3161	19512	70802	15873	27528	729
2014	30180	8357	2121	23374	60856	9454	30334	610
2013	31766	5371	2662	21829	51163	9770	29857	733
2012	33011	6414	3005	23089	50995	11078	31128	857
2011	35740	7643	2648	23333	55799	11552	30069	900
2010	31386	10043	2273	29878	63385	8326	31286	805
2009	25086	17129	1892	17764	46612	9589	23663	657
2008	20761	5771	1105	13415	24191	8574	13340	219
2007	14306	8371	655	6382	24528	6983	8047	176
2006	12660	5014	294	6097	33463	6791	4606	200
2005	13292	5671	289	4186	27900	7130	5135	219
2004	9223	3914	344	3455	14329	4761	3123	143
2003	7494	6214	309	2520	14076	3926	3282	129
2002	7505	4771	0	1870	14919	2922	2291	100
2001	5050	2143	100	921	7569	2076		
2000	5272	1671		0.00	3119	2098		
1999	5590	1686				846		
1998	1967							
1997	1063	429						
1996	257	100				100		
1995	100			100	100		100	

Tablo 2.7. 1995-2018 Yılları Arasında Yaşamdan Ayrılan Ressamların Fiyat Endeksi

Tabloda yer alan ressam endeksleri, bölüm 3.2.'de açıklanan yöntemle göre yazar tarafından oluşturulmuştur. Ressamların vefat ettiği ay ve yıl parantez içinde yer almaktadır.

	Avni Arbaş	Burhan Doğançay	Ferruh Başağa	Nuri Abaç	Nuri İyem	Ömer Uluç	Zekai Ormancı
2018	30	59	20	12	75	30	20
2017	23	54	25	17	48	31	18
2016	37	45	14	11	52	24	13
2015	40	46	25	24	47	23	23
2014	27	31	15	18	52	22	20
2013	57	55	28	32	50	52	27
2012	36	36	42	38	69	38	34
2011	35		42	37	57	54	31
2010	41		47	35	83	88	43
2009	38		25	32	63	37	23
2008	29			27	69		24
2007	52			24	57		28
2006	33				80		
2005	19				41		
2004	42				56		
2003	36						
2002	29						

Tablo 2.8. 1995-2018 Yılları Arasında Yaşamdan Ayrılan Ressamların Satışa Çıkan Eser Sayısı.

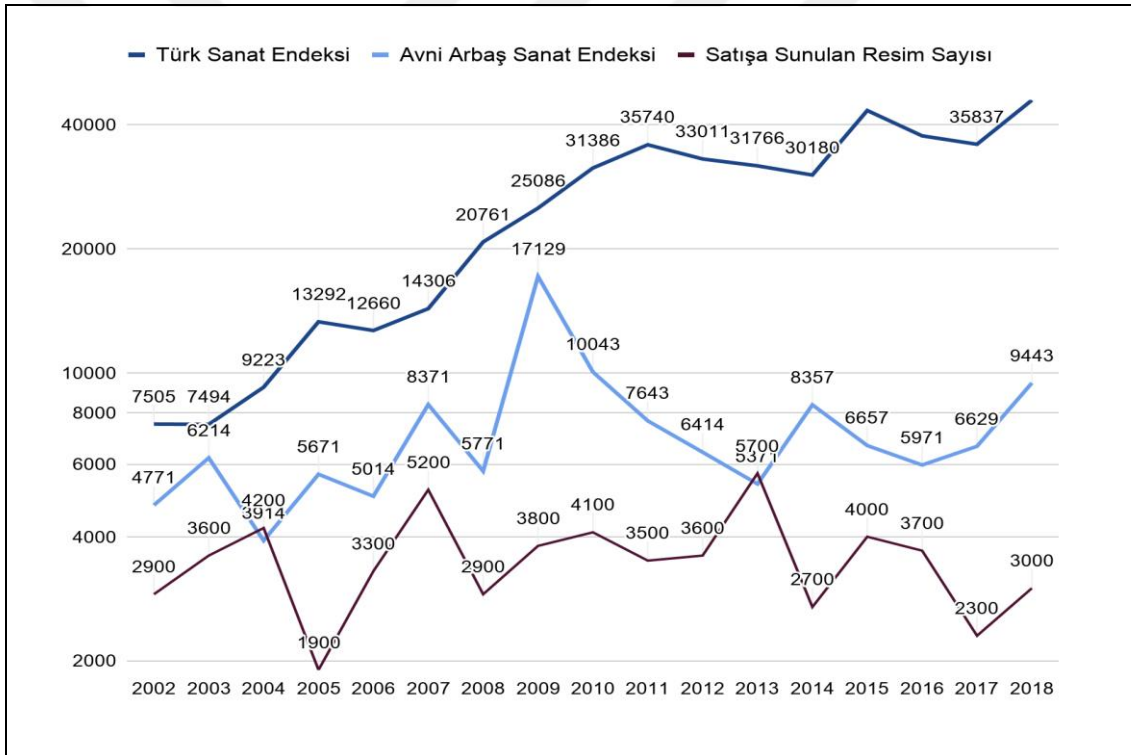
Resim satış sayıları lebriz.com kayıtlarından derlenmiştir.

Türk sanat piyasasında yaşamını yitiren ressamın eserlerinin fiyatlarının ne yönde etkilendiğini incelemek için ikincil piyasalarda uzun yıllar işlem gören ve fiyat hareketlerinin izlenebileceği 1995-2018 yılları arasında yaşamdan ayrılan yedi ressam tespit edilmiştir. Bu ressamların eserlerinin fiyat endeksi ve ikincil piyasada, müzayedelerde satışa çıkan eser sayıları Tablo 2.7 ve 2.8'de gösterilmiş ve parantez içinde sanatçıların ölüm tarihleri ay ve yıl olarak verilmiştir. Ölüm etkisi, bir ressamın öldükten sonra o ressama ait eserlerin fiyatlarının ne yönde hareket ettiğini ressamlar bazında tek tek incelendiğinde ilginç sonuçlar ortaya çıkmaktadır. 1995-2018 yılları arasında yaşamdan ayrılan ressamların fiyat endekslerinde görülen değişimler sırayla incelenmiştir.

2.5.1. Avni Arbaş

Ekim 2003'de yaşamdan ayrılan Avni Arbaş'ın fiyat endeksinin izleyen yılda, Türk Sanat Endeksinin 2004 yılında bir önceki yıla göre 7.494'den 9.223'e yükselmesinin işaret ettiği olumlu piyasa koşullarının varlığına rağmen, 6.214'den

3.914'e düştüğü görülmektedir. 2007'ye kadar devam eden bu düşüşün nedenini tam olarak bilememekle beraber kısmen piyasaya sürülen eser sayısındaki artışa bağlanabilir. 2004 yılında piyasaya satışa sunulan eser sayısı 2003 yılına göre yaklaşık %17 artış göstererek 36'dan 42'ye çıkmıştır. Ölüm etkisinin sağlayacağı fiyat artışından yararlanmak isteyen satıcıların daha çok eser satmak istemeleri eser fiyatlarının düşmesine neden olduğu söylenebilir. Arbaş'ın fiyat endeksi korelasyon katsayısı satış arzı ile pozitif fakat zayıftır, aynı şekilde korelasyon katsayısı Türk Sanat Endeksi ile de aynı yönde bir eğilime işaret etmemekte, Türk Sanat Endeksinin aksine 2009' dan itibaren Arbaş endeksinin düşüş gösterdiği izlenmektedir.



Şekil 2.4. Avni Arbaş Fiyat Endeksi ve Ölüm Etkisi.

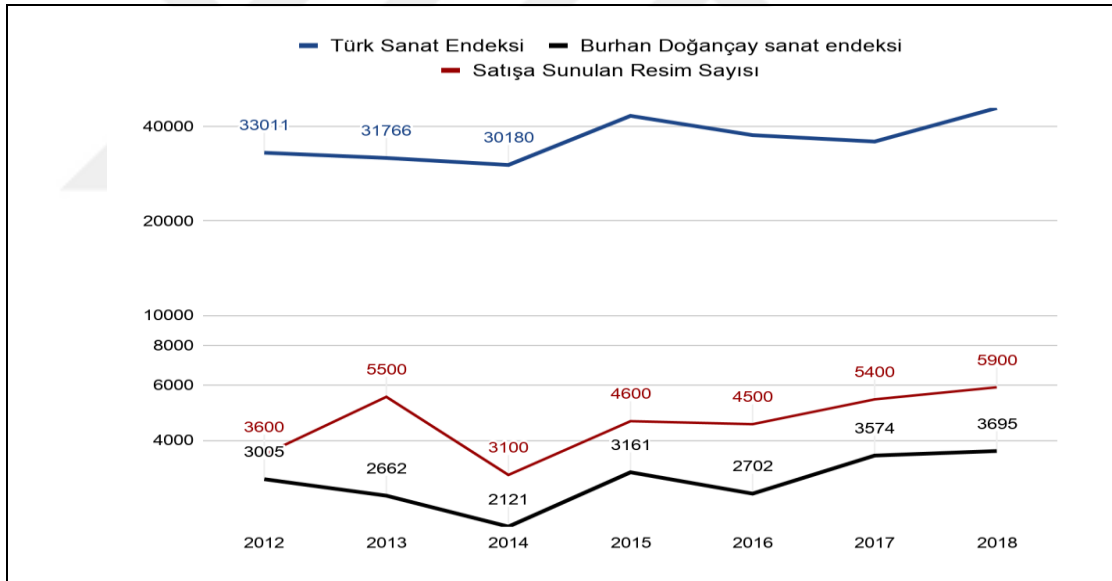
Not: Satışa sunulan eser sayısı 100 katı alınmıştır.

	AAENDEKS	TSE	Satış Arzı
AAENDEKS	1	0,2841	0,0704
TSE	0,2841	1	0,0326
Satış Arzı	0,0704	0,0326	1

Tablo 2.9. Avni Arbaş Endeksi, Satış Arzı ve Türk Sanat Endeksi Korelasyonu.

2.5.2. Burhan Doğançay

Bir star ressam sayılan ve yurt dışında da tanınırlığı olan Ocak 2013’de yaşamdan ayrılan Doğançay’ın 2013 yılının tümünü yaşamdan ayrılış yılı kabul edersek, 2012 de 3.005 olan fiyat endeksinin 2013’de %11.4 düşüş ile 2.662’ye, 2014’te ise % 29.4 düşüş ile 2.121’e gerilediği izlenmektedir. Doğançay’ın ölümünü izleyen yıllar Türk Sanat Endeksinin daha düşük bir oranda olmakla birlikte sırasıyla %3.7 ve % 8.5 oranında bir azalışla eşlik etmesi olumsuz piyasa koşullarına bir göstere olsa da, Doğançay’ın fiyatlarının düşüş hızı Türk Sanat Endeksinden çok çok fazladır. Bu hızlı düşüşün nedeni, genel olumsuz havanın etkisinden daha çok, piyasaya satışa arz edilen eser sayısının ölümü izleyen yılda %52.7 oranında bir artış göstererek 36’dan 55’e ulaşması olduğunu söylemek yanlış olmaz. Doğançay fiyat endeksinin Türk Sanat



Şekil 2.5. Burhan Doğançay Fiyat Endeksi ve Ölüm Etkisi.

Not: Satışa sunulan eser sayısı 100 katı alınmıştır.

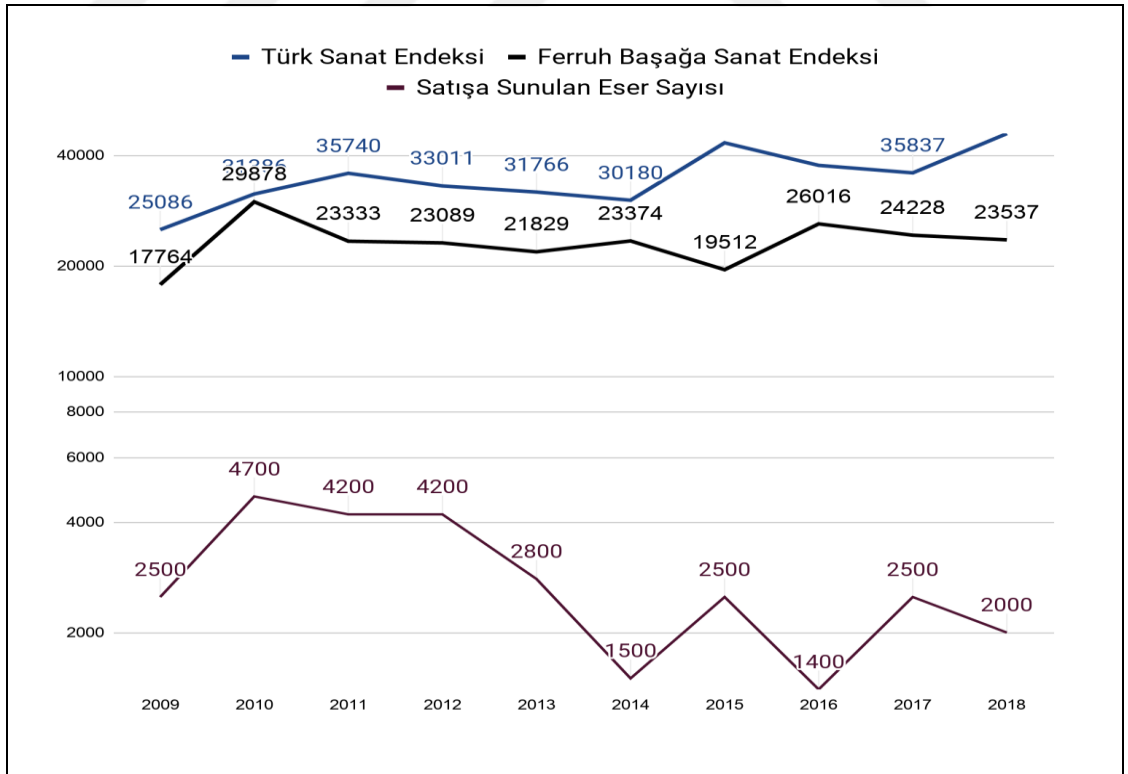
	BDENDEKS	TSE	Satış Arzı
BDENDEKS	1	0,7221	0,7077
TSE	0,7221	1	0,5510
Satış Arzı	0,7077	0,5510	1

Tablo 2.10. Burhan Doğançay Endeksi, Satış Arzı ve Türk Sanat Endeksi Korelasyonu.

Endeksi ile korelasyonun yüksek olması Doğançay'ın fiyat hareketlerinin genel piyasa koşullarına uygunluk gösterdiğine işaret etmektedir.

2.5.3. Ferruh Başağa

2010 yılında yaşamdan ayrılan ressam Ferruh Başağa fiyat endeksinin sanatçının ölümünü izleyen yıldan itibaren düştüğünü, hatta 2018 yılına (23.537) kadar bu düşüşün sürdüğü ve 2010 yılı 29.878 düzeyine bir daha ulaşamadığı dikkat çekmektedir. 2011 yılında Genel Sanat Endeksinin 2010'a göre %13.8 artış gösterdiği olumlu piyasa koşulları ve % 10.6 oranında satışa sunulan resim sayısında ki azalmaya rağmen Başağa'nın fiyatı ölümü nedeniyle düşmüştür. Başağa'nın fiyat endeksi ile TSE korelasyonunun pozitif fakat çok düşük düzeyde (0.0809) oluşması genel piyasa koşullarından bağımsız farklı bir fiyat oluşumuna işaret etmektedir. Bu durum star olmayan bir ressamın yaşamdan ayrılmasıyla beraber, piyasa konumunu arttırıcı ve koruyucu hiçbir faaliyet gösteremeyen ressamın unutulması ile azalan ilginin ve dolayısıyla talebin fiyatları aşağı yönde etkilemesi ile açıklanabilir.



Şekil 2.6. Ferruh Başağa Fiyat Endeksi ve Ölüm Etkisi.

Not: Satışa sunulan eser sayısı 100 katı alınmıştır.

	FBENDEKS	TSE	Satış Arzı
FBENDEKS	1	0,0809	0,3096
TSE	0,0809	1	-0,2232
Satış Arzı	0,3096	-0,2232	1

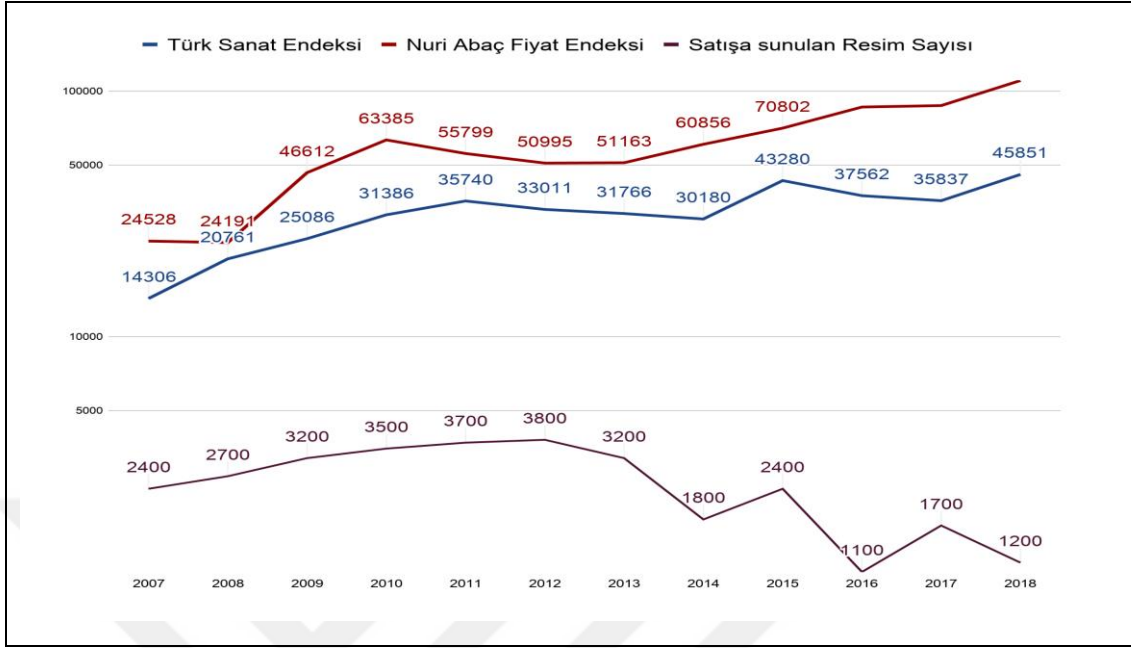
Tablo 2.11. Ferruh Başağa Endeksi, Satış Arzı ve Türk Sanat Endeksi Korelasyonu.

2.5.4. Nuri Abaç

Sanatçının ölümü ile resim fiyatlarının izleyen yıllarda ne yönde hareket ettiği incelenen yedi ressam arasında resim fiyatlarının ölümünden sonra artış gösterdiği Zekai Ormanlı ve Ömer Uluç ile birlikte üç ressamdan biri olan Nuri Abaç'ın fiyat endeksinin yaşamdan ayrılışından itibaren katlanarak günümüze kadar yükseldiği dikkat çekmektedir. Mart 2008'de yaşamını yitiren Abaç'ın fiyat endeksinin bir yıl sonra 2009'da %92.6 gibi çok yüksek bir oranda artarak 24.191'den 46.612'ye yükseldiği izlenmektedir. Aynı dönemde Türk Sanat Endeksinin %20.8 oranında bir artış ile yukarı yönde hareket etmesinin Abaç'ın fiyat endeksinin yükselmesine yüksek korelasyon katsayısının işaret ettiği gibi talep uyarıcı uygun bir ortam sağlamasının yanında, genelde fiyatları aşağı iten arz artışının bir negatif faktör olarak etkisi görülmemiştir. Abaç'ın ölümünü izleyen yılda satışa sunulan eser sayısının 27'den 32'ye, %18.5 artış göstermesine rağmen resim fiyatları neredeyse ikiye katlanmıştır.

	NAENDEKS	TSE	Satış Arzı
NAENDEKS	1	0,8777	-0,6050
TSE	0,8777	1	-0,3128
Satış Arzı	-0,6050	-0,3128	1

Tablo 2.12. Nuri Abaç Endeksi, Satış Arzı ve Türk Sanat Endeksi Korelasyonu.



Şekil 2.7. Nuri Abaç Fiyat Endeksi ve Ölüm Etkisi.

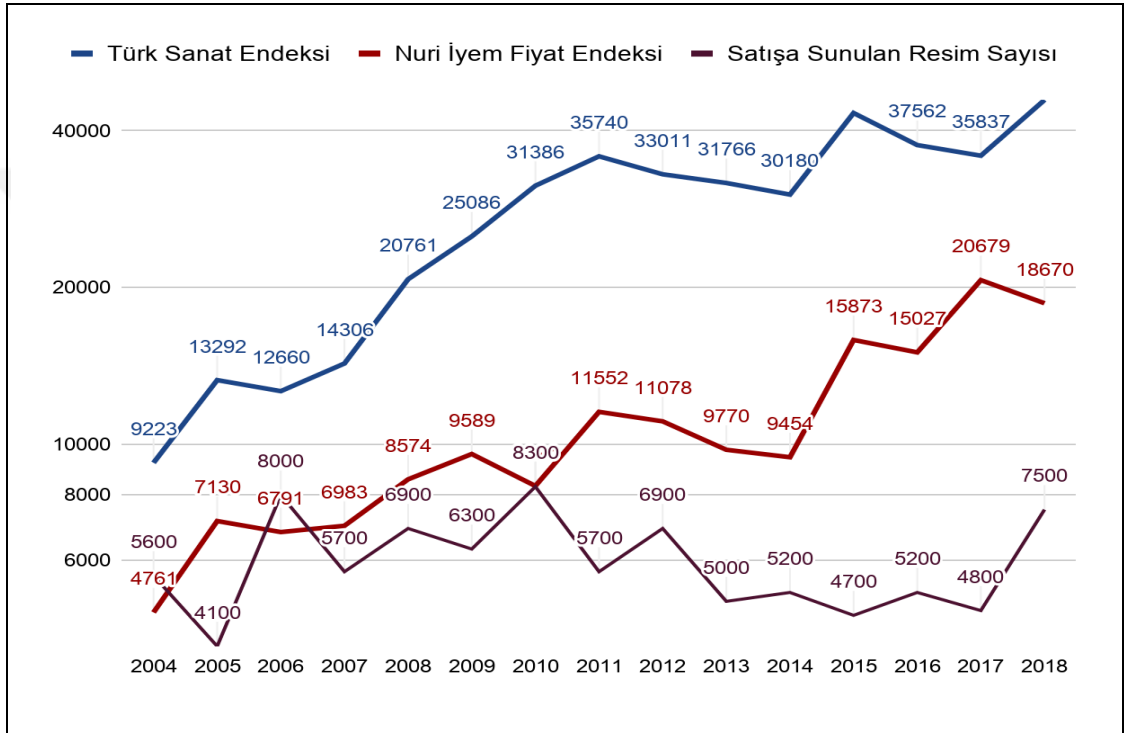
Not: Satışa sunulan eser sayısı 100 katı alınmıştır.

2.5.5. Nuri İyem

Nuri İyem'in yaşamdan ayrılması ile resim fiyatları izleyen iki yılda üst üste düşüş göstermiştir. İyem fiyat endeksi ölümü izleyen yıl 2006'da, 2005'e göre 7.130 düzeyinden 6.791'e, %4.7 oranında düşmüştür. 2007'de fiyat endeksi, 2006'ya göre artış göstermesine rağmen 2005 yılı düzeyinin gerisinde kalmıştır. Bununla birlikte İyem'in fiyatlarının 2008 yılından itibaren sürekli artış göstererek 2018'de endeksin 18.670 düzeyine yükseldiği görülmektedir. İyem'in ölümüyle fiyat endeksinin izleyen iki yılda da düşmesinin nedeni çok açık biçimde satışa sunulan resim arzının nerede ise iki katına yakın artış göstermesi ile açıklanabilir. İyem'in yaşamdan ayrıldığı yıl 41 eseri satışa sunulurken izleyen yıl 2016'da 80 eserinin satışa sunulduğu görülmektedir. Bu % 95 oranındaki arz artışını 2007 yılında 2005'e göre % 39' luk bir artışla 57 adet resim arzı izlemiştir. İyem'in satışa sunulan resim sayısının bu çok yüksek orandaki artışı fiyatları düşüş yönünde etkilediği söylenebilir. Buna karşılık İyem fiyat endeksi ile satışa çıkan resim sayısı arasında negatif ters yönlü korelasyon (-0,1631) katsayısının işaret ettiği gibi, resim sayısı artışı süreklilik göstermemiş, aksine son yıllara kadar, 2010 yılı dışında, 2006 yılı düzeyinin gerisinde kalmıştır. İyem'in fiyat endeksinin TSE ile korelasyon katsayısı çok yüksek düzeyde oluşmuştur.

	NİENDEKS	TSE	Satış Arzı
NİENDEKS	1	0,8394	-0,1631
TSE	0,8394	1	-0,0203
Satış Arzı	-0,1631	-0,0203	1

Tablo 2.13. Nuri İyem Endeksi, Satış Arzı ve Türk Sanat Endeksi Korelasyonu.



Şekil 2.8. Nuri İyem Fiyat Endeksi ve Ölüm Etkisi.

Not: Satışa sunulan eser sayısı 100 katı alınmıştır.

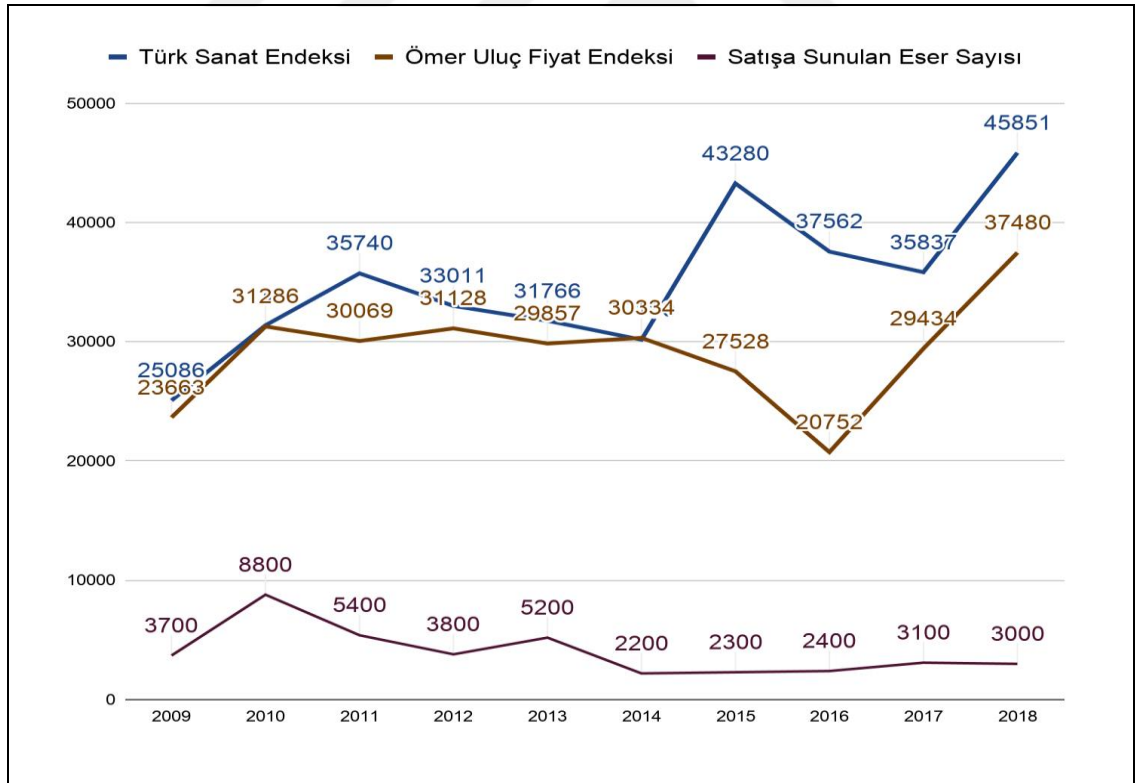
2.5.6. Ömer Uluç

Yaşamdan ayrılışıyla birlikte resimlerinin fiyatı artış gösteren bir diğer ressam Ömer Uluç'un Ocak 2010'da vefat etmesi ile birlikte 2010 yılının tümünü ölümü izleyen yıl olarak alırsak, Uluç'un fiyat endeksi, 2010'da bir önceki yıla göre %32.2 oranında artarak 23.363'den 31.286 düzeyine yükselmiştir. 2011 yılında Türk Sanat Endeksi 2010 yılına göre %13.8 oranında yükselmesine rağmen düşük korelasyon katsayısının işaret ettiği gibi, Uluç'un fiyat endeksi aynı dönemde % 3.8 oranında düşmüş, buna rağmen fiyat düzeyi 2016 yılı düzeyi hariç sürekli bir şekilde ölüm öncesi yıl olan 2009 yılı düzeyinin üzerinde kalmıştır. 2018 yılında ise 37.480

düzeyine çıkan endeks ilk kez 2010 düzeyinin üzerinde seyretmiştir. İlginç olan diğer bir nokta Uluç’un ölümü ile birlikte 2009’da 37 adet olan satışa sunulan eser sayısı 2010 da yüzde 138 oranında artarak 88 sayısına yükselmiştir. Arzdaki bu çok yüksek orandaki artışa rağmen fiyat endeksinin aynı dönem artış göstermesi, ölüm etkisinin fiyatları yükseltmesinin yanı sıra Uluç’un aynı zamanda bir “star” ressam olduğunu ve bu star etkisinin fiyatları olumlu yönde etkilediği söylenebilir.

	ÖUENDEKS	TSE	Satış Arzı
ÖUENDEKS	1	0,3627	0,2315
TSE	0,3627	1	-0,3362
Satış Arzı	0,2315	-0,3362	1

Tablo 2.14. Ömer Uluç Endeksi, Satış Arzı ve Türk Sanat Endeksi Korelasyonu.

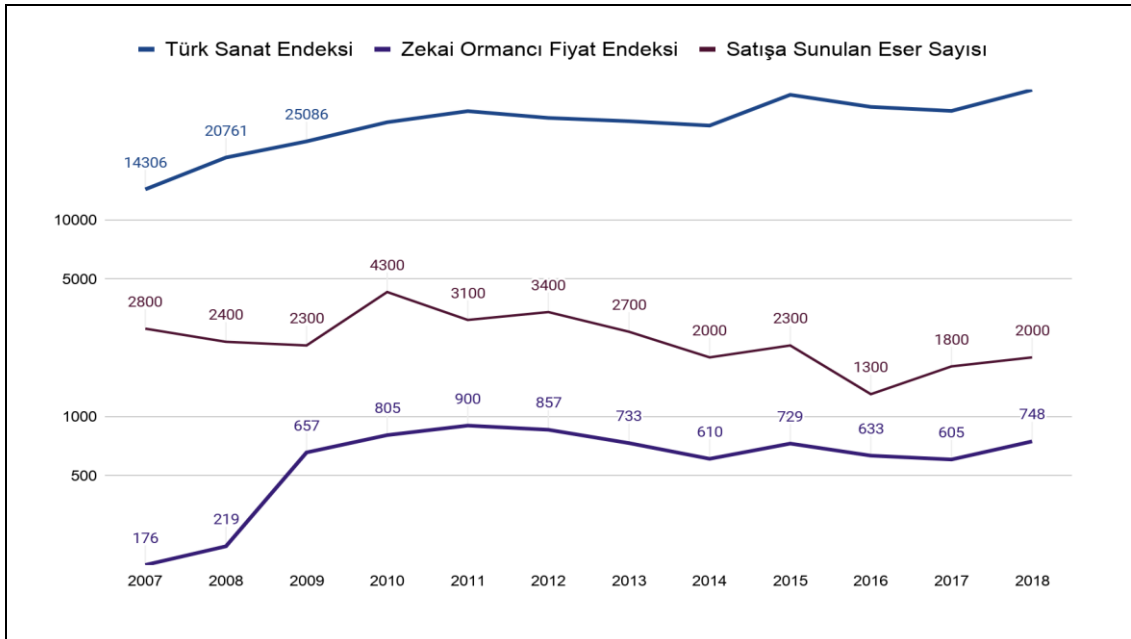


Şekil 2.9. Ömer Uluç Fiyat Endeksi ve Ölüm Etkisi.

Not: Satışa sunulan eser sayısı 100 katı alınmıştır

2.5.7. Zekai Ormancı

Ölüm etkisinin incelendiği yedinci ve son ressam Zekai Ormancı' nın Nisan 2008 yılında yaşamdan ayrılışı ile birlikte izleyen yıldan itibaren fiyat endeksinin katlanarak yükseldiği görülmektedir. 2008'de 219 olan fiyat endeksi %200 gibi oldukça yüksek bir oranda artarak 2009'da 657 düzeyine çıkmış ve 2018 yılına kadar yükseldiği düzeyi korumuştur. Ormancı'nın fiyat endeksinin şok bir yükseliş yaparak üç katına çıkması ve o düzeylerde kalması büyük ölçüde piyasanın talep tarafı ile ilgili olduğu söylenebilir. Ressamın ikincil piyasaya sunulan resim sayısının seyrine bakıldığında ölümü izleyen yılda, 2009 da resim sayısının 24'den 23'e düştüğü görülmektedir. Arzdaki bu düşüş çok önemli olmamakla birlikte, Ormancı'nın piyasada az sayıda olduğu izlenen resim sayısının, dayanıklı mal tekeli varsayımına uygun olarak piyasada "azlık etkisi" yarattığını ve alıcıların piyasadaki resim stokunun artık artmayacağı Ormancı'nın, eserlerini gelecekte bulmakta zorlanma düşüncesinin fiyatları şok etkisiyle yükseltmiş olabileceği söylenebilir. Bir başka ilginç sonuç, Şekil 2.10'da görüleceği gibi Ormancı'nın fiyat endeksinin Türk Sanat Fiyat Endeksinde paralel bir seyir izlemesi ve aynı zamanda korelasyonun pozitif ve oldukça yüksek düzeyde olduğu (0.7337) görülmektedir.



Şekil 2.10. Zekai Ormancı Fiyat Endeksi ve Ölüm Etkisi.

Not: Satışa sunulan eser sayısı 100 katı alınmıştır.

	ZOENDEKS	TSE	Satış Arzı
ZOENDEKS	1	0,7337	0,2720
TSE	0,7337	1	-0,2356
Satış Arzı	0,2720	-0,2356	1

Tablo 2.15. Zekai Ormancı Endeksi, Satış Arzı ve Türk Sanat Endeksi Korelasyonu.

2.5.8. Türk Resim Piyasası ve Ölüm Etkisi Hipotezi

Türk sanat piyasasının incelendiği dönem 1995-2018 yılları arasında yaşamdan ayrılan yedi ressamdan sadece Zekai Ormancı ve Nuri Abaç resim fiyatlarının, ressamların yaşamdan ayrılışlarını izleyen dönemden itibaren ölüm etkisi hipotezi varsayımı doğrultusunda sürekli yükseldiği gözlenmiştir. Bunun yanında Ocak 2010'da vefat eden Ömer Uluç'un 2010 yılını da ölümü izleyen yıl olarak varsayarsak, fiyat endeksi 2016 yılı hariç 2009 yılı düzeyinin üzerinde yükseliş trendinde seyretmiştir. Bu bir yıllık düşüş dışında ölüm etkisinin sonuçlarının fiyatları artırıcı yönde olduğu söylenebilir. Buna karşılık incelenen diğer dört ressamın fiyat endeksi ise ölüm etkisi hipotezine aykırı olarak yaşamdan ayrılışlarını izleyen yıldan itibaren düşüş göstermiştir. 2003 yılında yaşamdan ayrılan Avni Arbaş fiyat endeksinin ölümü izleyen üç yılda da sürekli düşüş gösterdiği ve sonrasında yükselmeye başladığı, ancak yükselişlerin süreklilik göstermediği ve 2008, 2013 ve 2016 yıllarında 2003 düzeyinin altına gerilediği izlenmiştir. Burhan Doğançay'ın Ocak ayında öldüğü 2013 yılını ölümü izleyen yıl varsayarsak fiyat endeksinin iki yıl düşüş gösterdiği, 2015'de yükseldiği ancak 2016'da tekrar düştüğü ve Nuri İyem'in fiyat endeksinin ölümünü izleyen iki yılda da düştüğü, fakat düşüşü izleyen iki yıldan sonra sürekli yükseldiği gözlenmiştir. Ferruh Başağa fiyat endeksinin ise ölüm sonrası sürekli düştüğü ve ölüm yılı olan 2010 düzeyini bir daha yakalayamadığı dikkati çekmektedir. Yaşamdan ayrılışlarını izleyen dönemlerde Zekai Ormancı ve Ferruh Başağa dışında kalan diğer ressamların satışa sunulan resim sayısı artış göstermiştir. Bu arz artışının fiyatları aşağı yönde etkilediği ve ölüm etkisinin fiyat artırıcı etkisini giderdiği söylenebilir. Ancak Ömer Uluç ve Nuri Abaç'ın ölüm sonrası resim satış sayısı artmasına rağmen fiyatları yükselmiştir. Ölüm etkisinin fiyatlar üzerindeki etkisinin ne yönde olduğunun incelendiği yedi ressamın tamamının yaşamdan ayrılışlarını izleyen fiyat

hareketlerinin, hipotezin varsayımı doğrultusunda, artış yönünde bir trende girmediği gözlenmiştir. Sonuç olarak ölüm ve azlık etkisinin, Türk Resim Piyasasında resim fiyatlarını yukarı yönde yükselten genel bir hipotez olarak geçerli olmadığını, ancak ressam bazında, ressamın tanınırlık, piyasa konumu, piyasada olan resim sayısı gibi özel ayırıcı nedenlerinin fiyat üzerindeki etkilerinin ön plana çıktığı söylenebilir.



ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

BİR YATIRIM VARLIĞI OLARAK SANAT ESERİ GETİRİSİNİ ÖLÇEN FİYAT ENDEKSLERİ VE TÜRK SANAT PİYASASI İÇİN BİR FİYAT ENDEKSİ GELİŞTİRİLMESİ

Sanat piyasalarının finansallaşması ve sanatın finansal piyasa oyuncuları tarafından bir finansal varlık olarak yatırım aracı kabul edilmesi ile birlikte, sanat yatırımının getirisinin ve performansının diğer finansal varlıklar gibi hesaplanabilir olmasını gerekli kılmıştır. Bu amaçla sanat piyasasında sanat eserlerinin fiyat hareketlerini izlemek ve bir finansal varlık olarak getirisini ölçebilmek için çeşitli yöntemlerle oluşturulmuş endeksler kullanılmaktadır. Sanat eseri için bir endeks oluşturmanın en büyük zorluğu kuşkusuz sanat eserinin benzersiz ve eşsiz bir nesne olmasıdır. Bu nedenle türdeş bir varlık olmayan sanatsal varlığı, bir zaman serisi içinde ayrıksı özelliklerinden arındırıp karşılaştırma yapmaya uygun benzer, türdeş bir ürün haline getirme çabalarını kapsayan sanat endeksi oluşturma yöntemleri üç ana grupta toplanabilir:

- Bir dönemde satılan tüm resimlerin fiyat ortalamalarının (average painting method) veya piyasayı temsil yeteneği yüksek bir ressamın sepeti oluşturarak sepetteki sanatçıyı en iyi şekilde temsil eden resimlerin (representative object method) oluşturduğu resim sepetinin fiyatının dönemler itibari ile izlendiği yöntemler. Bu yöntemler, tüketici fiyat endeksleri (TÜFE) hesaplama yöntemleri ile benzer yaklaşımları kullanan yöntemler olarak sayılabilir. Bu sınıflama kapsamında, bu tez çalışmasında da uygulanmış olan yöntem, piyasayı temsil yeteneği yüksek seçilmiş ressamların ve resimlerinin ortalama birim santimetre kare fiyatının cari ve baz yıl oranlanması suretiyle oluşturulan endeks hesaplama yöntemi de sayılabilir,
- Hedonik fiyat yöntemleri (hedonic price index),
- Aynı resmin tekrar satışlarının (repeat sale method) zaman içinde izlendiği yöntemler.

Bu bölümde endeks oluşturma yaklaşımları ayrıntılı olarak incelendikten sonra Türk sanat piyasası için en ideal bir fiyat endeksi modeli geliştirilecektir.

3.1. Sanat Fiyat Endeksi Oluşturma Yöntemleri ve Literatür Araştırması

Sanat piyasası alt piyasalara ayrılır ve bunlar arasında bir sıra düzen vardır. Piyasaya ilk satış genellikle birincil piyasada başlar, bunlar sanatçının direkt olarak atölyesinde, bir galeride veya herhangi bir sergi ve gösteride yaptığı satışlardır. Bu piyasada yapılan satış ilişkisi birkaç kişinin arasında geçer ve dolayısıyla fiyatlar kaydedilmez, görünmez veya halka açık değildir. Gerçi, sanat galerilerinde bir fiyat listesi vardır ancak burada yapılan satışların kaydedildiği bir veri tabanı yoktur. İkincil piyasalar sanat eserinin çoğunlukla yeniden satışa sunulduğu piyasalardır ve bu piyasada sadece açık artırma kurumlarında satılan sanat eseri fiyatları halka açık olarak kaydedilir ve sanat piyasası endeksleri bu fiyatları temel alır. İkincil piyasalarda özellikle açık artırmalarda satılan sanat eserleri ve onları yapan sanatçılar, artık yetenek ve yaratıcılıkları piyasa tarafından kabul görmüş belirli bir estetik ve sanatsal düzeye ulaşmış, bir anlamda birincil piyasadan çıkabilmiş sanatçılar olarak algılanır. Bu anlamda açık artırmada oluşan fiyatlar sanatçının piyasa fiyatı olarak kabul edilir ve endeks hesaplamalarında kullanılır.

Her bir sanat eserinin sanatsal, estetik ve fiziksel anlamda benzersiz ve tek olması ve aynı eserin piyasadaki satış sıklığının azlığı veya piyasaya tekrar satış için çıkmaması sanat eserinin değerinin değişimini bir endeks oluşturarak izlemeyi zorlaştırır. Çünkü endekste yer alan sanat eserlerinin zaman içinde dönemler arasında göreceli olarak değerlerindeki değişimi karşılaştırmak için türdeş olmaları zorunludur. Bu türdeşlik sorununu aşabilmek ve sanat eserlerini olanaklar elverdiğince benzeştirmek için yapılan farklı yöntemsel yaklaşımlara göre farklı endeks oluşturma modelleri kullanılmaktadır (Campbell, 2008).

3.1.1. Ortalama Fiyatları Kullanan Endeks Oluşturma

Yöntemleri

Sanat piyasasında fiyat endeksi oluşturma yöntemlerinden Ortalama fiyatları kullanan öncü çalışmalardan ilki Stein'in (1977) geliştirdiği geometrik ortalama fiyat endeksidir (The Geometric Mean Price Index). Stein'in modeli, *ortalama resim* yöntemi olarak da adlandırılır. Stein, bir *olağanüstü ekonomik meta* olarak tanımladığı sanat eserinin hem dayanıklı bir tüketim malı ve hem de bir finansal varlık olduğunu

belirtmiş, aynı zamanda bir *spekülatif meta* da olan sanat eserini incelemek için gerekli ilgiyi hak ettiğini ifade etmiştir.

Stein Amerikan ve İngiliz sanat piyasasının 1946-68 dönemini incelemiştir. 1946 yılından önce yaşamını yitiren ressamların resimlerinden oluşan bir resim sepeti (fixed stock of painting) oluşturmuş, bu oluşan sepetin içinden açık artırmada satılan resimlerin fiyatlarını baz alıp fiyat değişimlerinin (geometrik ortalama) oranını kullanarak bir endeks kurmuştur. Sanatsal varlığın riskini ölçmek için sermaye varlığı fiyatlama modelini genişleterek uyarladığını ifade etmiştir. Stein'in formülü şöyledir (A.e., s. 1022; Fase, 2001: 26):

$$\frac{F_t}{F_s} = \exp\left[\frac{1}{n} \sum \left(\frac{DF_i}{F_i}\right) \Delta t\right] \quad (3.1)$$

$\frac{F_t}{F_s}$: endeks değeri,

n: sepetteki resim sayısı,

$\left(\frac{DF_i}{F_i}\right)$: i resminin t ve s zamanındaki fiyat değişiminin oranı,

Δt : t ve s zamanı gösterir.

Aynı şekilde Candela ile Scorcu (1997) ve dünyanın en büyük iki açık artırma şirketinden biri olan Sotheby'sin oluşturduğu Sotheby's Art Index¹⁸ ortalama kalite ve özellikleri ile temsil yeteneği yüksek değişik ressamların resimlerinden oluşan bir sanat eseri sepeti oluşturmuş ve bu sepetin değerindeki değişimlerin bir uzman veya uzman grubu tarafından analiz edilip güncellenmesi ile endeks değerleri hesaplanmıştır (Keen, 1971). Candela ve Scorcu yöntemlerini *temsilci nesne* (representative object) olarak adlandırmışlardır. Temsilci resmin değeri açık artırma kurumunun uzmanı tarafından tahmin edilir. Ancak bu temsili resim ve sepet oluşturma yöntemlerinin gerçekleşen fiyatları kullanmamasının eksikliğini gidermek için daha sonra sanat eseri sepeti yerine bir sanatçı sepeti konulmuş ve bu sanatçıların eserlerinin gerçekleşen satış fiyatları sepetin değeri için temel alınmıştır (Fase, 2001; artmarketresearch.com).

¹⁸ 1995 yılında Art Market Research kurumunca yeniden formüle edilmiştir.

Renneboog ve Houtte (1999) ortalama resim fiyatlarını kullanmış, tüketici fiyat endeksi hesaplama yaklaşımına uygun olduğunu belirterek Belçika sanat piyasası için bir sanatçı sepeti oluşturmuş ve *naive art indices* adı verdikleri bu sanat endeksi ile 1970-1997 yılları arası ortalama getiriye hem bu ortalama hem de hedonik regresyon yöntemiyle hesaplamıştır.

Bu gruba aynı zamanda bu çalışmada model olarak alınan endekse temel olan yaklaşım eklenebilir. Piyasayı temsil yeteneği yüksek ve uzun süre ikincil piyasada işlem gören ressamaların en iyi dönemini temsil eden ortalama resimlerin satış fiyatlarının birim yüzeyine, genellikle santimetre kareye indirgenmiş tutarını baz alan ve yıllar itibarıyla izleyen yöntemler (Charlin, Cifuentes, 2014). Bu yöntem Türk sanat piyasası için oluşturulan yöntem olarak ayrıntılarıyla irdelenecektir.

3.1.2. Hedonik Regresyon Yöntemi

Yöntemin çıkış noktası değişen zaman dilimlerinde, güncel ve temel alınan yılda, fiyat değişikliklerine yol açan malın kendisinin veya o malın yokluğu nedeni ile yerine ikame edilen yeni malın kalitesi veya nitelikleri ve fiziksel özellikleri ile ilgili değişkenleri kontrol etmek ve etkisizleştirmektir. Yaklaşım, aynı malı veya mal grubunu temel ve güncel zaman dilimlerinde, niteliksel ve fiziksel değişen özellikleri ile birlikte karşılaştırma yapılmaya uygun hale getirme veya uygun halde tutma sorunudur. Bu amaçla hedonik regresyon yöntemi malın veya mal grubunun niteliksel ve fiziksel özelliklerinin bir gölge fiyatını (implicit price) tahmin eder, fiyatlanan bu özellikler malın geçerli güncel fiyatını açıklayan yapay kukla değişkenlere dönüştürülür. Oluşturulan yapay kukla değişkenlerin gölge fiyatları o malın gerçekleşen güncel fiyatından düşülerek karşılaştırma yapılabilecek uyumlaştırılmış piyasa fiyatları yaratılmış olur (Hulten, 2003; Fase, 2001; Galbraith, Hodgson, 2018).

Hedonik yöntemde bir malın veya mal grubunun analize dahil edilecek niteliksel ve fiziksel özelliklerinin seçiminde söz konusu özelliğin tüketici ve üretici davranışlarını etkileme gücü dikkate alınır. Tüketicinin o malın niteliksel ve fiziksel özellikleri arasındaki görelî değerlendirmesinin önemi saptanır. Bir başka deyişle tüketicinin bir malın her bir özelliği için ödemeye razı olabileceği marjinal niyeti tahmin etmeye ve ölçmeye çalışır. Hedonik tüketim ve tüketici davranışı Lancaster'ın (1966) *Tüketici Teorisine Yeni Bir Yaklaşım* adlı çalışmasında geliştirdiği modeli izler.

Tüketicinin bir ürüne ait özellikleri bir sıra içinde tercih etmesi beklenir ve tüketici talebi bir ürünün içereceği özellikleri belirler. Bir mala ait özellikler ilke olarak tüketim eyleminin esas nesnesini oluşturur. Modeli ilk uygulayan Fredric V. Waugh kuşkonmaz fiyatını etkileyen üç kalite farklılığı; renk, büyüklük ve sap gözlemlemiş ve tüketicinin bu üç özelliği değerlendirmesindeki göreliliği her bir özelliğe verdiği önemi saptamaya çalışmıştır. Amaç kuşkonmaz üreticileri için tüketici davranışı ile ilgili bilgi toplamaktır. Hedonik regresyon modeli otomobil fiyat değişimlerini etkileyen kalite farklılıklarını uyumlulaştırmak ve bir fiyat endeksi oluşturmak için yaygın olarak kullanılmıştır. Tüketicinin otomobil alırken her bir değişik özellik için yaptığı tercihlerin görelî önemi üzerinde durmuşlardır. Daha çok sayıdaki hedonik yöntem uygulamaları ev fiyatlarındaki değişimleri izlemek üzere, ev alıcılarının ev alırken dikkat ettikleri çevre, konum, hava kalitesi vb. ve evin diğer özellikleri için atfettikleri marjinal önemin değerlendirilmesine yoğunlaşmıştır (Ginsburgh, Mei, Moses, 2006; Nerlove, 1995).

Hedonik regresyon yöntemi 1990'lerden sonra sanat piyasası fiyat endeksi kurma yöntemlerinden en popüler ve yaygın kullanılan bir yöntem olmuştur. Sanat eserinin fiyatı: yağlıboya, suluboya, akrilik, karakalem gibi resim yapımında kullanılan boya türü; bez, tahta, mukavva, kâğıt gibi üzerine yapıldığı malzeme; resmin konusu, büyüklüğü, yapan ressam vb. gibi resmin fiziksel ve fiziksel olmayan çok çeşitli özelliklerine bağlıdır. Hedonik yöntem bu her bir sayılan özellikler için bir hedonik değişkeni gölge fiyat oluşturur, bu değişkenlere atfedilen sayısal değerler resmin gerçekleşen fiyatından düşülür ve sanat eseri türdeş standart bir varlığa dönüştürülür (characteristic-free prices). Frey ve Pommerehne (1989), Buelens ve Ginsburgh (1993), Chanel v.d. (1996) hedonik fiyat regresyon yöntemini sanat piyasası fiyat endeksi oluşturmak için kullanan ilk iktisatçılardır.

Hedonik regresyon fiyat denkleminde, bağımlı değişken resmin satış fiyatıdır ve denklemde doğal logaritmaya dönüştürülür. Denklemde bağımsız değişkenlerin tanımlanması gerekir. Bir genel hedonik regresyon denklemi şöyle yazılabilir:

$$\ln f_{k,t} = \sum_{i=1}^I \beta_i Z_{i,k,t} + \sum_{t=1}^T \lambda_t C_t + \varepsilon_{k,t} \quad (3.2)$$

$\ln f_{k,t}$: k resminin t zamanda satış fiyatının logaritması, (t=1.....T)

i: resmin fiyatını etkileyen ölçülebilir karakteristik özellikler, (i=1...I)

β_i : resmin özelliklerinin tahmin edilen katsayı değerleri, gölge fiyatlar,

$Z_{i,k,t}$: k resminin t zamanındaki i özelliği:

λ_t : endeksi hesaplamada (e^{λ_t}) kullanılan gölge değişkenin t zamandaki değeri,

C_t : kukla değişkenin T zaman değeri, 1 veya 0'a eşit olabilir, örneğin eğer resim t zamanda satıldı ise 1, satılmadı ise 0,

$\varepsilon_{k,t}$: hata terimi.

Fiyat bir bağımlı değişken olduğu için hedonik eşitlikte fiyatın logaritması alınır. Bu nedenle bir kukla değişkenin katsayısı, diğer değişkenler sabit kalmak şartıyla eser o özelliğe sahip olmakla fiyatın yüzde olarak ne kadar etkilendiği şeklinde yorumlanabilir. Getiri oranı iki dönem arasında, t ve $t+1$, etkilerden arındırılmış fiyatların oranlanmasıyla hesaplanır (Renneboog, Houtte, 2002: 5; Fase, 2001: 29; Higgs, Worthington, 2005):

$$r = \left(\frac{f_{k,t+1}}{f_{k,t}} \right) - 1 \quad (3.3)$$

Hedonik fiyat endeksi sahip olduğu yüksek kuramsal beklenti ve umutlara karşın gerçek uygulamada zayıf kalmaktadır. Her şeyden önce uygulamada satılan resimlerin kendine özgü özelliklerinin tüm detaylarına ilişkin bir bilgiye ulaşmak zorluğunun yanı sıra, hele bu bilgi geçmiş yıllara ilişkin olunca çoğu zaman olanaksız olmaktadır. Bir başka zorluk sanat eserinin kalitesini temsil eden değişkenlerin ve fiziksel özelliklerin çokluğunun hedonik regresyonda yanlış tanımlamalara ve katsayılar yol açma olasılığıdır. Kuşkusuz bu kukla değişkenler yinelenen satış yönteminde yer almaz, ancak aynı sanat eserinin kalite ve fiziksel özelliklerinde iki satış arasında oluşacak herhangi bir değişimi bu yöntemin saptama olanağı yoktur. Örneğin resimde oluşacak bir hasarın ve dolayısı ile değerinin düşmesini anlamak zordur. Hedonik yöntemin en büyük avantajı ürün çeşidine uygun olması ve ürüne ait tüm veri bilgileri kullanmasıdır. Bununla beraber hedonik regresyon yöntemi uygulanması sonucu ulaşılan yıllık getirinin bir logaritmik dönüşüm (log-transformation) değeri olması ve bu yaklaşık elde edilen sonucun bir güven aralığı (confidence intervals) ile ifade edilmemesi elde edilen getiri oranı değerinin doğruluğunu sakatlamaktadır (Charlin, Cifuentes, 2015: 6). Hedonik fiyat endeksinin hesaplanmasında genellikle fiyatların aritmetik ortalaması yerine geometrik ortalamasının kullanılması da eleştirilmiştir. Çünkü diğer yatırım varlıklarının genelde

fiyatlarının aritmetik ortalamalarının kullanıldığı belirtilmiştir (Vecco, Zanola, 2017).¹⁹

Türkiye’de Türk sanat piyasası fiyat endeksi oluşturma çalışmaları ilk kez Seçkin ve Atükeren (2006, 2009) tarafından yapılmış ve endeks hesaplama yöntemi olarak hedonik regresyon yöntemi kullanılmıştır. İkinci bir çalışma Demir, Gözgör ve Sarı (2018) tarafından 1990-2016 yıllarını kapsayan araştırmadır. Bu çalışmaların sonuçları tez sonuçları ile birlikte yeri geldiğinde ileriki bölümlerde değerlendirilecektir.

3.1.3. Yinelenen Satış Yöntemi Fiyat Endeksi

Yinelenen satış yöntemi bir ürünün en az iki ayrı zaman dilimindeki satış fiyatını kullanan bir endeks hesaplama yöntemidir. Yöntemin çıkış noktası endekse konu olan resmin zaman içinde özellikleri değişmediği sürece, karşılaştırma yapmaya uygunluk sorununun çözülme kolaylığıdır. Bir sanat eserinin farklı kalite ve fiziksel özelliklerinin kontrol altında tutulmasını sağlaması ile üstünlük taşıyan bu endeks “...bir hedonik modelin keyfi kukla değişkenler tanımlamalarından acı çekmez.” (Mei, Moses, 2005: 6). Bu yöntem konut fiyatlarındaki değişimi izlemek için geliştirilmiştir, sanat piyasasına ise Anderson (1974), Baumol (1986), Goetzmann (1993), Agnello ve Pierce (1996), Goetzmann, Renneboog ve Spaenjers (2009), Mei ve Moses (2002), Pesando (1993) ve Pesando ve Shum (2008) tarafından uygulanmıştır. Anderson (1974) sanat piyasasını analiz eden ve bir sanat endeksi geliştiren ilk iktisatçılardan biri olarak bu yöntemi uygulamıştır. 1780’den 1970’e kadar geçen dönemi endekslemiş ve sanat yatırımının iyi bir alması yatırım varlığı olmadığını ancak bir tüketim değeriyle alıcısına bir kazanç sağlayacağını ifade etmiştir.

Sanat piyasasında en ünlü sanat fiyat endekslerinden biri olan Mei Moses Sanat Fiyat Endeksi (The Mei Moses Fine Art Index) yinelenen satış yöntemini kullanır. Yinelenen satış yöntemi aynı sanat eserinin alışı ve satış fiyatlarını kullanarak oluşturduğu modelde, endekste kullanılan sanat eserlerini piyasanın ortalama sanat eseri veya piyasayı temsil eden sanat eseri olarak varsayar. Böylece aslında sadece

¹⁹ Düzeltme

aynı resimlerin fiyat değişimleri zaman içinde izlenir ve tüm piyasanın eğilimini yansıttığı düşünülür. Yinelenen satış regresyon denklemi şöyle yazılabilir:²⁰

$$\ln f_{i,t,t^1} = \sum_{j=1}^T b_j x_j + \varepsilon_{i,t,t^1} \quad (3.4)$$

$\ln f_{i,t,t^1}$: i resminin ilk satış t ve son satış t^1 fiyat ilişkisinin logaritması,

T: satış sayısı,

b_j : dönem j'deki logaritmik fiyat endeks değeri,

x_j : kukla değişken, ikinci satış varsa 1 yoksa 0'a eşittir,

ε_{i,t,t^1} : hata terimi.

Regresyon denkleminde b_0 'ın logaritması fiyat endeksinin başlangıç, baz alınan yılın değerini temsil eder. İzleyen yılların logaritmik fiyat endeksinin değerleri b_j 'nin regresyon katsayıları ile tahmin edilir (Fase, 2001: 27).

Yinelenen satışın en büyük eksikliği endekse dahil edilen satışların göreceli olarak toplam satışların küçük bir bölümünü temsil etmesidir. Yinelenen satış yöntemini ilk uygulayanlardan Baumol (1986) 1652-1961 arası üç yüzyılı kapsayan dönemi sadece 640 adet yinelenen satış işlemini baz alarak endeks oluşturmuştur. Mei ve Moses (2002) 1875-2000 dönemini kapsayan araştırmasında 4896 adet yinelenen satış işlemini analiz etmiştir. Buna karşılık Kraeussl ve Lee'nin (2010) dünyanın en pahalı ilk 500 sanatçısını baz alarak hedonik yöntemle yaptıkları çalışmada "Top 500 Art Market Index" te yaklaşık 100.000 satış işlemi kullanılmıştır. Yinelenen satışın bir başka sorunu bir endeks oluşturmak için çok uzun bir döneme gereksinim duyulmasıdır. Bu zorluk bireysel ressam bazında endeks oluşturmayı nerede ise olanaksız kılmaktadır, çünkü aynı resmin tekrar piyasaya satışa sunulması nerede ise on yılları almakta ayrıca çift veya daha fazla satışa konu olan işlem sayısının azlığı anlamlı bir fiyat regresyon denkleminin kurulmasına izin vermemektedir. Yinelenen satışın bir diğer yöntemsel sorunu analiz edilen örneklerin sayısının azlığının izlenen satış örneklerinin rastgele seçilmesini zorlaştırmasıdır. Endeksler için bir başka sorun enflasyon ve kur değişimlerinin etkilerinin arındırılmasıdır. Enflasyonun etkileri yinelenen satışta iki zaman diliminde farklı yerde ve farklı para birimi ile satılan aynı

²⁰ Yinelenen satış fiyat endeksi hesaplamalarında kullanılan değişik yaklaşım ve formülleri için Ginsburgh, Mei ve Moses (2006) ın makalesinden yararlanılabilir.

sanat eserinin kur farklarının ayarlanmasında yaşanacak sorunlar fiyat değışikliğinin nedenini göstermekte yetersiz kalabilir (Gingsburgh, Mei, Moses, 2006).

3.1.4. Yöntemlerin Değerlendirilmesi

Sanat piyasasında değışik yöntemlerle yapılan sanat endeksi oluşturma ve uygulama sonuçlarından ideal bir sanat endeksinin nasıl olması gerektiği konusunda bazı genel çıkarsamalar yapılabilir. Aslında tüm sorunlar sanat eserinin çok ayrıık bir meta olmasından kaynaklanmaktadır, ki bu ayrıksılık her bir sanat eserinin tek ve eşsiz, benzersiz olma niteliğidir. Sanat eserinin bu ayrıksı ve tek olma özelliği bir sanat eserini diğer ile karşılaştırma yapmaya izin vermemektedir. Hatta bazen aynı sanat eserini değışik zaman dilimlerinde bile karşılaştırma yapmak teknik olarak yanlışlıklar içermektedir, çünkü zaman içinde sanat eserinin fiziksel kalitesinde bozulmalar oluşabilmektedir. İşte sanat eserinin bu eşsiz ve tek olma özelliği tüm fiyat endeksi kurma çalışmalarını hemen hemen aynı noktaya yönlendirmektedir: sanat eserini olanaklar elverdiğince aynılaştırmak ve bir diğer ile karşılaştırma yapmaya uygun bir duruma getirmek. Yinelenen satış yöntemi bu sorunu tamamen çözmek için aynı sanat eserinin ayrıık dönemlerde satışını izleyerek aşmaya çalışmış, ancak yetersiz ve geneli temsil edecek işlem sayısının azlığı yöntemin popüler olmasını engellemiştir. En yaygın ve etkin olarak kullanılan hedonik yöntem bu sorunu sanat eserlerinin niteliksel, fiziksel ve çevresel özelliklerini kurgusal ve varsayılan değışkenlerle etkisizleştirip aynılaştırarak çözmek istemiştir. Ancak kukla değışkenlerin ve katsayıların açıklayıcı gücü, sınırlı ve modele uygulaması ve hesaplanması önemli istatistiksel sorunlar doğurmaktadır (Charlin, Cifuentes, 2014:3 ve 2017²¹). Ayrıca hedonik model bireysel olarak bir sanatçıya özgü olarak yapılamamaktadır (Galbraith, Hodgson, 2018).

Stein'in ve Sotheby's in eski ve yeni versiyonu ile Art Market Research'ın ortalama yöntemi kullanan fiyat endeksleri geneli temsil yeteneği yüksek bir sanat eserleri veya çok benzer aynı sanat akımını izleyen sanatçılar arasından seçilmiş ve sabitlenmiş bir sayıda sanatçı grubunun eserlerinden oluşan bir sepetin fiyat değışmelerinden oluşturulmuştur. Bu yöntem aynı şekilde ressam bazında endeks

²¹ Düzeltme

oluşturma kolaylığı sağlamaktadır. Bir ressamın bir dönemde satılan benzer resimlerinin birim yüzey büyüklüğünün, genelde santimetre kare, ortalama toplamından yaratılan ortalama temsili resim ile fiyat değişimleri izlenerek endeks kurulur. Böylece değişik dönemlerde karşılaştırma yapmaya elverişli türde yakın sanat eserleri yaratılmak istenmiştir. Değişik yöntemleri analiz eden Fase (2001: 30), oluşturulan endekslerin veri olarak olanaklar elverdiğince benzer kalitedeki sanat eserleri ile gerçekleşen satış fiyatlarını kullanması ve sanat akımlarına göre ayrılabilmesi gibi üç önemli unsuru içermesi gerektiği sonucuna varmıştır. İdeal bir endeks, piyasanın genelini eğilimini yansıtmalı, sanat piyasasının getirisinin ölçümüne ve diğer varlıklar ile karşılaştırma yapmaya yardımcı olmalı, sanat yatırımının diğer finansal araçlar ile korelasyonunu göstermesi yanında, sanat piyasasının oynaklığı için de yeterli bir ölçü sağlamalı ve sanat piyasası fiyat hareketlerini etkileyen sosyal ve ekonomik unsurları açıklamaya yardımcı olmalıdır (Ginsburgh, Mei, Moses2006: 949). Gingsburgh, Mei ve Moses, sanat piyasası endeksinin tıpkı bir hisse senedi piyasası endeksi gibi sanat eserinin değerini kestirme işlevi, bir anlamda hisse senedinin “*defter –değeri*” olması gerektiğini bu anlamda Mei and Moses Art Index’ in bu işlevi yerine getirmede önemli bir gelişme gösterdiğini belirtir. Bunun yanında bu işlevleri yerine getirecek bir endeksinde birçok önemli yöntemsel unsuru içermesi gerekir, bu unsurlar şöyle sıralanabilir; endeksler gerçek, güvenli ve erişilebilir fiyat verilerini içermeli, sanat türlerine göre hatta ressam bazında oluşturularak düzenli olarak güncellenmeli ve gerçek zamanlı bir yatırım kılavuzluğu yapmalı, sanat eserinin türdeşlik sorunu çözülerek verilerin seçiminde örnekleme yanlışlıklarından kaçınılmalıdır.

Yukarıda bahsedilen endeks oluşturma yöntemlerinden hangisinin en uygun sonuçları verdiği aynı veri tabanı kullanılarak test edilmiştir. Bu konuda yapılan iki önemli çalışma bir sonraki bölümde anlatılmıştır.

3.1.5. Aynı Veri Tabanını Kullanarak Değişik Yöntemlerle

Oluşturulan Endeks Sonuçlarının Karşılaştırılması

Resim bir finansal varlık olarak kabul edilir ve resme yatırımın dönüşü veya getirisi r ’nin diğer yatırım araçları gibi ölçülmesi gerekir. Kabaca t_1 ve t_2 zamanında

F_1 ve F_2 fiyatları arasındaki gerçekleşen fark olarak tanımlanan getiri oranı şöyle hesaplanır:

$$r = \left(\frac{F_2}{F_1} \right) - 1 \quad (3.5)$$

r : getiri oranı,

F_2 : t_2 zamanındaki fiyat,

F_1 : t_1 zamanındaki fiyatı gösterir.

Bu sonuç kesinleşmiş gerçekleşen tutarlardır ve bir hata değeri ile ifade edilmezler. Buna karşılık yinelenen satış yöntemi, yani aynı resmin t_1 ve t_2 zamanlarında ikinci kez gerçekleşen satışlarının F_1 ve F_2 fiyatlarını temel alan endeks oluşturma yöntemi ile ortalama birim yüzey büyüklüğünü temel alan endeks hesaplama yöntemleri dışında kalan diğer, özellikle hedonik fiyat modellerinde F_1 ve F_2 fiyatları gerçekleşen fiyatlara yakın temsili yaklaşık fiyatlardır ve bir hata payı ve sapma ile ifade edilirler. Bu nedenle özellikle hedonik resim endeksinde F_1 ve F_2 fiyatları ve getiri r varsayılan temsili yaklaşık değerler olacaktır ve bir hata payıyla ifade edilecektir (Charlin, Cifuentes, 2015 ve 2017). Charlin ve Cifuentes (2014: 5), sanat piyasasında uygulanmış 5 ayrı fiyat endeksi oluşturma yöntemini, aynı verileri kullanarak hesaplanan getirilerinin çıkan sonuçları üzerinden hangi yöntemin daha tutarlı olduğunu tartışmıştır. 5 ayrı endeks modeli:

“1-Fiyatın geometrik ortalamasının değişimini,

2-Fiyat/birim yüzey, dolar/cm² değişiminin geometrik ortalamasını,

3-İncelenen yıl aralığının tümüne uyarlanmış hedonik modelde zaman-kukla değişkenini temel alan (the time-dummies of a hedonic model) hedonik model,

4-İncelenen dönemin her bir yılı için hesaplanan hedonik model (chained/adjacent hedonic models),

5-Yinelenen satışları (the repeat-sales) temel alan endeksler”

olarak sıralanmış ve aynı verileri kullanarak yukarıda sayılan her bir yöntem için getiri oranı ve standart hatası ayrı ayrı hesaplanmıştır. Charlin ve Cifuentes, 1992-2012 yılları arasında ressam Renoir’ın 1.367 ve Bonnard’ın 485 adet resim satış işlemi esas almıştır. İki ressamın aynı verilerinin 5 değişik endeks hesaplama yöntemi ile oluşan sonuçları aşağıda gösterilmiştir.

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5
Pierre-Auguste Renoir					
Getiri oranı %	3.32	2.21	2.98	1.95	2.10
Görelî hata* %	104.25	62.21	74.96	75.51	127.91
Pierre Bonnard					
Getiri oranı %	9.73	4.19	3.89	5.98	3.59
Görelî hata %	157.03	132.92	183.44	227.20	237.62

Tablo 3.1. Beş Ayrı Endeks Hesaplama Yöntemi ile Aynı Veriler Kullanılarak Hesaplanan Getiri Oranı ve Hata Payları.

Kaynak: Charlin, Ventura, Cifuentes, Arturo, “Art Market Returns: Misgivings and Certainties”, **International Conference on Cultural Economics**, Montreal, June 2014: 6.

* Charlin ve Cifuentes, hesaplanan getirilerin tahmin edilen bir değer olduğunu ve bir hata payı içermesinin yanında aynı zamanda hesaplanan bu değerîin hesaplamaya esas değişkenlerinin de hata payı içerdiğini, bu nedenle bu değişkenlerin standart hatalarının, getirinin standart hatası δF ile olan ilişkisinin $F(x,y)$ belirtilmesi gerektiğini ifade eder ve görelî hata formülünü şu şekilde gösterir:

$$(\delta F)^2 = \left(\frac{\delta F}{\delta x}\right)^2 (\delta x)^2 + \left(\frac{\delta F}{\delta y}\right)^2 (\delta y)^2$$

δF ; getirinin standart hatası,

δx : x değişkeni standart hatası,

δy : y değişkeni standart hatasını ifade eder.

Tabloda görüldüğü gibi her iki ressam içinde en düşük hata veren endeks hesaplama yöntemi Model 2, yani fiyat/birim yüzey (dolar/cm²) değişiminin geometrik ortalamasını alan endeks oluşturma modelidir. Bu endeks hesaplama yöntemi aynı zamanda oluşturulması kolay, anlaşılır ve kurulması için veri kullanımında kişisel tercihe çok fazla yer bırakmayan ve her bir ressam için ayrı ayrı hesaplanma avantajları ile de öne çıkmaktadır. Model 5’de gösterilen yinelenen satış bazlı endeks en yüksek hata payı ile dikkat çekmektedir, bu durum yinelenen satışa konu örneklem dolayısıyla veri azlığından kaynaklanmaktadır. Aynı şekilde tabloda Renoir’e (1.367 adet) göre daha az sayıda örneklem kullanılan Bonnard’ın (485 adet) hesaplanan getirilerinin hata paylarının Renoir’e göre çok yüksek oluştuğu gözlenmektedir.

Sanat piyasası endeks oluşturma ve getiri hesaplama yöntemi olarak en popüler ve yaygın kullanılan hedonik modelin sanat piyasası için geçerli olup olmadığı konusunda artan kuşku en son olarak Kraussl, Lehnert ve Eddine (2019:11)

tarafından irdelenmiştir. 1970-2015 yılları arasında 49.962 yinelenen satış işlemini kapsayan örneklemeleri içeren veri tabanı hem hedonik hem yinelenen satış yöntemine uygulanmıştır. Teorik olarak aynı verilerle ve tüm değişkenlerin analize katılması ile yapılan hesaplamada yinelenen satış ile hedonik yöntemin aynı sonucu vermesi beklenirken, teori ve beklentilerin aksine hedonik model yıllık ortalama %5.18 buna karşılık yinelenen satış yöntemi %7.5 oranında getiri hesaplamıştır. Kraussl, Lehnert ve Eddine'nin yaptığı çalışmanın en önemli sonucu hedonik modelin yapısal olarak getiri oranını olduğundan düşük tahmin etmesinin ortaya çıkarılmasıdır. Nitekim ulaşılan bu sonucu ileride görüleceği gibi hedonik yöntem ile yapılan getiri oranı hesaplamalarının çoğunun göreceli olarak düşük çıkması doğrulayacak ve aslında hedonik yöntemin kullanılması çıkan sonuçların güvenilirliğini sarsacaktır. Bir diğer önemli bulgu hedonik yöntemde kullanılan her bir değişkenin denkleme dahil edilip edilmemesinin getiri oranının hesaplanmasında farklı sonuçlara yol açmasıdır. Dolayısı ile araştırmacının yapacağı her bir değişkeni seçiş doğrudan sonuç üzerinde sonucun istendiği yönde oluşması için etkili olmaktadır. Kraussl, Lehnert ve Eddine, getiri oranının olduğundan düşük hesaplanması, hedonik değişken seçiminin özelliğinin denklem sonucunu etkilemeye açık olması gibi zayıflıkları nedeni ile yinelenen satış yönteminin getiri hesaplama ve diğer finansal varlık getirileri ile karşılaştırma yapmak için hedonik yöntemle göre daha uygun bir yöntem olduğu sonucuna varmıştır.

3.2. Türk Sanat Piyasası İçin Fiyat Endeksi Geliştirilmesi

Daha önce vurgulandığı gibi, sanat piyasasında yapılan yatırımların getiri ve riskini analiz etmek, daha da önemlisi bir yatırım kararı, bir resim almak için yatırımcının öncelikle bir sanat eserinin değeri ve gideceği yönü hakkında bilgi sağlayabileceği bir piyasa fiyat endeksine gereksinim duyulmaktadır. Bu endeks, Borsa İstanbul hisse senedi endeksleri gibi hem piyasanın tümünü temsil etmeli hem de bireysel sanatçının borsaya kayıtlı bir şirket gibi piyasa değerini ve fiyat hareketlerinin yönünü göstermelidir. Bu tez çalışmasında Türk sanat piyasasının performansını ölçecek ve diğer finansal varlıklar ile getiri karşılaştırması yapabilecek bir Türk sanat endeksi için temel model olarak yukarıda bahsedilen yöntemlerden en az hata payı veren yöntem, bir ressamın her dönem satılan resimlerinin fiyat/birim

yüzey (dolar ve TL/cm²) değerlerinin geometrik ve aritmetik ortalamasını temsili resim olarak temel alan yöntem kullanılacaktır. Ana çıkış noktası endekse seçilen ressamı ortalama olarak temsil edebilecek, bir dönemde satılan tüm seçilmiş resimlerinin birim santimetre karelerinin aritmetik ortalamasının tek bir resim gibi sayılarak yıllar itibariyle fiyat değişiminin oranlanması olacaktır. Bu amaçla önce piyasayı temsil yeteneği yüksek bir ressamın sepeti oluşturulacaktır. Sabit sayıda aynı ressamdan oluşan bir ressamın sepetinin endeks oluşturmak için seçilmesinin arkasındaki ana düşünce farklı ressamın eserleri arasındaki kalite farklılıklarını en aza indirmeye çalışmak ve her yıl veya dönem aynı ressamın eserlerinden oluşan bir resim sepetinin ortalamasının karşılaştırmasını yapmaktır. Bu amaçla kurulacak endeks aşağıdan yukarı, bir başka deyişle sanat fiyat endeksi ilk önce her bir ressam için kurulacak sonra bu kişisel endeksler her bir sanat akımı veya dönem için veya istenilen bir sanatçı grubu bazında ve tüm bir piyasa için birleştirilecektir. Kurulan her bir bireysel sanatçı fiyat endeksi sanatçının eserlerinin piyasada gerçekleşen fiyatının zaman içindeki değişimini gösterecektir. Bu anlamda endeks hedonik regresyon modelinin fiyat fonksiyonunda yapılmaya çalışılan fiyatı etkileyen etkenleri açıklamayacaktır, çünkü bu tezde oluşturulan endekste kullanılan gerçekleşen fiyat verileri o resmin fiyatını etkileyen tüm etkenlerini içerdiği varsayılacaktır. Örnek olarak bir ressamın hem sulu boya hem baskı hem yağlı boya resmini fiyat fonksiyonunda bir fiyatı etkileyen değişken olarak alıp sonrada her bir resim tekniği için hedonik regresyon modelinde yapıldığı gibi, bir katsayı vererek o özelliği etkisizleştirmeye çalışarak çıkacak sonucun hata payı artırılmayacaktır. Modelde yaklaşık değerlerin kullanılması yerine, her bir ressamın temel tekniği ile sadece yağlı boya veya akrilik gibi bez üzerine yapılmış ressamı en iyi temsil eden tekniğinin kullanıldığı resimlerinin satış sonuçları endekste veri olarak temel alınacaktır. Tezde geliştirilen endeks formülünü basit bir şekilde ifade edersek, endekse dahil olan ressamın her dönem için satılan seçilmiş ortalama resimlerinin birim santimetrekare fiyatlarının toplamının basit aritmetik ortalamasının güncel ve temel yıl oranlanması alınarak hesaplanmıştır. Matematiksel bir şekilde şöyle ifade edilebilir:

$$E_t = \left(\frac{\sum_{i=1}^n \frac{F_{i,t}^1}{n^1}}{\sum_{i=1}^n \frac{F_{i,t}^0}{n^0}} \right) \cdot 100 \quad (3.6)^{22}$$

E_t : t yılındaki endeks değeri,

n : t yılındaki toplam ressam sayısı,

$F_{i,t}^1$: i 'inci ressamın t yılında satılan toplam resimlerinin birim santimetre kare toplamalarının basit aritmetik ortalaması,

$F_{i,t}^0$: i 'inci ressamın baz yılındaki toplam resimlerinin birim santimetre kare toplamalarının basit aritmetik ortalaması.

Gerçekte endekse dahil olan her bir ressamın bir yılda satılan resimleri sayısal ve değer olarak büyük farklılık göstermektedir. Fakat bu farklılık ihmal edilerek her bir ressam için satılan resim sayısı veya tutarı bazında bir ağırlıklandırma yapılmadan her bir ressam eşit ağırlıkta tek bir resim, sadece bir santimetre kare büyüklüğünde bir resim ile endekste eşit derecede temsil edilmiştir. Birim resmin hesaplanması bir sonraki bölümde anlatılmıştır.

3.2.1. Endeks Oluşturma Yöntemi

Bu tezde uygulanan yöntemin çıkış noktası endekse dahil edilen ressamların farklılıklarını veri seçiminde ayıklayarak, resimlerin türdeşlik sorununu daha başlangıçta veri seçiminde çözmeye çalışmaktır. Bir anlamda hedonik yöntemin her bir hedonik değişken için bir katsayı tahmin ederek ressam ve resimlerin değişik özelliklerini fiyat fonksiyonundan arındırmak istemesini ve böylece aşmaya çalıştığı resimlerin türdeşlik sorununun, varsayımsal sorunlardan kaçınmak için veri seçiminde dikkate alınması amaçlanmıştır. Bu amaçla endeksler önce tek bir ressam, sonra her bir ressamın yaşadığı dönem ve resimlerinde uyguladığı teknik ile birlikte bir arada olabileceği en uygun ressam endeksleri birleştirilerek Türk resminin Klasik, Modern ve Çağdaş (yaşayan) dönemlerini ayrı ayrı temsil edecek üç farklı endeks oluşturulmuştur. Her bir ressamın bireysel fiyat endeksi ressamın eserlerinin fiyat yapısını ve fiyatı etkileyen estetik ve sanatsal faktörleri açıklamamakta, sadece sanatçının ve eserlerinin piyasa fiyatının zaman içinde nasıl değiştiğini

²² Düzeltme

göstermektedir. Bireysel ressam bazında endeks hesaplamasının birkaç nedeni var. Birincisi aynı ressamın eserlerinin, değişik dönem ve tarzları ayrık tutmak kaydıyla, kalite ve teknik olarak birbirine çok yakın olması nedeniyle dönemler arası karşılaştırma yapılabilecek türdeş örnekler olarak endeks hesaplamasında anlamlı veriler sunmasıdır. Bireysel endeks bazında verilerin türdeş olmasının sağlanması bireysel endekslerden oluşturulan grup, akım veya dönem bazındaki toplulaştırılmış endekslerin içerdiği eserlerin teknik ve kalite farklılıklarını en aza indirme olanağını sunar. İkinci neden bireysel endekslerin pratikte yatırım amaçlı eser satın alırken yatırımcılara yardımcı olmasıdır. Tıpkı bir hisse senedi borsa endeksine dahil tekil bir şirkete ait hisselerin alınırken yatırımcının o şirketin fiyat hareketlerinin yönünü ve hissenin değerini izlemesi gibi. Ekonomi literatüründe genel bir sanat fiyat endeksi oluşturma çabalarının çokluğu yanında bireysel ressam bazında fiyat endeksi oluşturma çalışmaları yeterince rağbet görmemiştir. Bu az sayıdaki çalışmalardan Pesando (1993) ve Pesando ile Shum'un (2008) Picasso baskıları, Agnello ve Pierce'in (1996) Amerikalı ressamlar, De La Barre, Docclo ve Ginsburgh'un az sayıda Avrupalı Modern ressamlar üzerine yaptığı araştırmalardan bahsedilebilir (Fase, 2001:39).

Bireysel ressam için fiyat endeksi, tıpkı bir tüketici fiyat endeksi veya hisse senedi endeksleri gibi, basit bir ifade ile güncel ve temel yıl birim yüzey fiyatlarının birbirine olan oranıdır. Birim yüzey fiyatı, ressamın bir dönem boyunca satılan resimlerinin santimetre kare olarak basit aritmetik ortalamasının fiyatını ifade eder. Resmin yüzey büyüklüğü, resmin en ve boyunun santimetre cinsinden uzunluğu çarpılarak santimetre kare olarak hesaplanır ve satış fiyatını bölerek bir santimetre kare fiyatı bulunmuş olur:

$$BRF_{k,t} = \left(\frac{\sum_{i=1}^n F_{k,i}}{\sum_{i=1}^n R_{k,i_e} \cdot R_{k,i_b}} \right) \quad (3.7)^{23}$$

$BRF_{k,t}$: k ressamın t yılındaki birim resim fiyatı (TL / cm^2 , birim resim TL olarak ifade edilir),

n : toplam resim sayısı,

$F_{k,i}$: k ressamın satılan i resminin fiyatı,

²³ Düzeltme

R_{k,i_e} : k ressamın satılan i resminin eni (cm),

R_{k,i_b} : k ressamın satılan i resminin boyu (cm).

Bir ressam için endeks aşağıdaki gibi hesaplanır:

$$E_{k,t} = \left(\frac{BRF_{k,t}}{BRF_{k,z}} \right) \cdot 100 \quad (3.8)$$

$E_{k,t}$: k ressamın t yılındaki endeks değeri,

$BRF_{k,t}$: k ressamın t yılındaki birim resim fiyatı (TL),

$BRF_{k,z}$: k ressamın baz alınan yıl birim resim fiyatı (TL).

Aynı ressamın bir yıl boyunca satılan resimlerinin seçimi, daha önce belirtildiği gibi ressamın yaşadığı dönemde kullanılan etkin malzeme ve teknik dikkate alınarak ortalama büyüklük ve fiyat ile satılanlar arasından yapılmıştır. Bu malzeme ve teknik, resmin üzerine yapıldığı malzeme çeşidi, genel anlamıyla malzeme bileşimi: Klasik Dönem ressamı için keten bez veya tahta ve tahta benzeri, kontrplak, duralit vb. üzerine yağlı boya; Modern ve Çağdaş ressamı için keten bez üzerine yağlı boya veya akrilikten oluşmaktadır. Her bir ressam için aynı bileşimin alınması ile ressamın resimlerinin yıllar itibarıyla birbiriyle karşılaştırma yapılabilirlik, bir başka deyişle sanat eserinin teklik ve benzeşmezlik sorunu etkisizleştirilmeye çalışılmıştır. Burada vurgulanması gereken nokta ve zorluk gerçekte her ressamın sanat yaşamının değişik dönemlerinde yaptığı değişik tarz ve anlayıştaki resimlerinin birbirinden çok farklı olması ve her döneme ait resimlerin bir diğer döneme göre alıcılar tarafından daha az veya çok tercih edilmesidir. Doğal olarak bir ressamın değişik dönemlerine ait resimleri her ne kadar aynı boyutta ve bileşimde olsa da fiyatları farklı olacaktır. Klasik Dönem ressamı için bu dönem ve tarz farkının pek önemli ve hatta olmadığını söylemekle birlikte, bazı Modern ve Çağdaş ressamı için bu fark çok belirgindir denebilir. Özellikle figüratif, realist veya izlenimci bir tarzla manzara resmi yapan ressamın soyut bir anlayışla eser üretmeye başlamalarının büyük bir fiyat ve tercih farkı yarattığı gözlenmiştir. Veri olarak resimlerin seçimi yapılırken bir ressamın dönem ve tarz farkı çok belirgin ise genelde aynı tarz resimler örnek olarak alınmaya çalışılmıştır. Bu ressamlar az olmakla birlikte son dönemlerinde tamamen soyut anlayışla resim yapan Selim Turan, Ferruh Başağa gibi bazı ressamı sayılabilir. Bireysel ressam bazında, her çeyrek yıl bir ressamın değişik dönemlerinden resimlerin eşit bir sayı ve dağılımında olmasa bile piyasada satışa çıkması ve bu resimlerin birim

santimetre karelerinin aritmetik ortalaması ile bir anlamda tek bir resme indirgenmesi bu farklılıkları bir ölçüde gidermektedir. Bireysel ressam bazında böylece oluşturulan türdeş ve benzer verilerin kullanılarak ressam grupları için birleştirilmesi, bir sanat akımını veya tarihsel bir dönemi temsil eden sanat fiyat endekslerini kurmayı kolaylaştıracaktır. Bu endekslerde her bir ressamın bir çeyrek yılda satılan resimlerinin toplamının bir santimetre karesinin basit aritmetik ortalaması hesaplanan dönem için temsil edilen birim resim olacaktır. Bu birim resim, her ressamın ortalama fiyatla satılan, ortalama büyüklükte, genelde kullandığı malzeme ve teknik ile yapılmış baskın ve özdeşleşmiş konu ve tarzını, en iyi olgun dönemini temsil eden ortalama resimdir. Bu ortalama resim ressamın bir anlamda piyasa özetidir ve ressamı temsil eden resimdir (Candela, Scorcu, 1997).

3.2.2. Endeks Hesaplamada Kullanılan İkincil Piyasa Satış Verileri

Sanat endeksi hesaplamaya baz alınan resim satış fiyatları açık artırmalarda kamuya açık satışı yapılan resimlerin fiyatlarıdır. Tezde kullanılan tüm ikincil piyasa satış verileri olarak adlandırılan açık artırma satış sonuçları, Türkiye'nin tek veri toplama ve kaydetme kurumu Lebriz İnternet Hizmetleri Ltd. Şti'nin www.lebriz.com adlı web sitesinden üyelik aidatı ödenerek sağlanmıştır. Lebriz.com açık artırma sonuçlarını 1988 yılından itibaren kaydetmeye başlamıştır. 2000 yılında kurulan Lebriz'in 1988-2000 yılları arasında yapılan birçok açık artırmayı kapsamadığı görülmüştür. Değişik tarihlerde olmakla beraber çoğunluğu 2000 yılı öncesine ait yaklaşık 60 adet açık artırma sonucunun kaydedilmediği tahmin edilmektedir. Lebriz kayıtlarının 1988-1999 yılları arası 85 adet artırmanın sonuçlarını kapsadığı düşünülürse veri tabanının 2000 yılı öncesi için yapılan çalışmalar için çok önemli bir eksiklik içerdiği unutulmamalıdır. Bununla birlikte Lebriz.com kayıtlarının asıl sorununun satılmayan birçok sanat eserinin kayıtlarda satıldı gösterilmesidir. Veri tabanındaki satıldı görünen ama aslında satılmayan (içeri satış yapılan) eserleri ayıklamak ve sağlıklı kullanılabilir bir veri tabanı oluşturmak için bazı temel varsayımlar izlenmiştir. Bu varsayımlardan en önemlisi Lebriz.com kayıtlarında satılması tahmin edilen fiyat olarak kaydedilen ve açık artırma kurumunun katalog satış başlangıç fiyatları, daha az bir fiyata satılamayacak taban (reserve) fiyat kabul

edilmiş ve bu fiyatların altında görünen satış fiyatları satılmayan eser olarak yorumlanmıştır.²⁴

Endekse Baz Alınan Resim Satış Sayısı	4.097
Klasik Ressamlar Resim Satış Sayısı	356
Modern Ressamlar Resim Satış Sayısı	1.504
Yaşayan Ressamlar Resim Satış Sayısı	2.237
Endeks Sepetinde Yer Alan Ressam Sayısı	45
Klasik Ressamlar	7
Modern Ressamlar	16
Yaşayan Ressamlar	22
Resim Büyüklüğü (cm²)	
Maksimum	47.500
Minimum	945
Ortalama	14.702
Ortanca	12.000
Geometrik Ortalama	10.564
En Çok Tekrarlanan	10.000
Standart Sapma	10.863
Satış Fiyatı (USD/cm²)	
Ortalama	2.69
Standart Sapma	3.37
Geometrik Ortalama	1.51
Ortanca	1.52
Minimum	0.26
Maksimum.	28.53

Tablo 3.2. Endekse Temel Alınan Veri Tabanı Satış Fiyatlarının Temel Açıklayıcı İstatistikleri.

Kayıtlarda aynı yıl içinde birden fazla açık artırmada satışa çıkan ve her bir değişik kuruluş tarafından yapılan artırmada satıldı kaydedilen eserler satılmış

²⁴ Türk açık artırma kuruluşları, satış öncesi kataloğunda tahmin edilen satış fiyatı olarak alt ve üst fiyat aralığı vermektedir, tahmin edilen alt fiyat aynı zamanda daha aşağısına satılamayacak taban fiyat olarak varsayılmıştır.

sayılmamıştır. Türkiye dışında satılan Türk sanatçılara ait eserler endekse dahil edilmemiş, her bir sanatçının sadece Türkiye’de satılan eserleri endeks hesaplamalarına dahil edilmiştir. Türk Sanat Endeksi oluşturulması için 1995-2018 yılları arasında yaklaşık 35.000 satış işlemi arasından toplam 4.097 adet resim satış işlemi seçilerek endekse esas alınmıştır. Yukarıdaki tabloda endekse baz temel verilerin istatistiksel açıklaması verilmiştir. Açıklayıcı istatistikler tablosunda görüldüğü gibi ortalama resmi temsil eden ve eni ve boyu yaklaşık 121.2 cm olan ortalama resim boyutu, ortanca 109.5 ve veri tabanında en çok tekrarlanan resim boyutu olan, en ve boyu 100 cm değerindeki resim ölçüsüne çok yakındır. Seçilen resimlerin boyutlarının aynı olmasına özen gösterilmeye çalışılmıştır.

3.2.3. Ressamların Seçimi

Tez çalışmasında üç ayrı sanat fiyat endeksi oluşturulmuştur. Temel çıkış noktası sanatsal ve dönemsel olarak birbirine yakın ressamı aynı endeks içinde temsil ederek daha türdeş bir sanat eseri sepeti oluşturmak ve ressamlarla ilgili farklı değişkenleri, ressamın yaşıyıp yaşamadığı, tarz ve dönem gibi, başlangıçtan itibaren etkisizleştirmektir. Bu amaçla Türk sanat piyasası için ressamı, yaşıyıp yaşamadığına ve zaman ve dönem farkından doğan tarz ve diğer teknik farklılıkları gidermek için yaşadıkları döneme göre gruplandırarak üç ayrı sanat endeksi oluşturulmuştur. Birinci endeks Yaşayan Ressamlar Endeksinde 2018 yılı Aralık ayı sonunda halen yaşamda olan 22 ressam dahil edilmiştir. İkinci endeks, yaşamda olmayan 20 yy. Modern Ressamlar Endeksinde 1900 yılı ve sonrasında doğan ve yaşamdan ayrılan 16 ressam yer almaktadır. Üçüncü ve son grup 19. Yüzyıl Klasik Ressamlar Endeksini oluşturmaktadır. Bu ressamlar grubunda 1900 yılı öncesi doğan yedi ressam yer almaktadır. Bu sonuncu grup Türk resminin Klasik Dönemini temsil etmekte ve eski ustalar olarak anılmaktadır. Bu üçlü gruplamada bir sanatsal akım içinde olma ve ressamı bir sanatsal akıma göre ayırma ihmal edilmiştir. Bunun birkaç nedeni var. Birinci ve en önemli neden ikincil piyasada, endekse dahil edilebilecek en azından 5 yıl sürekli bir biçimde önemli bir sayıda alınıp satılan ve temsil yeteneği bulunan belirli bir estetik ve parasal değere ulaşmış ressam sayısının azlığıdır, bu sorun aslında Türk resim piyasasının genel sorunudur, bu sorun sanat piyasasının sığ olmasıdır. Piyasanın gelişmemiş ve küçük olması sorunu, niceliksel

olarak ressam, alıcı ve satılan resim sayısı gibi sanat piyasasının temel arz ve talep büyüklükleri için geçerli olması yanında aynı zamanda sanatsal akım ve çeşitlilik içinde geçerlidir diyebiliriz. İkinci neden Türk resminde çok değişik akımların en azından 19. ve 20. Yüzyılda zaten pek olmayışıdır. Bunu özellikle Klasik Dönem eski ustalar için çok rahatlıkla söylenebilir. Bu grupta yer alan eski ustalar veya 19. Yüzyıl ressamları, kent ve doğa görünümüleri, manzara, cansız nesne veya insan ve diğer canlıları içeren kent ve kır yaşamı görüntülerini gerçekçi veya izlenimci tarzda yapan ressamlar olarak iki akım içinde sayılabilir. Bu dönem ressamları resimlerinde ağırlıklı betimlenen konuya göre manzara ve cansız nesne, natürmort ressamları olarak da ayrılabilir. Klasik Dönem ressamları birbirine çok yakın tarz ve konuda her bir ressam aynı zamanda hem manzara hem natürmort resmi yapmakla beraber, Şeker Ahmet Paşa ve Süleyman Seyit natürmort, diğerleri manzara ressamı olarak nitelendirilebilir. Klasik ressamlar arasında oryantalist bir ressam olarak tanımlanan Osman Hamdi diğerlerinden farklı olarak dönemin sosyal yaşamından ve insan tiplerinden betimlemeler yapan figüratif bir ressam olarak görünür. Bununla beraber bu dönem ressamları arasında gerçekçi ve izlenimci tarzın bazen aynı ressamın değişik dönemlerinde temsil edildiğini söylemek de olanaklıdır. Burada vurgulanması gereken nokta Hoca Ali Rıza, Ş. Ahmet Paşa ve S. Seyit Bey gibi 19. Yüzyılın ilk yarısında doğanlar ve ilk Türk ressam kuşağını temsil eden ressamların daha çok gerçekçi tarzda resim yapmış oldukları söylenebilir. 19. Yüzyılın ikinci yarısı özellikle son çeyreğinden sonra doğanlarda ise genelde Fransız İzlenimciliğinin özellikle Fransız ressam Paul Cezanne etkisinin çok yaygın olduğu görülür. Bu kuşak ressamlar çok benzer bir tarz ve konuda, Cezanne etkisinde, resimlerinde genellikle kent ve doğa görünümüleri ve cansız nesne konularını işlemişlerdir. Bununla birlikte 20. Yüzyıl yaşamda olmayan Modern ressamlar ile halen yaşamda olan Çağdaş ressamların büyük çoğunluğu soyut bir tarzda resim yapan resamlardan oluşmaktadır. Hatta figüratif nitelendirilen ressamların değişik dozlarda da olsa resimlerinde soyutlama veya deformasyon yaptıklarını söylemek olanaklıdır.

Klasik Dönem ve 20. yy. Modern Dönem ressamların önemli bir ortak özelliği bu ressamların hemen tamamına yakınının Fransa'da eğitim görmeleri ve hatta 1950'lerden sonra birçoğunun bu ülkede yaşamasıdır (Artun, 2007). Bu nedenle bu kuşak ressamların resimlerinde o dönemde Fransa'da yaygın olan sanat akımlarından,

Kübizmden Fauvisme kadar hemen tüm sanat akımlarının etkisini görmek olanaklıdır. Ancak bu ressamın çoğunun sanat yaşamlarının çeşitli dönemlerinde değişik bir sanat akımının etkisi altında resim yaptığı görülmekle birlikte sanatsal tarzlarının evrilmesi, soyutta veya yarı-figüratif denilen figürün değişik dozlarda bozulmasına dayanan bir tarzda sonlanmışır. 20. yy. ressamlarının ağırlıklı olarak aynı, benzer eğitim süreçlerinden geçmeleri ve çoğunun soyut resimde odaklanması, endekse dahil ressamın eserlerinin türdeş ve benzerliğini artırmakta, bu türdeşliğin artması da oluşturulan ressam sepetinin değerini yıllar itibari ile karşılaştırma yapmaya daha uygun bir duruma getirmektedir.

Ressamın seçiminde ressamın uzun yıllar ikincil sanat piyasasında alınıp satılması ve bu satışının gerek sayısal gerekse değer olarak istikrarlı bir şekilde belirli bir düzeye ulaşmış olması gözetilmiştir. Türk sanat piyasası fiyat endeksleri, daha önce söylendiği gibi Modern, Yaşayan ve Klasik ressamlar olarak ressamın yaşadıkları döneme göre sınıflandırılmış ve bu üç ayrı ressam topluluğu için ayrı ayrı oluşturulmuş, ancak genel Türk Sanat Endeksi oluşturulurken Klasik ressamlar ayrı tutulmuş ve sadece Modern ve Yaşayan ressamlar dikkate alınmıştır. Bunun birkaç nedeni var. Birincisi Türk Klasik ressamlarının eserleri gerek fiyat gerek teknik olarak Modern ve Yaşayan ressamın eserlerinden çok farklılık göstermektedir. Örnek olarak Osman Hamdi'nin bir resminin fiyatı 10 milyon TL'nin üzerine çıkabilmektedir. İkinci ve daha da önemli bir neden, piyasada dolaşımda çok az sayıda Klasik Dönem ressamının eserinin olması nedeniyle bu ressamın resimleri sürekli ve birbirini izleyen dönemlerde piyasaya satışa çıkmamaktadır. Ancak birkaç yılda bir satışa çıkan bu eserler ise çok yüksek fiyatla satıldığından piyasa verilerini saptırmaktadır. Bu nedenle Klasik Ressamlar ayrı bir endeks ile izlenmiş ve analiz edilmiş ve genel Türk Sanat Endeksinin dışında bırakılmıştır.

Endeksler üçer aylık dönemler itibariyle hesaplanmıştır. Bu dönemler: Ocak, Şubat ve Mart 1. çeyrek; Nisan, Mayıs ve Haziran 2. Çeyrek; Temmuz, Ağustos ve Eylül 3. Çeyrek ve Ekim, Kasım ve Aralık 4. çeyrek olarak alınmıştır. Endekslerin baz temel yılı 1995 yılı ve 1. Çeyrek dönemidir. 1995 öncesi, veri ve kayıtların yetersizliği nedeniyle anlamlı sonuçlar veremeyeceği düşünülerek analiz dışı tutulmuştur. Genelde piyasaların tatile girdiği yaz ayları üçüncü çeyrek döneminde Temmuz, Ağustos ve Eylül aylarında mevsimsel etkenler nedeniyle çok az sayıda açık artırma

yapıldığından, bazı yılların 3. çeyrek değerleri hiç oluşmamış veya yetersiz sayıda gerçekleşen veriler ile oluşmuştur. Ancak bu az sayıdaki veriler de endeks sonuçlarını saptırıcı etkisi göz önüne alınarak kullanılmamış ve ihmal edilmiştir.

3.2.4. Resimlerin Seçimi

Endekse temel oluşturacak satışa konu olan resimler ressamı temsil yeteneği güçlü resimler arasından seçilmiştir. Bu seçimde kullanılan ölçütler aşağıda açıklanmıştır.

3.2.4.1. Resimlerin Kullanılan Malzeme Bileşimine Göre Seçimi

Sanat piyasası ile ilgili yapılan araştırmalarda ortaya konan önemli tespitlerden birisi bez üzerine yağlı boya ile yapılan resimlerin diğer teknik ve malzeme bileşimlerine göre daha yüksek bir fiyatla satılmasıdır (Agnello, 2002; Seçkin Atükeren, 2006). Aslında bu konunun anlaşılması için uzun denklem ve formüllere de gerek yoktur, çünkü sanat üzerine biraz gözlem yapan biri bez üzerine yağlı boya resmin bir suluboya veya kara kelem ile kâğıt üzerine çizilen bir resimden yüksek bir fiyata satılmasının işin doğası gereği çok normal bir sonuç olduğunu ve hedonik endeks modelinde aynı denklem içinde dikkate alınmasının anlamsızlığını görebilir. O nedenle bir ressamın endeks oluşturulmasında sadece aynı tür tekniğini dikkate almak gerekir. Bez üzerine yağlı boya en yaygın kullanılan ve kabul gören bir teknik ve malzeme bileşimi olmasının yanı sıra, aynı zamanda en sağlam malzeme bileşimi kabul edilir. Hedonik fiyat regresyon modelinde resmin teknik ve malzeme bileşimi bir kukla değişken olarak alınır ve her bir bileşim için bir katsayı hesaplanır. Hedonik modelin bu karmaşık ve gereksiz varsayımlarından kaçınmak için endeks hesaplamalarında sadece bez üzerine yağlıboya yapılmış resimlerin temel teknik ve malzeme bileşimi olarak alınmasına özen gösterilmiştir. Bununla beraber modern ve çağdaş ressamlar, resimlerinde kullandıkları malzeme ve tekniğin sınırlarını da genişletmiş ve yeni boya türlerinin bulunması ile de her türlü boya ve malzemeyi aynı tuval üzerinde resimlerinde kullanmıştır. Böylece birçok modern ve çağdaş ressam için bir teknik bileşim tanımlamak zorlaşmış ve yeni bileşimler en pahalı eserlerde kullanılmıştır. Örnek bir bileşimi Andy Warhol'un Christies'de satılan en pahalı eserlerinden birisi için verilebilir. 11 Mayıs 2010'da Christies'de tüm vergi ve komisyonlar dahil 18.338.500 USD'na satılan "Silver Liz" adlı eserinin bileşim

açıklaması şöyledir: “*Spray enamel, synthetic polymer and silkscreen inks on linen*” (christies.com) keten bez üzerine sır, sentetik polimer ve mürekkep. Bu dünyanın en pahalı ressamlarından biri olan Andy Warhol’un eserlerinde temel bileşim olarak kullandığı boya ve malzeme bileşimidir ve yağlı boyaya pek rastlanmaz. Bir gözlem olarak bez üzerine yağlı boyanın en pahalı resimleri oluşturması ve en yaygın bileşim olarak kullanılması 1950’lere kadar, yani Amerikan Pop Art sanat akımının ortaya çıkmasına kadar devam ettiği söylenebilir. Burada vurgulanmak istenen nokta modern ve çağdaş ressamlar için artık bez üzerine yağlıboya temel bileşim değildir. Bu nedenle bazı Modern ve Çağdaş ressam için onunla özdeşleşen ve çoğunlukla eserlerinde kullandığı ana bileşimi, yağlı boya yerine o ressam için temel bileşim sayılmıştır. Örnek olarak Bedri Baykam’ın karışık teknik ile yaptığı resimler, Burhan Doğançay’ın akrilik ile yaptığı resimler temel bileşim sayılmıştır. Modern ve Yaşayan ressamlar için temel bileşim tanımında, tuval bez üzerine yağlıboya ve akrilik ve bunların karışımı ile yapılan resimler temel bileşim sayılmıştır.²⁵ Sulu boya, pastel, kuru veya mürekkepli kalem, baskı, kolaj, kâğıt, karton ve guaş gibi malzemelerle yapılan resimler tüm ressamlar için analiz dışı bırakılmıştır. Eski ustalar için temel boya türü yağlıboya olarak alınmakla beraber bu dönemde tahta ve tahta benzeri, duralit gibi malzemeler üzerine yağlı boya kullanılarak yapılan resimler çok yaygın olduğundan bu dönem ressamları için tahta, duralit, kontrplak ve bez üzerine yağlı boya ile yapılan resimler temel bileşim sayılmıştır.

3.2.4.2. Resimlerin Büyüklük Seçimi

Resmin yüzey büyüklüğü sanat eserinin fiyatını en çok etkileyen değişkenlerden birisidir. Resmin büyüklüğü arttıkça fiyatı artar. Ancak belli bir büyüklükten sonra, taşıma, uygun ölçekte duvara asma, sergileme gibi zorlukları nedeniyle resmin fiyatı artmaz hatta düşebilir. Sanat eserinin yüzeyinin büyüklüğü en ve boyunun çarpımı ile hesaplanır. Tez çalışmasında, küçük ve büyük resim fiyatlarının endekste sapmalara neden olmaması için, resmin yüzey büyüklüğü birim santimetre kareye indirgenmiştir. Her yıl-dönem için bir ressama ait satılan resimlerin

²⁵ Aynı şekilde Agnello ve Pierce (1996), bez tual, metal, kalın mukavva (board), tahta ve tahta türevleri üzerine yağlıboya ve akrilik ile yapılan resimleri referans bileşim almış ve 1 katsayısı vermiştir. Buna karşılık Kraeussl ve Lee (2010) referans değer olarak ve katsayı 1 ile sadece bez tual üzerine yağlı boya (oil on canvas) bileşimini almış diğer bütün bileşim türlerine negatif katsayı değerleri vermiştir.

birim büyüklüğünün fiyatı, satılan tüm resimlerinin birim santimetre karelerinin basit aritmetik ortalama fiyatı olarak, endekste temsil edilmiştir. Bunun yanında endekse dahil her bir ressam için resimler seçilirken, resimlerin en ve boy olarak ortalama ölçülerde olmasına ve her bir ressam için resimlerin belli bir büyüklük aralığında toplanmasına özen gösterilmiştir. Ressam bazında resimlerin büyüklük olarak yaklaşık %15 - %20'lik en küçük ve en büyük alt ve üst dilimi ayıklanmıştır. Resimler büyüklük olarak ortalama değerlere sıkıştırılarak resimlerin ortalama standart dışı boyutlarından dolayı oluşan aşırı fiyat artış ve düşüşleri etkisiz hale getirilmek istenmiştir.

3.2.4.3. Resimlerin Fiyat Seçimi

Resimler seçilirken boyutları ne olursa olsun, bir ressamın diğer resimlerine göre çok yüksek bir fiyatla satılan başyapıt niteliğindeki eserler bir ressamın ortalama değerlerinden çok sapma gösterdiği için veri tabanına alınmamıştır. Örnek olarak Erol Akyavaş'ın 2010 yılının en pahalı satılan resmi olan 266 cm x 385 cm boyutlarındaki eseri veri tabanına alınmamıştır. Eser, Antik A.Ş. tarafından 7.3.2010 tarihinde yapılan artırmada 2.100.000 TL'na (1.363.636 USD) satılmıştır. Resimlerin dolar cinsinden parasal değerleri lebriz.com veri tabanında kaydedilen tutarlar²⁶ ile gösterilmiştir. Satılan resimlerin fiyatı sadece çekici fiyatını yansıtmakta, satış fiyatına komisyon, vergi vb. eklenmemiştir.

3.2.5. Açık Artırma Kuruluşları Seçimi

Sanat piyasasında, saygınlığı daha fazla olan açık artırma şirketlerinde ve belli ülke ve şehirlerde aynı sanat eserinin daha yüksek fiyatlarla satıldığı gözlenmiştir (Agnello, 2002: 452). Tezde kullanılan veri tabanı oluşturulurken eserin satıldığı açık artırma kuruluşu dikkate alınarak sanat eserinin fiyatının etkilenmesi en aza indirgenmek istenmiş ve bu nedenle sadece İstanbul'da faaliyet gösteren seçilmiş açık artırma kuruluşlarında satılan eserler veri olarak kullanılmıştır. Bu kuruluşlar; Artam Antik A.Ş., Alifart, Beyazart, Portakal Sanat Evi, Artium, Artı Mezat, Bali ve Maçka Mezat'tan oluşmaktadır.

²⁶ Lebriz Ltd. Şti. yetkilisi TL ve USD değişim kuru paritesi için satış tarihindeki Garanti Bankası kurunun esas alındığını belirtmiştir.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRK SANAT PIYASASI: FİYAT, GETİRİ VE RİSKİNİN ANALİZİ

Bu bölümde, yazar tarafından oluşturulan Türk Sanat Piyasası Fiyat Endeksi göstergeleri, ikincil sanat piyasasında resim fiyatlarının yıllar itibariyle nasıl bir değişim gösterdiği, ekonomik krizlerden ve büyüme hızından (gayrisafi yurt içi hasıla artış ve eksilişlerinden) nasıl etkilendiği irdelenecek, bir finansal varlık olarak sanat eseri yatırımının getiri oranı büyüklüğü ve riskinin boyutları geleneksel yatırım varlıkları; Borsa İstanbul BİST100 Endeksi, kısa vadeli Devlet Hazine Bonosu (HBDT), ABD doları (USD) ve altın piyasasının getiri performansları ile karşılaştırılacak ve bir portföy çeşitlendirici işlev ve potansiyeli tartışılacaktır. Sanat yatırımının finansal varlıklar ve büyüme hızı ile olan bağımlılık ve nedensellik ilişkileri VAR modeli temelinde Granger nedensellik/dışsal değişkenler engellenmiş Wald testi ile analiz edilecektir. Yatırım araçları piyasalarının bir şok değişimde birbirini etkileme ve birinin diğerinin değişimine yapacağı etkilerin ağırlığını ve büyüklüğünü yüzdesel olarak bir öngörü dahilinde açıklamak amacıyla varyans ayrıştırması analizi uygulanacaktır. Ayrıca iki önemli hipotezin geçerliliği Türk sanat piyasası için test edilecektir; hisse senetleri fiyatlarının yükselmesiyle elde edilen gelir artışlarının sanat eseri alımına yönelmesi ve bu yönelimin sanat eserleri talebini dolayısıyla fiyatlarının artışına neden olması ilişkisini açıklayan servet etkisi (wealth effect) ve fiyatı görece yüksek sanat eserlerinin getiri performansının orta ve düşük düzeydeki sanat eserlerinden daha iyi olduğu yönünde bir varsayım olan başyapıt etkisinin (masterpiece effect) Türk sanat piyasasında varlığı tartışılacaktır.

Sanat yatırımı üzerine yapılan çalışmalarda öncelikle ve en önemli eşik olarak bir sanat fiyat endeksi oluşturulur ve bu endeks ile, serinin aritmetik veya geometrik ortalaması anlamında ortalama yıllık veya istenilen dönem için aylık, üç aylık bir getiri oranı hesaplandıktan sonra, çıkan sonuçlar diğer geleneksel yatırım varlıklarının getiri oranı ile karşılaştırılır. Bu diğer varlıklar, özellikle o ülkede işlem gören hisse senetleri ve sabit getirili varlıklardan kamu veya özel işletmelerin bono ve tahvillerini, altın vb. gibi değerli madenleri kapsar. Sanat yatırımı getirisinin düzeyinin alternatif varlık getirilerinden büyük veya küçük olduğu irdelendikten sonra bir portföyde nasıl

konumlandırılması gerektiği veya portföy çeşitlendirici yeteneğini değerlendirmek için diğer varlıklar ile olan korelasyonunun yönü ve düzeyi, getiri oranı ve risk ilişkisi analiz edilir. Çeşitlendirmenin amacı bir portföyün toplam riskini düşürmeye çalışmaktır. Bunun için yatırımcılar ve portföy yöneticileri, getiri oranları arasında korelasyonu düşük olan varlıkları seçerek portföyün riskini düşürmeye çalışır. Böylece portföyün toplulaştırılmış standart sapmasının her bir varlığın standart sapmasından daha düşük tutulması amaçlanır. Yatırım varlığının getiri oranının standart sapması o yatırımın riski kabul edilir. Risksiz bir yatırım, getiri oranının veya fiyatlarının oynaklığının olmaması olarak algılanır. Bir yatırımın getiri performansı yaygın olarak kullanılan Sharpe, Sortino ve Treynor oranlarından biri ile hesaplanmak suretiyle incelenir ve bu oranların yüksek olması yeğlenir. Bu oranların hesaplanması için öncelikle yatırım ile elde edilen getirinin risksiz getiri oranından ne kadar büyük olduğu hesaplanır. Bunun için genellikle kısa dönemli, vadesi bir yıla kadar olan hazine bono ve tahvillerinin faizleri risksiz yatırımın getirisi kabul edilir ve varlığın getiri oranlarından risksiz getiri oranı olarak düşülür. Elde edilen bu varlığın risksiz getiri oranının üzerindeki getiri oranı (aşırı getiri oranı), yukarıda belirtilen yöntemlerin her biri için farklılaşan risk ölçüsüne bölünerek varlığın birim riski başına aşırı getiri oranı hesaplanır ve elde edilen değer piyasada yatırımın performansı olarak değerlendirilir (Ashenfelter, Graddy, 2002: 13; Mei, Moses, 2002: 9; Markowitz, 1952; Fur, 2019; Candela, Castellani, Pattitoni, 2013).²⁷ Bundan sonraki bölümlerde yukarıda kısaca özetlenen çalışma sürecine ve amacına uygun olarak sanat yatırım performansı irdelenecektir.

4.1. Türk Sanat Endeksi 1995-2018: Analizler ve Sonuçlar

Türk Sanat Endeksinin baz dönemi olan 1995 yılının ilk çeyrek dilimini oluşturan Ocak, Şubat ve Mart ayında gerçekleşen satış fiyatlarından 31 Aralık 2018 tarihine kadar üçer aylık dönemler itibarıyla hesaplanan Türk Sanat Piyasası Fiyat Endeksi (TSE) nominal cari fiyatlar ile TL ve ABD doları cinsinden ayrı ayrı Ek 11 ve Ek 12’de gösterilmiştir.

²⁷ Düzeltme

Tablolarda ilk göze çarpan genel trendin 2011 Yılı'nın ilk çeyreğine kadar inişli çıkışlı da olsa Sanat Endeksinin, 1995 yılından itibaren hem TL hem ABD doları (USD) bazında bir yükseliş trendinde olduğudur. 2011 ilk çeyrek dönemde, sanat endeksinin hem TL bazında 33.013,6 ile hem de USD bazında 861,97 ile yaptığı zirvesinden sonra, yükseliş trendinin sonlandığı ve aşağı yönlü kırıldığı ve TL bazında en yüksek zirvesini 37.231,17 ile yaptığı 2018'in ilk çeyreğine kadar bu düşüşün devam ettiği izlenmiş ve incelenen dönem sonunda cari fiyatlarla 31.996,46 düzeyinde sonlanmıştır. Türk Sanat Piyasasının gerek parasal satış hacminin büyüklüğü açısından gerek endeksin yaptığı zirve ile en parlak dönemi denilebilecek 2011 yılı, aynı zamanda küresel düzeyde sanat piyasaları için de fiyatların zirve yaptığı yıl olmuştur (Kraussl, 2014: 2). Ancak sanat piyasasının bu zirve hatta patlama döneminden sonra Endekste sürekli bir düşüş başlamış, TL cinsinden cari fiyatlarla ancak 2018 yılında bir toparlanma yapabilmiş ve hatta incelenen dönemin en yüksek zirve noktasını görmüştür. Cari fiyatlarla bir toparlanma ve yeni bir yükseliş zirvesi yakalansa da son yıllarda yaşanan yüksek oranlı TL'nin değer kaybı ile birlikte, USD bazında Endeksin TL bazlı endeksin tam tersine, 2011 yılı ilk çeyreği değerinin çok altında da kalarak sürekli düşüşe devam ettiği ve 2018 yıl sonu değerinin 245,07 düzeyinde gerçekleştiği izlenmektedir.

Türk Sanat Endeksinin yükseliş trendinin sonlandığı ve düşüş trendinin başladığı 2011 yılı, Avrupa Birliğinde başta Yunanistan olmak üzere bazı Birlik ülkelerinde başlayan ekonomik krizin, genel bir krize dönüştüğü döneme denk gelmektedir. Bu kriz ile birlikte TSE'ndeki düşüş eğiliminin başladığı 2011 yılının ilk dönemi aynı zamanda Türk ekonomisinde de bir daralmanın başladığı dönemdir. GSYİH büyüme oranı 2010 yılının son çeyreğinde yüzde 3,56 iken daralmanın devam etmesiyle birlikte 2012 yılının ilk çeyreğinde -0,39 oranında daralma göstermiş, 2013 yılının ilk çeyreğindeki %3,62 ve 2016 yılı son çeyreğindeki %5,82 büyüme oranları dışında, Türk ekonomisi büyüme oranları 2018 yılı sonuna kadar 2010 yılı son çeyreği düzeyinin altında kalmıştır. Türk ekonomisinde ve hatta küresel ekonomide görülen krizlerin aynı şekilde Türk sanat piyasasına yansıdığı ve 2011 yılı hem Türk ekonomisi hem de Türk sanat piyasası için önemli bir kırılma tarihini göstermektedir (Assaf,

2018).²⁸ Resim fiyatlarının dolar bazında bir daha 2011 yılı düzeyine gelmemesi ve TL bazında ise yıllar sonra 2018 yılında 2011 düzeyini geçebilmesi bir anlamda sanat piyasasında 2011 yılında fiyatların aşırı yükseldiğine işaret etmektedir (Kraussl, Lehnert, Martelin, 2016).²⁹

Türk Sanat Endeksinin TL bazında cari fiyatlarla 1995'ten 2011'e kadar gösterdiği inişli çıkışlı da olsa genel yükseliş eğiliminin yerini, 2011 yılından itibaren 2018'e kadar düşüşe bırakması ile görülen genel trendinin detaylarına bakıldığında, ekonomik, finansal ve siyasi krizlere koşut olarak büyük düşüşler ve çıkışlar yaşadığı izlenmektedir. 1996 yılından itibaren cari fiyatlarla başlayan yükseliş, 2001 yılında yaşanan ekonomik ve siyasi krizlerin etkisiyle ilk çeyrek dönemde son 3 yılın en düşük seviyesine, 3.367,36'e düşmüştür. Bu dönemde yaşanan liranın dolar karşısında aşırı oranda değer kaybetmesi ile³⁰ birlikte krizin etkileri dolar bazlı Endeks üzerinde daha belirgin görülmüş, 2000 yılı sonunda 253.52 olan Endeks, 2001 yılını son 5 yılın en düşük değerinde 92,96 ile kapatmıştır. Krizin etkilerinin azalması ile birlikte 2002 yılına 1995 ten sonraki en yüksek ilk yeni zirve noktaları, TL bazında 12.040,23 ve dolar bazında 364,79 ile başlayan Endeks, 2005 yılının ikinci çeyreğinde ikinci bir zirveyi TL bazında 14.659,15 ve dolar bazında 450.70 ile yapmış ancak 2007 yılında ABD'de uzun vadeli konut kredilerinin geri dönüşlerinde yaşanan sorunlar ile başlayan yeni bir küresel kriz dalgasından önce 2006 yılında Endeks sert düşüşler yaşamıştır. Bu kriz öncesi düşüş sanat piyasasının krizi daha önceden satın alması ve piyasanın olumsuz ekonomik ve siyasi bilgi akışına daha duyarlı olması ile açıklanabilir.

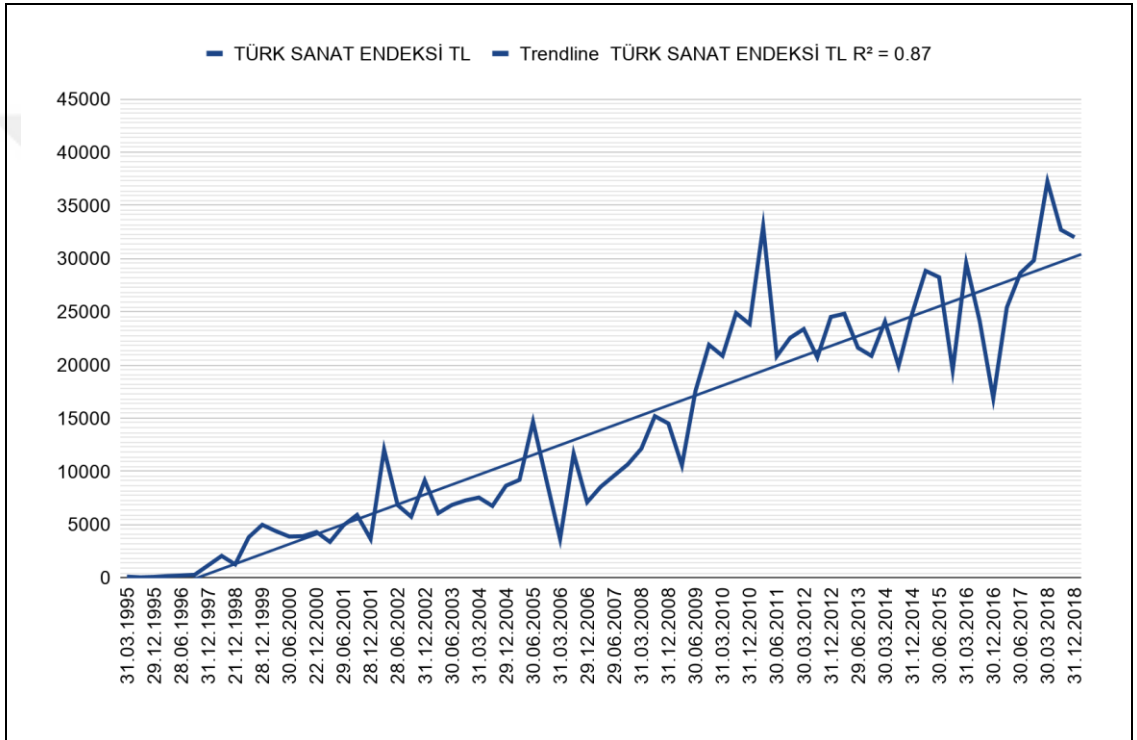
Sanat endeksinin incelenen dönemde açıklanan sert fiyat artış ve düşüşleri olmasına rağmen TL bazında cari fiyatlar ile genel trendi yükseliş yönünde olmuştur. Bu sürekli inişli çıkışlı da olsa sanat piyasasında görülen yukarı yönlü eğilim Türkiye'nin de aralarında olduğu yeni gelişen bir sanat piyasası yapısını yansıtır. Aşağı yönlü sapmanın görece olarak düşük (16.97) buna karşılık yukarı yönlü sert fiyat

²⁸ Düzeltme. Küresel ekonomi krizleri ve sanat piyasalarına yansımaları konusunda daha ayrıntılı bilgi için Ata Assaf'ın (2018) çalışmasına bkz.

²⁹ Düzeltme

³⁰ 19 Şubat 2001'de MGK toplantısında yaşanan Cumhurbaşkanı ve Başbakan arasındaki siyasi gerilimden birkaç gün sonra sabit kur rejiminden dalgalı kur rejimine geçişle beraber dolar kuru 684.000 TL seviyesinden 1.200.000 TL üzerine çıkmıştır (www.bbc.com/).

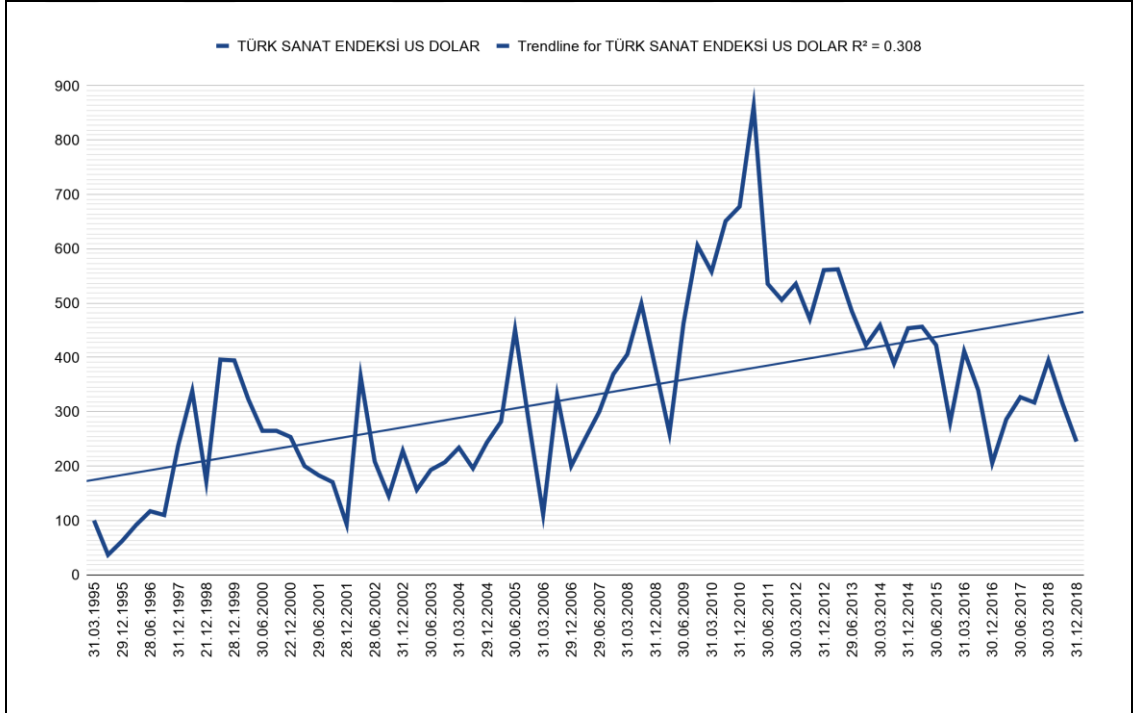
artışlarını kapsayan pozitif sapmanın yüksek olması (70.39), Kraussl'in vurguladığı gibi yeni gelişen sanat piyasalarına özgü genel eğilimin yukarı doğru olduğu bir piyasa yapısının doğal bir sonucudur diyebiliriz (Kraussl, 2014:11). Türk Sanat Endeksinin bu yapısı sanat piyasasının istikrarsız ve riskinin yüksek olduğu bir yatırım piyasası özelliği gösterdiğine işaret eder. Nitekim TL cinsinden sanat endeksinin risk düzeyini gösteren standart sapması 65.78 gibi oldukça yüksek bir düzeydedir. Yukarı yönlü aşırı



Şekil 4.1. Türk Sanat Endeksi 1995-2018 Çeyrek Dönem Fiyat Hareketleri (Cari Fiyatlar TL).

yükselişlerin daha çok yeni gelişen sanat piyasalarının içsel bir özelliği olduğu ileri sürülebilir ve gerçek yaşamda yukarı yönlü fiyat yükselişleri çok sert ve yüksek oranda olsa da aslında yatırımcı açısından şikâyet edilecek bir durum yaratmayabilir, hatta tercih edilebilir. Bu nedenle birim risk başına performans hesaplamalarında sadece aşağı yönlü sapmaları dikkate alan oranlar ek olarak bilgi amaçlı analizlerde göz önüne alınır (Sortino ve Price, 1994). Bunun yanında endeks getiri oranları maksimum ve minimum değerleri (325.27 ve -60.96), arasındaki farkın çok yüksek olması da yeni gelişen bir piyasa olan sanat piyasasının oynak bir piyasa özelliğini destekleyen göstergelerdir. Bütün bu oynaklığa rağmen sanat endeksinin genelde ekonomik ve

siyasi krizler sonrası yaptığı her bir zirvenin bir öncekinden daima yüksek düzeyde olduğu dikkati çekmektedir. Bu yüksek derecedeki oynaklık sanatın bir riskli yatırım varlığı olduğuna bir gösterge ise de sanat yatırımının her bir birim riskine karşılık getiri oranını ölçen Sharpe ve Sortino oranlarının yüksek olması, sırasıyla %18.88 ve %73.19, sanata yatırımın, yüksek olan riskinin çoğunu kazanca dönüştürebildiğini söylemek mümkündür. Sanat yatırımı incelenen dönemde en yüksek getiri oranını gerçekleştiren bir yatırım varlığı olarak cari fiyatlarla TL bazında getiri oranı %20.39, enflasyondan arındırılmış reel TL getiri oranı %13.16, dolar bazında nominal getiri oranı %10.75 ve reel getiri oranı ise %4.78 oranında gerçekleşmiştir.



Şekil 4.2.: Türk Sanat Endeksi 1995-2018 Çeyrek Dönem Fiyat Hareketleri (Cari Fiyatlar USD).

Dolar bazlı sanat endeksinin genel trendinin TL bazlı endeksten daha farklı olduğu görülmektedir. Şekil 4.2.'de görüleceği gibi, 2011 yılına kadar olan yükselişten sonra Endeks aşağı yönde evrilmiş ve bu aşağı yönlü gidişlerde her bir zirve bir önceki zirve noktasından daha düşük bir değerde gerçekleşmiş ve sürekli bir düşüş trendine girdiği gözlenmiştir. Bu düşüş, TL'nin aşırı değer kaybı sonucu resimlerin dolar bazında fiyatlarının tutar olarak azalmasından kaynaklanmıştır. Sanat Endeksinin

genel fiyat hareketlerinin yönünü ve ekonomik gelişmeler ile ilişkisini analiz ettikten sonra diğer yatırım varlıkları ile getiri ve risk karşılaştırması sonraki bölümlerde yapılmıştır.

4.1.1. 1995-2018 Çeyrek Dönem Sanat Eseri ve Alternatif Finansal Varlık Yatırımlarının Getiri Oranı ve Risk Analizi

Çalışmanın bu bölümünde, bölüm 3.2'de açıklanan yöntemi izleyerek oluşturulan Türk Sanat Endeksi ile hesaplanan bir yatırım olarak finansal güdüler ile resim satın alıp tutmanın getirisini, Ülkemiz finansal piyasalarında mevcut diğer yatırım varlıkları getiri performansı ile karşılaştırmalı olarak analiz ettikten sonra, bir sanat eserinin bir optimum yatırım portföyünde portföy çeşitlendirici potansiyelinin olup olmadığı üzerinde durulacaktır. BİST100 getiri oranı hesaplanırken bu çalışmaya esas veriler, 1995 yılı birinci çeyrek dönem sonu değeri baz dönem (100) alınarak BİST100 Endeksinin baz yılı kaydırılmış, ele alınan dönem olan 1995-2018 yılları arası çeyrek dönem bazında yeniden düzenlenerek Sanat Endeksinin zaman dilimi ile uyumlulaştırılmıştır. Bir yeni yatırım varlığı olarak bir Türk sanat eserine yapılan yatırımın getiri oranı ile Türkiye'de finansal piyasalarda yatırım yapılacak başlıca varlıkların getiri oranı ve riskleri ile önemli istatistiksel değerleri incelenen dönem itibari ile Tablo 4.1.'de gösterilmiştir.

Sharpe ve Sortino oranını hesaplamak için üç aylık Hazine Bonosu faiz oranı, getiri oranı riski 0 olan yatırım (proxy) seçilmiştir. Sharpe oranı, her bir yatırım aracının getiri oranının risk düzeltilmesi yapıldıktan sonra o yatırım aracının standart sapmasına bölünmesi suretiyle bulunmuştur. Sortino oranı, Sharpe oranından farklı bir yaklaşım ile yatırım varlığının risk ölçüsü olarak sadece aşağı yönlü sapmaları dikkate alır, çünkü yukarı yönlü yükselişler veya sapmalar aslında bir risk değil zaten yatırımcının istediği bir sonuç olarak yorumlanır. Sortino oranı, her bir birim aşağı yönlü risk için yüzdesel oran olarak ne kadar getiri elde edildiğini gösterir (Sortino, Price, 1994). Sharpe oranı aşağıdaki formüle göre hesaplanmıştır:

$$S_x = \frac{R_x - R_{r,f}}{\sigma_x} \quad (4.1)$$

S_x : Sharpe oranı,

R_x : x varlığının gerçekleşen getiri oranı,

$R_{r,f}$: Risksiz getiri oranı,

σ_x : x varlığının getiri oranının standart sapması

Sortino oranı ise standart sapma yerine aşağı yönlü sapmalar dikkate alınarak hesaplanmıştır:

$$SR_x = \frac{R_x - R_{r,f}}{\sigma_{d,x}} \quad (4.2)$$

SR_x : Sortino oranı,

$\sigma_{d,x}$: x varlığının getiri oranının aşağı yönlü sapması.

	Türk Sanat Endeksi	Borsa İstanbul BIST100	Hazine Bonosu	Altın	Dolar (USD)
Getiri Oranı %	20,39	13,55	7,97	9,79	8,28
Reel Getiri Oranı %	13,16	6,85	2,17	3,81	2,30
Std. Sapma	65,78	45,15	8,03	12,75	15,34
Sharpe Oranı %	18,88	12,36	-	14,30	2,03
Aşağı Yönlü Sapma	16,97	10,17	-	3,90	3,26
Yukarı Yönlü Sapma	70,39	50,33	-	13,45	13,29
Sortino Oranı %	73,19	54,87	-	46,72	9,53
Ortanca	7,37	4,91	3,99	8,49	5,16
Maksimum	325,27	253,66	36,40	54,81	90,29
Minimum	-60,96	-31,94	1,42	-12,03	-11,19
Çarpıklık	2,56	3,43	1,57	1,24	2,62
Basıklık	10,70	17,11	4,79	5,33	13,50
Jarque-Bera	249,37	718,22	38,05	33,86	401,58
Olasılık	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Toplam	1.426,99	948,46	557,74	685,39	579,50
Spm.Kare Toplamı	298.533,6	140.631,2	44.46,36	11.221,7	16.244,3
Gözlem Sayısı	70	70	70	70	70

Tablo 4.1. Yatırım Varlıklarının 1995-2018 Çeyrek Dönem Yatırım Performansları (Cari Fiyatlar TL).

Türk Sanat Endeksine ait bilgiler, bölüm 3.2'de açıklanan yöntem ile yazar tarafından oluşturulan Endekslerden türetilmiştir.

Hazine Bonosu faiz oranı için üç aylık dönem sonuna en yakın ihraç tarihli vadesi 3 aya en yakın Hazine Bonosu faizleri esas alınmıştır, kaynak: evds2.tcmb.gov.tr

Altın fiyatları için TCMB Cumhuriyet altını (TL/Adet) ortalama serbest piyasa satış fiyatları esas alınmıştır, kaynak: evds2.tcmb.gov.tr

ABD doları için TCMB ABD doları döviz satış fiyatları esas alınmıştır, kaynak: evds2.tcmb.gov.tr

Tüm getiri oranları cari fiyatlarla hesaplanmış, enflasyon etkisi giderilmemiştir.

Tablo 4.1’de görüldüğü gibi incelenen dönemde cari TL fiyatları ile Türk Sanat Endeksi % 20.39 nominal getiri oranıyla alternatif yatırım varlıkları arasında en yüksek getiriyi sağlamıştır. Sanat Endeksi getirisini sırasıyla % 13.55 oranı ile Borsa İstanbul BİST100 Endeksi, % 9.79 oranı ile altın, % 8.28 oranı ile ABD doları, ve son olarak ortalama faiz getirisi % 7.97 oranı ile üç ay vadeli Hazine Bonosu ve Devlet Tahvili izlemiştir.

	TSE	BIST100	HBDT	ALTIN	USD
TSE	1.000000				
BIST100	0.456800	1.000000			
HBDT	0.313616	0.256225	1.000000		
ALTIN	0.365885	0.450795	0.525868	1.000000	
USD	0.487127	0.502413	0.549131	0.793490	1.000000

Tablo 4.2. 1995-2018 Çeyrek Dönem Yatırım Varlıklarının Getiri Oranları Korelasyon Katsayıları.

Örnekleme uzunluğu: 1995 Çeyrek 2-2018 Çeyrek 4,

Gözlem sayısı: 70

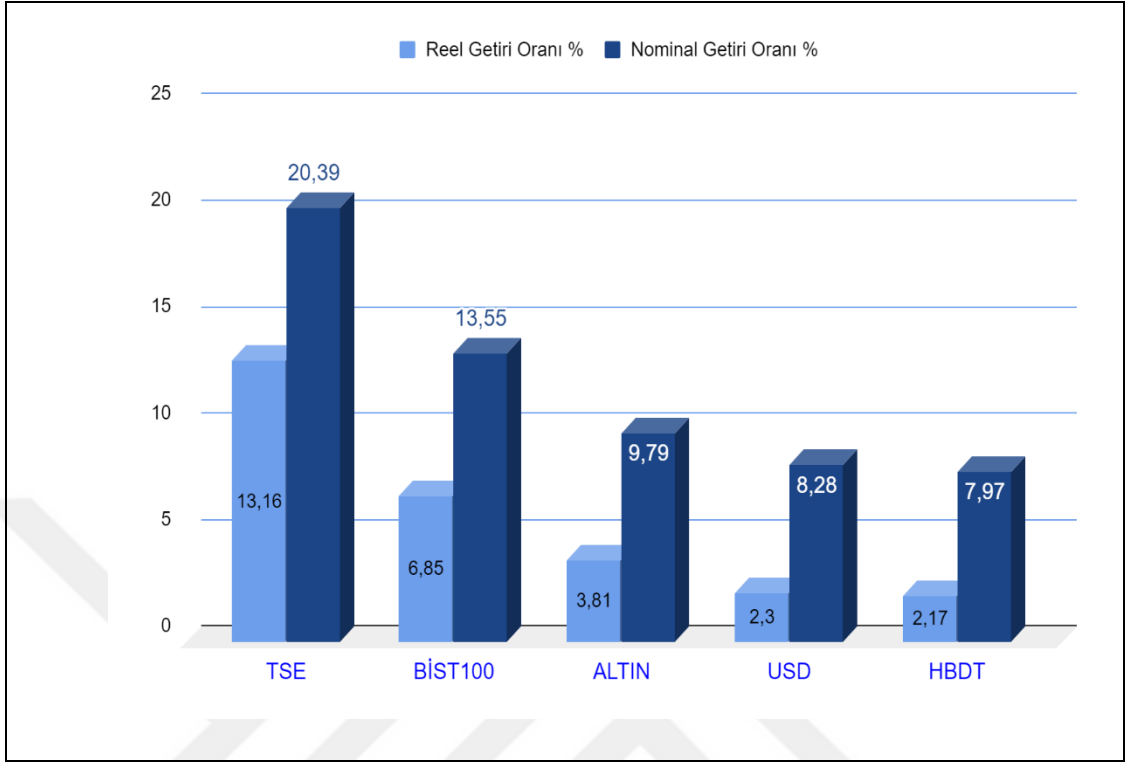
Türk sanat piyasası getirisini 1990-2016 yılları arasında hesaplayan Ender, Gözger ve Sarı (2018), ile Türk Sanat Piyasası üzerine yapılan çalışmalarında Seçkin ve Atükeren’in (2011, 2009 ve 2006) elde ettiği sonuçlar Tablo 4.3.’de gösterilmiştir. Bu alanda sınırlı olsa, belirtilen iki araştırma dışında kısmen Ülkemiz sanat piyasasını da içeren Roman Kraussl’nin (2014) 2000-2012 dönemini kapsayan Türk, Orta Doğu ve Kuzey Afrika (MENA) ülkelerinin ressamalarının dünya ölçeğinde satışlarını içeren, ancak ağırlıklı olarak Türk ressamlarından oluşan çalışmasının sonuçları aşağıya alınmıştır. Türk Sanat Endeksi en yüksek getiriyi gerçekleştirmesine karşılık risk ölçüsünü gösteren standart sapması 65.78 iken, BİST100 için bu oran 45.15, dolar için 15.34, altın için 12.75 ve en risksiz güvenli yatırım sayılan Hazine

Bonosu için en düşük düzey 8.03 hesaplanmıştır. Sanat yatırımı tüm diğer varlıklar arasında riski en yüksek yatırım aracı özelliği gösterse de aslında sanat yatırımı bu riske degecek, diğerlerinden oldukça yüksek oranda birim risk başına getiri gerçekleştirmeyi başarmıştır. Birim risk başına getiri oranını gösteren Sharpe oranı TSE için %18.88, altın için %14.30, BİST100 için %12.36 ve dolar için en düşük oran %2.03 hesaplanmıştır. Yalnızca fiyat dalgalanmalarının aşağı yönlü düşüşlerini dikkate alan Sortino oranı ise, sanat yatırımının aşağı yönlü sapmalarının %73.19 oranında bir getiri ile karşılandığını göstermektedir. BİST100'ün getirisinin aşağı yönlü sapmasının %54.87'si, altının %46.72 ve doların sadece %9.53'ü oranında karşıladığı izlenmektedir. Standart sapma ile maksimum (325.27) ve minimum (-60.96) getiri oranları değerleri arasındaki farkın çok yüksek olması gibi sonuçlar her ne kadar sanat yatırımını diğer alternatif yatırım varlıkları arasında riski en yüksek bir yatırım aracı olduğuna gösterge ise de sanat yatırımının özellikle Sortino oranının yüksek olması sanat yatırımından elde edilen kazancın riskinin çoğunu gidermeyi başardığı söylenebilir. Bu haliyle sanat yatırımı hem getirisi hem de Sharpe ve Sortino oranlarının yüksekliği ile iyi bir performans gösteren yatırım aracı olarak öne çıkmaktadır. Kraeussl (2014: 11) aynı doğrultuda Türk, Orta Doğu ve Kuzey Afrikalı sanatçılara yapılacak yatırımın, bu ülkelerin yeni gelişen bir sanat piyasası olarak yukarı yönlü eğilim içinde olması dolayısıyla, bir portföy için çeşitlendirici potansiyeli ve yüksek getirisi olması nedeni ile yerinde bir karar olacağı sonucuna varmıştır.

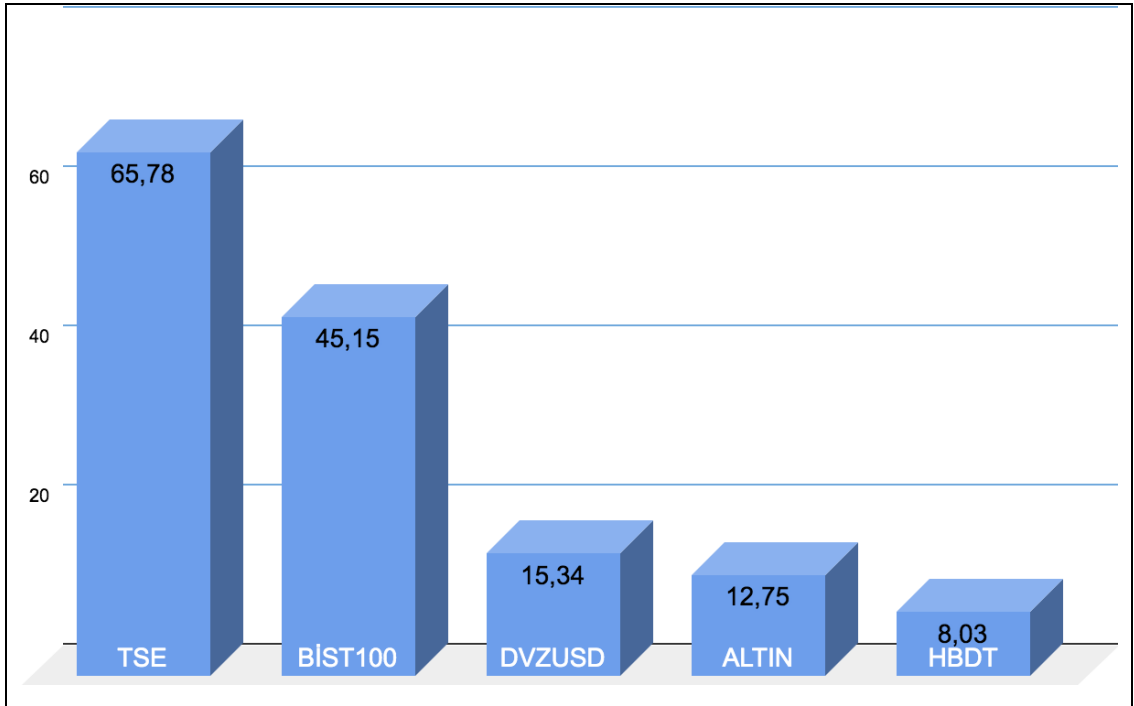
Belirtmek gerekir ki bu analizlerde yatırım varlıklarını alıp tutma, saklama ve satış işlemlerinin komisyon ve vergi vb. maliyetleri göz ardı edilmiştir. Aynı zamanda yatırım varlıklarının sadece alış ve satışı arasındaki fark getiri olarak alınmış, hisse senedi sahiplerine ödenen kâr payı gibi ek kazançlar analiz dışı tutulmuştur. Ayrıca daha önceki bölümlerde yer yer değinilen sanat eserinin satılma zorluğu, bir başka deyişle likiditesinin düşük olması ve sanat piyasasının bilgi akışı ve etkinlik sorunu gibi birçok olumsuz yanları ayırık tutulmuştur. Bunun yanında vurgulanması gereken bir başka nokta, sanat eseri, resim diğer yatırım varlıklarından farklı olarak aynı zamanda bir tüketim malıdır. Ona sahip olmanın getirdiği estetik haz, bir lüks statü malı olarak kazandırdığı sosyal saygınlık vb. sanat eseri tutmanın ek ama ölçülemeyen kazançları olarak göz önüne almak gerekir (Renneboog, Spaenjers, 2013:16; Renneboog, Houtte, 2002:13; Mandel, 2009: 1653; Kraeussl, Logher, 2010: 16).

Getiri Oranı % Standart Sapma Sharpe Oranı			
Ender, Gözger ve Sarı (2018), 1990-2018 6 Aylık Dönem, Satış İşlemi Sayısı: 32.391, Ressam Sayısı: 413			
Türk Sanat Endeksi (Nominal TL)	:	42.19	66.38 -
Türk Sanat Endeks (Reel)	:	3.60	49.48 -
Türk Sanat Endeks (USD)	:	3.49	24.79 0.034
BİST100 (TRY)	:	45.58	58.94 -
BİST100 (USD)	:	8.55	37.49 0.15
Seçkin Atükeren (2011) 01/2005-02/2008, 6 Aylık Dönem, Satışa Sunulan Resim Sayısı: 11.212 (Satılmayan Resim Sayısı: 4.441, Satılan Resim Sayısı: 6.771)			
Türk Sanat Endeks (Hedonic P. Model)	:	16.4	- -
Türk Sanat Endeks (Heckit Model)	:	10.98	- -
Seçkin, Atükeren (2009), 1990-2005 Yıllık Dönem, Satış İşlemi Sayısı: 4.431 Ressam Sayısı: 74			
Türk Sanat Endeks (TL)	:	61.3	78.8 -
Türk Sanat Endeks (USD)	:	8.0	41.7 -
BİST100 (TL)	:	60.4	88.3 -
Döviz (USD)	:	46.1	44.3 -
Altın	:	47.5	41.5 -
Yıllık Mevduat Faizi	:	57.5	23.5 -
Seçkin, Atükeren (2006), 1989-2005 Yıllık Dönem, Satış İşlemi Sayısı: 1.030, Ressam Sayısı:13			
Türk Sanat Endeks	:	54.87	99.73 -
BİST100 (TRY)	:	60.36	88.30 -
Döviz (USD)	:	46.14	44.30 -
Altın	:	47.46	41.48 -
Yıllık Mevduat Faiz	:	57.46	23.52 -
Roman Kraussl (2014), 2000-2012 Yıllık Dönem, Satış İşlemi Sayısı: 3.544, Ressam Sayısı: 663			
Sanat Endeks (MENA) (USD)	:	13.9	31.5
MSCI World Hisse Senedi Endeks	:	4.5	21.9
Hazine Bonoları	:	8.4	8.4

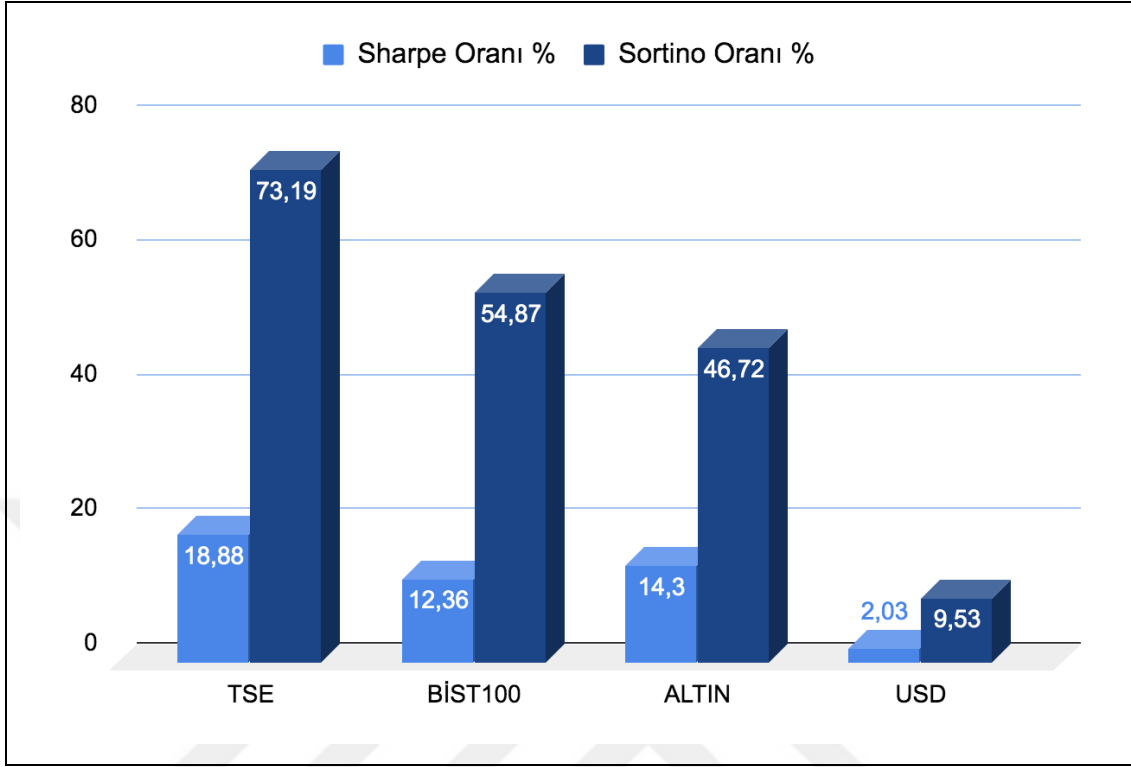
Tablo 4.3. Türk Sanat Piyasası Sanat Yatırımı Getiri Oranları ve Riskleri Üzerine Yapılan Çalışmaların Özet Sonuçları.



Şekil 4.3. 1995-2018 Çeyrek Dönem Yatırım Varlıklarının Reel ve Nominal Getiri Oranları.



Şekil 4.4. 1995-2018 Çeyrek Dönem Yatırım Varlıklarının Risk Sıralaması.



Şekil 4.5. 1995-2018 Çeyrek Dönem Yatırım Varlıklarının Birim Risk Başına Getiri Oranları.

4.1.2. Ülke Bazında Sanat Yatırımı Getiri Oranı ve Riskini Hesaplayan Çalışmalar

Gelişmiş ve yeni gelişen sanat piyasalarını içeren belli başlı ülkeler bazında yapılan önemli çalışmalardan derlenmiş sanat ve hisse senedi yatırımı getiri oranı ve risk değerlerini gösteren araştırma özet sonuçları aşağıda gösterilmiştir. Sanat yatırımı ile diğer yatırım varlıklarının etkileşim, nedensellik ilişkisi, korelasyon ve fiyat hareketlerinin ortak ve farklı yönleri her bir yatırım varlığı için bundan sonraki bölümlerde ayrı ayrı tartışılmıştır.

			Sanat Yatırımı			Hisse Senedi Yatırımı		
	Ülke	Dönem	Getiri oranı %	Standart Sapma	Sharpe Oranı %	Getiri Oranı %	Standart Sapma	Sharpe Oranı %
Shi v.d (2018)	Çin	2000-2015	5,63	24,4	21	5,36	28,37	17
Kraeussl , Logher (2010)	Çin	1990-2008	7,72	21,08	16	45,83	117,8	35
Hsieh, Lee, Tzeng (2010)	Çin-Asya	2000-2009	8,39	40,70		1,58	29,97	
Kraussl (2014)	MENA-Türk	2000-2012	13,9	31,5	23,8	4,5	21,9	64
Higgs (2012)	Avustralya	1986-2009	1,17	17,35		1,54	9,78	
Higgs ve Worthington (2005)	Avustralya	1973-2003	6,96	16,51		-	-	
Dimson ve Spaeniers(2014)	İngiltere	1900-2012	7,2	13,2		11,2	21,6	
Potocki ve Rogozinska (2015)	Polonya	2000-2009	44	50		13	33	
Kraussl ve Logher (2010)	Rusya	1985-2008	12,67	26,5	32	47,54	69,61	62
Kraussl , Logher (2010)	Hindistan	2002-2008	46,29	36,87	114	35,46	27,16	115
Renneboog , Spaeniers (2014)	Fransa	1971-2007	1,14	18,94		8	-	
Renneboog , Spaeniers (2014)	İtalya	1971-2007	1,99	17,67		6,75	-	
Renneboog , Spaeniers (2014)	Almanya	1971-2007	1,52	13,12		5,44	-	
Renneboog , Spaeniers (2014)	Danimarka	1976-2007	1,75	15,56		9,58	-	
Renneboog, Houtte (1999)	Belçika	1970-1997	5,6	-		8,7	-	
Renneboog, Spaeniers (2014)	ABD	1971-2007	3,07	14,31		6,19	-	
Agnello (2002)	ABD	1971-1996	4,2	23,1		11,6	12,1	
Mei, Moses (2002)	ABD	1875-1999	4,9	42,8		6,6	8,7	
Stein (1977)	ABD	1946-1968	10,5	-		14,3	-	
Goetzman (1993)	ABD	1900-1986	5,2	37,2		5,7	20,7	
Botha, Scott, Snowball (2016)	Güney Afrika	2000-2013	1,68	-		3,11	-	

Tablo 4.4. Ülke Bazında Sanat Yatırımı Getiri Oranı ve Riskini Hesaplayan Önemli Çalışmalar.

4.1.3. 1995-2018 Çeyrek Dönem Borsa İstanbul BİST100 Endeksi Performansı

Borsa İstanbul BİST100 Endeksi,³¹ 1995 ilk çeyreğinden itibaren 2000 yılının başında yaptığı 3.996,31 düzeyindeki ilk zirvesine kadar yükselişe devam etmiş, 2000 yılında başlayan ekonomik ve siyasi krizin etkisi ile düşmüş, 2003 yılı son çeyreğine kadar dalgalı bir seyir izledikten sonra 4675,31 düzeyi ile ilk kez 2000 yılı ilk çeyreği düzeyinin üzerine çıkmıştır. 2003 yılı sonundan itibaren sürekli bir artış trendinde, ABD'deki finansal krizin başladığı 2007 yılı son çeyreğine kadar yükselen Borsa İstanbul, 2008 ilk çeyreğinden başlayarak düşmüş, 2007 yılı sonu düzeyine ancak 2010 ilk çeyreğinde tekrar ulaşmıştır. BİST100, 2010'dan itibaren artan ölçüde daha istikrarlı bir yükseliş trendi ile 2018'e kadar yükselişe devam etmiştir. Türk Sanat Endeksinin değişim trendi 1995'ten 2001 yılı sonuna kadar BİST100 ile çoğunlukla örtüşmüş, ancak Sanat Endeksi 2001 son çeyreğinden sonra bazı dönemler benzer bir trend gösterse de BİST100'ün aksine çok keskin iniş ve çıkışlar yapmış, görece olarak oldukça oynak ve istikrarsız bir piyasa özelliği göstermiştir. Nitekim BİST100'ün standart sapması 45.15, buna karşılık Sanat Endeksinin 65.78 hesaplanmıştır. Sanat Endeksi, 2006 yılından itibaren bir iki dönem hariç 2018 yılı sonuna kadar, BİST100 Endeksinin sürekli üzerinde bir düzeyde hareket etmiştir.

Kraussl (2014), Seçkin ve Atükeren (2006) ile Ender, Gözger ve Sarı'nın (2018) bulduğu sonuçlara paralel olarak, sanat yatırımının, standart sapmasının daha büyük olması ve fiyat hareketlerinin daha geniş bir aralıkta iniş çıkış göstermesi, fiyat değişimlerinin öngörülür olmasını zorlaştırdığını ve finansal anlamda daha riskli olduğunu göstermektedir. Bununla beraber Seçkin ve Atükeren'in (2009) sonraki çalışmasında BİST100 Endeksinin standart sapması bir başka deyişle risk düzeyi daha yüksek hesaplanmıştır. Seçkin ve Atükeren (2006) ile Ender, Gözger ve Sarı'nın (2018) bulgularının aksine, Kraussl'nin (2014) ve Seçkin ve Atükeren'in (2009) sonraki çalışmasında sanat yatırımı getiri oranı bu çalışmanın bulguları ile aynı doğrultuda, BİST100 getiri oranının üzerinde gerçekleşmiştir. BİST100, Türk sanat

³¹ Düzeltme: 1995-2018 yılları çeyrek dönem BİST100 endeksi, nominal ve reel getiri oranları tablosu Ek 1.'de yer almaktadır

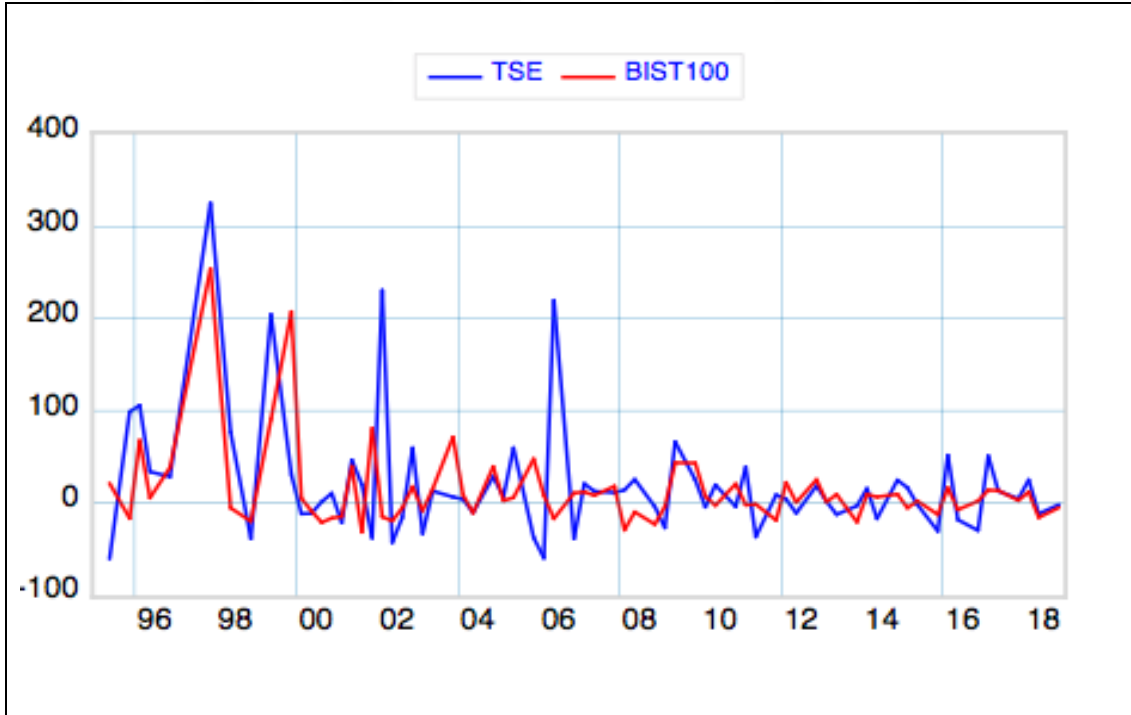
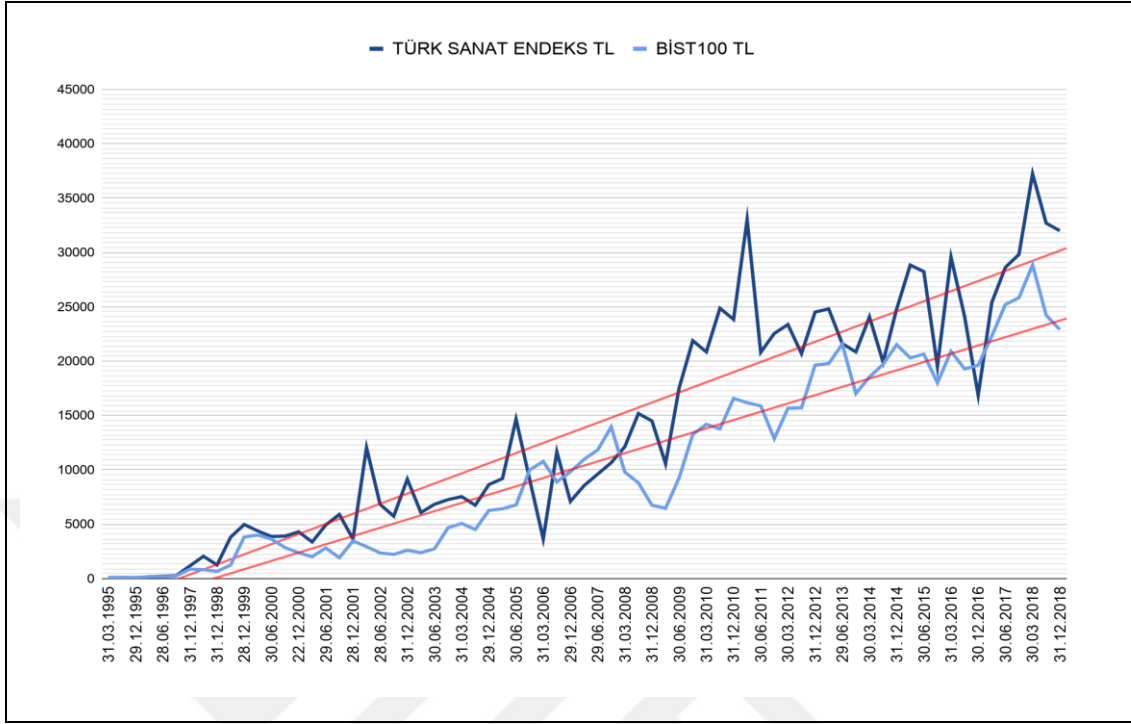
piyasasına göre göreceli olarak daha az oynak piyasa özelliği göstermesine rağmen TSE'den daha düşük değerde birim risk başına getiri sağlayabilmiştir. Birim risk başına getiri oranını ölçen Sharpe oranı % 12.36 (TSE % 18.88), ve Sortino oranı % 54.87 (TSE % 73.19) düzeyinde gerçekleşmiştir.

Sanat piyasasının, ekonomik ve siyasi dışsal bağımsız değişkenlerdeki şoklara verdiği tepkinin diğer yatırım varlıklarının verdiği tepkilerle ne kadar benzeştiğinin ölçülmesi, bu tepki ve etkilenmelerin derecesi ve yönü sanat yatırımının bir portföy çeşitlendirici özelliğinin olup olmadığının kararlaştırılmasında önemli olmaktadır. Bu ilişkiyi yatırım varlıklarının karşılıklı aralarındaki korelasyon katsayısı gösterir. Türk Sanat Endeksi ve BİST100 korelasyon düzeyi 0.4568 hesaplanmıştır. Türk Sanat Endeksi ile BİST100 yatırımı arasındaki korelasyon güçlü bir pozitif ilişki göstermekten uzaktır. Dolayısı ile sanat yatırımı ve BİST100 yatırımcının risk getiri beklentisine göre aynı portföy içinde risk giderici ve çeşitlendirici bir işlev görebilir. İlk kez Türk Sanat Piyasası endeksi oluşturularak sanat yatırımı ve diğer yatırım varlıkları arasındaki ilişkiyi inceleyen Seçkin ve Atükeren (2006) cari fiyatlarla sanat getirisi ve BİST100 arasındaki korelasyonu 1989-2005 yılları itibariyle yıllık bazda 0.4026 hesaplamıştır. Seçkin ve Atükeren'in (2009: 13) daha sonraki genişletilmiş çalışmasında hesapladıkları Türk Resim Piyasasının 0.353 düzeyindeki beta değeriyle sanat yatırımının diğer geleneksel finansal araçlar ile aynı portföyde çeşitlendirici işlevinin olduğu belirtilmiştir. Ender, Gözger ve Sarı (2018: 17) 1990-2016 yılları için Türk resim piyasası endeksi ile BİST100 arasındaki korelasyonu 0.56 hesaplamış ve sanat yatırımı ile hisse senedinin aynı portföyde risk çeşitlendirici ve düşürücü etkisinin olmayacağını belirtmiştir.

Kraeussl ve Logher'in (2010: 15) yeni gelişen sanat piyasalarına örnek olarak seçtiği Rusya (1985–2008), Çin (1990–2008) ve Hindistan (2002–2008) sanat piyasalarının risk ve getiri düzeylerini incelediği, Ülkemiz sanat piyasasına da yakın olmaları nedeniyle sonuçları önemli olan çalışmasında, her ülkenin sanat getirileri ile S&P500 Endeksini mukayese ederek korelasyonun yönünü ve iyi çeşitlendirilmiş bir portföy yatırımı için uygunluklarını analiz etmiştir. Araştırmada Rusya ve Hindistan sanat piyasaları yatırımlarının bir risk çeşitlendirici potansiyelinin olmadığını buna karşılık Çin sanat piyasası yatırımlarının S&P500 hisse senedi endeksi ile olan -0.21 korelasyon katsayısı ve %15 portföy ağırlığı ile risk giderici yeteneğinin bulunduğu

dikkat çekmiştir. Bu konu üzerine yapılan öncü çalışmalardan Worthington ve Higgs (2004: 7) Avrupa ve ABD resim piyasasından oluşturduğu önemli resim akımlarının portföyünün getirisi ve hisse senedi piyasalarından seçilmiş hisse senetleri ile oluşturduğu portföy arasındaki 0.41 düzeyindeki korelasyonu pozitif ancak zayıf bir korelasyon olması itibarıyla çeşitlendirilmiş bir portföy için potansiyel olarak sanat yatırımını önerilebilir bulmuştur. Agnello (2002: 460) ABD sanat piyasası yatırımı ve S&P500 hisse senedi getirisi arasındaki 0.23 düzeyindeki düşük korelasyonu çeşitlendirilmiş bir portföy için yeterli bir düzey olarak yorumlamıştır. Mei ve Moses (2002:14) sanat getirisi ile hisse senedi getirisi korelasyonunu S&P500 Endeksi ile 0.04, Dow İndustrial ile 0.03 oranında düşük bulmuş ve çeşitlendirilmiş bir portföy yatırımı için sanat eserinin önemli bir rol oynayacağını belirtmiştir. Fedderke ve Li (2020)³² Güney Afrika’da sanat yatırımlarının geleneksel yatırım varlıkları için risk çeşitlendirici ve tamamlayıcı bir işlev sunduğunu ifade etmiştir. Renneboog ve Spaenjers (2013), Küresel düzeyde hesapladıkları sanat getirisi ile S&P500 Endeksi getirisi arasındaki korelasyonu -0.03 ve Global Hisse Senedi (GFD World Index) Endeksi ile olan korelasyonunu 0.20 hesaplamıştır. Hsieh, Lee ve Tzeng (2010:16) Çin ve Asya Modern ve Çağdaş sanatçıları için yaptığı çalışmada sanat getirisi ile bölgenin önemli hisse senedi endeksleri olan Hang Seng (HK) ile -0.09, Shanghai (SH) ile -0.07, S&P500 ile -0.2 ve Taiwan (TW) ile -0.03 düzeylerinde negatif korelasyon hesaplamış, sanat yatırımının portföy çeşitlendirmesi için önemini vurgulamıştır. Güney Afrika sanat piyasası ve hisse senedi getirisi için yapılan bir başka çalışmada, sanat yatırımı ve hisse senedi yatırımı korelasyonu 0.3927 bulunmuştur (Botha, Scott, Snowball, 2015:11).

³² Düzeltme



4.1.4. Borsa İstanbul BİST100 Endeksi ile Sanat Piyasası İlişkisi ve Servet Etkisi (Wealth Effect) Hipotezi

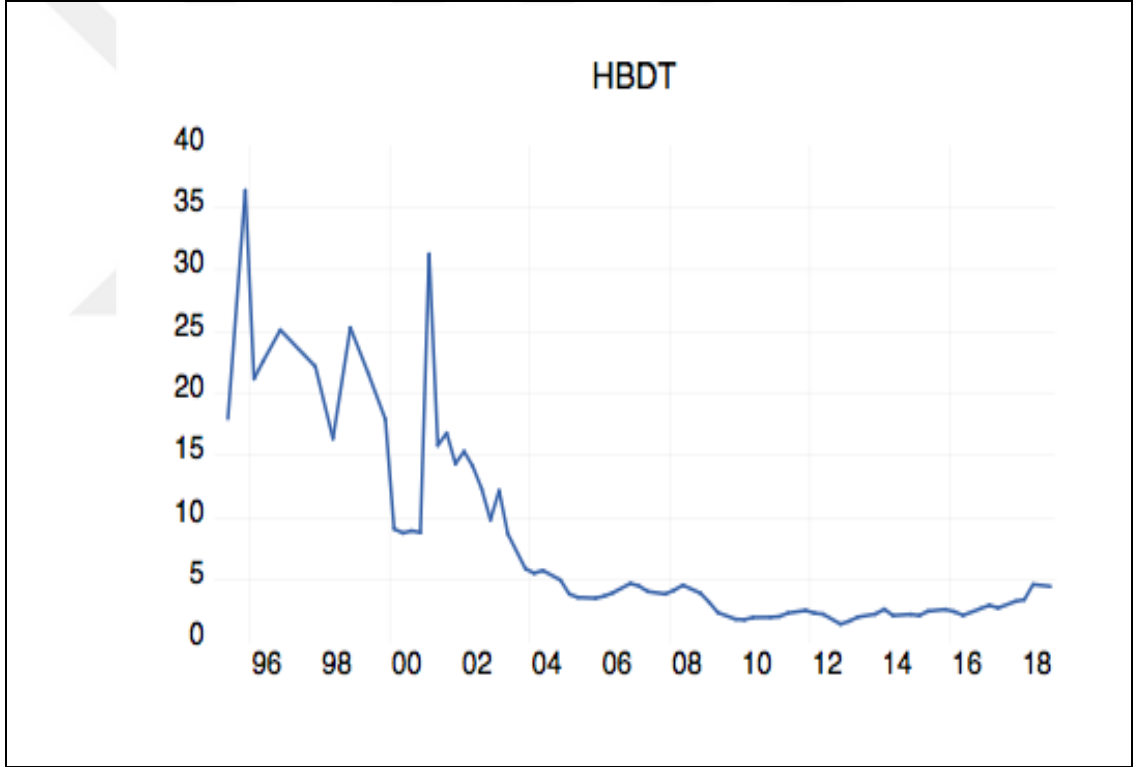
Sanat piyasalarında fiyat yükselişlerinin genelde hisse senedi piyasalarında yükselen fiyatları izlediği gözlenmiştir. Hisse senetleri fiyatlarının yükselmesiyle elde edilen gelir artışlarının sanat eseri alımına yönelmesi sanat eserleri talebini de artırır ve dolayısıyla sanat eseri fiyatlarının yükselmesine neden olur. Bu ilişki literatürde servet etkisi (wealth effect) olarak tanımlanmış ve ilk kez Goetzmann (1993) tarafından ortaya konmuştur. Goetzmann, oluşturduğu 1715-1986 yıllarını kapsayan sanat endeksi ile London Stock Exchange endeksi arasındaki yüksek korelasyon düzeyini söz konusu ilişkinin kanıtı olarak göstermiştir. Goetzmann, varlık ve gelir artışının sanat piyasasına yönelmesini aynı zamanda sanat eserinin bir yatırım varlığı olarak algılandığının bir göstergesi olarak vurgular. Pownall, Satchell ve Srivastava (2019), servet etkisinin varlığını yine İngiltere için Granger nedensellik testi ile 1895-2011 yıllarını kapsayan bir dönem için test eder. İngiltere'de hisse senedi fiyatlarının düşüş ve yükselişlerinin dinamik bir servet etkisi ile sanat eseri fiyatlarının düşüş ve yükselişlerine öncülük ettiğini ortaya çıkarır.

Türk Sanat Endeksi ile BİST100 arasındaki ilişkinin varlığı ve servet etkisi, iki dönem yani altı ay gecikme uzunluğunda VAR modeli Granger nedensellik/dışsal değişkenler engellenmiş Wald testi ile doğrulanmıştır. Borsa İstanbul'da elde edilen kazançların iki çeyrek dönem sonunda sanat piyasasına resim satın alımına yöneldiği gözlenmiştir. Bu Granger nedensellik ilişkisi tek yönlü işlemektedir, BİST100, Türk Sanat Endeksinin Granger nedenidir, fakat Türk Sanat Endeksi BİST100'ün Granger nedeni değildir, sanat yatırımcısı ve koleksiyoncusu sanat eserini satın elde ettiği kazanç ile hisse senedi alımı yapmamaktadır.

4.1.5. 1995-2018 Çeyrek Dönem Hazine Bonosu ve Devlet Tahvili Faiz Getirisi

Kamu Hazine Bonosu ve Devlet Tahvilleri (HBDT) genellikle finansal varlıkların getiri analizlerinde sabit getirili en güvenilir, risksiz yatırım varlığı olarak kabul edilir ve aynı zamanda risk-getiri analizlerinde risk düzeltici düzey varsayılır. Diğer yatırım araçlarının performansları ve getiri oranları düzeylerinin ne olması gerektiği, Bono ve Tahvil faizleri üzerine yatırım aracının niteliğine göre bir risk primi

eklenerek değerlendirilir. Hazine Bonosu üç aylık faiz getirisi, analiz edilen beş yatırım varlığı arasında en düşük düzeyde getiri oranı sağlamıştır: Nominal cari fiyatlarla %7.97 ve reel olarak % 2.17. Buna karşılık Hazine Bonosu beklendiği gibi en güvenli ve risksiz yatırım varlığı olarak standart sapması diğer yatırım varlıklarına göre en düşük düzeyde (8.03) gerçekleşmiştir. Şekil 4.8’de görüldüğü gibi Sanat Endeksinin çok oynaklık gösteren sert çıkış ve düşüşleri içeren trendine karşılık Hazine Bonosu en istikrarlı bir finansal varlık olarak, 1995’den 2004’e kadar yüksek düzeylerde oynak bir trend özelliği gösterse de 2018’e kadar görece olarak oldukça düz bir seyir izlemiştir.



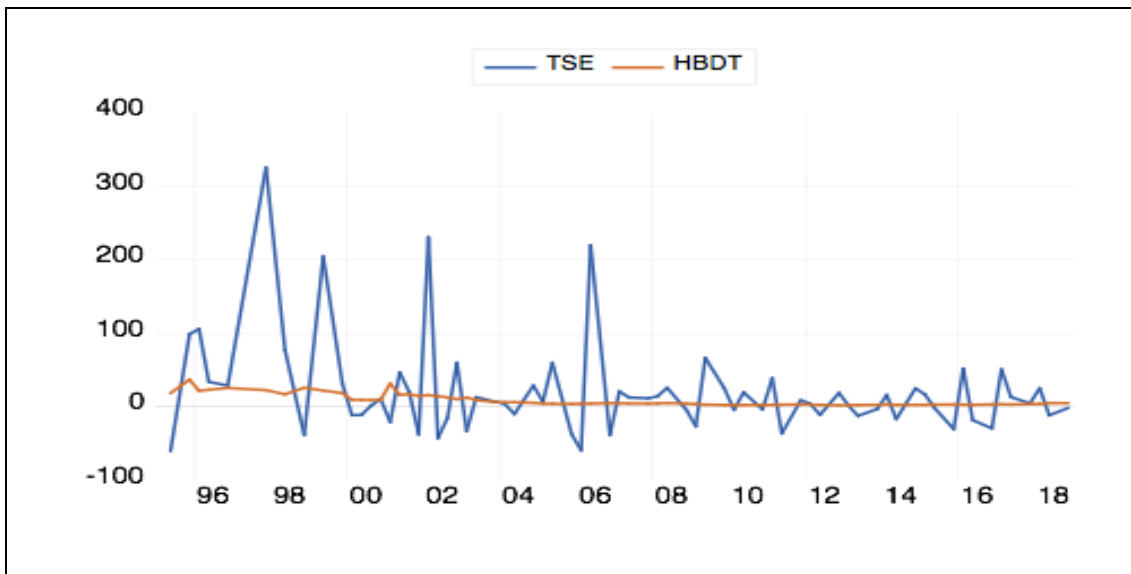
Şekil 4.8. 1995-2018 Çeyrek Dönem Hazine Bonosu Faiz Oranı.

Kaynak: evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket.

Not: Hazine Bonoları üç aylık ortalama brüt faizli bonoları kapsar. Üç aylık bono ihalesi olmadığı durumlarda 1 yıldan kısa vadeli bono ihale faizi esas alınmıştır. 1995-2018 üçer aylık dönemler halinde düzenlenmiş Hazine Bonosu ve Devlet Tahvilleri faizleri tablosu Ek 2.’de yer almaktadır.³³

³³ Düzeltme

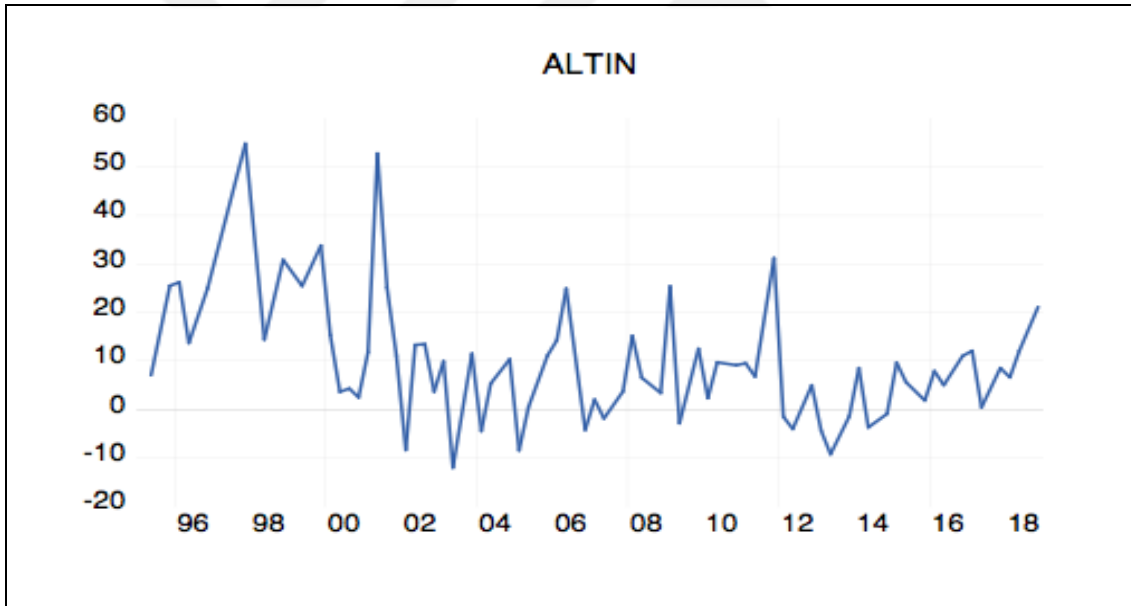
Kısa vadeli Hazine Bonosu aynı zamanda Türk Sanat Endeksi getirisi ile korelasyonu en düşük olan varlık olması ile de dikkat çekmektedir. 0.3136 korelasyon düzeyi pozitif ancak önemsiz bir ilişkiyi göstermektedir. Bu korelasyon düzeyi sanat yatırımı ve Hazine Bonosunun aynı portföy için risk giderici ve çeşitlendirici bir işlev potansiyelinin varlığına işaret eder. Seçkin ve Atükeren (2006) sanat getirisi ve yıllık mevduat faizi arasındaki korelasyonu 1989-2005 yılları itibarıyla yıllık bazda nominal fiyatlarla 0.3597 hesaplamıştır. Ender, Gözger ve Sarı (2018) 1990-2016 yılları için Türk resim piyasası endeksi ile Hazine Bonosu arasındaki korelasyonu 0.27 hesaplamıştır. Mei ve Moses (2002) sanat yatırımı getirisi ile ABD Devlet Tahvili getirisi korelasyonunu -0.15, Hazine Bonosu ile -0.03 hesaplamış ve çeşitlendirilmiş bir portföy yatırımı için sanat eseri ile sabit getirili varlıkların, kamu tahvil ve hazine bonolarının birlikte önemli bir rol oynayacağını belirtmiştir. Aynı şekilde Agnello (2002), ABD Hazine Bonosu faizi ve sanat getirisi arasındaki korelasyonu 0.20 hesaplamıştır. Renneboog ve Spaenjers (2013), küresel düzeyde yaptıkları sanat fiyat endeksi ile hesapladıkları sanat getirisi ile ABD Devlet Tahvili getirisi korelasyonunu -0.20, Hazine Bonosu ile 0.01 bulmuşlardır. Güney Afrika sanat piyasası getirisi (Citadel Art Index) ve Hazine Bonosu korelasyonu -0.2706 bulunmuş ve sanat yatırımının Hazine Bonosunun içerildiği aynı portföyde çeşitlendirici bir rolü olduğu belirtilmiştir (Botha, Scott, Snowball, 2015:8).



Şekil 4.9. 1995-2018 Çeyrek Dönem Türk Sanat Endeksi ve Hazine Bonosu Getiri Oranları.

4.1.6. 1995-2018 Çeyrek Dönem Altın Yatırımı Getirisi

Altın, Ülkemizde özellikle profesyonel olmayan sıradan insanların yatırım veya tasarruf amacıyla satın alınması kolay ve masrafsız olması nedeniyle en çok tercih ettikleri bir yatırım aracıdır. Sanat yatırımı ve Borsa İstanbul BİST100 Endeksi getirisinden sonra en yüksek getiri oranı gerçekleştiren bir yatırım varlığı olarak altın, cari fiyatlar ile %9.79 ve reel %3.81 oranında bir getiri sağlamıştır. Altın yatırımında dikkati çeken bir başka gösterge 12.75 düzeyindeki standart sapması ile Hazine Bonosundan sonra oynaklığı en az olan varlık olması ile yatırımcılar için aynı zamanda bir “güvenli liman” sunmasıdır. Ayrıca %14.30 oranındaki Sharpe oranı ile sanat yatırımından (% 18,88) sonra en yüksek oranda birim risk başına getiriye yatırımcısına sunmayı başarmıştır.



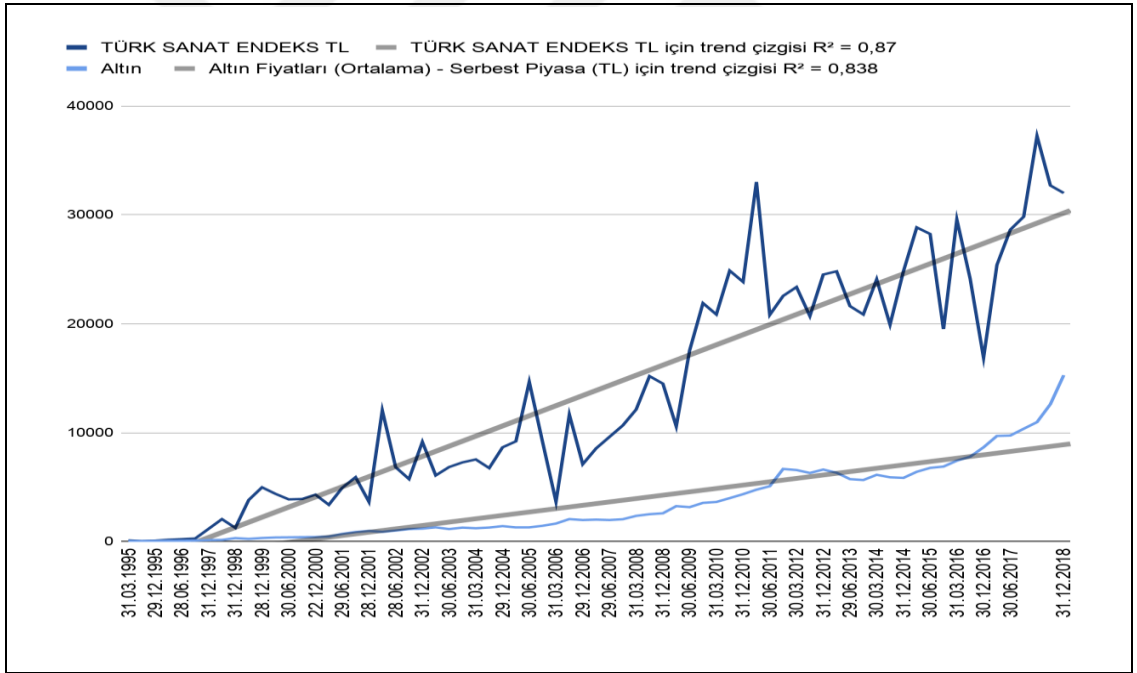
Şekil 4.10. 1995-2018 Çeyrek Dönem Altın Getiri Oranı.

Kaynak: evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket/#collapse_25

Not: Altın fiyatları için TCMB Cumhuriyet altını ortalama serbest piyasa satış fiyatı (TL/Adet düzey) esas alınmıştır. 1995-2018 üçer aylık dönemler halinde düzenlenmiş altın fiyatları ve değişim oranı tablosu Ek 3.'de yer almaktadır.³⁴

³⁴ Düzeltme

Sanat yatırımı ile altın yatırımının fiyatlarının hareket yönünün benzerlik ilişkisinin gözlendiği Şekil 4.11’de izleneceği gibi sanat yatırımının yüksek oynaklığına karşın altın fiyatları göreceli olarak oldukça istikrarlı bir şekilde özellikle son yıllarda yukarı yönlü önemli bir artış eğilimine girmiştir. Sanat yatırım getirisi ile altın yatırımı getirisi arasındaki korelasyon katsayısı 0.3658 düzeyinin düşük olduğu izlenmektedir. Bu pozitif ama zayıf korelasyon sanat ve altının birlikte risk çeşitlendirici bir potansiyelinin olduğuna işaret etmektedir. Seçkin ve Atükeren (2006) altın ile sanat getirisi korelasyonunu 1995-2005 dönemi için 0.2818 ve 1989-2005 dönemi için 0.5064 hesaplamıştır. Renneboog ve Spaenjers (2013) küresel düzeyde oluşturdukları sanat fiyat endeksi getirisi ile altın korelasyonunu 0.30 olarak hesaplamıştır.



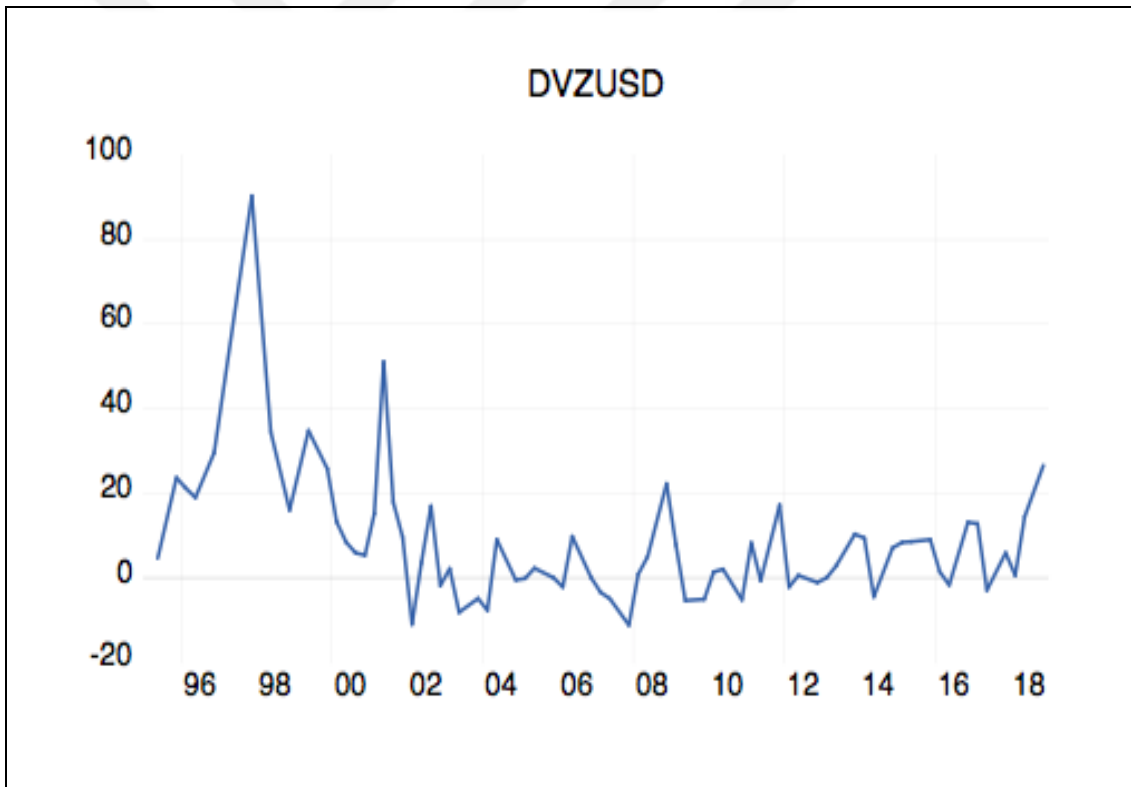
Şekil 4.11. 1995-2018 Çeyrek Dönem Türk Sanat Endeksi ve Altın Getiri Oranları

Not: Altın fiyatları trendinin görünürlüğü için 10 ile çarpılmıştır.

4.1.7. 1995-2018 Çeyrek Dönem ABD Doları Yatırımı Getirisi

Beşinci ve son yatırım varlığı olarak analize dahil edilen ABD doları, Hazine Bonosunun biraz üzerinde bir getiri oranı ile sanat, BİST100 Endeksi ve altından sonra dördüncü sırada en çok getiri sağlayan bir varlık olarak nominal %8.28 ve reel %2.30 oranında yatırımcısına getiri sağlayabilmiştir. Bu getiri oranına karşılık 15.34

düzeyindeki standart sapması ile sanat yatırımı ve BİST100 Endeksi getiri oranından sonra en oynak piyasa olması dikkati çekmektedir. Risk düzeyinin yüksekliğine karşın birim risk başına getiri performansını gösteren Sharpe oranı %2.03 ve Sortino oranı %9.53 düzeylerinde çok düşük gerçekleşmiştir. Bununla birlikte, dolar diğer alternatif varlıklar arasında sanat yatırımı getirisi ile korelasyonu pozitif ve en yüksek düzeyde olan yatırım aracı olması ile de dikkat çekmektedir. Doların 0.4871 korelasyon katsayısı düzeyinin sanat yatırımı ile aynı portföyde bir risk giderici işlev potansiyelinin mevcut olduğunu söylemek yanlış olmaz. Seçkin ve Atükeren (2006) dolar ve sanat yatırımı getirisi korelasyon katsayısını 1995-2005 dönemi için 0.3968 ve 1989-2005 dönemi için 0.5427 olarak hesaplamıştır.

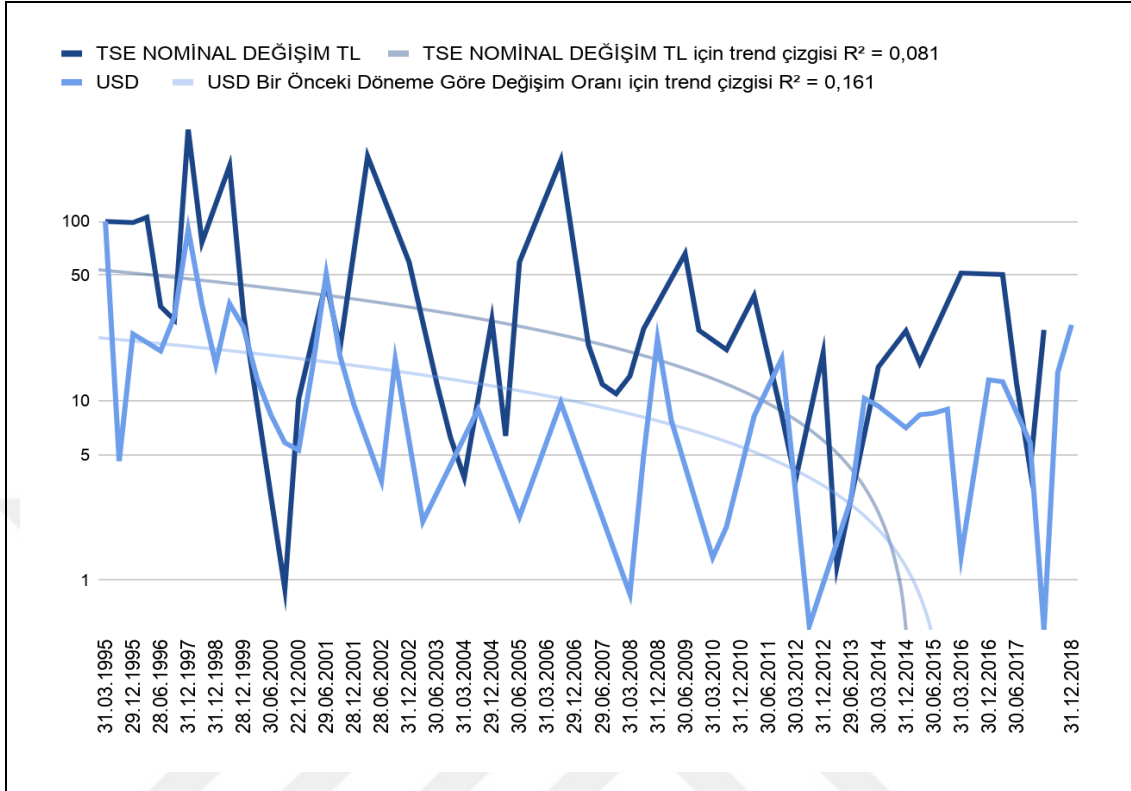


Şekil 4.12. 1995-2018 Çeyrek Dönem ABD Doları Getiri Oranı.

Kaynak: evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket/#collapse_25

Not: Dolar TL kuru için TCMB USD döviz satış-düzey fiyatı esas alınmıştır. 1995-2018 üçer aylık dönemler halinde düzenlenmiş TL-USD kur fiyatları ve getiri oranı tablosu Ek 4.' de yer almaktadır.³⁵

³⁵ Düzeltme



Şekil 4.13. 1995-2018 Çeyrek Dönem Türk Sanat Endeksi ve ABD Doları Getiri Oranları.

Not: Görünürlüğü artırmak için logaritmik ölçek alınmıştır.

4.2. Sanat Yatırımı ve Finansal Varlık Piyasası Analizi: VAR Modeli

Türk sanat ve finans piyasalarında işlem gören yatırım varlıklarının birbirini etkileme, karşılıklı bağımlılık bağlamında bir nedensellik ilişkisi, bir bağımlılık ilişkisi olup olmadığı bu bölümde VAR modeli temelinde bazı ekonometrik teknikler yardımıyla analiz edilecektir. Bağımlılık ve nedensel etkilerin açıklanması VAR modeli Granger nedensellik/dışsal değişkenler engellenmiş Wald testi ve Cholesky etkenleri kullanılmış varyans ayrıştırması analizi ile yapılacaktır. Bu amaçla önce yatırım varlıklarının 1995-2018 çeyrek dönem bazında düzenlenmiş getiri oranlarını gösteren zaman serilerinin durağanlığı test edilmiştir.

4.2.1. Sanat ve Finansal Varlıklar Getiri Oranları Serilerinin Durağanlık Sınanması

Yatırım varlıkları 1995-2018 çeyrek dönem bazında düzenlenmiş getiri oranlarını içeren zaman serilerinin durağanlıkları birim kök testi ile sınanmış ve sıfır hipotezi için genelleştirilmiş Dickey-Fuller (ADF) birim kök testi regresyon denklemi kullanılmıştır (Dickey ve Fuller, 1979; Worthington ve Higgs, 2003). Tüm sanat ve finansal varlıklar getiri oranları zaman serileri için kullanılan model ve hipotezler şöyledir:

Seriler için iki hipotez vardır; İlk hipotez H_0 : Serinin birim kökü vardır, durağan değildir. İkinci hipotez H_1 : Serinin birim kökü yoktur, seri durağandır;

Tüm seriler için sıfır hipotezi: Birim kökü vardır;

Eğer H_0 reddedilirse alternatif hipotezi H_1 kabul edilir;

Test, ilk özgün verileri (level), sabit (constant) ve doğrusal eğilim (linear trend) düzeyini kapsar.

Gecikme uzunluğu: 0 alınmıştır. (Otomatik AIC baz alınmış, maksimum gecikme = 3)

Veri serilerinin t-istatistiği mutlak değeri kritik test değerlerinin, % 1, % 5 ve % 10 anlamlılık düzeylerinde oluşan değerlerin mutlak değerlerinden büyük olduğu için H_0 hipotezi reddedilir ve H_1 hipotezi kabul edilir. Yani serilerin özgün değerlerinin $I(0)$, sabit ve eğilim katsayısı içeren regresyon denkleminde birim kökü yoktur ve durağandır. Yapılan birim kök testlerinde tüm yatırım varlıkları getiri oranı serilerinin ilk özgün değerleri durağan çıkmıştır. 1995-2018 çeyrek dönem yatırım varlıkları getiri oranı serilerinin genelleştirilmiş Dickey-Fuller birim kök testi özet sonuçları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.³⁶

³⁶ Düzeltme: Yatırım varlıkları getiri oranları serilerinin genelleştirilmiş Dickey-Fuller birim kök testi EViews 10 çıktıları Tablo Ek 5.' de yer almaktadır

	Türk Sanat Endeksi	BIST100	Hazine Bonosu	USD	Altın
Genelleştirilmiş DF t-test değeri	-8,255621	-13,19493	-5,094053	-5,376193	-5,389884
P-değeri	0,0000	0,0000	0,0008	0,0003	0,0003
Kritik test değerleri:					
Düzy % 1	-4,170583				
Düzy % 5	-3,510740				
Düzy % 10	-3,185512				

Tablo 4.5. 1995-2018 Çeyrek Dönem Yatırım Varlıkları Getiri Oranı Serisinin Genelleştirilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi Özet Sonuçları.

4.2.2. Sanat ve Finansal Varlıklar İlişkisi: VAR Modeli Granger Nedensellik/Dışsal Değişkenler Engellenmiş Wald Testi ve Varyans Ayırıştırması Analizi.

Bu bölümde sanat ve geleneksel yatırım varlıkları piyasalarının 1995-2018 yılları arası çeyrek dönem itibari ile getiri oranları temelinde sanat piyasası, BİST100 Endeksi, Hazine Bonosu, altın ve dolar yatırımının birbirleri ile olan etkileşimleri, ilişkileri ve nedensellik sonuçları VAR modeli temelinde Granger nedensellik/dışsal değişkenler engellenmiş Wald testi ile analiz edilecektir. Bağımlılık ve nedensellik ilişkileri irdelendikten sonra, yatırım araçları piyasalarının bir şok değişimde birbirini etkileme ve birinin diğerinin değişimine yapacağı etkilerin ağırlığını ve büyüklük tahminlerini yüzdesel olarak açıklanmasını bir öngörü dâhilinde değerlendiren varyans ayırıştırması analizi yapılacaktır. Bu amaçla önce VAR modeli temelli testlerin hangi gecikme uzunluklarında yapılmasının uygun olması gerektiği bilgi ölçütleri uygunluk testleri ile sınanacaktır. Vektör otoregresyon tahminlerinin gecikme uzunluğu 1 ve 2 çeyrek dönem değerleri tabloları Ek 7. ve Ek 8.'de verilmiştir.³⁷

³⁷ Düzeltme

Gecikme	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	NA	4.01e+11	40,90655	41.14229*	40,98038
1	64.91361*	1.38e+11	39,80835	41,22280	40,25134*
2	36,56875	1.20e+11*	39.50089*	42,09404	40,31304

Tablo 4.6. VAR Modeli Gecikme Uzunluğu Sırası Seçme Ölçütü.

*Ölçütün seçtiği gecikme uzunluğu sırasını gösterir (Her test %5 düzeyinde anlamlılık gösterir).

İşsel değişkenler: Türk Sanat Endeksi, BIST100, HBDT, ALTIN ve USD.

Örnekleme uzunluğu 1995 1. Çeyrek-2018 4. Çeyrek

İçerilen gözlem sayısı: 29

LR : En çok olabilirlik oranı

FPE: Son tahmin hatası

AIC: Akaike bilgi ölçütü

SC : Schwarz bilgi ölçütü

HQ : Hannan-Quinn bilgi ölçütü

Optimum gecikme uzunluğu seçiminde her bir VAR modeline Akaike bilgi ölçütü (AIC) ve maksimum gecikme uzunluğu katsayısının tespiti için %5 önem düzeyinde en çok olabilirlik (likelihood) oranı testi uygulanmıştır. VAR modeli gecikme uzunluğu sırası seçme testinde sanat yatırımı ve geleneksel finansal varlıklar arasındaki ilişkileri sınamak için 1 ve 2 dönem (3 ve 6 ay) gecikme uzunlukları VAR modeli için uygun çıkmıştır. Bu nedenle Granger nedensellik ve Wald testleri ile varyans ayrıştırması analizi gecikme uzunlukları 1 ve 2 dönem için ayrı ayrı yapılmıştır.

4.2.2.1. VAR Modeli Granger Nedensellik/Dışsal Değişkenler Engellenmiş Wald Testi

1995-2018 çeyrek dönem bazında sanat ve finansal varlık piyasaları arasındaki bağımlılık ve nedensellik ilişkilerini açıklayan VAR modeli Granger nedensellik/dışsal değişkenler engellenmiş Wald testi, bir ve iki çeyrek dönem sonrası etkileri görebilmek için ayrı ayrı uygulanmıştır. Nedensellik ilişkilerini iki çeyrek dönem, altı ay gecikme ile açıklayan Granger nedensellik/dışsal değişkenler engellenmiş Wald testi sonuçları Tablo 4.7’de gösterilmiştir.

	Bağımlı Değişken				
Dışsal Değişken	TSE	BİST100	HBDT	USD	Altın
TSE		2,7160	0,7685	0,9180	2,5424
		(0,2572)	(0,6810)	(0,6319)	(0,2805)
BİST100	9,2592		3,1322	1,2097	0,7987
	(0,0098)		(0,2089)	(0,5462)	(0,6708)
HBDT	4,8906	6,5897		13,7193	17,6741
	(0,0867)	(0,0371)		(0,0010)	(0,0001)
USD	5,8536	3,4916	0,1473		1,9936
	(0,0536)	(0,1745)	(0,9290)		(0,3691)
Altın	3,1396	1,1199	1,4707	0,0309	
	(0,2081)	(0,5712)	(0,4793)	(0,9847)	
Tümü	20,7136	23,3995	5,4123	19,2695	22,3452
	(0,0079)	(0,0029)	(0,7127)	(0,0135)	(0,0043)

Tablo 4.7. 1995-2018 Çeyrek Dönem Yatırım Varlıkları VAR Modeli Granger Nedensellik/Dışsal Değişkenler Engellenmiş Wald Testi (Gecikme Uzunluğu 2).³⁸

Not: P-değerleri ilgili parametrenin altında parantez içinde yer almaktadır.

Sıfır hipotezi H0: BİST100 Türk Sanat Endeksi (TSE)'nin Granger nedeni değildir.

Alternatif hipotezi H1: BİST100 TSE'nin Granger nedenidir.

Örneklem Uzunluğu: 1995 1. Çeyrek – 2018 4. Çeyrek.

İçerilen Gözlem Sayısı: 29

Türk Sanat Endeksinin bağımlı değişken ve diğer finansal varlıkların bağımsız değişken olduğu, iki dönem gecikme uzunluğu varsayımında Borsa İstanbul BİST100 Endeksi P (olasılık) değeri %5'ten küçük olduğu için H0 hipotezi reddedilir ve buna karşılık H1 alternatif hipotezi kabul edilir, BİST100 Türk Sanat Endeksinin Granger nedenidir. Fakat Türk Sanat Endeksi BİST100'ün Granger nedeni değildir, Türk Sanat Endeksi ile BİST100 Endeksi arasında tek yönlü bir ilişki vardır. Aynı şekilde finansal varlıkların tümünün birlikte Sanat Endeksinin Granger nedeni olduğu izlenmesine

³⁸ Düzeltme

karşılık Hazine Bonosu, altın ve dövizin ayrı ayrı Sanat Endeksi ile Granger nedensellik ilişkisi olmadığı görülmektedir. İki çeyrek dönem gecikme sonrasında Granger nedensellik analizinde Türk Sanat Endeksinin BİST100 dışında bir başka varlık piyasası ile nedensellik ilişkisi görülmemiştir. Sonuç olarak Granger nedensellik sınaması BİST100 Endeksi kazançlarının sanat yatırımını etkilediğini göstermektedir. Hisse senedi piyasasında hisse senetleri fiyatlarının yükselmesi ile oluşan gelirlerin sanat piyasasına aktarılması ve bu kazançlar ile yatırımcıların veya koleksiyoncuların resim satın alması daha önce belirtildiği gibi literatürde “servet etkisi” olarak adlandırılır. Borsada gerçekleşen kazançlar sanat eserlerine olan talebi artırır ve bu talep artışı da sanat eserleri fiyatlarını yukarı yönde etkiler. Böylece genellikle hisse senedi fiyatlarının yükselmesini sanat piyasasında resim fiyatlarının yükselişleri izler.

Bir diğer önemli sonuç Hazine Bonosu faiz gelirlerinin altı aylık gecikme uzunluğunda BİST100, dolar ve altın piyasasının tek yönlü Granger nedeni olmasıdır. Faiz kazançlarının altı aylık dönem sonunda sanat yatırımı hariç diğer geleneksel yatırım varlıklarına BİST100 Endeksi hisse senedi, altın ve dolar alımına harcandığı görülmektedir.

1995-2018 çeyrek dönem bazında sanat ve yatırım varlıkları piyasaları arasındaki nedensellik ilişkilerinin bir çeyrek dönem sonrası sonuçlarını görebilmek için yapılan VAR modeli Granger nedensellik/dışsal değişkenler engellenmiş Wald testi sonuçları Tablo 4.8’de gösterilmiştir. Bir çeyrek dönem sonrası yatırım piyasaları arasındaki etkileşimleri görmek için yapılan Granger nedensellik testinde kısa vadeli Hazine Bonosunun tek yönlü olarak sanat yatırımı, BİST100 Endeksi, altın ve dolar olmak üzere tüm yatırım araçlarının Granger nedeni olduğu görülmektedir. Bu sonuç Hazine Bonosu kazançlarının kısa dönemde, üç ay sonunda sanat piyasası da dahil diğer tüm yatırım varlıklarının alımına yöneldiğine işaret etmektedir. Bu yönelim bir anlamda elde edilen kısa vadeli yatırım kazançlarının görece olarak uzun dönemli yatırım araçları satın alınmasına aktarıldığını ifade etmesi açısından ilginç bir sonuç olduğu söylenebilir. Granger nedensellik test sonuçlarının finans piyasalarının gerçekliğine uygun ve mantıklı, yatırımcı davranışları ile de örtüştüğünü söylemek yanlış olmayacaktır.

	Bağımlı Değişken				
Dışsal Değişken	TSE	BİST100	HBDT	USD	Altın
TSE		1,1058	0,6294	0,461141	0,1000
		(0,2930)	(0,4276)	(0,4971)	(0,7518)
BİST100	0,1494		0,2052	1,1463	0,9851
	(0,6991)		(0,6506)	(0,2843)	(0,3210)
HBDT	4,0063	5,3139		17,4641	10,2279
	(0,0453)	(0,0212)		(0,0000)	(0,0014)
USD	0,3007	0,1176	0,1501		0,9974
	(0,5834)	(0,7317)	(0,6984)		(0,3180)
Altın	0,1503	1,1315	0,0560	0,5478	
	(0,6982)	(0,2875)	(0,8129)	(0,4592)	
Tümü	5,3886	10,9998	1,0062	19,6214	16,3553
	(0,2497)	(0,0266)	(0,9088)	(0,0006)	(0,0026)

Tablo 4.8. 1995-2018 Çeyrek Dönem Yatırım Varlıkları VAR Modeli Granger Nedensellik/Dışsal Değişkenler Engellenmiş Wald Testi (Gecikme Uzunluğu 1).³⁹

Not: P-değerleri ilgili parametrenin altında parantez içinde yer almaktadır.

Sıfır hipotezi H0: BİST100 TSE'nin Granger nedeni değildir.

Alternatif hipotezi H1: BİST100 TSE'nin Granger denidir.

Örneklem uzunluğu: 1995 1. Çeyrek – 2018 4. Çeyrek.

İçerilen gözlem Sayısı: 46

4.2.2.2. Varyans Ayrıştırması Analizi

Sanat piyasası ve geleneksel finansal varlık piyasalarının aralarındaki etkileşimlerini ve bağımlılık ilişkilerinin nedensellik boyutunu 1995-2018 yılları çeyrek dönem sonuçlarını kapsayacak şekilde inceledikten sonra bu bölümde, aynı veriler üzerinden sanat piyasası ve finansal varlık piyasalarının aralarındaki etkileşimlerin bir çok değişiklikte nasıl olacağının öngörüsünü, birbirini etkileme ve

³⁹ Düzeltme

birinin diğerinin değişimine yapacağı etkilerin ağırlığını açıklama anlamında etkilerin büyüklük tahminlerini yüzdesel olarak analiz eden varyans ayrıştırması analizi yapılmıştır. Varyans ayrıştırması analizi anlamlı sonuçlar görebilmek için 12 çeyrek dönemi kapsayan bir ve iki gecikme uzunluğunda ayrı ayrı yapılmıştır. Varyans ayrıştırması analizini gecikme uzunluğunu 2 çeyrek dönem (6 ay) alınan VAR modelinde (tablo Ek 13⁴⁰), sanat getirisini bağımlı değişken ve BİST100 Endeksi, Hazine Bonosu, doları ve altın piyasalarını bağımsız değişken olarak alındığında, verilen bir şokun 12. çeyrek dönem sonunda, sanat getirisindeki veya sanat piyasasındaki değişimlerin % 53.31'ine sanat piyasasının kendisi, % 17.44'sine BİST100, % 18.52'ine Hazine Bonosu, % 7.26'sına dolar ve % 3.47'sine altın piyasasındaki değişiklikler neden olacaktır. Modellemede görüldüğü gibi dönemler uzadıkça bağımsız değişkenlerin Sanat Endeksi üzerindeki etkisinin arttığı izlenmektedir. BİST100 Endeksi kazançlarının sanat yatırımına etkisinin en çok üç dönem sonunda %22,95 oranında olduğu ve daha sonraki dönemlerde bu etkinin azaldığı buna karşılık Hazine Bonosunun etkisinin arttığı öngörülmektedir.

Varyans ayrıştırması analizini gecikme uzunluğunun bir çeyrek dönem (3 ay) olarak oluşturulduğu VAR modelinde ise çok farklı sonuçlar çıkmaktadır. Tablo Ek 14⁴¹'de görüleceği gibi verilen bir şokun etkisinin ağırlığının açıklanmasında 12. çeyrek dönem sonunda oluşacak sanat getirisindeki değişimde; %96.43'ünün sanat piyasasının kendisinin, buna karşılık sadece % 0.34'ünü BİST100, % 2.86'nı HBDT, % 0.15'ni USD ve % 0.22'sinin altın piyasasının etkisi olduğu görülmektedir. Üç ay sonra oluşacak şok değişikliğinin açıklanmasında %2.86 oran ile en büyük etkinin Hazine Bonosu olduğu dikkati çekmektedir. Bu haliyle bir çeyrek dönem gecikme ile oluşan şok değişimlerde BİST100 Endeksi, dolar ve altın yatırım varlıklarının sanat piyasasına önemli bir etkisinin olmayacağı öngörülmektedir.

4.3. Türk Sanat Piyasası ve GSYİH Büyüme Hızı

Türk Sanat Endeksinin yeni gelişen bir sanat piyasası olarak ekonomik ve siyasi krizlere karşı çok duyarlı ve kırılgan olduğunu ve krizlere koşut olarak sert düşüşler gösterdiğini ve oynaklığının oldukça yüksek noktalarda salındığını önceki

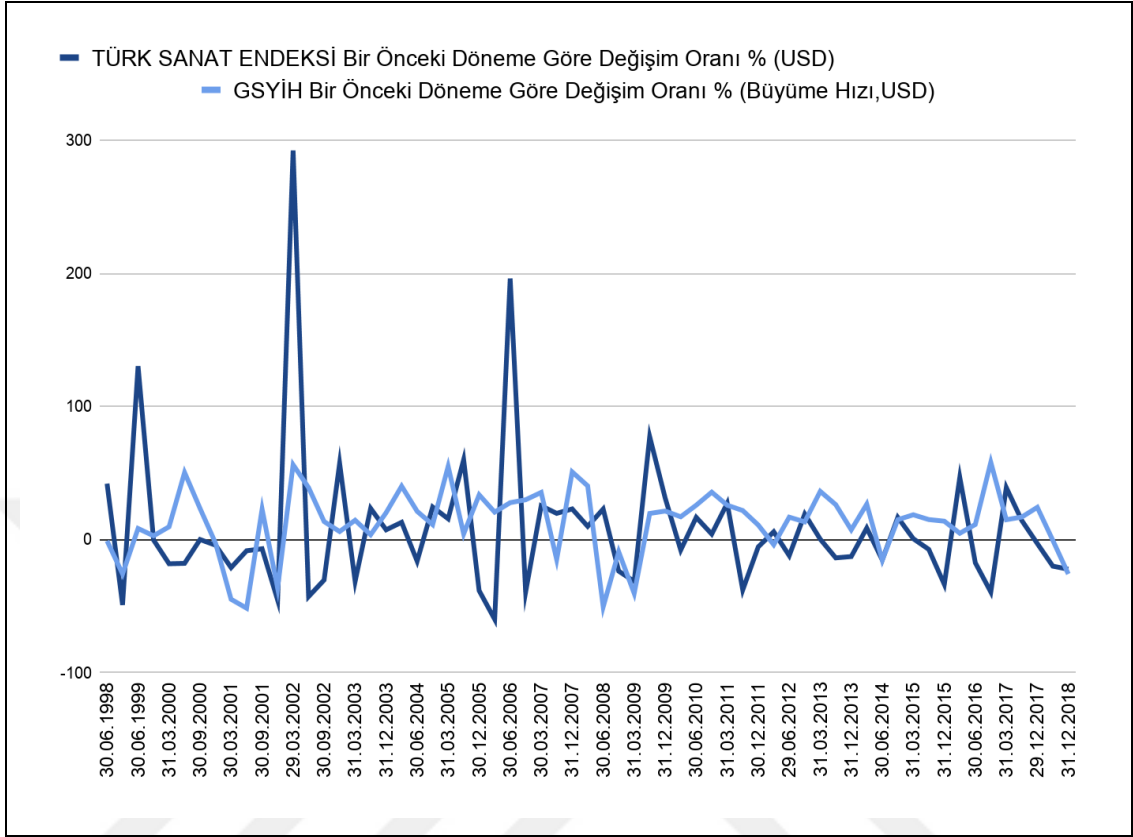
⁴⁰ Düzeltme

⁴¹ Düzeltme

bölümlerde irdeledik. Bu bölümde sanat ürünü, daha öznel anlamıyla resim satın alıp yatırım amacıyla tutmanın, gelir artışı veya genel bir ifade ile gayrisafı yurt içi hasıla artışı veya azalışından ne yönde nasıl etkilendiğini ve aralarında karşılıklı herhangi bir nedensellik, bağımlılık ilişkisi olup olmadığı analiz edilecektir. Büyüme hızı (GSYİH) ve Türk Sanat Endeksinin 1998-2018 üçer aylık çeyrek dönemler itibariyle bir önceki döneme göre değişim oranları tablosu Ek 9.'da gösterilmiştir.⁴²

1998 yılının son çeyreğinden 2018 yılı sonuna kadar üç aylık dönemlerde Ülkemizin ortalama büyüme hızı %1.29, buna karşılık Sanat Endeksinin ortalama artış oranı cari fiyatlar ile dolar bazında %8.76 oranında gerçekleşmiştir. Türk Sanat Endeksi ve GSYİH aynı grafik (Şekil 4.14) üzerinde izlendiğinde dönemler itibariyle her ikisinin fiyat hareketlerinin değişim yönlerinin pek örtüşmediği görülmektedir. Nitekim Sanat Endeksi ve büyüme hızı arasındaki korelasyon (0.2229) düzeyinin pozitif ancak güçlü bir bağılılığı göstermemesi grafikte gözlemlenen sonuçları desteklemektedir. Bir anlamda sanat endeksinin büyüme hızından veya milli gelir artış ve azalışlarından çok etkilenmediğini söylemek olanaklıdır. Bu sonuç aynı zamanda büyüme hızı ile Sanat Endeksinin Granger nedensellik/dışsal değişkenler engellenmiş Wald testi ve ikili eşleştirmeli Granger nedensellik testleri ile sınanmış ve büyüme hızı ile Sanat Endeksi arasında ulaşılan sonuçlar doğrultusunda bir nedensellik ilişkisi görülmemiştir. Büyüme hızının Sanat Endeksi ile bağımlılık ve etkileşim ilişkilerinin ağırlığının öngörüsü varyans ayrıştırması analizi ile üç aylık bir gecikme uzunluğunda 12 çeyrek dönem olan 3 yıl için yapılmıştır. Sanat Endeksini bağımlı, büyüme hızını bağımsız değişken olarak varsayılan varyans ayrıştırması testinde verilen bir şokun 12 dönem sonrasında Sanat Endeksinde neden olduğu değişikliklerin ancak %2,07 oranındaki kısmının büyüme hızı tarafından açıklandığı izlenmiştir. Goetzmann, Renneboog ve Spaenjers (2009: 27) 1830-2007 dönemi için İngiltere’de büyüme hızını baz aldıkları gelir artışı ve sanat getirisi arasındaki korelasyon katsayısını aynı doğrultuda 0.1685 düzeyinde oldukça düşük elde etmişlerdir. Fedderke ve Li (2020) Güney Afrika’da sanat eserleri fiyatlarının GSYİH artış ve azalışlarından farklı olarak ters yönde hareket ettiğini gözlemlemiştir.

⁴² Düzeltme



Şekil 4.14. 1998-2018 Çeyrek Dönem Türk Sanat Endeksi ve Büyüme Hızı Bir Önceki Döneme Göre Değişim Oranları (USD).

Türk Sanat Endeksi, bölüm 3.2'de açıklanan yöntemle göre yazar tarafından oluşturulmuştur. Büyüme hızı için kaynak: data.oecd.org/gdp/quarterly-gdp

Not: GSYİH değerleri eğilim görünürlüğü için 10 kat alınmıştır.

	Türk Sanat Endeksi (USD)	GSYİH (USD)
Bir önceki Çeyrek Döneme Göre Artış Oranı %	8.76	1.29
Standart Sapma	54.32	2.46
Maksimum	292.42	5.82
Minimum	-59.90	-5.16
Gözlem Sayısı	64	64

Tablo 4.9. 1998-2018 Çeyrek Dönem Türk Sanat Endeksi ve GSYİH Bir Önceki Döneme Göre Değişim Oranları Açıklayıcı İstatistikleri.

Örneklem uzunluğu: 1998 2. Çeyrek – 2018 4. Çeyrek.

	Türk Sanat Endeksi (USD)	GSYİH
Türk Sanat Endeksi (USD)	1,0000	0.2229
GSYİH	0.2229	1,0000

Tablo 4.10. 1998-2018 Çeyrek Dönem Türk Sanat Endeksi ve GSYİH Korelasyon Analizi (USD).

Örneklem uzunluğu: 1998 2. Çeyrek – 2018 4. Çeyrek.

İçerilen gözlem sayısı: 64

4.3.1. Türk Sanat Endeksi ve GSYİH Büyüme Hızı İlişkisi: VAR Modeli Analizi

Büyüme hızı ve Türk Sanat Piyasası Fiyat Endeksi arasında pozitif ancak zayıf bir korelasyon olduğunu gördükten sonra ek olarak, Sanat Endeksinin değişim yönünün ekonomik büyüme hızı ile bir nedensel sonuç ilişkisini tanımlayabilmek için bu bölümde VAR modeli analizi ile Granger nedensellik sınaması yapılmıştır. Büyüme hızının sanat piyasasındaki şok bir değişimin büyüklüğünün ne kadarını açıklayabildiği ise varyans ayrıştırması analizi ile analiz edilecektir.

4.3.1.1. Türk Sanat Endeksi ve GSYİH Büyüme Hızı Durağanlık Sınaması

Türk Sanat Endeksi ile büyüme hızı ilişkisini VAR modeli ile yapmadan önce serilerin durağanlık testi birim kök sınaması yapılacaktır. Türk Sanat Endeksi dolar bazlı (TSEUSD) endeks ile büyüme hızı (GSYİH) zaman serilerinin durağanlıkları birim kök testi ile sınanmış ve sıfır hipotezi için geliştirilmiş Dickey-Fuller (ADF) birim kök testi regresyon denklemi kullanılmıştır (Dickey, Fuller, 1979; Worthington, Higgs, 2003).

Seriler için iki hipotez vardır.

İlk hipotez, H0: Serinin birim kökü vardır, durağan değildir.

İkinci hipotez H1: Serinin birim kökü yoktur, seri durağandır.

Tüm seriler için sıfır hipotezi: Birim kökü vardır.

Eğer H0 reddedilirse alternatif hipotezi H1 kabul edilir.

Test, İlk özgün verileri (level) sabit (constant) ve doğrusal eğilim (linear trend) düzeyini kapsar ve %5 düzeyinde anlamlılık gösterir.

Serilerin t-istatistiği mutlak değeri kritik test değerlerinin %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerinde oluşan değerlerin mutlak değerlerinden büyük olduğu için H0 hipotezi reddedilir ve H1 hipotezi kabul edilir. Yani serilerin özgün değerlerinin I(0) sabit ve eğilim katsayısı içeren regresyon denkleminde birim kökü yoktur ve durağandır. Yapılan birim kök testlerinde serilerin ilk özgün değerleri durağan çıkmıştır.

		TSE	GSYİH
Genelleştirilmiş DF t-test değeri		-8.241556	-5.447439
P-değeri		0,0000	0.0003
Kritik test değerleri:			
Düzyey % 1	-4.180911		
Düzyey % 5	-3.515523		
Düzyey %10	-3.188259		

Tablo 4.11. Türk Sanat Endeksi ve GSYİH Genelleştirilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi Özet Sonuçları.⁴³

Not: Endekslere ait genelleştirilmiş Dickey-Fuller birim kök testi EViews 10 çıktıları Ek 6.'da yer almaktadır.

4.3.1.2. Türk Sanat Endeksi ve GSYİH İlişkisi: VAR Modeli Granger Nedensellik / Dışsal Değişkenler Engellenmiş Wald Testi ve Varyans Ayrıştırması Analizi

Türk Sanat Endeksi ve büyüme hızı VAR modeli Granger nedensellik ve varyans ayrıştırması analizi için uygun gecikme aralığı bir dönem (3 ay) alınmıştır. Yapılan gecikme uzunluğu seçme testinde Tablo 4.12'de görüldüğü gibi yıldız (*) işaretinin en çok oluştuğu sıra (1) gecikme uzunluğunun en uygun olduğunu göstermektedir (Botha, Scott ve Snowball, 2016: 8). Optimum gecikme uzunluğu seçiminde her bir VAR modeline Akaike bilgi ölçütü (AIC) ve maksimum gecikme uzunluğu katsayısını bulmak için en çok olabilirlik (likelihood) oranı testi uygulanmıştır.

⁴³ Düzeltme

Gecikme Uzunluğu	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	NA	23242.67	15.72948	15.81058*	15.75956*
1	9.632640*	22049.14*	15.67636*	15.91966	15.76659

Tablo 4.12. VAR Modeli Gecikme Uzunluğu Sırası Seçme Ölçütü.

*Ölçütün seçtiği gecikme uzunluğu sırasını gösterir.

Her test %5 düzeyinde anlamlılık gösterir.

LR : En çok olabilirlik oranı.

FPE : Son tahmin hatası.

AIC: Akaike bilgi ölçütü.

SC : Schwarz bilgi ölçütü.

HQ : Hannan-Quinn bilgi ölçütü.

Not: Örneklem uzunluğu: 1998 2. Çeyrek – 2018 4. Çeyrek.

USD fiyatlarıyla yazar tarafından bölüm 3.2' de açıklanan yönteme göre düzenlenmiş Türk Sanat Endeksi ve GSYİH değişim oranları vektör otoregresyon tahminleri tablosu Ek 10.'da yer almaktadır.⁴⁴

	Bağımlı Değişken			Bağımlı Değişken	
	TSEUSD			GSYİH	
Dışsal Değişken	ki-kare	Olasılık	Dışsal değişken	ki-kare	Olasılık
GSYİH	0,9847	0,3210	TSEUSD	0,4102	0,5218

Tablo 4.13. Türk Sanat Endeksi ve GSYİH VAR Modeli Granger Nedensellik/Dışsal Değişkenler Engellenmiş Wald Testi.⁴⁵

Sıfır ve alternatif hipotezi:

H0: Türk Sanat Endeksi büyüme hızının Granger nedeni değildir ve büyüme hızı Sanat Endeksinin Granger nedeni değildir;

H1: Türk Sanat Endeksi büyüme hızının Granger nedenidir ve büyüme hızı Sanat Endeksinin Granger nedenidir.

Test % 5 düzeyinde anlamlılık gösterir.

Örneklem uzunluğu: 1998 2. Çeyrek – 2018 4. Çeyrek.

İçerilen gözlem sayısı: 44

Gecikme uzunluğu: 1 çeyrek dönem

⁴⁴ Düzeltme

⁴⁵ Düzeltme

Sıfır Hipotez	F-İstatistik	Olasılık
GSYİH TSEUSD'nin Granger nedeni değildir	0,9847	0,3269
TSEUSD GSYİH'nin Granger nedeni değildir	0,4102	0,5254

Tablo 4.14. Türk Sanat Endeksi ve GSYİH İkili Eşleştirmeli Granger Nedensellik Testleri.

Örneklem uzunluğu: 1998 2. Çeyrek – 2018 4. Çeyrek.

Gecikme uzunluğu: 1 çeyrek dönem

İçerilen gözlem sayısı: 44

Türk Sanat Endeksi ve GSYİH arasındaki ilişki bağlamında, VAR modeli Granger nedensellik/dışsal değişkenler engellenmiş Wald testi ve ikili eşleştirmeli Granger nedensellik test sonuçları Tablo 4.13 ve Tablo 4.14’de gösterilmiştir. Tablolarda görüleceği gibi büyüme hızı ile Türk Sanat Endeksi arasında bir Granger nedensellik ilişkisi bulunmamıştır.

Dönem	TSEUSD'nin Varyans Ayrıştırması		GSYİH'nin Varyans Ayrıştırması	
	TSEUSD	GSYİH	TSEUSD	GSYİH
1	100,0000	0,0000	13.68681	86.31319
2	98.03593	1.96407	15.37087	84.62913
3	97.93631	2.06369	15.45283	84.54717
4	97.92693	2.07307	15.46095	84.53905
5	97.92610	2.07390	15.46167	84.53833
6	97.92602	2.07398	15.46173	84.53827
7	97.92602	2.07398	15.46174	84.53826
8	97.92601	2.07399	15.46174	84.53826
9	97.92601	2.07399	15.46174	84.53826
10	97.92601	2.07399	15.46174	84.53826
11	97.92601	2.07399	15.46174	84.53826
12	97.92601	2.07399	15.46174	84.53826

Tablo 4.15. Cholesky Etkenleri Kullanılarak Yapılan Türk Sanat Endeksi ve GSYİH Varyans Ayrıştırması Analizi⁴⁶

⁴⁶ Düzeltme

Tablo 4.15’de Cholesky etkenleri kullanılarak yapılan Türk Sanat Endeksi ve GSYİH varyans ayrıştırması analizinde ise Türk Sanat Endeksi bağımlı, büyüme hızı bağımsız değişken olarak alındığında verilen bir şokun 12 dönem sonrasında Sanat Endeksinde oluşacak değişikliklerin çok küçük bir oranı, ancak %2,07 oranındaki kısmının büyüme hızı tarafından etkilendiği izlenmiştir. Bu testin sonucu Türk sanat piyasası ile büyüme hızı arasında anlamlı bir etkileşim olmadığını göstermektedir.

4.4. Türk Sanat Endeksinin Ressamların Yaşadıkları Döneme Göre Alt Grup Endekslerine Ayrılması: Klasik, Modern ve Çağdaş Dönem

Bu bölümde Türk sanat piyasası, Türk ressamlarını yaşadıkları dönemi baz alarak ayrıştırılan Klasik, Modern ve Çağdaş Dönem olmak üzere üç ayrı ressam grubu bazında ayrı ayrı oluşturulan endeksler ile daha ayrıntılı incelenecektir. Böylece sanat endeksinin ressam ve tarz grubu bazında ne kadar ayrıştığı, dönem ve tarz farklılığının fiyatlar ve dolayısı ile finansal getiri bağlamında önemi bu bölümde tartışılacaktır. Daha önce vurgulandığı gibi resmin konusu ve yapıldığı dönem resim fiyatlarını dolayısı ile resmin getirisini etkilemektedir. Bu etki özellikle Klasik Dönem ressamlarında çok açık görülmektedir. Türk resim tarihinin en pahalı ressamlar grubunu oluşturan Klasik Ressamlar Endeksi, Modern ve Yaşayan Ressamlar Endekslerine göre, en az yükseliş gösteren endeks olarak dikkati çekmektedir. İncelenen dönem sonunda Klasik Ressamlar Endeksi 12.256, Modern Ressamlar Endeksi 49.198 ve Yaşayan Ressamlar Endeksi 49.816 düzeyinde sonlanmıştır. Bir başka deyişle Modern ressamların fiyatları aynı dönemde yaklaşık 492, Yaşayan ressamların 498 ve Türk Sanat Endeksi 320 kat artarken Klasik ressamların ortalama fiyatları sadece 123 kat artabilmiştir. Aslında endekste bu görece düşük artış Klasik Dönem ressamlarının her dönem için fiyatlarının yüksek olduğuna işaret eder. Nitekim ressamların piyasa fiyatlarının ortalama birim tutarı sıralamasını gösteren Tablo 4.18’de görüleceği gibi Klasik ressamlar en pahalı ressamlar grubunu oluşturmaktadır. Bununla birlikte Klasik Ressamlar Endeksi en düşük fiyat yükselişini göstermesine rağmen en yüksek getiriyi sağlamış ve aynı dönemde yüzde 51.83 oranındaki ortalama getiri oranı ile Yaşayan ressamlar (% 27.90) ve Modern Ressamlar Endeksinin (% 22.10), çok üzerinde bir oranda getiri performansı göstermiştir. Fakat buna karşılık

Klasik ressamların 170.51 standart sapması ile görece olarak riski en yüksek Endeks olduğu dikkati çekmekte, Klasik ressamları 104.79 ile Yaşayan ressam ve 67.72 standart sapma düzeyi ile Modern ressam izlemektedir. Klasik ressam en riskli ressam grubu olmasına karşılık %25.72 Sharpe oranıyla birim risk başına en yüksek getiriyi gerçekleştirmiştir. Klasikleri %20.86 Sharpe oranıyla Modern ve % 19.02 Sharpe oranıyla Yaşayan ressam izlemiştir. Klasik ressamların getiri oranı yüksekliğinin en önemli nedeni, Klasik Ressamlar Endeksinin standart sapmasının yüksekliği ile maksimum (939.13) ve minimum değeri (-84.91) arasındaki farkın büyük olmasında açıkça görüleceği üzere Klasik ressamların fiyat dalgalanmalarının çok yüksek olmasıdır. Özellikle Osman Hamdi ve bazı diğer Klasik ressamların önemli başyapıt niteliğindeki çok pahalı eserlerinin satıldığı dönemlerde endeksin çok yüksek düzeye sıçraması ile ilgilidir. Örneğin Türk resminin en pahalı ressamı olan Osman Hamdi'nin bir resminin fiyatı (yurtdışında çok daha fazla) 10 milyon TL'na ulaşabilmektedir. Bu tutar diğer ressamlarla kıyaslandığında en az 20-30 kat yüksek bir tutardır. Bu nedenle piyasada çok az sayıda olan ve dolayısı ile satışa çıkan Osman Hamdi ve diğer pahalı Klasik başyapıtların endekse baz her dönem için satışa sunulmaması, bu gibi eserlerin satıldığı dönemde Klasik Endeksin aşırı derecede yukarı sıçramasına neden olmaktadır (Spaenjers, Goetzmann, Mamonova, 2015: 23).⁴⁷ Klasik ressam, eserlerinin az bulunması, başyapıt niteliğindeki eserlerin çok yüksek fiyata satılması ve her dönem piyasaya satılacak eser sunulmaması gibi nedenlerden ötürü, Türk Sanat Fiyat Endeksi hesaplamasına dahil edilmemiştir. Klasik ressamların eserlerinin çoğunun fiyatlarının çok yüksek ve piyasada dolaşımda olan sayılarının az olması bu ressamların eserlerinin sanat piyasasında aykırılık yaratmasına neden olmaktadır. Bu konu bölüm 4.4.2'de ayrıntılı bir şekilde irdelenecektir.

2011 yılı, sanat piyasası için bir kırılma yılı olduğu gibi, aynı ekonomik ve siyasi etkilerin sonuçları tüm alt ressam grupları endekslerinde de gözlenmektedir. Klasik, Modern ve Yaşayan Ressamlar Endeksleri, 1995'den itibaren sürdürdükleri yukarı yönlü yükselişin ardından 2011'de yapılan zirve sonrasında yükseliş trendi yerini düşüşe bırakmıştır. Cari fiyatlarla TL cinsinden endekslerde (Şekil 4.15) 2017

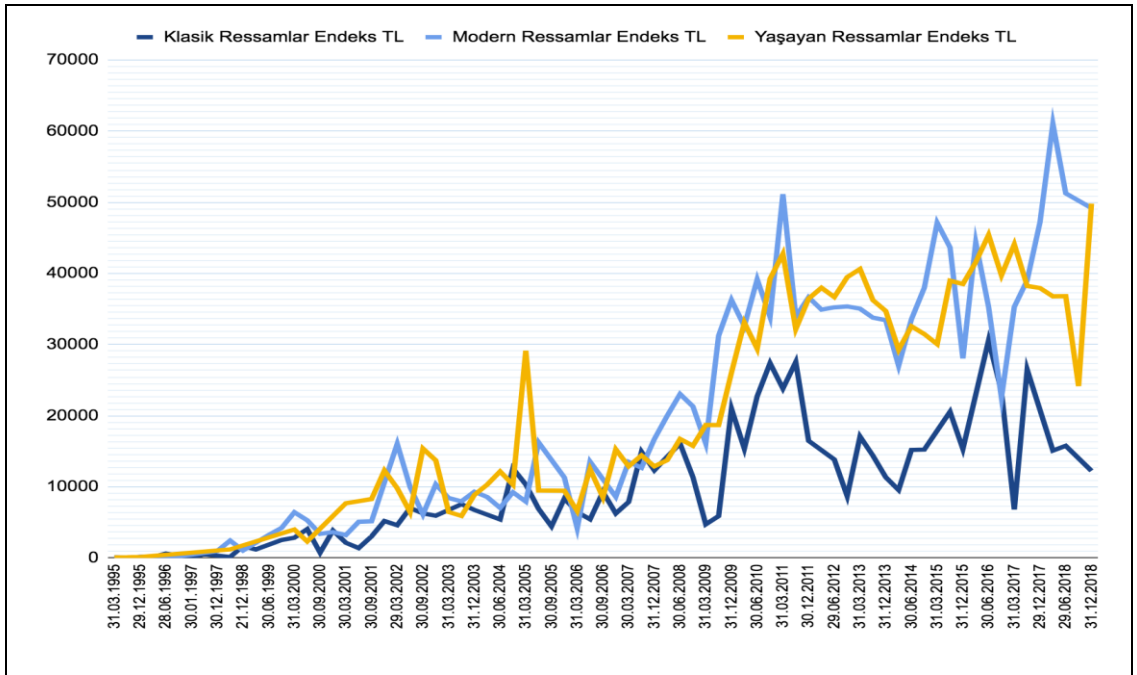
⁴⁷ Düzeltme

ve 2018’de bir toparlanma görünse de dolar bazında endekslerin yer aldığı Şekil 4.16’da görüldüğü gibi, 2011 yılı zirvesinden sonra aşağı yönlü düşüş sürekli bir şekilde devam etmiş ve 2011 düzeyine bir daha ulaşamamıştır.

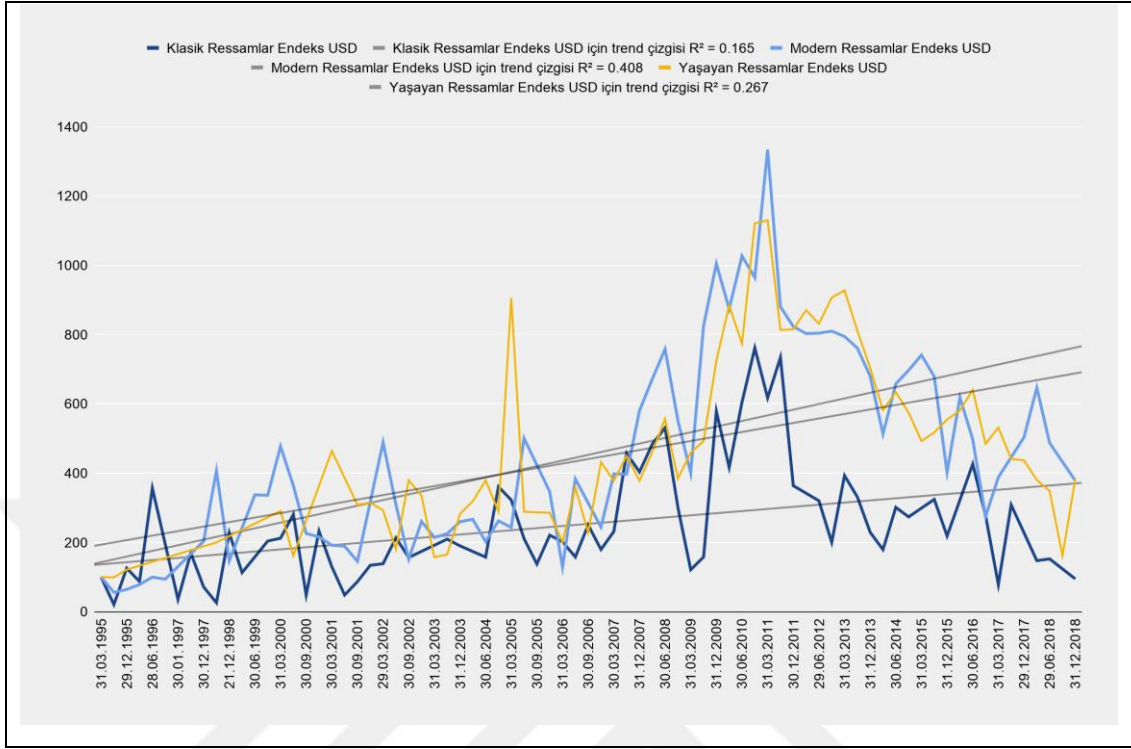
	Klasik Ressamlar Sanat Fiyat Endeksi	Modern Ressamlar Sanat Fiyat Endeksi	Yaşayan Ressamlar Sanat Fiyat Endeksi
Endeks Değeri	12.256,27	49.197,73	49.816,07
Getiri Oranı %	51,83	22,10	27,90
Standart Sapma	170,51	67,72	104,79
Sharpe Oranı %	25,72	20,86	19,02
Ortanca	-10,84	1,51	3,55
Maksimum	939,13	325,26	710,86
Minimum	-84,91	-63,10	-67,40
Çarpıklık	3,20	2,32	4,84
Basıklık	14,50	9,28	30,67
Olasılık	0,00	0,00	0,00
Gözlem Sayısı	67	69	62

Tablo 4.16. Klasik, Modern ve Yaşayan Ressam Fiyat Endeksi Getiri ve Risk Performansı ve Açıklayıcı İstatistikler (TL).

Fiyat endeksleri getiri ve risk açıklayıcı İstatistiksel bilgiler, bölüm 3.2’de açıklanan yöntemle göre yazar tarafından oluşturulan grup bazında ressam endeksleri kullanılarak hesaplanmıştır.



Şekil 4.15. Klasik, Modern ve Yaşayan Ressamlar Fiyat Endeksi (TL).



Şekil 4.16. Klasik, Modern ve Yaşayan Ressamlar Fiyat Endeksi (USD).

4.4.1. Endekslerde Yer Alan Klasik, Modern ve Yaşayan 45 Ressamın Getiri Oranları

Endekslere seçilen ressamın bireysel olarak yatırım getiri oranları incelendiğinde (Tablo 4.17), Osman Hamdi'nin %167.16 getiri oranı ile büyüklük sıralamasında birinci sırada olduğu görülmektedir. Tabloda ilk dikkati çeken getiri oranı büyüklüğü sıralamasının ilk 10'unun ağırlıklı olarak Klasik ressamlardan oluşmasıdır. Bunun yanında İlk 10 ressam arasında üç Modern Dönem ressamı; Nedim Günsur 2. sırada, Neşet Günel 5. sırada ve Nejad Devrim 7. sırada yer almaktadır. Listede 9. sırada ise bir Yaşayan ressam Ahmet Güneştekin'in yer aldığı dikkati çekmektedir. Sıralamada görülen bir diğer ilginç durum ise, son 3 sırada yer alan ressamın getiri oranlarının negatif olması, fiyatlarının zaman içinde düşmesidir. Yaşayan ressam Haluk Akakçe (2009-2018 dönemi), Ekrem Yalçındağ ve Modern ressam Hakkı Anlı'nın (2007-2018 dönemi) fiyatı, TL bazında cari fiyatlarla endeks baz yıllarının düzeyinin altına inmiştir.

Ressam Adı ve Sırası	Getiri Oranı %	Ressam Adı ve Sırası	Getiri Oranı %
1. Osman Hamdi	167.16	24. Burhan Doğançay	23.22
2. Nedim Günsur	141.17	25. Nuri İyem	22.71
3. Hoca Ali Rıza	80.43	26. Devrim Erbil	21.84
4. İbrahim Çallı	58.63	27. Bedri Baykam	21.09
5. Neşet Günal	52.01	28. Kezban Arca Batıbeki	20.65
6. Şeker Ahmet Paşa	47.7	29. Avni Arbaş	20.53
7. Nejad Devrim	42.04	30. Mustafa Ata	19.54
8. Süleyman Seyit	38.6	31. Zekai Ormanlı	19.44
9. Ahmet Güneştekin	37.4	32. Alaettin Aksoy	19.32
10. Halil Paşa	37.27	33. Erol Akyavaş	17.92
11. Nazmi Ziya	32.53	34. Kemal Önsoy	17.52
12. Selim Turan	31.67	35. Komet	16.22
13. Canan Tolon	30.74	36. Ebru Uygün	15.84
14. Fahrelnisa Zeid	28.86	37. Adnan Çoker	14.89
15. Nuri Abaç	28.67	38. Ergin İnan	13.47
16. Yiğit Yazıcı	27.92	39. Güngör Taner	9.74
17. Mehmet Güleriyüz	26.42	40. Burcu Perçin	9.06
18. Balkan Naci İslimyeli	26.33	41. Selma Gürbüz	2.36
19. Ferruh Başağa	25.25	42. Ahmet Oran	0.81
20. Neşe Erdok	24.1	43. Haluk Akakçe	-0.51
21. Mubin Orhon	23.84	44. Ekrem Yalçındağ	-1.09
22. Abidin Dino	23.64	45. Hakkı Anlı	-2.11
23. Ömer Uluç	23.44		

Tablo 4.17. Endekslerde Yer Alan Klasik, Modern ve Yaşayan 45 Ressamın Getiri Oranı Büyüklüğü Sıralaması.

Getiri oranları, bölüm 3.2'de açıklanan yöntemle göre yazar tarafından oluşturulan ressam endeksleri kullanılarak hesaplanmıştır.

4.4.2. Türk Sanat Piyasasında Başyapıt (Masterpiece Effect)

Etkisi Hipotezi

Sanat piyasasında başyapıt adı verilen, bir sanatçının en iyi döneminde çok yüksek teknik, estetik ve ustalık düzeyinde yapılmış ve fiyatı diğer eserlerine göre görece olarak yüksek sanat eserlerinin getiri performansının orta ve düşük düzeydeki sanat eserlerinden daha iyi olduğu yönünde bir genel varsayım vardır. Literatürde bu hipotez *başyapıt etkisi* (masterpiece effect) olarak adlandırılır. Başyapıt, çok yüksek düzeyde bir sıra dışı ustalık ve yetenek ile ustalığı kanıtlanmış bir sanatçının yaptığı en iyi resimlerden biri olduğu varsayılır. Bununla birlikte pahalı başyapıt resimlerin gerçekte görece olarak ucuz orta ve düşük düzeydeki resimlerden daha az veya daha

çok getiri performansı gösterdiği konusundaki çalışmalar çok azdır ve sonuçları da farklıdır. Bu çalışmalardan Mei ve Moses'in (2002:11) 1875-2000 yıllarını kapsayan yinelenen satış yöntemiyle oluşturdukları ve pahalı resimlerin başyapıt olarak veri alındığı endeksten çıkan sonuç, genel kanının tam tersine pahalı başyapıtların getirisinin piyasanın getiri performansının altında kalmasının görülmesi ve yatırımcılara daha ucuz resim almalarını önermesidir. Buna karşılık Barre, Docclo ve Ginsburgh (1994) tam tersine başyapıtların getiri performansının piyasanın üzerinde olduğunu hesaplamıştır. Oluşturdukları 1962-1991 yıllarını kapsayan ve çok tanınmış büyük ustalar (great masters) olarak adlandırılan Picasso, Dali, Matisse gibi çok ünlü ve resimleri çok pahalı ressamlardan seçilen "Büyük Ustalar Endeksi", Avrupa'nın geri kalan ressamlarının oluşturduğu sanat endeksinin çok üzerinde bir performans göstermiştir. Bununla birlikte Çin sanat piyasasında başyapıt niteliğindeki eserlerin genellikle uzun dönem yatırımları tercih eden yatırımcılar veya getirisinden çok resmin imajı ve statü değeri için satın alan koleksiyoncular tarafından daha çok talep gördüğü gözlenmiştir (Park v.d., 2017).⁴⁸

Daha önce belirtildiği gibi, literatürde ressam bazında sanat fiyat endeksi oluşturma çalışmaları çok ayrıntılı, titiz ve uzun bir çalışma sürecini gerektirdiği için çok rağbet görmeyince, literatürde birçok hipotezin sınanması ressam bazında fiyat değişiklikleri izlenemediği için çok zor olmakta ve bu tür bireysel ressamı içeren hipotezler üzerine yapılan çalışmalar çok sınırlı sayıda kalmaktadır. Bu çalışmada yöntem ve esas olarak ressam bazında oluşturulan endeksler temel alındığı için literatürde yanıtı aranan birçok hipotez, "ölüm etkisi" hipotezinde olduğu gibi çok kolaylıkla test edilebilmekte, aynı şekilde "başyapıt etkisi" hipotezini gözlemlemek ve sorgulamak mümkün olmaktadır. Ancak önemli bir sorun hangi ressamın eserlerinin başyapıt olduğunu kabul etmektir. Bu konuda daha önce yapılan iki önemli çalışmada izlenen başyapıt seçimi yönteminin esas alındığı Pesando (1993) ile Mei ve Moses'in (2002) yaptığı gibi eserin piyasa fiyatı ölçütü olarak alınabilir, bir başka deyişle pahalı eser başyapıt olarak kabul edilebilir. İkincil piyasada Türk Sanat Endeksine temel olarak alınan 45 ressamın 2010-2018 yılları arasında satılan resimlerinin ortalama

⁴⁸ Düzeltme

birim santimetre kare fiyatlarını baz alarak oluşturulan en pahalı ressam sıralaması Tablo 4.18.'de gösterilmiştir.

Ressam	Birim cm ² Fiyatı TL	Yıllık Ortalama Getiri Oranı %	Ressam	Birim cm ² Fiyatı TL	Yıllık Ortalama Getiri Oranı %
1. Osman Hamdi	1395,58	167.16	24. Ferruh Başağa	5,87	25.25
2. Şeker Ahmet Paşa	240,15	47.70	25. Ömer Uluç	5,62	23.44
3. Nazmi Ziya	120,38	32.53	26. Avni Arbaş	5,17	20.53
4. Süleyman Seyit	114,5	38.60	27. Neş'e Erdok	4,72	24.10
5. Halil Paşa	109	37.27	28. Ergin İnvan	3,96	13.47
6. Hoca Ali Rıza	103,77	80.43	29. Selma Gürbüz	3,26	2.36
7. Neşet Günel	43,81	52.01	30. Kemal Önsoy	3,19	17.52
8. İbrahim Çallı	42,78	58.63	31. Balkan Naci İslimyeli	3,11	26.33
9. Nedim Günsur	32,76	141.17	32. Güngör Taner	2,63	9.74
10. Fahrelnisa Zeid	31,01	28.86	33. Devrim Erbil	2,01	21.84
11. Burhan Doğançay	18,95	23.22	34. Mustafa Ata	1,92	19.54
12. Erol Akyavaş	18,74	17.92	35. Ahmet Oran	1,67	0.81
13. Nejad Devrim	15,19	42.04	36. Ahmet Güneştekin	1,63	37.40
14. Mubin Orhon	12,87	23.84	37. Haluk Akakçe	1,58	-0.51
15. Nuri İyem	11,86	22.71	38. Adnan Çoker	1,56	14.89
16. Canan Tolon	9,06	30.74	39. Zekai Ormancı	1,54	19.44
17. Mehmet Güleriyüz	8,7	26.42	40. Bedri Baykam	1,35	21.09
18. Selim Turan	8,49	31.67	41. Kezban Arca Batıbeki	1,29	20.65
19. Nuri Abaç	8,4	28.67	42. Ekrem Yalçındağ	1,27	-1.09
20. Hakkı Anlı	6,69	-2.11	43. Burcu Perçin	0,63	9.06
21. Abidin Dino	6,57	23.64	44. Ebru Uygun	0,49	15.84
22. Alaettin Aksoy	6,54	19.32	45. Yiğit Yazıcı	0,37	27.92
23. Komet	6,23	16.22			

Tablo 4.18. Ressamların Birim Fiyatlarına Göre En Yüksekten Küçüğe Sıralaması ve Yıllık Ortalama Getiri Oranları.

Ressamların ortalama birim TL / cm² fiyatları yazar tarafından bölüm 3.2'de açıklanan yöntemle oluşturulan sayfa 97; 3.7 no'lu formül kullanılarak hesaplanmıştır.

Tabloda görüleceği gibi en pahalı ilk altı ressamın tamamı eski usta olarak tanımlanan Klasik ressamlardır. Osman Hamdi, birim santimetre karesi 1.395,58 TL ile en pahalı ressam olarak görülmektedir. Sıralamada en pahalı ressam olan Klasik Dönem ressamlarını Modern Dönem ressamları izlemekte, Çağdaş ressamların çoğu doğal olarak listenin sonlarında yer almaktadır. Klasik ressamların tümünün birim santimetre karelerinin ortalaması 303,74 TL iken Modern ressamların 14,60 TL, Çağdaş ressamların ise sadece 3,05 TL'dir. Klasik Dönem ressamları diğer ressamlar ile karşılaştırıldığında fiyatlarının çok yüksek olduğu dikkati çekmektedir. Bu nedenle

Klasik Ressamlar Endeksi ve getiri oranı, bir başyapıtlar endeksi ve onun getiri oranı olarak düşünüldüğünde Modern ve Çağdaş Ressamlar Endeksi getiri oranından neredede ise iki kat fazla olduğu zaten daha önce belirtilmişti. Aynı şekilde ressamların pahalılık sıralaması tablosunda pahalı resim eşittir başyapıt varsayımı ile birim fiyatı en yüksek ilk 10 ressamın eserlerini başyapıt olarak alıp, getiri oranlarını geri kalan 35 ressamın getiri oranı ile karşılaştırma yaparak Türk resim piyasasında başyapıt etkisinin var olup olmadığı tespit edilebilir. Tablo 4.18'e bakıldığında en pahalı ilk 10 ressamdan daha çok getiri oranı gerçekleştiren 35 ressam içinden sadece 4 ressamın; Nejad Devrim, Canan Tolon, Selim Turan ve Ahmet Güneştekin olduğu ve geri kalan 31 ressamın fiyatı en yüksek 10 ressamdan daha düşük oranda getiri oranı gerçekleştirdiği dikkati çekmektedir. Gerek Klasik Dönem ressamlarını grup olarak "başyapıt endeksi" kabul ederek gerek en pahalı ressamların başyapıt sayılması varsayımı ile yapılan gözlemler sonucunda, incelenen dönemde Türk sanat piyasasında başyapıt etkisinin var olduğunu ve başyapıtların bir başka deyişle göreceli olarak pahalı resimlerin daha çok kazanç sağladıkları söylenebilir. Aynı doğrultuda benzer bir sonuç yeni gelişen sanat piyasalardan Venezuela sanat piyasası için gözlenmiştir (Garay, 2019).⁴⁹

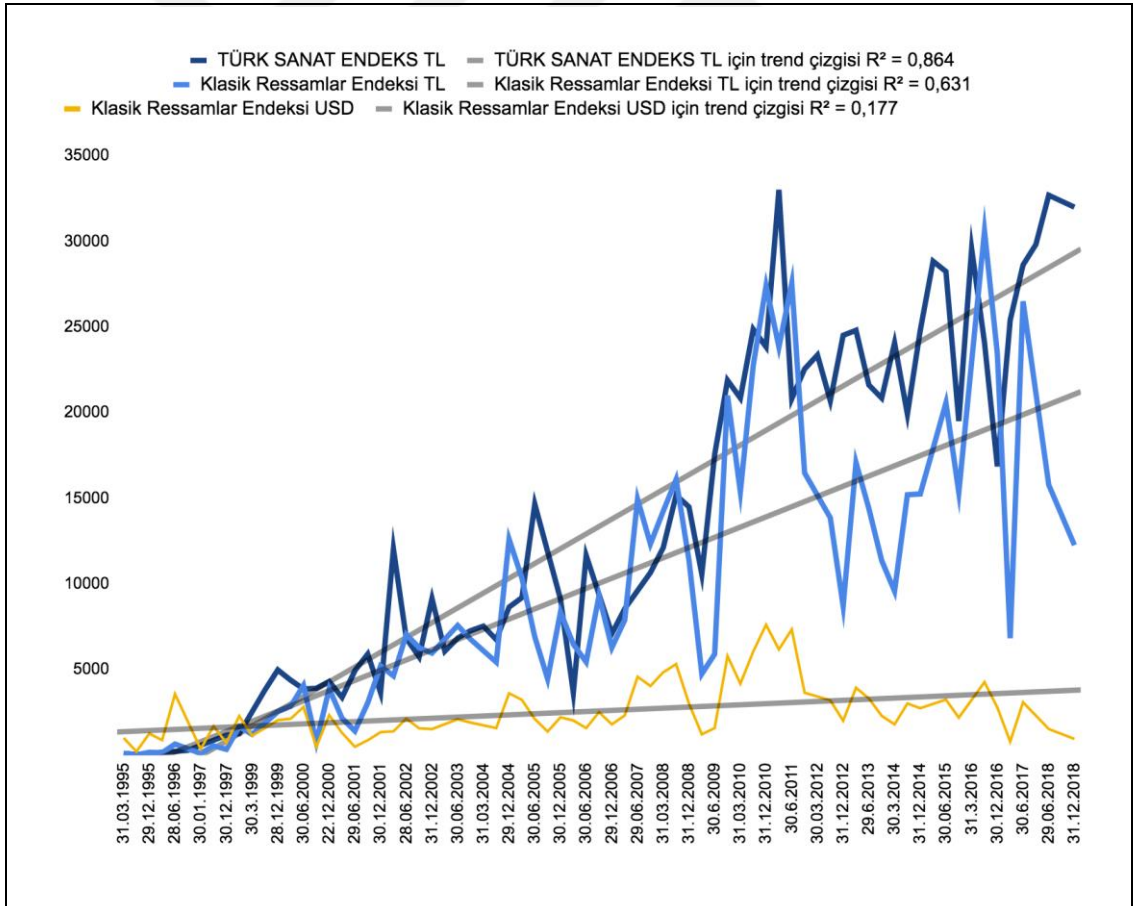
4.4.3. Klasik Ressamların Grup ve Ressam Bazında Sanat Fiyat Endeksleri

Klasik Ressamlar Endeksi sanat piyasasındaki genel yükseliş trendine koşut olarak, TL cinsinden cari fiyatlar ile 1995'den 2011 yılı ikinci çeyreğine kadar yükseliş trendinde olmuştur. 2011 yılı ikinci çeyreğinde 27.559,65 düzeyi ile yaptığı zirveden sonra yükseliş trendi yerini düşüşe bırakmış ve 2012 yılı sonunda Endeks 8705.67 ile 2009'dan sonra gerçekleşen en düşük düzeydeki endeks değerine geriledikten sonra inişli çıkışlı dalgalanmalar devam etmiş ve 2016 yılı ikinci çeyreğinde, 1995'den itibaren gördüğü en yüksek zirvesine 30.604,55 düzeyi ile ulaşmıştır. Bu zirveden sonra tekrar düşüşe geçerek 12.256,27 değeri ile dönemi sonlandırmıştır. Bu iniş ve çıkışlar genellikle Türk Sanat Endeksini analiz ederken açıklanan ekonomik ve siyasi krizlere koşut bir trend çizgisinde gerçekleşmiştir. Bununla beraber Klasik Ressamlar USD fiyatları ile düzenlenen Endeksinin 1995'ten 2010 yılı sonuna kadar TL fiyatları

⁴⁹ Düzeltme

ile oluşturulmuş Endekse benzer şekilde bir trend izlemiş olmasına rağmen, 2010 yıl sonu zirvesinden sonra diğer dolar bazlı sanat fiyat endeksleri gibi sürekli bir düşüş eğilimine girmiş ve bir daha 2010 ve 2011 yılı düzeyine gelememiştir.

Klasik Ressamlar Endeksini oluşturan 7 ressamın tamamı Tablo 4.17’de ressam bazında getiri oranı sıralamasında gösterildiği gibi getirisi en yüksek ilk 11 ressam arasında yer almıştır. Türk resminin en pahalı ressamlarını oluşturan Klasik Ressamlardan Hoca A. Rıza, 17.006 düzeyindeki dönem sonu endeks kapanış değeriyle Klasik ressamlar arasında en yüksek fiyat artışını gerçekleştirmiştir. En düşük fiyat artışı ise 2.403 düzeyi ile Şeker Ahmet Paşa Fiyat Endeksinde görülmektedir. Bu grupta ve tüm sıralamada Osman Hamdi en yüksek getiriyi gerçekleştirirken, Nazmi Ziya %32,53 oranı ile en düşük getiriyi sağlayabilmiştir.



Şekil 4.17. 1995-2018 Çeyrek Dönem Klasik Ressamlar fiyat Endeksi

Not: USD bazında Endeks trendinin görünürlüğünü artırmak için Endeks değerleri 10 kat alınmıştır.

	1.Hoca A. Rıza	2.Halil Paşa	3.İbrahim Çallı	4.Nazmi Ziya	5.Osman Hamdi	6.Süleyman Seyit	7.Şeker A. Paşa
2018	17006	6728	10647	5050	0	13504	0
2017	0	6022	2089	2959	0	0	2403
2016	28365	13977	3623	0	5744	11683	0
2015	22778	7967	8247	5520	0	0	0
2014	19527	6473	5580	3891	0	7352	1896
2013	25798	4995	4452	5329	0	0	0
2012	11702	2241	8075	5294	21974	8789	0
2011	21682	10876	10466	3590	0	17981	2523
2010	22561	9323	6981	5984	0	21769	2056
2009	0	8257	5772	4504	2496	16160	0
2008	13186	8043	5638	3538	0	14444	1147
2007	10392	4242	6242	3600	0	16031	1754
2006	13694	2122	3781	0	0	14291	0
2005	6582	2859	2236	1486	1659	10557	871
2004	7055	2480	1900	3710	1864	0	0
2003	9780	1226	1853	2002	982	9589	0
2002	6702	1272	4053	1179	0	5425	801
2001	4118	1903	542	620	0	0	0
2000	6076	1411	1380	986	0	4753	0
1999	0	857	942	384	0	1021	265
1998	543	0	0	0	0	0	100
1997	135	250	314	100	0	0	
1996	376	65	100		100	0	
1995	100	100				100	
Getiri Oranı	0,8043	0,3727	0,5863	0,3253	1,6716	0,3860	0,4770

Tablo 4.19. 1995-2018 Klasik Ressamların Yıllık Bazda Fiyat Endeksleri ve Getiri Oranları.

Klasik Ressamların ressam bazında Fiyat Endeksleri, bölüm 3.2'de açıklanan yöntemle göre yazar tarafından oluşturulmuş ve getiri oranları ressam endeksleri kullanılarak hesaplanmıştır.

4.4.4. Modern Ressamların Grup ve Ressam Bazında Sanat Fiyat Endeksleri

Modern Ressamlar Endeksi, Şekil 4.18'de görüldüğü gibi Türk Sanat Endeksine çok benzer bir şekilde çoğu zaman aynı düzeyde koşut fiyat hareketleri izleyerek hareket etmiştir. Türk Sanat Endeksi ile Modern Ressamlar Endeksinin çok benzer bir fiyat hareketine sahip olmalarının nedeni, Modern ressamların ikincil piyasada ve dolayısı ile Endekste değer olarak ağırlıklı bir şekilde tüm inceleme döneminde yüksek satış tutarlarıyla yer almasıdır. Bu ağırlığından ötürü Türk Sanat Endeksinin ekonomik ve siyasal krizlere gösterdiği tepkiler ve fiyat değişim yönü

hakkında daha önce yapılan gözlemlerin aynısının Modern ressamalar için de geçerli olduğu söylenebilir.

	1. Abidin Dino	2. Avni Arbaş	3. Burhan Doğançay	4. Erol Akyavaş	5. Fahrnisa Zeid	6. Ferruh Başağa	7. Hakkı Anlı	8. Mubin Orhon
2018	664	9443	3695	621	55568	23537	71	1155
2017	620	6629	3574	686	48833	24228	84	1108
2016	406	5971	2702	606	23388	26016	109	1343
2015	778	6657	3161	581	27165	19512	128	1310
2014	466	8357	2121	751	33071	23374	117	998
2013	521	5371	2662	675	20665	21829	108	1154
2012	499	6414	3005	754	33470	23089	104	1261
2011	514	7643	2648	786	22907	23333	100	1942
2010	503	10043	2273	650	20563	29878	114	2181
2009	372	17129	1892	473	19683	17764	84	797
2008	311	5771	1105	254	8158	13415	101	1388
2007	250	8371	655	155	4739	6382	100	1190
2006	87	5014	294	176	6407	6098		340
2005	263	5671	289	114	2692	4187		569
2004	128	3914	344	100	2487	3455		100
2003	142	6214	309		2518	2520		
2002	128	4771	0		0	1870		
2001	100	2143	100		0	921		
2000		1671			2538	0		
1999		1686			3009	826		
1998								
1997		429			0			
1996		100			100			
1995						100		
Getiri Oranı	0,2364	0,2053	0,2322	0,1792	0,2886	0,2525	-0,0211	0,2384

Tablo 4.20. 1995-2018 Modern Ressamların Yıllık Bazda Fiyat Endeksleri ve Getiri Oranları (1).

Modern ressamaların ressam bazında fiyat endeksleri, bölüm 3.2'de açıklanan yöntemle göre yazar tarafından oluşturulmuş ve getiri oranları ressam endeksleri kullanılarak hesaplanmıştır.

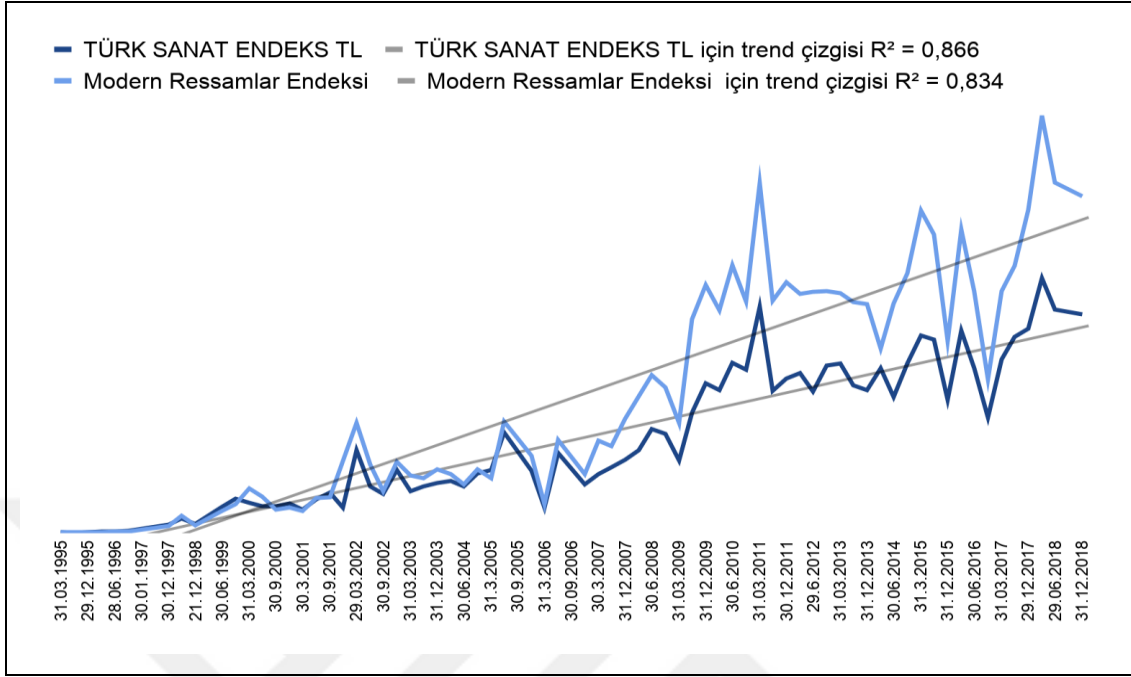
Modern Ressamlar Endeksi dönem sonunda 49.197,73 değeri ile Yaşayan Ressamlar Endeksinden daha düşük bir düzeyde sonlanmıştır. Modern ressamalar arasında Neşet Günel Endeksi 177.162 ile fiyatı en çok yükselen ressam olmuştur. Modern ressamalardan Hakkı Anlı' nın ise endeks değeri baz yılı değerinin altına, 71'e düşmüştür. Bu grupta fiyatı düşen ve getirisi -0,0211 oranında negatif getiri olarak gerçekleşen tek ressam Hakkı Anlı olmuştur. Bu grupta en yüksek getiriyi %141.17

ile Nedim Günsur gerçekleştirmiş ve bu oran ile aynı zamanda tüm ressamilar arasında Osman Hamdi'den sonra en yüksek getiri sıralamasında ikinci sırada yer almıştır.

	9. Nedim Günsur	10. Nejad Devrim	11. Neşet Günel	12. Nuri Abaç	13. Nuri İyem	14. Ömer Uluç	15. Selim Turan	16. Zekai Ormancı
2018	58553	123429	177162	110671	18671	37480	779	748
2017	32069	99387	0	87492	20679	29434	799	605
2016	32304	78259	221782	86312	15027	20752	828	633
2015	61693	90887	273333	70802	15873	27528	880	729
2014	25048	84876	54158	60856	9454	30334	1581	610
2013	31458	87305	123366	51163	9770	29857	708	733
2012	23966	79291	91551	50995	11078	31128	775	857
2011	33119	92344	131386	55799	11552	30069	1909	900
2010	17846	94408	83993	63385	8326	31286	1933	805
2009	25627	91798	76337	46612	9589	23663	0	657
2008	19561	87001	96964	24191	8574	13340	1092	219
2007	11940	51667	40396	24528	6983	8047	400	176
2006	17149	16392	35446	33463	6791	4606	0	200
2005	19164	0	18119	27900	7130	5135	171	219
2004	6474	15300	23696	14329	4761	3123	180	143
2003	10589	10254	15479	14076	3926	3282	133	129
2002	13173	0	0	14919	2922	2291	104	100
2001	2712	0	10033	7569	2076	0	77	
2000	3666	3863	4191	3119	2098	0	100	
1999	2262	0			846			
1998	1083	0			643			
1997	0	2324			0			
1996	51	720			100			
1995	100	100	100	100		100		
Getiri Oranı	1,4117	0,4204	0,5201	0,2867	0,2271	0,2344	0,3167	0,1944

Tablo 4.21. 1995-2018 Modern Ressamların Yıllık Bazda Fiyat Endeksleri ve Getiri Oranları (2).

Modern ressamiların ressam bazında fiyat endeksleri, bölüm 3.2'de açıklanan yöntemle göre yazar tarafından oluşturulmuş ve getiri oranları ressam endeksleri kullanılarak hesaplanmıştır.



Şekil 4.18. 1995-2018 Çeyrek Dönem Modern Ressamlar Fiyat Endeksi

4.4.5. Yaşayan (Çağdaş) Ressamların Grup ve Ressam Bazında Sanat Fiyat Endeksleri

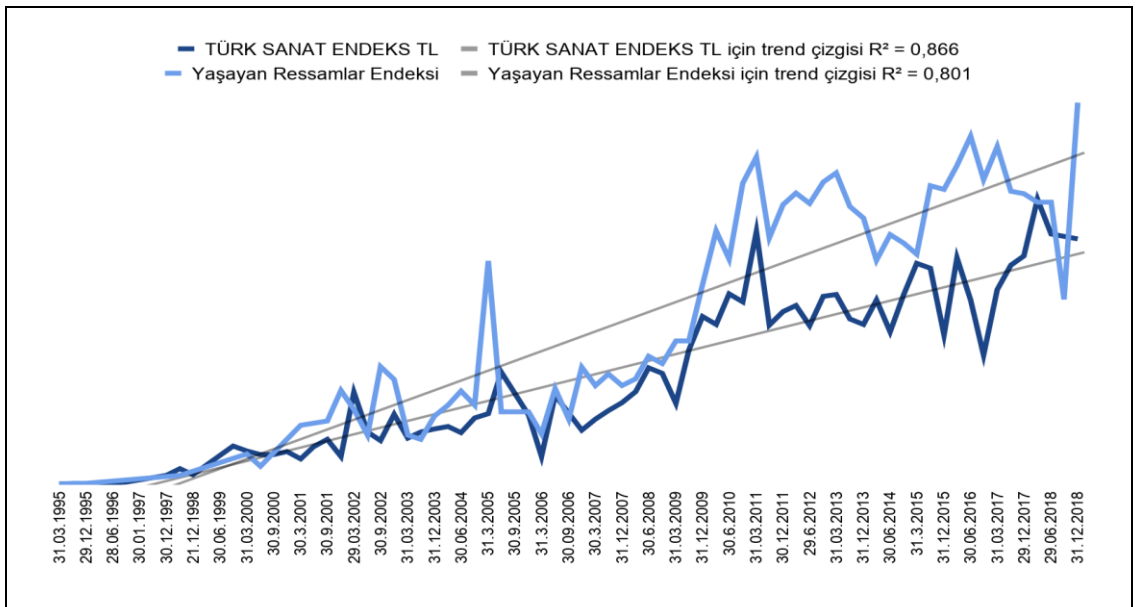
Yaşayan, çağdaş ressamlar toplam 22 ressam ile Türk Sanat Endeksinde sayısı en fazla olan ressam grubunu oluşturmakta ve inceleme döneminde 49.816,07 düzeyindeki endeks kapanış değeriyle Modern ve Klasik ressamların üzerinde bir düzeyde fiyat artış performansı göstermiştir. Önemli bir bölümü genç ressamlar olan bu grubun getiri oranı da (%27.90) Modern ressamların getiri oranının (%22.10) bir hayli üzerinde gerçekleşmiştir. Ancak Modern Ressamlara göre piyasa konumu henüz oturmamış bu ressamların riskini gösteren standart sapmaları doğal olarak 104.78 gibi çok yüksek bir düzeyde gerçekleşmiştir. Oldukça yüksek bir salınım düzeyinde, maksimum 710.86 ve minimum değeri 67.40 ile oynak bir piyasaları olan Yaşayan ressamların %19.02 olan Sharpe oranı ile birim risk başına getiri oranı en düşük olan ressamlar grubunu oluşturmaktadır.

Oynak bir piyasa yapısı olan Yaşayan ressamlar içinde yer alan ressamlardan Ekrem Yalçındağ ve Haluk Akakçe negatif getiri sağlamışlardır; getiri oranları sırasıyla % -1.09 ve % -0.5 olarak gerçekleşmiştir. Bunun yanında bu grupta dikkati çeken bir başka nokta negatif getirisi olmamakla birlikte Ahmet Oran % 0.81 ve Selma Gürbüz % 2.36 oranında olmak üzere çok düşük bir getiri gerçekleştirmiştir.

	1.Adnan Çoker	2. Ahmet Güneştekin	3.Ahmet Oran	4.Alaettin Aksoy	5.Balkan N.İslimyeli	6.Bedri Baykam	7.Burcu Perçin	10. Canan Tolon	9.Devrim Erbil	10.Ebru Uygun	11.Ekrem Yalçındağ
2018	3647	1133	153	314	676	13924	342	1179	854	200	76
2017	3813	728	138	1019	420	13797	223	1283	841	406	95
2016	4247	966	144	822	520	13924	264	1076	681	258	109
2015	3333	1301	136	406	456	15823	230	984	522	240	120
2014	2867	895	127	521	560	14937	353	1013	424	258	129
2013	3247	480	155	564	630	21519	359	960	408	275	133
2012	4273	567	142	768	824	17595	353	822	370	298	133
2011	4673	471	162	822	512	23038	292	667	416	303	159
2010	3540	570	178	894	1004	18861	241	507	362	263	116
2009	2300	320	151	623	804	18987	198	226	235	206	91
2008	1587	118	100	355	482	6962	100	0	178	92	98
2007	1067	100		343	502	4937		120	143	100	100
2006	693			305	0	3165		100	165		
2005	673			0	160	0			132		
2004	773			131	0	4051			54		
2003	0			223	100	4051			84		
2002	0			126		2190			84		
2001	0			100		0			100		
2000	100					0					
1995						100					
Getiri Oranı	0,1489	0,3740	0,0081	0,1932	0,2633	0,2109	0,0906	0,3074	0,2184	0,1584	-0,0109

Tablo 4.22. 1995-2018 Yaşayan Ressamların Yıllık Bazda Fiyat Endeksleri ve Getiri Oranları (1).

Yaşayan Ressamlar ressam bazında fiyat endeksleri, bölüm 3.2'de açıklanan yöntemle göre yazar tarafından oluşturulmuş ve getiri oranları ressam endeksleri kullanılarak hesaplanmıştır.



Şekil 4.19. 1995-2018 Çeyrek Dönem Yaşayan Ressamlar Fiyat Endeksi.

	12.Ergin İnan	13.Güngör Taner	14.Haluk Akakçe	15.Kemal Önsoy	16.Kezban A.Batıbeki	17.Komet	18.Mehmet Güleryüz	19.Mustafa Ata	20.Neş'e Erdok	21.Selma Gürbüz	22.Yiğit Yazıcı
2018	998	402	82	59650	790	7610	1666	15325	57560	1091	959
2017	986	427	91	74851	645	7019	1552	13571	32131	960	738
2016	940	422	95	61959	608	6886	1402	13961	39948	886	935
2015	993	420	66	60035	602	5505	1445	13312	34536	852	766
2014	726	475	84	58495	737	4962	915	9286	32732	1000	739
2013	764	490	75	66577	694	5705	1316	10195	44158	798	625
2012	1062	477	90	73889	667	5838	1168	10844	40120	0	637
2011	907	447	163	55609	715	4781	1236	13701	51718	849	776
2010	1110	382	119	41947	785	5124	1148	11753	31873	1000	585
2009	543	173	100	25784	579	3257	602	7727	21564	966	517
2008	550	203		14816	231	2362	266	5779	16409	0	434
2007	764	166		9813	277	2305	284	5260	12199	100	273
2006	417	205		13469	234	2648	189	4481	7388		299
2005	0	0			0	1895	151	2955	0		95
2004	0	0			0	2343	0	0	5584		0
2003	100	100			134	1162	100	2532	3514		100
2002					100	1305		1468	3900		
2001						979		0	2732		
2000								0	2680		
1999											
1998						100					
1995				100				100	100		
Getiri Oranı	0,1347	0,0974	-0,0051	0,1752	0,2065	0,1622	0,2642	0,1954	0,2410	0,0236	0,2792

Tablo 4.23. 1995-2018 Yaşayan Ressamların Yıllık Bazda Fiyat Endeksleri ve Getiri Oranları (2).

Yaşayan Ressamlar ressam bazında fiyat endeksleri, bölüm 3.2'de açıklanan yöntemle göre yazar tarafından oluşturulmuş ve getiri oranları ressam endeksleri kullanılarak hesaplanmıştır.

Yaşayan çağdaş ressamların arasında fiyatı en çok artan ressam 59.650 dönem sonu endeks düzeyiyle Kemal Önsoy, en çok getiriye ise %37.40 oranı ile Ahmet Güneştekin resimlerinin sağladığı görülmektedir.

SONUÇ

Sanat piyasası, son yıllarda olumlu yönde gelişen likidite olanaklarının, bilgi paylaşımının ve saydamlığın artışıyla birlikte giderek daha çok oranda finansal piyasalar, oyuncular ve kurumların etkisine girerek finansallaşmış, geleneksel yatırım varlıkları ile korelasyonu düşük olan bir yatırım varlığı arayışına koşut olarak sanat, sadece bir lüks tüketim ürünü olmaktan öteye olası karlı bir yatırım varlığı haline dönüşmüştür. Resim, artık sadece estetik değeri ve beğenisi için satın alınmaktan çok, bir yatırım aracı ve portföy çeşitlendirici bir varlık olarak piyasada talep edilir olmuş ve yatırımcısına sağladığı kazanç estetik hazzının önüne geçerek estetik değerinden çok finansal değeri önemli hale gelmiştir. Böylece sanat ürünü genel ekonomik gelişmeyle birlikte, toplumun ve ekonominin sanayi ve tüketim toplumundan finans kapitalizmine evrilmesine koşut olarak kapitalizmin her gelişim düzeyine uygun bir şekilde değişen tüketim ve kullanım amacı doğrultusunda piyasa istemine konu olmuştur. Sanat ürünü önce piyasada satılmak için üretilmeye başlanmış, ikinci aşamada büyük şirketler piyasadaki statülerini artırmak ve reklam amacıyla resim almaya başlamışlar ve bu resimleri sergilemek için sanat müzeleri, hatta bazı ressamın bir girişimci gibi resim üretmek ve satmak için yüzlerce sanatçıyı istihdam eden şirket kurmuşlardır. Sanatın şirketleşmesi olarak adlandırılan bu gelişmeyi sanat ürününün yeni bir finansal araç olarak görüldüğü yeni bir dönem, sanat piyasalarının finansallaşması izlemiş ve sanat ürünü artık daha çok artan bir oranda finansal güdülerle talep edilmeye başlanmıştır. Sanat piyasalarının finansallaşması ile birlikte sanat piyasasında yapılan yatırımların getiri ve riskini değerlendirmek, bir resim satın almak için yatırımcının öncelikle bir sanat eserinin değeri ve gideceği yönü hakkında bilgi sağlayabileceği bir piyasa fiyat endeksine gereksinim duyulmuştur. Bu endeks, Borsa İstanbul menkul kıymetler borsasına kayıtlı bir şirket gibi hem bireysel sanatçının piyasa değerini ve fiyat hareketlerinin yönünü göstermeli hem de piyasanın tümünü temsil edebilmelidir.

Tezin Birinci bölümünde sanat ürününün bu yeni işlevi ile tüketim ve yatırım varlığı olarak ikili karakterinin ekonomik analizi yapılarak, kapitalist toplumda üretim, dağıtım, tüketim ve yatırım süreci incelenmiştir. Sanat ürünü diğer ürün ve finansal varlıklardan farklıdır; bir ayrışık üründür, aynı ressamın her bir resmi

bile farklıdır ve her bir resim eşsizdir, doğası gereği toplu üretilemez, emek yoğun bir meta olarak resim yapımcısının yaratıcılığını içerir, bu yaratıcılık kopya edilebilir ama yeniden üretilemez. Bir tüketim malı olarak sanat ürünü Neoklasik İktisadın temel varsayımları içinde değerlendirilmiştir. Bununla birlikte Neoklasik İktisadın sanatçının üreteceği eser sayısını eserin marjinal maliyeti ile gelecekte beklenen satış fiyatına bağlaması eksik ve yetersiz bulunmuştur. Her yeni sanat eseri aynı koşullarda aynı emek zaman ve araç gereçle yeniden üretilmesi için marjinal maliyet koşulları yerine toplam maliyet veya fırsat maliyetlerinin daha tanımlayıcı olacağı düşünülmüştür. Aynı zamanda sanat eseri üretiminin, sanatçının yaratıcılık sürecine bağlı ve bir bireysel teknik ve yetenek kapasitesi sorunu olduğu, bu nedenle sanatçının yapacağı resim sayısının istenildiği kadar arttırılamayacağı ortadadır. Tezde sanat ürünü sıradan bir tüketim malından daha çok sanat ve yatırım değeri yüksek, fiyatı itibariyle bir lüks ve statü göstergesi konumunda Veblen malı özelliği ile bir yatırım varlığı olarak ele alınmıştır. Bir statü göstergesi olarak Veblen malı sayılan sanat ürününün talep eğrisi de klasik talep eğrisinin aksine aşağıdan yukarı artan bir eğridir.

Yatırım varlığı satın alma kararı; yatırımcının gelirine, varlığın belli bir dönemdeki getiri oranına, beklenen riskine veya getirisinin belirsizlik derecesine ve ne kadar hızlı ve kolay ana paradan kayıpsız nakde dönüştürülmesine bir başka deyişle likiditesine bağlıdır. Vurgulamak gerekir ki resim diğer yatırım varlıklarından farklı olarak aynı zamanda bir tüketim varlığıdır ve bu nedenle aslında sanat yatırımcısı, sanatın tüketim değerini dikkate alarak, alternatif finansal varlıklara göre daha az likit olmasını ve daha çok satın alma ve elde tutma maliyetini kabul edebilir. Bu anlamda getiri oranı ile likidite ölçütleri, alternatif yatırım varlıkları arasında seçim yapmak için daha çok öne çıkmış olacaktır. Sanat ürününün bir yatırım varlığı olarak talebi, getiri ve likiditesinin bir fonksiyonudur. Bununla birlikte sanat yatırımında getiri, satın alma ve satım arasındaki fiyat farkıdır. Bunun dışında hisse senedinde olduğu gibi, kâr payı, katılım payı veya faiz kazancı gibi parasal hesaplanabilen bir getirisi yoktur. Resmin sahibine sağladığı estetik beğeni ve duygusunun tatmini, sahibine sağladığı statü parasal olarak ölçülemediği için resmin getirisini hesaplarken dikkate alınmayacaktır. Bir finansal varlığın getirisi, varlığın gelecekte satış fiyatı beklentisi ile gerçekleşen satın alma fiyatının farkı ve parasal olarak kâr payı, faiz vb. gibi ödemeleri içermesine

karşılık bir resim için getiri beklentisi sadece gelecekteki satış fiyatının alış fiyatı üzerinde bir değerde olmasının umulması olacaktır.

Sanat piyasası birincil ve ikincil sanat piyasaları olarak ikiye ayrılır. Birincil sanat piyasası sanat eserinin ilk kez satışının yapıldığı piyasadır. Bu satış çoğunlukla sanatçının direkt olarak atölyesinde, bir galeride, herhangi bir sergi ve gösteride yaptığı satışlardır. Birincil piyasada yapılan satış ilişkisi sadece birkaç kişinin arasında geçer bir başka deyişle özeldir, fiyatlar kaydedilmez ve genellikle başkaları tarafından bilinmez. Buna karşılık ikincil sanat piyasaları bir resmin, ikinci ve daha çok sayıda çoğunlukla açık artırma şirketlerinin aracılığı ile halka açık artırma usulü satışa sunulduğu piyasalardır ve satış sonuçları halka açıktır ve kaydedilir ve bu satış verileri piyasa verileri olarak kullanılır. Bu açık artırmalar, piyasanın tüm alıcılarının aynı anda katıldığı, alıcı sayısının belli olduğu ve sadece o satışta satılacak resimlerin bilindiği özel bir piyasadır. Bir adet resim satışı vardır ve arz eğrisi miktar eğrisine dikeydir. Talep eğrisi düzgün devamlılık gösteren bir eğri yerine zikzaklı merdiven yapısı gösterir, fiyat tek bir alıcı kalana kadar yükseltilir.

İkincil sanat piyasasında açık artırmalarda satışa sunulan satılan veya satılmayan lot sayısının satışa çıkarılan toplam lot sayısına oranı her ressam için olduğu kadar sanat piyasasının bütünü içinde bir piyasa likidite ölçüsüdür. Bu oran aynı zamanda sanatçının eserlerinin gelecekteki satış fiyatını da etkiler. Türk resim sanatına yapılan yatırımın paraya dönüştürülme bir başka deyişle bir resmin tekrar satılma olasılık yüzdesi olarak likidite oranı 2011’de yüzde 60 düzeyinden 2017’de yüzde 73 ve 2018’de yüzde 77 düzeyine yükselmiştir. İkincil resim piyasasının likidite oranının artmasında satılma olasılığı düşük resimlerin açık artırma satışlarına kabul edilmemesinin yanında, son yıllarda resim fiyatlarının görece olarak düşmesinin satışların artmasında etkili olduğu düşünülmektedir.

Sanat piyasasında genel düşünce ve beklenti, yaşamdan ayrılan ve yaşamayan ressamın eserlerinin fiyatının yükseleceği yönündedir, bu varsayım ölüm etkisi hipotezi (death effect) olarak adlandırılır. Sanatçı dayanaklı mal tekeli olduğu için bir anlamda piyasadaki kendi resim arzını kontrol eder. Ressamın yaşamını yitirmesiyle birlikte artık eser üretilemeyeceğinden sanatçının tekel olmasının çelişkileri giderilir, bir başka deyişle piyasada arzın artıp artmaması belirsizliğini, kaygısını ve beklentisini bitirir, artık resim arzı sabittir. Arzın artmayacağı beklentisi fiyatları yukarı yönde

etkiler. Piyasada yaşamını yitiren ressamın resimlerini bulmanın zorlaşacağı düşüncesi de (azlık etkisi-rarity effect) fiyatı yükseliş yönünde etkileyebilir. Türk Sanat Piyasasında ölüm etkisi hipotezinin geçerliliği incelenmiş, 1995-2018 yılları arasında yaşamdan ayrılan yedi ressamdan sadece Zekai Ormancı ve Nuri Abaç resim fiyatlarının yaşamdan ayrılışlarını izleyen dönemden itibaren sürekli yükseldiği görülmüştür. Ocak 2010 tarihinde vefat eden Ömer Uluç'un artan fiyat endeksinin sadece 2016 yılında ölüm öncesi 2009 düzeyinin altında kaldığı izlenmiştir. Buna karşılık incelenen yedi ressamın dördünün; Avni Arbaş, Burhan Doğançay, Ferruh Başağa ve Nuri İyem'in fiyatlarının ise vefatlarını izleyen birkaç yıl sürekli düşüş gösterdiği gözlenmiştir. Vefatlarını izleyen dönemlerde Zekai Ormancı ve Ferruh Başağa dışında kalan diğer ressamların satışa sunulan resim sayısı artış göstermiştir. Bu arz artışının fiyatları aşağı yönde etkilediği ve ölüm etkisinin fiyat artırıcı etkisini giderdiği söylenebilir. Ancak Ömer Uluç ve Nuri Abaç'ın ölüm sonrası resim satış sayısı artmasına rağmen fiyatları yükselmiştir. Bu sonuçlar doğrultusunda ölüm ve azlık etkisinin, Türk resim piyasasında resim fiyatlarını yukarı yönde yükselten genel bir hipotez olarak geçerli olmadığını ancak ressamın piyasa konumu, tanınırlık, ani ölümü, yaşı vb. gibi özel ayırıcı nedenlerinin fiyat artışı üzerinde ön plana çıktığı söylenebilir.

Resmin konu ve akımının fiyatını etkilediği hipotezini Türk sanat piyasasında gözlemlemek için tüketici tercihlerinden yola çıkılarak, alıcıların hangi sanat akımı veya hangi sanatsal akım ile bütünleşmiş ressam için daha fazla ödediklerini veya ödemeye hazır oldukları yaklaşımla 2018 yılı sonuna kadar satılan en pahalı 100 resmin konu ve sanatsal akım bazında ayrımı yapılmıştır. Bu varsayım doğrultusunda resim satın alıcılarının, koleksiyoncu ve yatırımcıların soyut olmayan figüratif, manzara ve natürmort gibi gerçekçi resimlere daha çok ödedikleri ve konulu resimlerin soyut resimden daha yüksek fiyata satıldığı gözlenmiştir.

Tezin en önemli ve birincil amacı doğrultusunda, sanat yatırımlarının diğer yatırım varlıkları gibi getirisinin ve riskinin ölçülmesini sağlayacak bir Türk Sanat Piyasası Fiyat Endeksi oluşturulmuştur. Geliştirilen Türk Sanat Endeksi ile hem sanat yatırımının getiri ve riski hesaplanabilmiş hem de sanat yatırımının bir portföy içinde hisse senedi, Hazine Bonosu, dolar ve altın gibi geleneksel yatırım varlıkları ile olan portföy yatırımı getirisini maksimize etme ve çeşitlendirici potansiyelini ölçebilmek

mümkün kılınmıştır. Türk Sanat Endeksi formülü, Endekse dahil olan ressamların her dönem için satılan toplam resimlerinin birim santimetre-kare fiyatlarının basit aritmetik ortalamasının güncel ve temel dönem oranlanması alınarak oluşturulmuştur. Temel çıkış noktası, endekse seçilen ressamı ortalama olarak temsil eden ve bir dönemde satılan ortalama seçilmiş resimlerinin fiyat/birim yüzeyinin (dolar-TL/cm²) aritmetik ortalamasının tek bir resim varsayılarak, her bir dönem için değerinin temel alınan dönem değerine bölünmesidir. Çeyrek dönemli oluşturulan Endeks, 1995 yılı birinci çeyrek dönemi 100 kabul edilerek baz alınmış ve 2018 yılı dördüncü çeyrek döneminde sonlanmıştır. Endekse dahil her bir ressam eşit ağırlıkta tek bir resim ile, sadece aritmetik ortalaması alınmış santimetre kare büyüklüğünde bir resim ile endekste eşit derecede temsil edilmiştir. Bu birim resim, her ressamın ortalama fiyatla satılan, ortalama büyüklükte, genelde kullandığı malzeme ve teknik ile baskın ve ressam ile özdeşleşmiş konu ve tarzının en olgun bilinen dönemini temsil eden ortalama resimdir. Endeksler aşağıdan yukarı doğru, önce tıpkı bir borsa endeksinde dahil tek bir şirkete ait hisse senedi gibi, seçilmiş 45 ressam için ayrı ayrı ressam bazında fiyat endeksleri oluşturulmuştur. Bu ressamlar arasından sanat akımları ve dönemleri benzer 7 ressamın seçildiği Klasik Ressamlar Fiyat Endeksi, 16 ressamın seçildiği Modern Ressamlar Fiyat Endeksi, 22 ressamın seçildiği Yaşayan Ressamlar Fiyat Endeksi ve 38 ressamın içerildiği Türk Sanat Piyasası Fiyat Endeksi kurulmuştur. Tüm bu endeks çalışmaları için ikincil piyasada gerçekleşen yaklaşık 35.000 açık artırma satış işlemi incelenmiş, bunların arasından satışları süreklilik gösteren, işlem sayısı, sanat ve piyasa değeri yüksek, piyasayı temsil edebilecek 45 ressam ve bu ressamları ortalama en iyi temsil eden 4.097 adet resim satış işlemi endeksler için kullanılmıştır.

Türk Sanat Piyasası Fiyat Endeksi 1995 yılından itibaren, küresel ekonomik krizin yoğunlaştığı 2011 yılı ilk çeyreğine kadar inişli çıkışlı da olsa TL ve dolar bazında bir yükseliş trendinde olmuştur. Endeks, 2011 yılı ilk çeyreğinde hem TL bazında 33.013,6 hem de USD bazında 861,97 düzeyi ile yaptığı zirvesinden sonra, küresel ekonomik krizin etkisiyle birlikte yükseliş trendinin sonlandığı ve aşağı yönlü bir trendin başladığı görülmektedir. Bu aşağı yönlü başlayan hareket TL bazında Endeksin incelenen dönemde en yüksek zirvesini 37.231,17 ile yaptığı 2018 yılı ilk çeyreğine kadar devam etmiş ve 2018 son çeyreğinde cari fiyatlarla 31.996,46

düzeyinde sonlanmıştır. Ancak USD bazında Endeksin TL bazlı endeksin tam tersine 2011 yılı ilk çeyreği zirvesinden sonra sürekli bir biçimde düşüşe devam ettiği ve 2018 yılı son çeyrek değerinin 245,07 olduğu izlenmektedir. Türk lirasının değer kaybının hızlanması ile birlikte dolar bazında Endeks 2011 yılından itibaren TL bazlı endeksten çok daha hızlı bir biçimde düşüş göstermiş ve en parlak yılı olan 2011 yılı değerinin çok gerisine düşmüştür. 2011 yılı, küresel ekonomide görülen krizlerin aynı şekilde Türk Sanat Endeksine de yansıdığı ve hem Türk ekonomisi hem de Türk sanat piyasaları için önemli bir kırılma tarihine işaret etmektedir.

Türk sanat piyasasının, yeni gelişen piyasa olarak oldukça oynak bir piyasa yapısı olduğu görülmektedir. Endeksin oynaklık, başka bir deyişle risk düzeyini gösteren 65.78 düzeyindeki standart sapmasının yeni gelişen sanat piyasalarına özgü olarak yüksek bir risk düzeyine işaret ettiği söylenebilir. Bu yüksek risk düzeyi ile birlikte aşağı yönlü sapmanın göreceli olarak düşük (16.97) buna karşılık yukarı yönlü sert fiyat artışlarını kapsayan sapmanın yüksek olması (70.39), yeni gelişen sanat piyasalarına özgü genel eğilimin yukarı doğru olduğu bir piyasa yapısının doğal bir sonucunu göstermektedir. Bu yüksek derecedeki oynaklık sanatın bir riskli yatırım varlığı olduğuna bir gösterge ise de sanat yatırımının her bir birim riskine karşılık getirisini ölçen Sharpe ve Sortino oranlarının yüksek olması, sırasıyla %18.88 ve %73,19, sanata yatırımın en azından riskine karşılık yüksek oranlı birim getiri sağlayabildiğini söylemek mümkün olmaktadır.

Sanat yatırımı, en yüksek getiri oranını gerçekleştiren bir yatırım varlığı olarak, cari fiyatlarla TL bazında %20.39, enflasyondan arındırılmış reel TL getiri oranı %13.16, dolar bazında nominal getiri oranı %10.75 ve reel getiri oranı ise %4.78 olarak gerçekleşmiştir. Sanat yatırımından sonra büyüklük sırası ile finansal varlıkların getiri oranları; Borsa İstanbul BİST100 Endeksi getiri oranı %13.55, altın getiri oranı %9.79, dolar getiri oranı % 8.28 ve Hazine Bonosu getiri oranı % 7.97 düzeylerinde gerçekleşmiştir. Sanat yatırımı, yeni gelişen piyasalara özgü olarak riskinin yüksek olduğu bir yatırım aracı olmasıyla birlikte hem getiri oranı hem de birim risk başına getiri potansiyelini gösteren Sharpe oranının geleneksel yatırım varlıklarına göre yüksek olmasının işaret ettiği gibi incelenen dönemde göreceli olarak iyi bir performans göstermiş yatırım varlığı olduğu dikkati çekmektedir. Bununla birlikte yatırım varlıkları getiri oranı ve risk analizlerinde varlıkları alıp tutma, saklama

ve satış işlemlerinin komisyon, vergi vb. maliyetleri ve paraya çevirme sorunları göz ardı edilmiş, sadece varlığın alış ve satışı arasındaki fark getiri olarak yorumlanmış, hisse senetleri sahiplerine ödenen kâr payı gibi ek kazançlar ve sanat eserinin tüketim varlığı olarak faydası, sağladığı statü, reklam katkısı vb. analiz dışı tutulmuştur.

Türk Sanat Endeksinin geleneksel yatırım araçları ile pozitif fakat zayıf korelasyon düzeyi, sanat yatırımının söz konusu finansal varlıklar ile bir portföy çeşitlendirici potansiyelinin varlığına işaret etmektedir. Türk sanat endeksi korelasyon katsayıları Borsa İstanbul BİST100 ile 0.4568, ABD doları yatırımı ile 0.4871, altın yatırımı ile 0.3658 ve Hazine Bonosu faiz getirisi ile 0.3136 düzeylerinde gerçekleşmiştir. Türk Sanat Endeksinin en düşük korelasyon katsayısı Hazine Bonosu faiz getirisi ile ve en yüksek korelasyon düzeyi dolar yatırımı ile oluşmuştur.

Endeksler için seçilmiş ressamın yaşadıkları döneme göre Klasik, Modern ve Çağdaş Dönem ayrımı yapılarak alt ressam grubu bazında üç ayrı endeks oluşturulmuş ve sanat piyasasının getiri ve risk analizi daha ayrıntılı yapılmak istenmiş ve böylece ressamın tarz ve dönem farklılıklarından doğacak sapmaların giderilmesi amaçlanmıştır. Bu amaçla yapılan endekslerden en yüksek getiriyi Klasik Ressamlar Endeksinin %51,83 oranıyla sağladığı görülmektedir. Klasik ressamın % 27,90 oranı ile Yaşayan Ressamlar Endeksi ve % 22,10 getiri oranı ile Modern Ressamlar Endeksi izlemiştir. Buna karşılık Klasik Ressamlar Endeksinin risk düzeyini gösteren standart sapmasının 170,51 düzeyi ile Yaşayan Ressamlar Endeksinin 104,79 ve Modern Ressamlar Endeksinin 67,72 düzeyinde olan standart sapmasından çok yüksek olduğu dikkati çekmektedir. Birim risk başına getiri oranını gösteren Sharpe oranı ise Klasik ressamın için %25,72, Modern ressamın için %20,86 ve Yaşayan ressamın için %19,02 düzeyinde gerçekleşmiştir.

Endeksler için seçilen toplam 45 ressamın ayrı ayrı olmak üzere ressam bazında 45 sanat fiyat endeksi oluşturulmuştur. Ressamların bireysel performanslarına bakıldığında ressam bazında en yüksek getiri oranını %167.16 ile bir Klasik Dönem ressamı olarak Osman Hamdi resimlerinin sağladığı görülmektedir. Osman Hamdi aynı zamanda, endekse seçilen resimlerinin ortalama birim santimetre kare değeri 1.395,58 TL ile en pahalı Türk ressamı olduğu dikkati çekmektedir. Türk ressamın arasında resimleri en yüksek fiyatla satılan ressamın oluşun Klasik Ressamlar Endeksini “Başyapıt Endeksi” kabul ederek veya en pahalı ressamın başyapıt

sayılması varsayımı ile yapılan gözlemler sonucunda incelenen dönemde Türk sanat piyasasında *başyapıt etkisi* (masterpiece effect) hipotezinin geçerli olduğunu ve başyapıtların bir başka deyişle pahalı resimlerin daha çok getiri sağladıklarını söylemek mümkündür. Ressamlar arasında Modern ressam Hakkı Anlı ile Yaşayan ressamlar Ekrem Yalçındağ ve Haluk Akakçe ise resim fiyatlarının düşmesi ve negatif getiri oranı ile dikkati çekmektedir.

Hisse senetleri fiyatlarının yükselmesiyle elde edilen gelir artışlarının sanat eseri alımına yöneldiği ve bu yönelimin sanat eserleri talebini dolayısıyla fiyatlarını yükselttiği gözlenmiştir ve bu ilişki literatürde *servet etkisi* (wealth effect) hipotezi olarak tanımlanmıştır. Türk Sanat Endeksi ile Borsa İstanbul BİST100 endeksi arasındaki ilişkinin varlığı ve servet etkisi VAR modeli Granger nedensellik/dışsal değişkenler engellenmiş Wald testi ile doğrulanmıştır. Borsa İstanbul'da elde edilen BİST100 Endeksi kazancı sağlayan yatırımcı ve koleksiyoncuların iki çeyrek dönem sonunda sanat piyasasına, yatırım ve tüketim amacıyla resim satın alımına yöneldiği gözlenmiştir.

Türk sanat ve finans piyasalarında işlem gören yatırım varlıklarının bağımlılık ilişkileri ve birbirini etkileme bağlamında nedensellik ilişkisi analizleri VAR modeli Granger nedensellik/dışsal değişkenler engellenmiş Wald testi temelinde yapılmış ve Borsa İstanbul BİST100 endeksinin, Türk Sanat Endeksinin ikinci gecikme uzunluğunda (altı ay) Granger nedeni olduğu tek yönlü bir nedensellik ilişkisi ortaya çıkmıştır. Sanat Endeksinin ikinci gecikme uzunluğunda Hazine Bonosu, altın ve dolar yatırım varlıkları ile ayrı ayrı bir nedensellik ilişkisi bulunmamakla birlikte, Hazine Bonosu, altın, dolar ve BİST100 Endeksi birlikte tümünün Sanat Endeksinin Granger nedeni olduğu görülmektedir. Hazine Bonosunun ikinci gecikme uzunluğunda sanat yatırımı hariç BİST100, dolar ve altının tek yönlü Granger nedeni olduğu dikkati çekmektedir. Birinci gecikme uzunluğunda yapılan VAR modeli Granger nedensellik/dışsal değişkenler engellenmiş Wald testinde ise Hazine Bonosunun, Türk Sanat Endeksi dahil tüm yatırım varlıklarının tek yönlü Granger nedeni olduğu görülmektedir. Bu tek yönlü ilişki, kısa dönemde oluşan Hazine Bonosu faiz kazançlarının görece olarak uzun dönemli getiri sağlayan diğer yatırım varlıkları alımına yöneldiğini ve sanat eseri, hisse senedi, altın ve dolar alımı için kullanıldığını işaret etmektedir.

Sanat Endeksi ve finansal varlıklar arasındaki ilişkilerin birinin diğerinin değişimine yapacağı etkilerin açıklanmasının ağırlığını ve büyüklük tahminlerini yüzdesel öngörü olarak analiz eden VAR modeli temelinde Cholesky etkenleri kullanılarak yapılan varyans ayrıştırması analizinde, ikinci gecikme uzunluğunda sanat getirisini bağımlı değişken, BİST100, Hazine Bonosu, dolar ve altın piyasalarının bağımsız değişken olarak alındığı varsayımında, verilen bir şokun 12. çeyrek dönem sonrasında bir başka deyişle uzun dönemde, sanat getirisindeki değişikliğin açıklanmasının ağırlığına % 53.3' üne sanat piyasası iç dinamikleri, % 17.44' üne BİST100, % 18.52' ine Hazine Bonosu, % 7.26' sına dolar ve % 3.47' sine altın yatırımlarının neden olacağı öngörülmektedir. Dönemler uzadıkça bağımsız değişkenlerin Sanat Endeksi üzerindeki etkisinin artmakta olduğu izlenmektedir. Buna karşılık gecikme uzunluğunun 1 olarak oluşturulduğu VAR modelinde ise çok farklı sonuç çıkmaktadır. Verilen bir şokun etkisinin ağırlığının açıklanmasında 12. çeyrek dönem sonunda %96.43 ünün sanat piyasası iç dinamikleri, buna karşılık sadece % 0.34' ünü BİST100, % 2.86' sını Hazine Bonosu, % 0.15' ni dolar ve % 0.22' sinde altının etkisi olduğu öngörülmektedir. Şok değişikliklerin uygulanmasında, geleneksel yatırım varlıklarının iki dönem gecikme uzunluğunda sanat yatırımını önemli oranda etkileyeceğini buna karşılık bir çeyrek dönem gecikme uzunluğunda sanat yatırımı üzerinde önemli bir etkisinin olmadığı öngörülmektedir.

Türk ekonomisinin büyümesi ve milli gelir artışının Türk sanat piyasası üzerine olan etkisi incelenmiştir. Türk Sanat Endeksi ve büyüme hızı arasında her dönem eşleştirmeli korelasyon katsayı düzeyi (0.2229) pozitif ancak güçlü bir korelasyonu göstermemektedir. Bir anlamda sanat endeksi büyüme hızından veya milli gelir artış veya azalışından çok etkilenmemiş ve bağımsız hareket etmiştir denilebilir. Türk sanat Endeksi ve büyüme hızı ilişkisi etkileşim ve bağımlılık sonuçları aynı zamanda VAR modeli Granger nedensellik/dışsal değişkenler engellenmiş Wald testi ve ikili eşleştirmeli Granger nedensellik testleri ile sınanmış ve büyüme hızı ile Sanat Endeksi arasında bir Granger nedensellik ilişkisi görülmemiştir. VAR modeli temelinde Cholesky etkenleri kullanılarak yapılan varyans ayrıştırması analizinde büyüme hızı ve Türk Sanat Endeksi arasındaki bağımlılık ilişkisinde verilecek bir şokun yaratacağı değişimin ağırlığının açıklanması, bir çeyrek dönem gecikme uzunluğunda 12 çeyrek dönem ilerisi için öngörülmüştür. Şok bir etkileşim

ilişkisinde bağımlı değişken olarak varsayılan Sanat Endeksinde oluşacak etkinin ağırlığının ancak % 2.07' sinin büyüme hızının neden olacağının öngörüldüğü izlenmiştir. Bu test, büyüme hızı ile Sanat Endeksi arasında anlamlı bir ilişkinin olmadığını teyit etmektedir.

Küresel düzeyde sanat piyasalarının finansallaşması ve sanat eserinin bir yatırım varlığı olarak işlem görmesi doğal olarak Türk sanat piyasasını da dönüştürmüş, yeni gelişen bir yatırım piyasası olarak son yıllarda gittikçe artan ölçüde yatırımcıların ilgisini çekmeye başlamıştır. Bu ilgi artışı, büyük ölçüde sanat piyasasının etkinlik ve saydamlığının gelişmesine, likidite oranının yükselişine bağlı olarak ivme kazanacaktır. Etkinlik ve saydamlığın gelişmesi, bir anlamda sanat yatırımcısının piyasa ve sanat eserinin ayrıksı özellikleri üzerine olan bilgisinin artması yanında bir sanat fiyat endeksinin varlığı ile de yakından ilgilidir. Yatırımcı, piyasanın ve sanatçının fiyatının değişme dinamiklerini ve hareket yönünü bir endeks ile izleyebilmelidir. Bu anlamda bu tez çalışmasında oluşturulan Türk Sanat Piyasası Fiyat Endeksi, gerek piyasa bazında gerek 45 sanatçı bazında anlamlı sonuçların alındığı bir sanat piyasası fiyat endeksi işlevi görecektir. Ressam bazında oluşturulan endeksler, zorlu ve titiz bir çalışmayı gerektirmesi nedeniyle literatürde çok rastlanır bir oluşum değildir ve bu sanatçı bazında endekslerin eksikliği sanat piyasalarında çok önemli hipotezlerin test edilmesini ve anlamlı sonuçlar çıkarılmasına olanak vermemektedir. Tezde oluşturulan 45 sanatçı endeksi ile bu eksiklik Türk sanat piyasası için giderilmiş, sanat yatırımcısı için çok önemli fiyat hareketlerini açıklayan hipotezler olan *ölüm etkisi* ve *başyapıt etkisinin* Türk sanat piyasası için test edilmesi olanaklı kılınmıştır. Bunun yanında Türk sanat piyasasında resmin konusunun fiyatı ne yönde etkilendiğinin belirlenmesi yatırımcı için önemli bir gözlem olmasıyla birlikte, sanat piyasası fiyat artışlarının Borsa İstanbul BİST100 Endeksi fiyat yükselişlerini izlemesi bir başka deyişle *servet etkisi* hipotezinin Türk sanat piyasasında varlığının tespit edilmesi de önemli bir bulgu olarak yatırımcının sanat piyasası fiyat değişim dinamiklerini anlamasına çok önemli katkılar sunacaktır.

Tezde ulaşılan en önemli sonuç kuşkusuz sanat yatırımının, geleneksel yatırım araçlarına göre görece olarak yeni gelişen bir yatırım piyasası aracı olarak daha riskli bir yatırım varlığı piyasası özelliği göstermesiyle birlikte, getiri, Sharpe ve Sortino oranlarının daha yüksek bulunması ve çeşitlendirilmiş bir portföy yatırımı için

geleneksel yatırım varlıkları ile olan düşük korelasyon katsayısının sunduğu portföy riskini düşürme ve çeşitlendirme olanakları, yatırımcılara uzun dönemde yeni bir finansal varlık olarak önemli bir yatırım fırsatı potansiyeli sunmaktadır. Türk sanat piyasasının gelişmesine koşut olarak, temennim bu çalışma sonrası akademik çalışmaların 45 sanatçı fiyat endeksini 100 sanatçı sayısına çıkarmaları ve Türk sanat piyasası için de bir SANAT100 sanat fiyat endeksinin oluşturulmasıdır.



KAYNAKÇA

- Adorno, Theodor W. : **The Culture Industry: Selected Essays On Mass Culture**, Ed. by J.M. Bernstein, New York, Routledge, 2001.
- Adorno, Theodor W. : **Dialectic Of Enlightenment**, Trans. by John Cumming, Horkheimer, Mark London, Verso, 1997.
- Agnello, Richard J. : “Do U.S. paintings follow the CAPM? Findings disaggregated by subject, artist, and value of the work”, **Research in Economics**, Vol. 70, No: 3, September 2016, pp. 403-411
- Agnello, Richard J. : “Investment Returns and Risk for Art: Evidence from Auctions of American Paintings”, **Eastern Economic Journal**, Vol. 28, No: 4, Fall 2002, pp. 443-463.
- Agnello, Richard J. : “Financial returns, price determinants, and genre effects in “American art investment”, **Journal of Cultural Economics**, Vol. 20, No: 4, February 1996, pp. 359-383.
- Pierce, Renee K.
- Anderson, Robert C. : “Painting as an Investment” **Economic Inquiry**, Vol. 12, No:1, 1974, pp.13-26.
- Art market insight : <https://artmarketinsight.wordpress.com/2019/03/11/artprices-2018-annual-art-market-report-record-number-of-global-fine-art-auction-transactions-since-1945-and-greater-buyer-selectivity/>
- Art Market Research : <http://www.artmarketresearch.com/methodology/>
- Artam Antik A.Ş. : (<https://www.artamonline.com/content/81-301-muzayede-cagdas-sanat-eserleri>)
- Artprice.com : <https://www.artprice.com/artprice-reports/the-art-market-in-2018/general-synopsis/>,
https://imgpublic.artprice.com/pdf/trends2010_en.pdf
- Artun, Deniz : **Paris'ten Modernlik Tercümeleri: Académie Julian'da İmparatorluk ve Cumhuriyet Öğrencileri**, İletişim Yayınları, İstanbul, 2007.
- Ashenfelter, Orley : “Art Auctions: A Survey of Empirical Studies”, 2002.
Graddy, Kathryn **Handbook of the Economics of Art and Culture**, Vol. 1, Ed. by Victor A. Ginsburgh and David Throsby, Great Britain, Elsevier North Holland Press, 4. Ed. 2011, pp. 909-942.

- Ashenfelter, Orley : “Sale Rates and Price Movements in Art Auctions”, **The National Bureau of Economic Research**, (NBER) Graddy, Kathryn Working Paper No: 16743, January 2011, (Çevrimiçi) <https://www.nber.org/papers/w16743>, 4 Haziran 2019.
- Assaf, Ata : “Testing for bubbles in the art markets: An empirical investigation”, **Economic Modelling**, Vol. 68, 2018, pp. 340-355.
- Aye, Goodness C. : “The Efficiency of the Art Market: Evidence from Variance Gil-Alana, Luis Ratio Tests, Linear and Nonlinear Fractional Integration Gupta, Rangan Approaches”, **University of Pretoria Department of Economics, Working Paper: 2016-10**, February 2016, (Çevrimiçi) http://www.up.ac.za/media/shared/61/WP/wp_2016_10.zp79969.pdf, 10 Aralık 2017. Wohar, Mark. E.
- Baumol, William J. : “Unnatural Value: Or Art Investment as Floating Crap Game”, **The American Economic Review**, Vol. 76, No. 2, Papers and Proceedings of the Ninety-Eighth Annual Meeting of the American Economic Association, May 1986, pp. 10-14.
- Baumol, William J. : **Performing Arts, the Economic Dilemma: A Study of Bowen, William G. Problems Common to Theater, Opera, Music, and Dance**, The Twentieth Century Fund, New York, Kraus Reprint Co., 1966.
- BBC : www.bbc.com
- Beech, Dave : **Art and value: Art's Economic Exceptionalism in Classical, Neoclassical and Marxist Economics**, Leiden, Brill Academic Pub., 2015.
- Beggs, Alan : “Declining values and the afternoon effect: evidence from Graddy, Kathryn art auctions” **The Rand Journal of Economics**, Vol. 28, No: 3, 1997, pp. 544-565.
- Blaug, Mark : **The Economics Of The Art**, Ed. by Mark Blaug, London, Martin Robertson Company, 1976.
- Bocart, Fabian Y.R.P. : “Investing in superheroes? Comic art as a new alternative Hafner, Christian M. investment” April 23 2020, (Çevrimiçi) **researchgate.net/publication/342082452_Investing_in_superheroes_Comic_art_as_a_new_alternative_investment**. Kasperskaya, Yulia 30 Nisan 2020. Sagarra, Marti

- Bocart, Fabian Y.R.P. : "Econometric analysis of volatile art markets",
Hafner, Christian M. **Computational Statistics & Data Analysis**, Vol. 56, No: 11, November 2012, pp. 3091-3104
- Botha, Ferdi : "Art Investment in South Africa: Portfolio diversification
Scott. Brett and art market efficiency", **South African Journal of
Snowball, Jen Economic and Management Science**, Vol. 19, No: 3, Pretoria 2016, pp. 358-368.
- Braun, L. Otthmar : "Psychological Antecedents of Conspicuous Consumption",
Wicklund, A. Robert **Journal of Economic Psychology**, Vol.10, No: 2, 1989, pp. 161-163.
- Buelens, Nathalie : "Revisiting Baumols Art As Floating Crap Game",
Ginsburgh, Victor **European Economic Review**, Vol. 37, No: 7, October 1993, pp. 1351-1371.
- Campbell, Rachel A. : "Art as a Financial Investment", **The Journal Of
J. Alternative Investments**, Vol. 10, No: 4, Spring 2008, pp. 64-81.
- Campos, F. Nauro : "Paintings and numbers: An econometric investigation of
Barbosa, Renata L. sales rates, prices and returns in latin American Art", **Discussion Paper No: 3445, The Institute for the Study of Labor (IZA) in Bonn**, April 2008, (Çevrimiçi) <http://ftp.iza.org/dp3445.pdf>, 15 Temmuz 2017.
- Candela, Guido : "A price index for art market auctions. An application to the
Scorcu Antonello E. Italian market of modern and contemporary oil paintings", **Journal of Cultural Economics**, Vol. 21, No: 3, January 1997, pp. 175-196.
- Candela, Guido : "Reconsidering Psychic Return in Art Investments",
Castellani, **Economics Letters**, Vol. 118, No: 2, February 2013, pp. 351-354.
Massimiliano
Pattitoni, Pierpaolo
- Candela, Guido : "Price Indices For Artists: A Proposal", **Journal of
Figini, Paolo Cultural Economics**, Vol. 28, No: 4, November 2004, pp. 285-302.
Scorcu, Antonello E.
- Caves, E. Richard : **Creative Industries: Contracts Between Art and Commerce**, Second Revised Ed., Harvard University Press, 2002.
- Caves, E. Richard : "Contracts between Art and Commerce", **The Journal of Economic Perspectives**, Vol. 17, No: 2, Spring 2003, pp. 73-84.

- Chailan, Claude : “Art as a means to recreate luxury brands' rarity and value”, **Journal of Business Research**, Vol. 85, April 2018, pp. 414-423.
- Chanell, Oliver : “The relevance of hedonic price indices: The case of paintings”, **Journal of Cultural Economics**, Vol. 20, No: 1, 1996, pp. 1-24.
- Charlin, Ventura : “An options-based approach to analyze auction guarantees in the art market”, **The North American Journal of Economics and Finance**, Vol. 51, January 2020.
- Cifuentes, Arturo : “A new financial metric for the art market”, **Working Paper**, April, 2014, (Çevrimiçi)
<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.681.1402&rep=rep1&type=pdf>, 29 Nisan 2019.
- Charlin, Ventura : “Art Market Returns: Misgivings and Certainties”, **International Conference on Cultural Economics**, Montreal, June 2014, (Çevrimiçi)
https://editorialexpress.com/cgi-bin/conference/download.cgi?db_name=ACEI2014&paper_id=71, 29 Nisan 2019.
- Cifuentes, Arturo : “On the uncertainty of art market returns”, **Finance Research Letters**, Vol. 21, May 2017, pp. 186-189.
- Christies Auction House : www.christies.com
- Citibank : <https://www.privatebank.citibank.com/home/art-advisory-and-finance.html>
- Coase, Ronald H. : “Durability and Monopoly”, **Journal of Law and Economics**, Vol. 15, No: 1, April 1972, pp. 143-149.
- Coslor, Eric : “Organizational and epistemic change: The growth of the art investment field”. **Accounting, Organizations and Society**, Vol. 55, November 2016, pp. 48-62.
- Spaenjers, Christophe :
 : “Picasso Paintings at Auction, 1963–1994”, **Journal of Cultural Economics**, Vol. 21, No: 3, February 1997, pp. 229-247.
- Czujack, Corinna : “Art market inefficiency”, **Economic letters**, Vol. 121, No: 1, October 2013, pp. 23-25.
- David, Geraldine :
 Oosterlinck, Kim :
 Szafarz, Ariane :

- De La Barre, Madeleine
Docclo, Sophie
Ginsburgh Victor A. : “Returns of Impressionist, Modern and Contemporary European Paintings 1962-1991”, **Annales of Economics and Statistics**, No. 35, Jul. - Sep., 1994, pp. 143-181.
- Demir, Ender
Gözüör, Giray
Sarı, Emre : “Dynamics of the Turkish Paintings Market: A Comprehensive Empirical Study”, **Emerging Markets Review**, Vol. 36, September 2018, pp. 180-194.
- Dickey, A. David
Fuller, A. Wayne : “Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series With a Unit Root”, **Journal of the American Statistical Association**, Vol. 74, No: 366, June 1979, pp. 427-431.
- Dimson, Elroy
Spaenjers, Christophe : “The investment performance of art and other collectibles”, **Risk and Uncertainty in the Art World**, Chap. 10, Ed. by Anna Dempster, Bloomsbury Publishing, 2014, pp. 219–238.
- Ekelund, Robert B
Jackson, John D.
Tollison, Robert D. : **The Economics of American Art: Issues, Artists and Market Institutions**, New York, Oxford University Press, 2017.
- Ekelund, Robert B.
Ressler, Rand
Watson, John K. : “The Death-Effect in Art Prices: A Demand-Side Exploration”, **Journal of Cultural Economics**, Vol. 24, No:4, February 2000, pp.283-300.
- Etro, Federico
Marchesi, Silvia
Stepanova, Elena : “Liberalizing art. Evidence on the Impressionists at the end of the Paris Salon”, **European Journal of Political Economy**, Vol. 62, March 2020.
- Etro, Federico
Stepanova, Elena : “Power-laws in art”, **Physica A: Statistical Mechanics and its Applications**, Vol. 506, 15 September 2018, pp. 217-220.
- Fase, Martin M. G. : “Investment in painting: The interaction of monetary return and psychic income”, **Societe Universitaire Europeenne de Recherches Financieres**, Vienna 2001. (Çevrimiçi) www.suerf.org/studies/5027/investments-inpainting-the-interaction-of-monetary-return-and-psychic-income, 10 Ekim 2019.
- Fedderke, Johannes W:
Li, Kaini : “Art in Africa: Hedonic price analysis of the South African fine art auction market, 2009-2014”, **Economic Modelling**, Vol. 84, January 2020, pp. 88-101.
- Findlay, Michael : **The Value of Art: Money, Power, Beauty**, Munich, Prestel, 2014.

- Frey, Bruno S. : **Arts and Economics: Analysis and Cultural Policy**, Second Ed. Berlin, Springer-Verlag, 2003.
- Frey, Bruno S. : “Art investment: an empirical inquiry”, **Southern Economic Journal**, Vol. 56, No: 2, 1989, pp. 398-409.
- Pommerehne, Werner W.
- Frick, Bernd : “Is there really a Death-Effect in Art Markets?”, 2007, (Çevrimiçi) www.researchgate.net/publication/228456929_Is_there_really_a_Death-Effect_in_Art_Markets, 22 Şubat 2018.
- Knebel, Christian
- Fur, Eric Le : “Dynamics of the global fine art market prices”, **The Quarterly Review of Economics and Finance**, Available online, 13 June 2019, (Çevrimiçi) www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1062976918302205, 16 Şubat 2020.
- Galbraith, John W.: “Econometric Fine Art Valuation by Combining Hedonic and Repeat-Sales Information”, **Econometrics**, Vol. 6, June 2018, pp. 1-15.
- Hodgson, Douglas J.
- Garay, Urbi : “Determinants of art prices and performance by movements: Long-run evidence from an emerging market”, **Journal of Business Research**, Available online, 24 April 2019 (Çevrimiçi) <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0148296319302401>, 20 Mart 2020.
- Gérard-Varet, Louis: “On pricing the priceless: Comments on the economics of the visual art market”, **European Economic Review**, Vol. 39, April 1995, pp. 509-518.
- André
- Gerlis, Melanie : **Art as an Investment?: A Survey of Comparative Assets**, Farnham UK, Lund Humphries, 2014.
- Ginsburgh, Victor : “The effect of experts’ opinion on prices of art works: The case of Peter Brueghel the Younger”, **Journal of Economic Behavior & Organization**, Vol. 159, March 2019, pp. 36-50.
- Radermecker, Anne-Sophie
- Tommasi, Denni
- Ginsburgh, Victor A.: **Handbook of the Economics of Art and Culture**, Vol. 1, Ed. by Victor A. Ginsburgh and David Throsby, Great Britain, Elsevier North Holland Press, 2011.
- Throsby, David
- Ginsburgh, Victor A.: **Handbook of the Economics of Art and Culture**, Vol. 2, Ed. by Victor A. Ginsburgh and David Throsby, Great Britain, Elsevier North Holland Press, 2013.
- Throsby, David

- Ginsburgh, Victor : “The Computation of Prices Indices”, 2006, **Handbook of the Economics of Art and Culture**, Vol. 1, Ed. by Victor A. Ginsburgh and David Throsby, Great Britain, Elsevier North Holland Press, 4. Ed. 2011, pp. 947-979.
- Mei, Jianping
- Moses, Michael
- Goodwin, Craufurd : “Art and Culture in the History of Economic Thought”, 2006, **Handbook of the Economics of Art and Culture**, Vol. 1, Ed. by Victor A. Ginsburgh and David Throsby, Great Britain, Elsevier North Holland Press, 4. Ed. 2011, pp. 25-66.
- Goetzmann, William : “Accounting for taste: Art and the financial markets over three centuries”, **American Economic Review**, Vol. 83, No: 5, 1993, pp. 1370-1376.
- N.
- Goetzmann, William : “Art and Money”, **Yale ICF Working Paper No. 09-26, 2010** (Çevrimiçi)
Renneboog, Luc
Spaenjers, Christophe citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.472.8849&rep=rep1&type=pdf, 15 Kasım 2019.
- gov.uk/government : www.gov.uk/government/publications/creative-industries-mapping-documents-1998
- Graddy, Kathryn : “Auction guarantees for works of art”, **Journal of Economic Behavior & Organization**, Vol. 165, September 2019, pp. 187-200.
- Hamilton, Jonathan
- Grampp, William D. : **Pricing The Priceless: Art, Artist and Economics**, Basic Books Inc. Publishers, New York, 1989.
- Heilbrun, James, : **The Economics of Art and Culture**, Second Ed.,
Gray, Charles M. Cambridge University Press, 2001.
- Higgs, Helen : “Australian Art Market Prices During the Global Financial Crisis and Two Earlier Decades”, **Australian Economic Papers**, Vol.51, No: 4, November 2012, (Çevrimiçi)
<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/1467-8454.12001>, 20 Kasım 2018.
- Higgs, Helen : “Financial Returns and Price Determinants in the Australian
Worthington, C. Art Market, 1973 – 2003.” **The Economic Record**, Vol. 81
Andrew No: 253, 2005, pp. 113-123.
- Hilferding, Rudolf : **Finance Capital: A Study of the Latest Phase of Capitalist Development**. Ed. by. Tom Bottomore, Routledge & Kegan Paul, London, 1981.

- Hsieh, Shui-Hui : “Art as an investment: Empirical study of Asian contemporary and Chinese 20th century modern art”
Lee, Jin-Ping : **international conference on finance department of finance**, National Taiwan University, December 10–11, 2010, discussion paper. (Çevrimiçi) https://pdfs.semanticscholar.org/944d/b3666365ff60f08c909b5dec33c450edab4a.pdf?_ga=2.90798426.1951541234.1573841645862685968.1573841645, 9 Ekim 2019.
- Horowitz, Noah : **Art of the Deal: Contemporary Art In a Global Financial Market**, Ed. 8, New Jersey, Princeton University press, 2014.
- Hulten, Charles. R. : “Price Hedonics: A Critical Review”, **Economic Policy Review**, Vol. 9, No: 3, September 2003, pp. 1-15.
- investopedia : <https://www.investopedia.com/terms/b/benchmark-for-correlation-values.asp>
- J.P. Morgan : (<https://www.jpmorgan.com/country/TR/en/jpmorgan/is/though/magazine/3Q2013/art>).
- Kaikai Kiki Co. Ltd. : (<http://english.kaikaikiki.co.jp/whatskaikaikiki/>)
- Keen, Geraldine : **Money And Art: A Study Based on the Times-Sotheby Index**, G.P. Putnam’s Sons, New York, 1971.
- Kharchenkova, Svetlana : “The market metaphors: Making sense of the emerging market for contemporary art in China”, **Poetics**, Vol. 71, December 2018, pp. 71-82.
- Kleine, Jens : "Rich men’s hobby or question of personality: Who considers collectibles as alternative investment?", **Finance Research Letters**, Available online, 7 October 2019, (Çevrimiçi) www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1544612319309857, 10 Mart 2020.
- Komarova, Nataliya : “Between the market and noncommercial art institutions: Early career strategies of contemporary artists in emerging art scenes”, **Poetics**, Vol. 71, December 2018, pp. 33-42.
- Kraussl, Roman : “Art as an Alternative Asset Class: Risk and Return Characteristics of the Middle Eastern & Northern African Art Markets”, **LSF Research Working Paper Series, No. 14-10, Universite Du Luxembourg**, June 2014. (Çevrimiçi) https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2451060, 9 Ekim 2019.

- Kraussl, Roman : “Art as an Investment: the Top 500 Artists”, **SSRN Working Paper Series; No. 1536047, Department of Finance, VU University Amsterdam**, The Netherlands, February 2010.(Çevrimiçi)
www.efmaefm.org/0EFMSYMPOSIUM/2011Toronto/papers/Kraeussl.pdf, 5 Temmuz 2017.
- Kraussl, Roman : “The Validity of Hedonic Models for Estimating Heterogeneous Assets Returns” January 2019, **SSRN Electronic Journal**,
Lehnert, Thorsten (Çevrimiçi)https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3339292, 13 Ekim 2019.
Nasser Eddine, Ali
- Kraussl, Roman : “Is There a Bubble in the Art Market?”, **Journal of Empirical Finance**, Vol. 35, January 2016, pp. 99-109.
Lehnert, Thorsten
Martelin, Nicolas
- Kraussl, Roman : “Emerging Art Markets”, **Emerging Markets Review**, Vol. 11, No: 4, 2010, pp. 301-318.
Logher, Robin
- Krippner, Greta R. : “The financialization of the American economy”, **Socio-Economic Review**, Vol. 3, No: 2, 1 May 2005, pp. 173–208.
- Lancaster, Kelvin J. : “A New Approach to Consumer Theory”, **The Journal of Political Economy**, Vol. 74, No: 2, The University of Chicago Press., April 1966, pp. 132-157.
- Lebriz İnternet : www.lebriz.com
Hizmetleri Ltd. Şti.
- Lehman, Kim : “Exploring supply-side network interactions in the visual art production process”, **Poetics**, Vol. 69, August 2018, pp. 57-69.
Wickham, Mark
Fillis, Ian
- Li, Xin-Yong, : “Testing for Bubbles in the Chinese Art Market” 2020, **Sage Journals**, Online, Vol. 10, No: 1, January 23 2020,
Su, Chiwei, (Çevrimiçi)<https://journals.sagepub.com/doi/full/10.1177/2158244019901249>, 11 Mart 2020.
Qin, Meng
Zhao, Fahai
- Lipsey, Richard G. : **Economics**, 12. Ed., Addison-Wesley, 1999.
Courant, Paul N.
Ragan, Christopher
T.S.
- Louargand, Marc A. : “Price Efficiency In The Art Auction Market”, **Journal of Cultural Economics**, Vol. 15, No: 2, December 1991, pp. 53-65.
McDaniel, J.R.

- Maddison, David J. : “The Death Effect in Art Prices: Evidence from Denmark”,
Pedersen, Anders J. **Applied Economics**, Vol. 40, No: 14, July 2008, pp. 1789-1793.
- Mandel, : “Art as an Investment and Conspicuous Consumption
R. Benjamin. **The American Economic Review**, Vol. 99, No. 4, Sep., 2009, pp. 1653-1663.
- Mandel, : "Investment in Visual Art: Evidence from International
R. Benjamin. Transactions" 2014, **Handbook of the Economics of Art and Culture**, Vol. 2, Ed. by Victor A. Ginsburgh and David Throsby, Great Britain, Elsevier North Holland Press, 2014.
- Marchenko, Maria : “Peer Effects in Art Prices”, WU Vienna Üniv. Department
of Economics, **Working Paper No: 298**, February 2020,
(Çevrimiçi) epub.wu-wien.ac.at/7620/1/WP298.pdf, 20
Mart 2020.
- Marchi, Neil De : “The History of Art Market”, 2006, **Handbook of the
Miegroet,Hans J. Van. Economics of Art and Culture**, Vol. 1, Ed. by Victor A. Ginsburgh and David Throsby, Great Britain, Elsevier North Holland Press, 2011, pp. 70-108.
- Marinelli, Nicoletta : “A model for pricing Italian Contemporary Art paintings at
Palomba, Giulio auction”, **The Quarterly Review of Economics and Finance** Vol. 51, No: 2, May 2011, pp. 212-224.
- Markowitz, Harry : “Portfolio Selection”, **The Journal of Finance**, Vol. 7, No:
1 March 1952, pp. 77-91.
- Marx, Karl : **Capital: A Critique of Political Economy**, Trans. by Ben
Fowkes, Vol. 1, Penguin Classics, 1990.
- Matheson, Victor A.: “The death effect on collectible prices”, **Journal Applied
Baade, Robert A. Economics**, Vol. 36, No: 11, 2004, pp. 1151-1155.
- McAndrew, Clare : **Fine Art and High Finance: Expert Advice on the
Economics of Ownership**, Ed. by: Clare McAndrew, New
York, Bloomberg Press, 2010.
- McCarthy, Kevin, F.: **A Portrait of the Visual Arts: Meeting the Challenges of
Ondaatje, H. Elizabeth a New Era**, Rand Corporation, 2005.
Brooks, Arthur Szanto,
Andras
- Mei, Jianping : “Art as an an investment and the underperformance of
Moses, Michael A. masterpieces”, **American Economic Review**, Vol. 92, No:
5, 2002, pp. 1656-1668.

- Mei, Jianping : “Vested interests and biased price estimates: evidence from an auction market”, **The Journal of Finance**, Vol. 60, No: 5, Oct. 2005, pp. 2409-2435.
- Munteanu, Anca : “Investigating Art Market Efficiency”, **Procedia-Social and Behavioral Sciences**, Vol.188, 14 May 2015, pp. 82-88.
- Nerlove, Marc : “Hedonic price functions and the measurement of preferences: The case of Swedish wine consumers”, **European Economic Review**, Vol. 39, No: 9, December 1995, pp. 1697-1716.
- OECD : <https://data.oecd.org/gdp/quarterly-gdp.htm#indicator->
- Park, Heungju : “Horizon analysis of art investments: Evidence from the Chinese market”, **Pacific-Basin Finance Journal**, Vol. 41, February 2017, pp. 17-25.
- Ju, Lan
- Liang, Tianyu
- Tu, Zhiyong
- Peet, Richard : “Contradictions of Finance Capitalism” **Monthly Review**, Vol. 63, No: 7. December 2011. pp. 18-32.
- Pénasse, Julien : “Sentiment and art prices”. **Economics Letters**, Vol. 122, No: 3, March 2014, pp. 432-434.
- Renneboog, Luc
- Spaenjers, Christophe
- Pesando, James E. : “Art as an investment: The auction market for modern prints”, **American Economic Review**, Vol. 83, No. 5, 1993, pp. 1075-1089.
- Pesando, James E. : “The Auction Market for Modern Prints: Confirmations, Contradictions, and New Puzzles” **Economic Inquiry**, Vol. 46, No: 2. April 2008, pp. 149-159.
- Shum, Pauline M.
- Potocki, Tomasz : “Art as an Investment in Poland-The First 20 Years after The Collapse of the Central Planning Economy” **Financial Internet Quarterly**, Vol.11, No:3, Sept. 2015, pp. 22-33.
- Rogozinska, Anna.
- Pownall, Rachel A.J : “A random walk through Mayfair: Art as a luxury good and evidence from dynamic models”, **Journal of International Money and Finance**, Vol. 95, July 2019, pp. 112-127.
- Satchell, Stephen
- Srivastava, Nandini
- Read, Herbert : **The Meaning Of Art**, Great Britain, Penguin Books Ltd, 1961.
- Reddy, Srinivas K. : “Modeling On-Line Art Auction Dynamics Using Functional Data Analysis.” **Statistical Science**, Vol. 21, No: 2, Oct. 2006, pp. 179-193.
- Dass, Mayukh

- Renneboog, Luc : “The Monetary Appreciation of Paintings: From Realism to
Houtte, V. Tom Magritte”, **Cambridge Journal of Economics**, Vol. 26, No: 3, May 2002, pp. 331-357.
- Renneboog, Luc. : “Buying Beauty: On Prices and Returns in the Art Market”
Spaenjers, **Management Science**, Vol. 59, No. 1, January 2013, pp. 36-
Christophe 53.
- Renneboog, Luc : “Investment Returns and Economic Fundamentals in
Spaenjers, Christophe International Art Markets” **Tilburg University, CentER
Discussion Paper**; Vol. 2014-018, 24 February 2014,
(Çevrimiçi) <https://pure.uvt.nl/ws/portalfiles/portal/1580051/2014-018.pdf>, 7 Kasım 2019.
- Reitlinger, Gerald : **The economics of Taste: The art market in the
1960’s** London, Barrie & Jenkins Ltd., 1970.
- Schneider, : “Analyzing the market of works of contemporary fine arts:
Friederich An exploratory study”. **Journal of Cultural Economics**,
Pommerehne, Werner Vol. 7, No: 2, December 1983, pp. 41-67.
W.
- Schönfeld, Susanne : “The effects of gallery and artist reputation on prices in the
Reinstaller, Andreas primary market for art”, **Journal of Cultural Economics**,
Vol. 31, No: 2, 2007, pp. 143-153.
- Seçkin, Aylin : “Art and the economy: A first look at the market for
Atükeren, Erdal paintings in Turkey”, **Economics Bulletin**, Vol. 26, No: 3,
2006, pp. 1-13.
- Seçkin, Aylin : “A Heckit Model of Sales Dynamics in Turkish Art
Atükeren, Erdal Auctions: 2005-2008”, **Review of Middle East Economics
and Finance**, Vol. 7 No: 3, 2011. pp. 1-32.
- Seçkin, Aylin : “Determinants of sales rates at Turkish art auctions”, **Acta
Atükeren, Erdal Oeconomica**, Vol. 62, No: 4, December 2012, pp. 489-503.
- Seçkin, Aylin : “Investment characteristics of the market for paintings in
Atükeren, Erdal Turkey: 1990-2005”, **Investment Management and
Financial Innovations**, Vol. 6, No: 2, 2009, pp. 7-14.
- Shi, Yang : “The Investment Performance of Art in Mainland China”,
Conroy, Paul **Emerging Markets Finance ve Trade**, Vol. 54, No: 6,
Wang, Mancang 2018. pp. 1358-1374.
Dang, Chenlu

- Shi, Yang : “Home bias in domestic art markets: Evidence from China”,
Xu, Hui **Economic Letters**, Vol. 159, October 2017, pp. 201-203.
Wang, Mancang
Conroy, Paul
- Shin, Dongyoub : “Neoliberal marketisation of art worlds and status
Lee, Kangsan multiplexity: Price formation in a Korean art auction, 1998-
Lee, Hakbae 2007”, **Poetics**, Vol. 43, April 2014, pp. 120-148.
- Singer, Leslie : “Microeconomics of the art market”, **Journal of Cultural
Economics**, Vol. 2, No: 1, June 1978, pp. 21-40.
- Sortino, A. Frank : “Performance Measurement in a Downside Risk
Price, N. Lee Framework”, **The Journal of Investing**, Vol. 3, No: 3, Fall
1994, pp. 59-64.
- Spaenjers, : “The Economics of Aesthetics and Record Prices for Art
Christophe since 1701” **Explorations in Economic History**, Vol. 57,
Goetzmann, William July 2015, pp. 79-94.
Mamonova, Elena
- Stein, John P. : “The monetary appreciation of paintings”, **Journal of
Political Economy**, Vol. 85, No: 5, October 1977, pp. 1021-
1036.
- Taylor, Mark C. : “Financialization of Art”. **Capitalism and Society**, Vol. 6,
No: 2, 2011, pp.1-21.
- TCMB : <https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?evds/serieMarket>
- The Journal of : www.culturaleconomics.org
Cultural Economics
- Throsby, David : **The Economics Of Cultural Policy**, New York, Cambridge
University Press, 2011.
- Throsby, David : **Economics and Culture**, Cambridge, Cambridge
University Press, 2004.
- Thompson, Don : **The \$12 Million Stuffed Shark: The Curious Economics
of Contemporary Art**, London, Aurum Press Ltd., 2008.
- Towse, Ruth : **A Textbook Of Cultural Economics**, New York,
Cambridge University Press, 2010.
- TUİK : <http://www.tuik.gov.tr/UstMenu.do?metod=temelist>

- Ursprung, Heinrich : "Reputation, price and death: an empirical analysis of art price formation", **University of Konstanz, CESifo Working Paper No. 2237**, 29 January 2008, (Çevrimiçi) http://www.cesifo.de/DocDL/cesifo1_wp2237.pdf, 2 Şubat 2018.
- Wiermann, Christian
- Vecco, Marilena : "Don't let the easy be the enemy of the good. Returns from art investments: What is wrong with it?", **Journal of Economic Behavior & Organization**, Vol. 140, August 2017, pp. 120-129.
- Zanola, Roberto
- Velthuis, Olav : **Talking Prices: Symbolic Meanings of Prices on the Market for Contemporary Art**, Fourth Printing, Princeton Univ. Press, USA, 2007.
- Veblen, Thorstein : **The Theory of the Leisure Class: An Economic Study of Institutions**, Macmillan, New York, 1912.
- Velthuis, Olav : "The Financialization of Art" **The Oxford Handbook of the Sociology of Finance**, Ed. by Karin Knorr Cetina, Alex Preda, Oxford University Press, Chp. 24, January 2012, pp. 471-487.
- Coslor, Erica
- wallstreetmojo : <https://www.wallstreetmojo.com/veblen-goods/>
- World Intellectual : http://www.wipo.int/edocs/pubdocs/en/copyright/893/wipo_pub_893.pdf
- Property Organization
- Worthington, C. : "Art as an investment: short and long-term comovements in major painting markets", **Empirical Economics**, Vol. 28, No.4, February 2003, pp. 649-668.
- Andrew Higgs, Helen
- Worthington, C. : "Art as an investment: Risk, return and portfolio diversification in major painting markets", **Accounting and Finance**, Vol. 44, No: 2. February 2004, pp. 257-272.
- Andrew Higgs, Helen

EKLER

Ek 1.: 1995-2018 Çeyrek Dönem BİST100 Endeksi Nominal ve Reel Getiri Oranları Tablosu

Dönemler	BİST100 Endeks	Getiri Oranı %	TÜFE %	Enflasyondan Arındırılmış Getiri Oranı %
31.12.2018	22910,98	-5,44	0,78	-6,17
29.06.2018	24228,75	-16,02	6,23	-20,95
30.03.2018	28850,12	11,68	2,77	8,67
29.12.2017	25832,20	2,46	4,31	-1,77
30.06.2017	25212,84	13,05	1,49	11,39
31.03.2017	22302,73	13,71	4,34	8,98
30.12.2016	19614,59	1,72	3,64	-1,85
30.06.2016	19282,88	-7,75	1,84	-9,42
31.03.2016	20902,19	16,09	1,75	14,09
31.12.2015	18005,12	-12,79	2,44	-14,87
30.06.2015	20646,52	1,74	1,68	0,06
31.03.2015	20294,21	-5,69	3,03	-8,46
31.12.2014	21517,97	9,21	1,63	7,46
30.06.2014	19702,54	6,25	2,06	4,11
30.03.2014	18543,45	8,95	3,57	5,19
31.12.2013	17019,79	-21,07	2,28	-22,83
29.06.2013	21562,62	9,03	1,33	7,60
31.03.2013	19776,46	0,74	2,63	-1,84
31.12.2012	19632,11	25,05	2,74	21,72
29.06.2012	15699,85	0,19	0,39	-0,20
30.03.2012	15669,61	21,76	1,55	19,90
30.12.2011	12869,10	-18,97	5,66	-23,31
30.06.2011	15882,07	-1,81	1,83	-3,57
31.03.2011	16174,54	-2,38	1,57	-3,89
31.12.2010	16568,64	20,36	1,55	18,52
30.06.2010	13765,96	-3,01	-0,33	-2,69
31.03.2010	14192,43	7,03	3,93	2,98
31.12.2009	13260,29	42,97	4,26	37,13
30.06.2009	9275,10	43,41	0,77	42,31
31.03.2009	6467,56	-4,09	1,05	-5,09
31.12.2008	6743,50	-23,44	3,03	-25,69
30.06.2008	8808,28	-10,06	2,82	-12,53
31.03.2008	9793,77	-29,75	3,09	-31,86
31.12.2007	13941,34	17,93	4,02	13,37
29.06.2007	11821,59	7,86	1,47	6,30
30.03.2007	10959,94	11,62	2,36	9,05
29.12.2006	9819,38	10,34	2,81	7,32
30.06.2006	8899,59	-17,38	3,58	-20,24
31.03.2006	10771,72	7,88	1,25	6,55
30.12.2005	9985,11	47,56	3,65	42,36

Ek 1.: 1995-2018 Çeyrek Dönem BİST100 Endeksi Nominal ve Reel Getiri Oranları Tablosu (Devam)

Dönemler	BİST100 Endeks	Getiri Oranı %	TÜFE %	Enflasyondan Arındırılmış Getiri Oranı %
30.06.2005	6766,91	5,48	1,74	3,68
31.03.2005	6415,58	2,35	0,83	1,51
29.12.2004	6268,46	38,98	3,92	33,74
30.06.2004	4510,28	-11,01	0,80	-11,72
31.03.2004	5068,36	8,41	2,15	6,13
31.12.2003	4675,31	71,12	2,64	66,72
30.06.2003	2732,24	14,87	2,04	12,57
31.03.2003	2378,46	-8,63	8,00	-15,40
31.12.2002	2603,09	17,28	8,04	8,55
30.09.2002	2219,60	-5,73	7,26	-12,11
28.06.2002	2354,57	-19,69	3,25	-22,22
29.03.2002	2931,80	-15,26	8,44	-21,86
28.12.2001	3459,60	80,73	14,12	58,37
30.09.2001	1914,27	-31,94	11,61	-39,02
29.06.2001	2812,52	39,66	19,54	16,83
30.03.2001	2013,89	-14,99	10,69	-23,20
22.12.2000	2368,96	-16,86	9,56	-24,11
30.09.2000	2849,19	-21,54	7,68	-27,14
30.06.2000	3631,33	-9,13	5,30	-13,70
31.03.2000	3996,31	4,68	11,91	-6,46
28.12.1999	3817,75	207,24	17,38	161,75
30.06.1999	1242,62	90,55	11,46	70,96
31.12.1998	652,13	-20,29	14,24	-30,23
31.06.1998	818,10	-5,57	10,97	-14,90
31.12.1997	866,35	253,65	21,44	191,21
27.12.1996	244,97	38,45	15,81	19,55
28.06.1996	176,94	5,14	14,35	-8,05
29.03.1996	168,30	67,51	19,53	40,14
29.12.1995	100,47	-17,02	15,53	-28,17
30.06.1995	121,08	21,08	12,15	7,96
31.03.1995	100,00	-	17,34	-
Getiri Oranı %		13,55		6,85

Not: BİST100 Endeksinin baz yılı, incelenen dönemin başlangıç tarihi olan 01.01.1995 100 alınarak kaydırılmış ve üç aylık dönemler halinde yazar tarafından yeniden düzenlenerek Sanat Endeksi inceleme dönemi ile uyumlulaştırılmıştır. BİST100 verileri için kaynak: <https://evds2.tcmb.gov.tr>
TÜFE % oranı, tüketici fiyat endeksleri baz yıl 1994=100 ve 2003=100 esas alınarak yazar tarafından üç aylık enflasyon oranı olarak hesaplanmıştır. TÜFE verileri için kaynak: tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt_id=1014

**Ek 2.: 1995-2018 Kısa Vadeli Hazine Bonosu Nominal ve Reel Faiz Oranı
Tablosu**

Üçer Aylık Dönemler	Üç Ay Vadeli Yıllık Faiz oranı %	TÜFE %	Üç Aylık Brüt Faiz Getiri Oranı %	Enflasyondan Arındırılmış Üç Aylık Net Faiz Getiri Oranı %
31.12.2018	17,82	0,78	4,46	3,65
29.06.2018	18,49	6,23	4,62	-1,52
30.03.2018	13,53	2,77	3,38	0,59
29.12.2017	12,95	4,31	3,24	-1,03
30.06.2017	10,82	1,49	2,71	1,20
31.03.2017	11,72	4,34	2,93	-1,35
30.12.2016	10,65	3,64	2,66	-0,95
30.06.2016	8,53	1,84	2,13	0,28
31.03.2016	9,66	1,75	2,42	0,66
31.12.2015	10,36	2,44	2,59	0,15
30.06.2015	9,85	1,68	2,46	0,77
31.03.2015	8,44	3,03	2,11	-0,89
31.12.2014	8,81	1,63	2,20	0,56
30.06.2014	8,44	2,06	2,11	0,05
30.03.2014	10,42	3,57	2,61	-0,93
31.12.2013	8,92	2,28	2,23	-0,05
29.06.2013	7,96	1,33	1,99	0,65
31.03.2013	6,6	2,63	1,65	-0,95
31.12.2012	5,69	2,74	1,42	-1,28
29.06.2012	8,9	0,39	2,23	1,83
30.03.2012	9,19	1,55	2,30	0,74
30.12.2011	10,09	5,66	2,52	-2,97
30.06.2011	9,24	1,83	2,31	0,47
31.03.2011	8,12	1,57	2,03	0,45
31.12.2010	7,88	1,55	1,97	0,41
30.06.2010	7,79	-0,33	1,95	2,29
31.03.2010	7,07	3,93	1,77	-2,08
31.12.2009	7,23	4,26	1,81	-2,35
30.06.2009	9,37	0,77	2,34	1,56
31.03.2009	12,7	1,05	3,18	2,11
31.12.2008	15,58	3,03	3,90	0,84
30.06.2008	18,24	2,82	4,56	1,69
31.03.2008	16,65	3,09	4,16	1,04
31.12.2007	15,38	4,02	3,85	-0,16
29.06.2007	16,12	1,47	4,03	2,52
30.03.2007	17,86	2,36	4,47	2,06
29.12.2006	18,78	2,81	4,70	1,84
30.06.2006	15,76	3,58	3,94	0,35
31.03.2006	14,62	1,25	3,66	2,38
30.12.2005	14	3,65	3,50	-0,14
30.06.2005	14,29	1,74	3,57	1,80
31.03.2005	15,34	0,83	3,84	2,99
29.12.2004	19,87	3,92	4,97	1,01

**Ek 2.: 1995-2018 Kısa Vadeli Hazine Bonosu Nominal ve Reel Faiz Oranı
Tablosu (Devam)**

Üçer Aylık Dönemler	Üç Ay Vadeli Yıllık Faiz oranı %	TÜFE %	Üç Aylık Brüt Faiz Getiri Oranı %	Enflasyondan Arındırılmış Üç Aylık Net Faiz Getiri Oranı %
30.06.2004	22,9	0,80	5,73	4,89
31.03.2004	22,06	2,15	5,52	3,30
31.12.2003	23,5	2,64	5,88	3,16
30.06.2003	34,71	2,04	8,68	6,51
31.03.2003	48,7	8,00	12,18	3,87
31.12.2002	39,28	8,04	9,82	1,65
30.09.2002	49,27	7,26	12,32	4,72
28.06.2002	56,5	3,25	14,13	10,54
29.03.2002	61,32	8,44	15,33	6,35
28.12.2001	57,42	14,12	14,36	0,21
30.09.2001	67,25	11,61	16,81	4,66
29.06.2001	63,34	19,54	15,84	-3,10
30.03.2001	124,99	10,69	31,25	18,57
22.12.2000	35,2	9,56	8,80	-0,69
30.09.2000	35,77	7,68	8,94	1,17
30.06.2000	35,02	5,30	8,76	3,29
31.03.2000	36,36	11,91	9,09	-2,52
28.12.1999	71,66	17,38	17,92	0,46
30.06.1999	86,79	11,46	21,70	9,19
31.12.1998	101,25	14,24	25,31	9,69
31.06.1998	65,5	10,97	16,38	4,88
31.12.1997	88,75	21,44	22,19	0,62
27.12.1996	100,57	15,81	25,14	8,06
28.06.1996	90,35	14,35	22,59	7,21
29.03.1996	84,84	19,53	21,21	1,41
29.12.1995	145,59	15,53	36,40	18,06
30.06.1995	71,93	12,15	17,98	5,20
31.03.1995	98,52	17,34	24,63	6,21
Getiri Oranı %			7,97	2,17

Not: Hazine Bonoları üç aylık ortalama brüt faizli bonoları kapsamakta, incelenen dönemde üç aylık bono ihalesi olmadığı durumlarda en kısa dönemli bono ihalesi faizi esas alınarak faiz oranı tablosu yazar tarafından düzenlenmiştir. Veriler için kaynak: <https://evds2.tcmb.gov.tr>

TÜFE % oranı, tüketici fiyat endeksleri baz yıl 1994=100 ve 2003=100 esas alınarak yazar tarafından üç aylık enflasyon oranı olarak hesaplanmıştır. TÜFE verileri için kaynak: tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt_id=1014

Ek 3.: 1995-2018 Çeyrek Dönem Altın Fiyatları ve Getiri Oranı Tablosu

Üçer Aylık Dönemler	Cumhuriyet Altını Ortalama Serbest Piyasa Fiyatı (TL/Adet)	Bir Önceki Döneme göre Getiri Oranı %	TÜFE %	Enflasyondan Arındırılmış Getiri oranı %
31.12.2018	1526,88	21,11	0,78	20,17
29.06.2018	1260,75	12,06	6,23	5,49
30.03.2018	1903,01	6,59	2,77	3,72
29.12.2017	1902,11	8,49	4,31	4,01
30.06.2017	972,87	0,39	1,49	-1,08
31.03.2017	969,10	12,07	4,34	7,41
30.12.2016	864,72	11,00	3,64	7,10
30.06.2016	779,00	4,99	1,84	3,09
31.03.2016	742,00	7,88	1,75	6,02
31.12.2015	687,80	1,81	2,44	-0,61
30.06.2015	675,60	5,58	1,68	3,84
31.03.2015	639,92	9,62	3,03	6,40
31.12.2014	583,78	-0,95	1,63	-2,54
30.06.2014	589,35	-3,73	2,06	-5,67
30.03.2014	612,18	8,49	3,57	4,75
31.12.2013	564,27	-1,46	2,28	-3,66
29.06.2013	572,65	-9,28	1,33	-10,47
31.03.2013	631,20	-4,40	2,63	-6,85
31.12.2012	660,28	4,96	2,74	2,16
29.06.2012	629,08	-4,07	0,39	-4,44
30.03.2012	655,78	-1,55	1,55	-3,05
30.12.2011	666,12	31,19	5,66	24,16
30.06.2011	507,75	6,78	1,83	4,86
31.03.2011	475,50	9,50	1,57	7,81
31.12.2010	434,25	9,11	1,55	7,44
30.06.2010	397,98	9,69	-0,33	10,05
31.03.2010	362,83	2,31	3,93	-1,56
31.12.2009	354,65	12,50	4,26	7,90
30.06.2009	315,25	-2,89	0,77	-3,63
31.03.2009	324,62	25,38	1,05	24,08
31.12.2008	258,91	3,38	3,03	0,34
30.06.2008	250,45	6,52	2,82	3,60
31.03.2008	235,12	15,13	3,09	11,68
31.12.2007	204,23	3,69	4,02	-0,32
29.06.2007	196,97	-1,88	1,47	-3,30
30.03.2007	200,75	1,99	2,36	-0,36
29.12.2006	196,83	-4,26	2,81	-6,88
30.06.2006	205,58	24,89	3,58	20,57
31.03.2006	164,61	14,24	1,25	12,83
30.12.2005	144,09	11,07	3,65	7,16
30.06.2005	129,73	0,43	1,74	-1,29
31.03.2005	129,17	-8,50	0,83	-9,25
29.12.2004	141,17	10,33	3,92	6,17

**Ek 3.: 1995-2018 Çeyrek Dönem Altın Fiyatları ve Getiri Oranı Tablosu
(Devam)**

Üçer Aylık Dönemler	Cumhuriyet Altını Ortalama Serbest Piyasa Fiyatı (TL/Adet)	Bir Önceki Döneme göre Getiri Oranı %	TÜFE %	Enflasyondan Arındırılmış Getiri oranı %
30.06.2004	127,95	5,32	0,80	4,48
31.03.2004	121,49	-4,50	2,15	-6,51
31.12.2003	127,21	11,47	2,64	8,60
30.06.2003	114,12	-12,03	2,04	-13,79
31.03.2003	129,72	9,90	8,00	1,76
31.12.2002	118,03	3,65	8,04	-4,06
30.09.2002	113,87	13,46	7,26	5,78
28.06.2002	100,36	13,27	3,25	9,70
29.03.2002	88,60	-8,41	8,44	-15,54
28.12.2001	96,73	11,06	14,12	-2,68
30.09.2001	87,10	25,09	11,61	12,08
29.06.2001	69,63	52,80	19,54	27,82
30.03.2001	45,57	11,83	10,69	1,03
22.12.2000	40,75	2,46	9,56	-6,48
30.09.2000	39,77	4,27	7,68	-3,17
30.06.2000	38,14	3,59	5,30	-1,62
31.03.2000	36,82	15,35	11,91	3,07
28.12.1999	31,92	33,78	17,38	13,97
30.06.1999	23,86	25,45	11,46	12,55
31.12.1998	18,01	30,81	14,24	14,50
31.06.1998	14,54	14,40	10,97	3,09
31.12.1997	12,71	54,81	21,44	27,48
27.12.1996	8,21	24,96	15,81	7,90
28.06.1996	6,57	13,67	14,35	-0,59
29.03.1996	5,78	26,20	19,53	5,58
29.12.1995	4,58	25,48	15,53	8,61
30.06.1995	3,65	7,04	12,15	-4,56
31.03.1995	3,41	-	17,34	
Getiri Oranı %		9,79		3,81

Not: Altın getiri oranı tablosu, TCMB Cumhuriyet altını ortalama serbest piyasa TL/adet düzeyi satış fiyatı esas alınarak yazar tarafından düzenlenmiştir.

Altın fiyat verileri için kaynak: evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket/#collapse_25

TÜFE % oranı, tüketici fiyat endeksleri baz yıl 1994=100 ve 2003=100 esas alınarak yazar tarafından üç aylık enflasyon oranı olarak hesaplanmıştır. TÜFE verileri için kaynak: tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt_id=1014

Ek 4.: 1995-2018 Çeyrek Dönem ABD Doları/TL Kur Değişim Oranı Tablosu

Üçer Aylık Dönemler	1 USD =TL	Bir Önceki Döneme Göre Getiri oranı %	TÜFE %	Enflasyondan Arındırılmış Getiri Oranı %
31.12.2018	5,53	26,54	0,78	25,56
29.06.2018	4,37	14,40	6,23	7,69
30.03.2018	3,82	0,53	2,77	-2,18
29.12.2017	3,8	5,85	4,31	1,48
30.06.2017	3,59	-2,97	1,49	-4,39
31.03.2017	3,7	12,80	4,34	8,11
30.12.2016	3,28	13,10	3,64	9,13
30.06.2016	2,9	-1,69	1,84	-3,47
31.03.2016	2,95	1,37	1,75	-0,37
31.12.2015	2,91	8,99	2,44	6,39
30.06.2015	2,67	8,54	1,68	6,75
31.03.2015	2,46	8,37	3,03	5,18
31.12.2014	2,27	7,08	1,63	5,36
30.06.2014	2,12	-4,50	2,06	-6,43
30.03.2014	2,22	9,36	3,57	5,59
31.12.2013	2,03	10,33	2,28	7,87
29.06.2013	1,84	2,79	1,33	1,44
31.03.2013	1,79	0,00	2,63	-2,56
31.12.2012	1,79	-1,10	2,74	-3,74
29.06.2012	1,81	0,56	0,39	0,17
30.03.2012	1,8	-2,17	1,55	-3,66
30.12.2011	1,84	17,20	5,66	10,92
30.06.2011	1,57	-0,63	1,83	-2,42
31.03.2011	1,58	8,22	1,57	6,55
31.12.2010	1,46	-5,19	1,55	-6,64
30.06.2010	1,54	1,99	-0,33	2,33
31.03.2010	1,51	1,34	3,93	-2,49
31.12.2009	1,49	-5,10	4,26	-8,98
30.06.2009	1,57	-5,42	0,77	-6,14
31.03.2009	1,66	7,79	1,05	6,67
31.12.2008	1,54	22,22	3,03	18,63
30.06.2008	1,26	5,00	2,82	2,12
31.03.2008	1,2	0,84	3,09	-2,18
31.12.2007	1,19	-11,19	4,02	-14,62
29.06.2007	1,34	-4,96	1,47	-6,34
30.03.2007	1,41	-3,42	2,36	-5,65
29.12.2006	1,46	0,00	2,81	-2,73
30.06.2006	1,46	9,77	3,58	5,98
31.03.2006	1,33	-2,21	1,25	-3,42
30.12.2005	1,36	0,00	3,65	-3,52
30.06.2005	1,36	2,26	1,74	0,51
31.03.2005	1,33	-0,08	0,83	-0,90
29.12.2004	1445844,33	-0,56	3,92	-4,31

**Ek 4.: 1995-2018 Çeyrek Dönem ABD Doları/TL Kur Değişim Oranı Tablosu
(Devam)**

Üçer Aylık Dönemler	1 USD =TL	Bir Önceki Döneme Göre Getiri oranı %	TÜFE %	Enflasyondan Arındırılmış Getiri Oranı %
30.06.2004	1453929,70	8,99	0,80	8,13
31.03.2004	1333971,33	-7,69	2,15	-9,63
31.12.2003	1445152,18	-4,89	2,64	-7,34
30.06.2003	1519518,25	-8,17	2,04	-10,01
31.03.2003	1654776,90	2,13	8,00	-5,44
31.12.2002	1620250,10	-1,84	8,04	-9,14
30.09.2002	1650667,69	16,95	7,26	9,03
28.06.2002	1411372,81	3,58	3,25	0,32
29.03.2002	1362588,41	-11,04	8,44	-17,96
28.12.2001	1531640,92	9,54	14,12	-4,01
30.09.2001	1398185,50	17,81	11,61	5,56
29.06.2001	1186797,30	51,09	19,54	26,39
30.03.2001	785492,62	15,15	10,69	4,03
22.12.2000	682136,81	5,31	9,56	-3,88
30.09.2000	647711,75	5,85	7,68	-1,70
30.06.2000	611913,20	8,33	5,30	2,88
31.03.2000	564884,52	13,19	11,91	1,14
28.12.1999	499080,68	25,76	17,38	7,14
30.06.1999	396863,25	34,81	11,46	20,95
31.12.1998	294385,85	15,99	14,24	1,53
31.06.1998	253812,83	34,42	10,97	21,13
31.12.1997	188816,00	90,29	21,44	56,69
27.12.1996	99224,94	29,57	15,81	11,88
28.06.1996	76583,05	18,98	14,35	4,05
29.03.1996	64366,08	21,18	19,53	1,38
29.12.1995	53114,62	23,62	15,53	7,00
30.06.1995	42967,03	4,62	12,15	-6,71
31.03.1995	41069,88	-	17,34	
Getiri Oranı %		8,28		2,30

Not: Getiri oranı tablosu TCMB USD döviz satış düzey fiyatı esas alınarak yazar tarafından düzenlenmiştir. Veri için kaynak: https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket/#collapse_25
TÜFE yüzde değişim oranı, tüketici fiyat endeksleri baz yıl 1994=100 ve 2003=100 esas alınarak yazar tarafından üç aylık enflasyon oranı olarak hesaplanmıştır. TÜFE verileri için kaynak: tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt_id=1014

**Ek 5.: 1995-2018 Çeyrek Dönem Sanat ve Finansal Varlıklar Getiri Oranı
Zaman Serilerinin Genelleştirilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi Eviews 10
Çıktı Tablosu**

TSE Birim Kök Testi

	t-İstatistik	Olas.*
Genelleştirilmiş Dickey-Fuller test istatistik	-8.255621	0.0000

Kritik test değerleri:	1% düzey	-4.170583
	5% düzey	-3.510740
	10% düzey	-3.185512

*MacKinnon (1996) tek-yanlı p-değeri

Genelleştirilmiş Dickey-Fuller Test Eşitliği

Bağımlı Değişken: D(TSE)

Yöntem: En Küçük Kareler

Örneklem (düzeltilmiş): 1996Ç1 2018Ç2

İçerilen Gözlem Sayısı: 46 (düzeltmeden sonra)

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-İstatistik	Olas.
TSE (-1)	-1.392759	0.168704	-8.255621	0.0000
C	42.42021	18.41486	2.303586	0.0261
@TREND ("1995Ç1")	-0.407533	0.322713	-1.262831	0.2135
R-kare	0.613188			
Düzeltilmiş R-kare	0.595197			
F-istatistik	34.08255			

BIST100 Birim Kök Testi

	t-İstatistik	Olas.*
Genelleştirilmiş Dickey-Fuller test istatistik	-13.19493	0.0000

Kritik test değerleri:	1%düzey	-4.170583
	5%düzey	-3.510740
	10% düzey	-3.185512

*MacKinnon (1996) tek-yanlı p-değeri

Genelleştirilmiş Dickey-Fuller Test Eşitliği

Bağımlı Değişken: D(BIST100)

Yöntem: En Küçük Kareler

Örneklem(düzeltilmiş): 1996Ç1 2018Ç2

İçerilen Gözlem Sayısı: 46 (düzeltmeden sonra)

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-İstatistik	Olas.
BIST100 (-1)	-1.105209	0.083760	-13.19493	0.0000
C	9.010572	7.633473	1.180403	0.2443
@TREND ("1995Ç1")	-0.079357	0.132921	-0.597023	0.5536
R-kare	0.805104			
Düzeltilmiş R-kare	0.796039			
F-istatistik	88.81545			

HBDT Birim Kök Testi

		t-İstatistik	Olas.*	
Genelleştirilmiş Dickey-Fuller test istatistik		-5.094053	0.0008	
Kritik test değerleri:	1% düzey	-4.170583		
	5% düzey	-3.510740		
	10% düzey	-3.185512		
*MacKinnon (1996) tek-yanlı p-değeri				
Genelleştirilmiş Dickey-Fuller Test Eşitliği				
Bağımlı Değişken: D (HBDT)				
Yöntem: En Küçük Kareler				
Örneklem(düzeltilmiş): 1996Ç1 2018Ç2				
İçerilen Gözlem Sayısı: 46 (düzeltmeden sonra)				
Değişken	Katsayı	Std.Hata	t-İstatistik	Olas.
HBDT (-1)	-0.576787	0.113228	-5.094053	0.0000
C	8.898929	2.551059	3.488328	0.0011
@TREND ("1995Ç1")	-0.100747	0.035430	-2.843568	0.0068
R-kare	0.394429			
Düzeltilmiş R-kare	0.366263			
F-istatistik	14.00368			

USD Birim Kök Testi

		t-İstatistik	Olas.*	
Genelleştirilmiş Dickey-Fuller test istatistik		-5.376193	0.0003	
Kritik test değerleri:	1% düzey	-4.170583		
	5% düzey	-3.510740		
	10% düzey	-3.185512		
*MacKinnon (1996) tek-yanlı p-değeri				
Genelleştirilmiş Dickey-Fuller Test Eşitliği				
Bağımlı Değişken: D(USD)				
Yöntem: En Küçük Kareler				
Örnekleme(düzeltilmiş): 1996Ç1 2018Ç2				
İçerilen Gözlem Sayısı: 46 (düzeltmeden sonra)				
Değişken	Katsayı	Std.Hata	t-İstatistik	Olas.
USD (-1)	-0.691819	0.128682	-5.376193	0.0000
C	7.748580	3.539108	2.189416	0.0340
@TREND ("1995Ç1")	-0.091245	0.058675	-1.555072	0.1273
R-kare	0.402620			
Düzeltilmiş R-kare	0.374835			
F-istatistik	14.49051			

ALTIN Birim Kök Testi

		t-İstatistik	Olas.*	
Genelleştirilmiş Dickey-Fuller test istatistik		-5.389884	0.0003	
Kritik test değerleri:	1% düzey	-4.170583		
	5% düzey	-3.510740		
	10% düzey	-3.185512		
*MacKinnon (1996) tek-yanlı p-değeri				
Genelleştirilmiş Dickey-Fuller Test Eşitliği				
Bağımlı Değişken: D(ALTIN)				
Yöntem: En Küçük Kareler				
Örneklem(düzeltilmiş): 1996Ç1 2018Ç2				
İçerilen Gözlem Sayısı: 46 (düzeltmeden sonra)				
Değişken	Katsayı	Std.Hata	t-İstatistik	Olas.
ALTIN (-1)	-0.806027	0.149544	-5.389884	0.0000
C	10.02715	4.541777	2.207759	0.0326
@TREND ("1995Ç1")	-0.092176	0.070624	-1.305163	0.1988
R-kare	0.404188			
Düzeltilmiş R-kare	0.376476			
F-istatistik	14.5			

**Ek 6.: 1995-2018 Çeyrek Dönem USD Fiyatlarıyla Düzenlenmiş Türk Sanat
Endeksi ve Gayri Safi Yurtiçi Hasıla Değişim Oranı Serilerine Ait
Genelleştirilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi Eviews 10 Çıktı Tablosu**

TSEUSD Birim Kök Testi:

	t-İstatistik	Olas.*
Genelleştirilmiş Dickey-Fuller test istatistik	-8.241556	0.0000
Kritik test değerleri:	1% düzey -4.180911	
	5% düzey -3.515523	
	10% düzey -3.188259	
*MacKinnon (1996) tek-yanlı p-değeri		
Genelleştirilmiş Dickey-Fuller Test Eşitliği		
Bağımlı Değişken: D(TSEUSD)		
Yöntem: En Küçük Kareler		
Örneklem (düzeltilmiş): 2000Ç1 2018Ç2		
İçerilen Gözlem Sayısı: 44 (düzeltmeden sonra)		
Değişken	Katsayı	Std. Hata
TSEUSD (-1)	-1.393432	0.169074
C	18.13141	17.60328
@TREND ("1998Ç1")	-0.112990	0.378944
	t-İstatistik	Olas.
	-8.241556	0.0000
	1.030002	0.3090
	-0.298170	0.7671
R-kare	0.623916	
Düzeltilmiş R-kare	0.605570	
F-istatistik	34.00906	

GSYİH Birim Kök Testi:

	t-İstatistik	Olas.*
Genelleştirilmiş Dickey-Fuller test istatistik	-5.447439	0.0003
Kritik test değerleri:	1% düzey -4.180911	
	5% düzey -3.515523	
	10% düzey -3.188259	
*MacKinnon (1996) tek-yanlı p-değeri		
Genelleştirilmiş Dickey-Fuller Test Eşitliği		
Bağımlı Değişken: D (GSYİH)		
Yöntem: En Küçük Kareler		
Örneklem (düzeltilmiş): 2000Ç1 2018Ç2		
İçerilen Gözlem Sayısı: 44 (düzeltmeden sonra)		
Değişken	Katsayı	Std. Hata
GSYİH (-1)	- 0.880260	0.161592
C	0.932533	0.829028
@TREND ("1998Ç1")	0.001826	0.017617
	t-İstatistik	Olas.
	-5.447439	0.0000
	1.124851	0.2672
	0.103649	0.9180
R-kare	0.423228	
Düzeltilmiş R-kare	0.395093	
F-istatistik	15.04266	

**Ek 7.: 1995-2018 Çeyrek Dönem Sanat ve Finansal Varlıklar Getiri Oranı
Vektör Otoregresyon Tahminleri (Gecikme Uzunluğu 2) Tablosu**

	TSE	BIST100	HBDT	DVZUSD	ALTIN
TSE (-1)	-0,7167	0,0164	-0,0155	0,0277	0,0549
Standart hata	0,2175	0,0811	0,0227	0,0440	0,0452
t-istatistik	-3,2955	0,2027	-0,6838	0,6288	1,2158
TSE (-2)	-0,4950	0,1265	-0,0177	0,0403	-0,0189
Standart hata	0,2164	0,0807	0,0226	0,0438	0,0449
t-istatistik	-2,2880	1,5680	-0,7861	0,9209	-0,4213
BIST100 (-1)	1,3115	-0,1487	-0,0728	-0,0094	0,0106
Standart hata	0,4781	0,1783	0,0499	0,0968	0,0993
t-istatistik	2,7431	-0,8343	-1,4605	-0,0968	0,1063
BIST100 (-2)	-0,0329	-0,0466	-0,0375	0,0473	0,0430
Standart hata	0,2412	0,0899	0,0252	0,0488	0,0501
t-istatistik	-0,1364	-0,5185	-1,4920	0,9699	0,8580
HBDT (-1)	3,1460	1,6794	0,2259	1,4930	1,7557
Standart hata	2,0870	0,7782	0,2176	0,4223	0,4335
t-istatistik	1,5074	2,1582	1,0380	3,5352	4,0500
HBDT (-2)	0,5894	-2,5055	0,7912	-0,8309	-1,0357
Standart hata	2,7206	1,0144	0,2837	0,5505	0,5651
t-istatistik	0,2167	-2,4699	2,7887	-1,5092	-1,8328
DVZUSD (-1)	-3,8570	-0,0016	-0,0263	0,3969	0,0448
Standart hata	1,7383	0,6482	0,1813	0,3518	0,3611
t-istatistik	-2,2188	-0,0025	-0,1449	1,1283	0,1241
DVZUSD (-2)	-1,2072	0,8791	0,0468	-0,1675	-0,3687
Standart hata	1,2617	0,4704	0,1316	0,2553	0,2621
t-istatistik	-0,9568	1,8686	0,3559	-0,6561	-1,4069
ALTIN (-1)	2,8045	0,5566	-0,2003	0,0430	0,5474
Standart hata	1,5878	0,5920	0,1656	0,3213	0,3298
t-istatistik	1,7663	0,9402	-1,2096	0,1338	1,6597
ALTIN (-2)	0,6485	0,3258	-0,0216	-0,0226	0,1037
Standart hata	1,3134	0,4897	0,1370	0,2658	0,2728
t-istatistik	0,4938	0,6652	-0,1581	-0,0849	0,3799
C	-0,7388	-6,4818	2,5614	-2,0839	-3,3492
Standart hata	16,4683	6,1404	1,7174	3,3324	3,4208
t-istatistik	-0,0449	-1,0556	1,4915	-0,6254	-0,9791
R-kare	0,6515	0,6137	0,6947	0,5709	0,6022
Düzeltilmiş R-kare	0,4578	0,3991	0,5251	0,3325	0,3811
F-istatistik	3,3643	2,8600	4,0962	2,3946	2,7244

Örneklem uzunluğu (düzeltilmiş): 1996 2. Çeyrek-2018 2. Çeyrek

İçerilen Gözlem Sayısı: 29 (düzeltmeden sonra)

**Ek 8.: 1995-2018 Çeyrek Dönem Sanat ve Finansal Varlıklar Getiri Oranı
Vektör Otoregresyon Tahminleri (Gecikme Uzunluğu 1) Tablosu**

	TSE	BIST100	HBDT	DVZUSD	ALTIN
TSE (-1)	-0,4852	-0,0704	0,0116	-0,0188	-0,0105
Standart hata	0,1754	0,0670	0,0147	0,0277	0,0333
t-istatistik	-2,7661	-1,0516	0,7933	-0,6791	-0,3162
BIST100 (-1)	0,0826	-0,1492	-0,0081	-0,0360	-0,0403
Standart hata	0,2136	0,0815	0,0178	0,0337	0,0406
t-istatistik	0,3865	-1,8299	-0,4530	-1,0707	-0,9925
HBDT (-1)	2,4479	1,0762	0,6349	0,8056	0,7430
Standart hata	1,2230	0,4669	0,1021	0,1928	0,2323
t-istatistik	2,0016	2,3052	6,2178	4,1790	3,1981
DVZUSD (-1)	-0,5984	-0,1428	0,0353	0,2110	0,2070
Standart hata	1,0912	0,4166	0,0911	0,1720	0,2073
t-istatistik	-0,5484	-0,3429	0,3875	1,2267	0,9987
ALTIN (-1)	0,4159	0,4355	-0,0212	-0,1251	-0,0597
Standart hata	1,0726	0,4095	0,0896	0,1691	0,2038
t-istatistik	0,3877	1,0637	-0,2367	-0,7401	-0,2930
C	3,4285	-5,0679	2,1658	-0,4114	1,5266
Standart hata	11,5937	4,4257	0,9680	1,8274	2,2025
t-istatistik	0,2957	-1,1451	2,2373	-0,2252	0,6931
R-kare	0,2014	0,2395	0,6120	0,4308	0,3370
Düzeltil. R-kare	0,1016	0,1445	0,5635	0,3597	0,2542
F-istatistik	2,0181	2,5196	12,6178	6,0553	4,0669

Örneklem uzunluğu (düzeltilmiş): 1996 1. Çeyrek-2018 2. Çeyrek

İçerilen gözlem sayısı: 46 (düzeltmeden sonra)

Ek 9.: 1998-2018 Çeyrek Dönem Türk Sanat Fiyat Endeksi ve GSYİH Bir Önceki Döneme Göre Değişim Oranı Tablosu

Dönem	Türk Sanat Endeksi Bir Önceki Döneme Göre Değişim Oranı % (USD)	GSYİH Bir Önceki Döneme Göre Değişim Oranı % (Büyüme Hızı, USD)
31.12.2018	-22,32	-2,82
29.06.2018	-20,00	-0,01
30.03.2018	24,45	1,18
29.12.2017	-3,02	2,32
30.06.2017	14,28	1,72
31.03.2017	39,05	1,48
30.12.2016	-39,42	5,82
30.06.2016	-17,47	1,13
31.03.2016	46,74	0,47
31.12.2015	-33,67	1,38
30.06.2015	-7,41	1,5
31.03.2015	0,62	1,86
31.12.2014	16,67	1,49
30.06.2014	-15,34	-1,55
30.03.2014	8,66	2,66
31.12.2013	-12,79	0,73
29.06.2013	-13,78	2,62
31.03.2013	0,25	3,62
31.12.2012	19,16	1,33
29.06.2012	-12,11	1,68
30.03.2012	5,85	-0,39
30.12.2011	-5,53	1,09
30.06.2011	-37,91	2,18
31.03.2011	27,24	2,58
31.12.2010	4,11	3,56
30.06.2010	16,67	2,58
31.03.2010	-7,91	1,71
31.12.2009	31,10	2,14
30.06.2009	77,30	1,96
31.03.2009	-31,48	-4,05
31.12.2008	-23,73	-0,92
30.06.2008	22,92	-5,06
31.03.2008	9,92	4,03
31.12.2007	23,00	5,08
29.06.2007	19,66	-1,5
30.03.2007	25,35	3,54
29.12.2006	-39,32	2,99
30.06.2006	196,20	2,77
31.03.2006	-59,90	2,06

Ek 9.: 1998-2018 Çeyrek Dönem Türk Sanat Fiyat Endeksi ve GSYİH Bir Önceki Döneme Göre Değişim Oranı Tablosu (Devam)

Dönem	Türk Sanat Endeksi Bir Önceki Döneme Göre Değişim Oranı % (USD)	GSYİH Bir Önceki Döneme Göre Değişim Oranı % (Büyüme Hızı, USD)
30.12.2005	-38,44	3,36
30.06.2005	60,00	0,42
31.03.2005	15,61	5,5
29.12.2004	24,46	1,12
30.06.2004	-16,27	2,12
31.03.2004	12,93	4,01
31.12.2003	7,30	2,02
30.06.2003	23,42	0,36
31.03.2003	-31,48	1,45
31.12.2002	57,28	0,6
30.09.2002	-30,41	1,35
28.06.2002	-42,86	3,9
29.03.2002	292,42	5,62
28.12.2001	-45,45	-3,65
30.09.2001	-6,93	2,29
29.06.2001	-8,45	-5,16
30.03.2001	-21,11	-4,49
22.12.2000	-4,26	-0,28
30.09.2000	0,00	2,33
30.06.2000	-17,90	5,04
31.03.2000	-18,21	0,96
28.12.1999	-0,35	0,28
30.06.1999	130,33	0,83
31.12.1998	-49,17	-2,59
30.06.1998	42,01	-0,10

Not: Türk Sanat Endeksi değişim oranları, bölüm 3.2'de açıklanan yöntem izlenerek yazar tarafından oluşturulan Sanat Endeksi verileridir.

GSYİH değişim oranları için kaynak: <https://data.oecd.org/gdp/quarterly-gdp.htm#indicator-char>

Ek 10.: 1998-2018 eyrek Dönem USD Fiyatlarıyla Düzenlenmiş Türk Sanat Endeksi ve Gayri Safi Yurtiçi Hasıla Değişim Oranları Vektör Otoregresyon Tahminleri (Gecikme Uzunluğu 1) Tablosu

	TSE	GSYİH
TSE (-1)	-0.345941	0.005136
Standart hata	0.17401	0.00806
t-istatistik	-1.98810	0.63696
GSYİH	-3.546085	0.093131
Standart hata	3.57699	0.16577
t-istatistik	-0.99136	0.56182
C	19.35614	1.029688
Standart hata	10.3888	0.48144
t-istatistik	1.86318	2.13875
R-kare	0.137154	0.023674
Düzelt. R-kare	0.095064	-0.023951
F-istatistik	3.258575	0.497092

Örneklem uzunluğu (düzeltilmiş): 2000 1. eyrek-2018 2. eyrek

İçerilen gözlem sayısı: 44 (düzeltmeden sonra)

Ek 11.: 1995-2018 Çeyrek Dönem Cari Fiyatlarla TL Olarak Düzenlenmiş ve Enflasyondan Arındırılmış Türk Sanat Fiyat Endeksi Tablosu

Üç Aylık Dönem	Üç Aylık Dönemde Satılan Resimlerin Ortalama Birim cm ² Değeri (TL)	TÜRK SANAT ENDEKSİ	Bir Önceki Üç Aylık Döneme Göre Getiri Oranı %	TÜFE %	Reel Getiri Oranı %
31.12.2018	9,34	31996,46	-2,13	0,78	-2,89
29.06.2018	9,55	32692,64	-12,19	6,23	-17,34
30.03.2018	10,87	37231,17	24,86	2,77	21,49
29.12.2017	8,71	29817,99	4,17	4,31	-0,13
30.06.2017	8,36	28624,71	12,72	1,49	11,07
31.03.2017	7,41	25394,68	50,62	4,34	44,35
30.12.2016	4,92	16859,62	-30,02	3,64	-32,48
30.06.2016	7,03	24091,46	-18,52	1,84	-19,99
31.03.2016	8,63	29566,48	51,55	1,75	48,94
31.12.2015	5,7	19509,47	-30,91	2,44	-32,56
30.06.2015	8,24	28238,23	-2,08	1,68	-3,70
31.03.2015	8,42	28838,28	16,29	3,03	12,87
31.12.2014	7,24	24797,81	24,56	1,63	22,56
30.06.2014	5,81	19908,3	-17,29	2,06	-18,96
30.03.2014	7,03	24069,44	15,46	3,57	11,48
31.12.2013	6,09	20847,31	-3,55	2,28	-5,70
29.06.2013	6,31	21613,79	-12,87	1,33	-14,01
31.03.2013	7,24	24806,03	1,20	2,63	-1,39
31.12.2012	7,16	24511,1	18,44	2,74	15,28
29.06.2012	6,04	20695,17	-11,43	0,39	-11,77
30.03.2012	6,82	23365,25	3,62	1,55	2,04
30.12.2011	6,58	22548,55	8,36	5,66	2,56
30.06.2011	6,08	20809,88	-36,97	1,83	-38,10
31.03.2011	9,64	33013,6	38,49	1,57	36,35
31.12.2010	6,96	23838,89	-4,13	1,55	-5,59
30.06.2010	7,26	24867,05	19,28	-0,33	19,67
31.03.2010	6,09	20848,2	-4,73	3,93	-8,33
31.12.2009	6,39	21884,18	24,75	4,26	19,65
30.06.2009	5,12	17543,05	66,09	0,77	64,82
31.03.2009	3,08	10562,08	-27,13	1,05	-27,89
31.12.2008	4,23	14493,82	-4,53	3,03	-7,34
30.06.2008	4,43	15181,77	25,25	2,82	21,81
31.03.2008	3,54	12121,53	13,75	3,09	10,34
31.12.2007	3,11	10655,83	10,96	4,02	6,67
29.06.2007	2,8	9603,33	12,38	1,47	10,75
30.03.2007	2,49	8545,13	20,45	2,36	17,67
29.12.2006	2,07	7094,15	-39,13	2,81	-40,79
30.06.2006	3,4	11654,95	219,58	3,58	208,53
31.03.2006	1,06	3646,91	-59,98	1,25	-60,47
30.12.2005	2,66	9111,88	-37,84	3,65	-40,03
30.06.2005	4,28	14659,15	59,42	1,74	56,69

Ek 11. :1995-2018 Çeyrek Dönem Cari Fiyatlarla TL Olarak Düzenlenmiş ve Enflasyondan Arındırılmış Türk Sanat Fiyat Endeksi Tablosu (Devam)

Üç Aylık Dönem	Üç Aylık Dönemde Satılan Resimlerin Ortalama Birim cm ² Değeri (TL)	TÜRK SANAT ENDEKSİ	Bir Önceki Üç Aylık Döneme Göre Getiri Oranı %	TÜFE %	Reel Getiri Oranı %
31.03.2005	2,68	9195,44	6,38	0,83	5,50
29.12.2004	2,52	8643,98	28,24	3,92	23,40
30.06.2004	1,97	6740,49	-10,53	0,80	-11,24
31.03.2004	2,2	7533,59	3,74	2,15	1,56
31.12.2003	2,12	7261,95	6,27	2,64	3,54
30.06.2003	2	6833,61	12,64	2,04	10,39
31.03.2003	1,82	6066,67	-33,64	8,00	-38,56
31.12.2002	2,67	9141,85	59,46	8,04	47,59
30.09.2002	1,72	5733	-15,95	7,26	-21,64
28.06.2002	1,99	6821,13	-43,35	3,25	-45,13
29.03.2002	3,52	12040,23	230,42	8,44	204,70
28.12.2001	1,06	3643,97	-38,24	14,12	-45,88
30.09.2001	1,77	5900	19,74	11,61	7,28
29.06.2001	1,44	4927,35	46,33	19,54	22,41
30.03.2001	0,98	3367,36	-21,67	10,69	-29,23
22.12.2000	1,26	4298,98	10,23	9,56	0,61
30.09.2000	1,17	3900	0,90	7,68	-6,30
30.06.2000	1,13	3865,3	-11,69	5,30	-16,13
31.03.2000	1,28	4377,18	-11,98	11,91	-21,35
28.12.1999	1,45	4973,18	30,68	17,38	11,33
30.06.1999	1,11	3805,49	204,33	11,46	173,04
31.12.1998	0,37	1250,43	-39,02	14,24	-46,62
31.06.1998	0,6	2050,61	76,64	10,97	59,18
31.12.1997	0,34	1160,89	325,27	21,44	250,19
27.12.1996	0,08	272,98	28,26	15,81	10,75
28.06.1996	0,06	212,84	33,61	14,35	16,84
29.03.1996	0,05	159,3	105,50	19,53	71,92
29.12.1995	0,02	77,52	98,57	15,53	71,88
30.06.1995	0,01	39,04	-60,96	12,15	-65,19
31.03.1995	0,03	100,00	-	17,34	-
Getiri Oranı			20,39		13,16

Türk Sanat Endeksi, bölüm 3.2' de açıklanan yöntem izlenerek yazar tarafından oluşturulmuştur.

TÜFE % oranı, tüketici fiyat endeksleri baz yıl 1994=100 ve 2003=100 esas alınarak yazar tarafından üç aylık enflasyon oranı olarak hesaplanmıştır. Fiyat endeks verileri için kaynak: tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt_id=1014

Ek 12.: 1995-2018 Çeyrek Dönem Cari Fiyatlarla Dolar Olarak Düzenlenmiş ve Enflasyondan Arındırılmış Türk Sanat Fiyat Endeksi Tablosu

Üç Aylık Dönem	Üç Aylık Dönemde Satılan Resimlerin Ortalama Birim cm ² Değeri (USD)	TÜRK SANAT ENDEKSİ	Bir Önceki Üç Aylık Döneme Göre Getiri Oranı %	TÜFE %	Reel Getiri Oranı %
31.12.2018	1,74	245,07	-22,32	0,78	-22,92
29.06.2018	2.24	315,49	-20,00	6,23	-24,69
30.03.2018	2.80	394,37	24,45	2,77	21,10
29.12.2017	2.25	316,90	-3,02	4,31	-7,03
30.06.2017	2.32	326,76	14,28	1,49	12,60
31.03.2017	2,32	285,92	39,05	4,34	33,27
30.12.2016	1.46	205,63	-39,42	3,64	-41,55
30.06.2016	2.41	339,44	-17,47	1,84	-18,96
31.03.2016	2,92	411,27	46,74	1,75	44,22
31.12.2015	1.99	280,28	-33,67	2,44	-35,25
30.06.2015	3.00	422,54	-7,41	1,68	-8,94
31.03.2015	3.24	456,34	0,62	3,03	-2,34
31.12.2014	3.22	453,52	16,67	1,63	14,80
30.06.2014	2.76	388,73	-15,34	2,06	-17,05
30.03.2014	3.26	459,15	8,66	3,57	4,91
31.12.2013	3.00	422,54	-12,79	2,28	-14,73
29.06.2013	3.44	484,51	-13,78	1,33	-14,91
31.03.2013	3.99	561,97	0,25	2,63	-2,32
31.12.2012	3.98	560,56	19,16	2,74	15,98
29.06.2012	3.34	470,42	-12,11	0,39	-12,45
30.03.2012	3.80	535,21	5,85	1,55	4,23
30.12.2011	3.59	505,63	-5,53	5,66	-10,59
30.06.2011	3.80	535,21	-37,91	1,83	-39,03
31.03.2011	6.12	861,97	27,24	1,57	25,27
31.12.2010	4.81	677,46	4,11	1,55	2,52
30.06.2010	4.62	650,70	16,67	-0,33	17,06
31.03.2010	3.96	557,75	-7,91	3,93	-11,39
31.12.2009	4.30	605,63	31,10	4,26	25,74
30.06.2009	3.28	461,97	77,30	0,77	75,95
31.03.2009	1.85	260,56	-31,48	1,05	-32,19
31.12.2008	2.70	380,28	-23,73	3,03	-25,97
30.06.2008	3.54	498,59	22,92	2,82	19,55
31.03.2008	2.88	405,63	9,92	3,09	6,63
31.12.2007	2.62	369,01	23,00	4,02	18,25
29.06.2007	2.13	300,00	19,66	1,47	17,93
30.03.2007	1.78	250,70	25,35	2,36	22,46
29.12.2006	1.42	200,00	-39,32	2,81	-40,98
30.06.2006	2.34	329,58	196,20	3,58	185,96
31.03.2006	0.79	111,27	-59,90	1,25	-60,40
30.12.2005	1.97	277,46	-38,44	3,65	-40,61
30.06.2005	3.20	450,70	60,00	1,74	57,26
31.03.2005	2.00	281,69	15,61	0,83	14,66

Ek 12.: 1995-2018 Çeyrek Dönem Cari Fiyatlarla Dolar Olarak Düzenlenmiş ve Enflasyondan Arındırılmış Türk Sanat Fiyat Endeksi Tablosu (Devam)

29.12.2004	1.73	243,66	24,46	3,92	19,77
30.06.2004	1.39	195,77	-16,27	0,80	-16,93
31.03.2004	1.66	233,80	12,93	2,15	10,55
31.12.2003	1.47	207,04	7,30	2,64	4,54
30.06.2003	1.37	192,96	23,42	2,04	20,95
31.03.2003	1,11	156,34	-31,48	8,00	-36,56
31.12.2002	1.62	228,17	57,28	8,04	45,58
30.09.2002	1,03	145,07	-30,41	7,26	-35,12
28.06.2002	1.48	208,45	-42,86	3,25	-44,66
29.03.2002	2.59	364,79	292,42	8,44	261,88
28.12.2001	0.66	92,96	-45,45	14,12	-52,20
30.09.2001	1.21	170,42	-6,93	11,61	-16,61
29.06.2001	1.30	183,10	-8,45	19,54	-23,41
30.03.2001	1.42	200,00	-21,11	10,69	-28,73
22.12.2000	1.80	253,52	-4,26	9,56	-12,61
30.09.2000	1.88	264,79	0,00	7,68	-7,13
30.06.2000	1.88	264,79	-17,90	5,30	-22,03
31.03.2000	2.29	322,54	-18,21	11,91	-26,91
28.12.1999	2.80	394,37	-0,35	17,38	-15,10
30.06.1999	2.81	395,77	130,33	11,46	106,65
31.12.1998	1.22	171,83	-49,17	14,24	-55,51
31.06.1998	2.40	338,03	42,01	10,97	27,97
31.12.1997	1.69	238,03	116,67	21,44	78,42
27.12.1996	0.78	109,86	-6,02	15,81	-18,85
28.06.1996	0.83	116,90	27,69	14,35	11,67
29.03.1996	0.65	91,55	47,73	19,53	23,59
29.12.1995	0.44	61,97	69,22	15,53	46,47
30.06.1995	0.26	36,62	-63,38	12,15	-67,35
31.03.1995	0.71	100,00	-	17,34	-
Getiri Oranı %			10.75		4,78

Türk Sanat Endeksi, bölüm 3.2' de açıklanan yöntem izlenerek yazar tarafından oluşturulmuştur.

TÜFE % oranı, tüketici fiyat endeksleri baz yıl 1994=100 ve 2003=100 esas alınarak yazar tarafından üç aylık enflasyon oranı olarak hesaplanmıştır. TÜFE verileri için kaynak: tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt_id=1014

**Ek 13.: Cholesky Etkenleri Kullanılarak Yapılan Varyans Ayrıştırması
Analizi (gecikme uzunluğu 2) Tablosu**

TSE'nin Varyans Ayrıştırması						BİST100'ün Varyans Ayrıştırması					HBDT'nin Varyans Ayrıştırması				
Dön.	TSE	BİST100	HBDT	USD	Altın	BİST100	TSE	HBDT	USD	Altın	HBDT	TSE	BİST100	USD	Altın
1	100,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	99,9921	0,0080	0,0000	0,0000	0,0000	91,4943	0,0005	8,5052	0,0000	0,0000
2	77,6524	10,7826	3,6710	3,6973	4,1967	77,6734	0,1613	16,9427	3,8591	1,3635	76,1046	1,8845	8,8849	10,3668	2,7592
3	66,9275	22,9473	3,2772	3,2284	3,6195	62,9199	3,3346	16,3187	16,1353	1,2916	65,4859	6,0609	9,1652	13,1492	6,1389
4	64,0795	21,5844	5,1105	5,7583	3,4673	47,4895	4,3634	33,2433	12,7032	2,2007	57,5321	5,8741	8,2964	16,6537	11,6438
5	57,5537	18,8392	14,5544	5,9360	3,1168	45,7047	4,7573	32,4157	14,8907	2,2315	51,4022	6,2731	7,6128	19,5479	15,1641
6	54,1879	17,6449	17,5522	7,2111	3,4040	45,3580	5,2704	32,3041	14,8433	2,2242	47,9767	6,3541	7,1334	20,7726	17,7633
7	54,2135	17,6495	17,4156	7,3376	3,3838	44,9690	5,3614	32,5964	14,7930	2,2802	46,4513	6,2582	6,9268	20,7420	19,6218
8	53,7782	17,6024	17,9115	7,3104	3,3976	44,4923	5,3979	32,8278	14,7651	2,5168	45,6644	6,2814	6,8351	20,6575	20,5617
9	53,4027	17,4820	18,3682	7,2890	3,4581	44,3306	5,5802	32,8235	14,7316	2,5341	45,1434	6,2315	6,7662	20,6839	21,1751
10	53,3520	17,4261	18,5188	7,2592	3,4439	44,2571	5,5809	32,7833	14,7572	2,6215	44,8724	6,2276	6,7358	20,6564	21,5078
11	53,3179	17,4301	18,5256	7,2576	3,4688	44,2429	5,5784	32,7813	14,7489	2,6486	44,7289	6,2271	6,7110	20,6372	21,6957
12	53,3060	17,4405	18,5230	7,2604	3,4700	44,1990	5,5856	32,8232	14,7383	2,6538	44,6274	6,2184	6,6963	20,6341	21,8239

USD'nin Varyans Ayrıştırması					Altın'ın Varyans Ayrıştırması					
	USD	TSE	BİST100	HBDT	Altın	Altın	TSE	BİST100	HBDT	USD
1	81,6965	2,4523	11,3450	4,5062	0,0000	21,2580	0,0444	15,0054	3,1306	60,5615
2	48,5752	1,4974	13,3722	36,5345	0,0207	11,1902	2,9123	14,8299	37,7635	33,3041
3	50,3998	1,6548	12,7660	34,6987	0,4808	10,7258	3,7475	13,7352	36,3979	35,3936
4	50,7183	4,1404	11,8774	32,5067	0,7572	10,2824	4,5450	14,1694	34,5824	36,4209
5	49,8962	4,0575	12,1068	31,9590	1,9806	10,9304	4,5293	14,0289	34,2671	36,2444
6	49,4596	4,1374	12,0301	31,6494	2,7236	11,2696	4,8850	13,7436	33,8730	36,2288
7	49,4132	4,1930	11,8539	31,2932	3,2468	11,8613	4,7937	13,4759	33,3811	36,4880
8	49,1332	4,1479	11,7348	31,2544	3,7298	12,1911	4,8319	13,4295	33,2155	36,3321
9	48,9779	4,2153	11,7035	31,1984	3,9049	12,3747	4,8387	13,3853	33,1595	36,2418
10	48,9159	4,2066	11,6802	31,1415	4,0558	12,5063	4,8300	13,3624	33,1049	36,1965
11	48,8791	4,2047	11,6754	31,1071	4,1337	12,5486	4,8438	13,3541	33,0839	36,1697
12	48,8517	4,2139	11,6658	31,0983	4,1703	12,5860	4,8413	13,3475	33,0658	36,1595

Cholesky Sıralaması: TSE BIST100 HBDT USD ALTIN

**Ek 14.: Cholesky Etkenleri Kullanılarak Yapılan Varyans Ayrıştırması
Analizi (gecikme uzunluğu 1) Tablosu**

TSE'nin Varyans Ayrıştırması						BİST100'ün Varyans Ayrıştırması					HBDT'nin Varyans Ayrıştırması				
Dön.	TSE	BİST100	HBDT	USD	Altın	BİST100	TSE	HBDT	USD	Altın	HBDT	TSE	BİST100	USD	Altın
1	100,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	98,8667	1,1333	0,0000	0,0000	0,0000	84,0593	0,0661	15,8745	0,0000	0,0000
2	96,9450	0,1820	2,5775	0,0937	0,2018	91,3146	3,5382	2,7187	0,7798	1,6487	81,9466	0,9854	16,9409	0,0610	0,0661
3	96,8705	0,2844	2,4818	0,1409	0,2224	88,8008	4,8870	3,7919	0,7890	1,7312	81,9161	0,8697	17,0648	0,0610	0,0884
4	96,5409	0,3056	2,7864	0,1460	0,2211	87,7572	5,1090	4,6470	0,7790	1,7078	81,7807	0,9187	17,1368	0,0637	0,1002
5	96,5045	0,3232	2,8006	0,1488	0,2229	87,4229	5,2224	4,8743	0,7774	1,7030	81,7712	0,9033	17,1582	0,0637	0,1036
6	96,4540	0,3283	2,8460	0,1491	0,2227	87,2757	5,2282	5,0205	0,7758	1,6997	81,7530	0,9072	17,1701	0,0641	0,1055
7	96,4438	0,3315	2,8526	0,1493	0,2228	87,2218	5,2353	5,0686	0,7755	1,6987	81,7502	0,9051	17,1744	0,0641	0,1062
8	96,4354	0,3326	2,8599	0,1493	0,2228	87,1972	5,2343	5,0951	0,7752	1,6982	81,7474	0,9053	17,1766	0,0642	0,1065
9	96,4330	0,3332	2,8617	0,1493	0,2228	87,1874	5,2345	5,1049	0,7751	1,6980	81,7467	0,9050	17,1775	0,0642	0,1067
10	96,4316	0,3334	2,8629	0,1493	0,2228	87,1830	5,2342	5,1099	0,7751	1,6979	81,7462	0,9050	17,1779	0,0642	0,1067
11	96,4311	0,3335	2,8633	0,1493	0,2228	87,1811	5,2341	5,1118	0,7751	1,6979	81,7460	0,9050	17,1780	0,0642	0,1067
12	96,4308	0,3336	2,8635	0,1493	0,2228	87,1803	5,2341	5,1127	0,7751	1,6979	81,7460	0,9050	17,1781	0,0642	0,1068

USD'nin Varyans Ayrıştırması					Altın'ın Varyans Ayrıştırması					
	USD	TSE	BİST100	HBDT	Altın	Altın	TSE	BİST100	HBDT	USD
1	90,5081	3,4943	5,0395	0,9581	0,0000	41,0359	0,2013	5,8611	3,9876	48,9141
2	71,7444	4,5910	9,5782	13,3539	0,7325	35,3418	0,7882	9,7564	10,8663	43,2473
3	67,0189	5,0563	9,9296	17,1561	0,8390	33,6530	1,0158	10,1076	14,1764	41,0471
4	65,1406	4,9638	10,1113	18,9648	0,8195	32,9156	0,9991	10,2636	15,6809	40,1408
5	64,4084	4,9839	10,2046	19,5884	0,8147	32,6181	1,0240	10,3383	16,2443	39,7752
6	64,0846	4,9601	10,2411	19,9027	0,8116	32,4867	1,0199	10,3689	16,5106	39,6141
7	63,9485	4,9571	10,2588	20,0250	0,8106	32,4306	1,0220	10,3831	16,6191	39,5452
8	63,8879	4,9524	10,2660	20,0836	0,8101	32,4057	1,0213	10,3890	16,6693	39,5147
9	63,8619	4,9513	10,2694	20,1076	0,8099	32,3950	1,0214	10,3917	16,6904	39,5015
10	63,8503	4,9504	10,2708	20,1187	0,8098	32,3902	1,0213	10,3929	16,6999	39,4957
11	63,8453	4,9502	10,2714	20,1234	0,8097	32,3881	1,0213	10,3934	16,7040	39,4931
12	63,8431	4,9500	10,2717	20,1255	0,8097	32,3872	1,0213	10,3936	16,7058	39,4920

Cholesky Sıralaması: TSE BİST100 HBDT USD ALTIN

**Ek 15.: 1995-2018 Çeyrek Dönem Cari Fiyatlarla Düzenlenmiş Klasik
Ressamlar Fiyat Endeksi Tablosu**

Üç Aylık Dönem	Resimlerin Ortalama Birim cm ² Değeri (TL)	Resimlerin Ortalama Birim cm ² Değeri (USD)	ENDEKS TL	ENDEKS USD	Bir Önceki Döneme Göre Değişim Oranı % (TL)	Bir Önceki Döneme Göre Değişim Oranı % (USD)
31.12.2018	80,05	15,01	12256.27	94.7	-22.34	-37.86
29.06.2018	103,08	24,16	15782.83	152.39	4.49	3.39
30.03.2018	98,65	23,36	15104.89	147.4	-43.00	-52.19
30.06.2017	173,06	48,87	26498.58	308.3	288.36	294.60
31.03.2017	44,56	12,38	6823.23	78.13	-70.89	-71.91
30.12.2016	153,08	44,10	23439.08	278.19	-23.41	-34.69
30.06.2016	199,88	67,52	30604.55	425.94	99.59	94.88
31.12.2015	100,14	34,65	15333.5	218.57	-25.46	-32.57
30.06.2015	134,35	51,38	20570.59	324.16	34.90	18.44
31.12.2014	99,59	43,38	15249.06	273.7	0.30	-9.11
30.06.2014	99,29	47,73	15203.38	301.14	58.80	68.10
30.03.2014	62,53	28,40	9574.01	17914	-15.71	-21.89
31.12.2013	74,18	36,35	11358.07	229.34	-21.11	-30.76
29.06.2013	94,03	52,51	14398.23	331.24	-15.71	-15.70
31.03.2013	111,56	62,28	17081.35	392.92	96.21	96.15
31.12.2012	56,86	31,75	8705.67	200.32	-37.17	-37.43
29.06.2012	90,49	50,75	13855.35	320.15	-15.91	-12.01
30.12.2011	107,61	57,67	16476.5	363.83	-40.22	-50.43
30.06.2011	179,99	116,33	27559.65	733.9	15.67	18.91
31.03.2011	155,61	97,84	23826.68	617.21	-13.06	-18.94
31.12.2010	178,99	120,69	27406.29	761.39	20.52	25.95
30.06.2010	148,51	95,82	22739.87	604.51	47.90	45.06
31.03.2010	100,42	66,06	15375.27	416.72	-26.77	-28.00
31.12.2009	137,13	91,74	20996.15	578.75	255.83	266.88
30.06.2009	38,54	25,01	5900.56	157.75	24.52	30.32
31.03.2009	30,95	19,19	4738.6	121.05	-58.37	-59.80
31.12.2008	74,34	47,73	11382.6	301.09	-29.29	-43.31
30.06.2008	105,14	84,18	16097.88	531.08	12.96	9.81
31.03.2008	93,07	76,66	14251.26	483.62	15.60	19.90
31.12.2007	80,52	63,93	12328.51	403.34	-17.48	-11.83
29.06.2007	97,58	72,51	14940.8	457.47	89.59	97.80
30.03.2007	51,47	36,66	7880.6	231.28	25.63	28.92
29.12.2006	40,97	28,44	6273.01	179.4	-32.57	-28.37
30.09.2006	60,76	39,70	9302.83	250.47	70.97	58.75
30.06.2006	35,54	25,01	5441.29	157.78	-15.93	-21.89
31.03.2006	42,27	32,02	6472.29	202	-22.52	-8.56
30.12.2005	54,56	35,02	8353.35	220.9	87.64	60.43
30.09.2005	29,08	21,83	4451.91	137.69	-35.55	-34.64
30.06.2005	45,11	33,39	6907.62	210.67	-33.13	-34.64
31.03.2005	67,46	51,09	10329.62	322.33	-18.07	-10.64
29.12.2004	82,35	57,18	12608.55	360.72	132.22	128.98

**Ek 15.: 1995-2018 Çeyrek Dönem Cari Fiyatlarla Düzenlenmiş Klasik
Ressamlar Fiyat Endeksi Tablosu (Devam)**

Üç Aylık Dönem	Resimlerin Ortalama Birim cm ² Değeri (TL)	Resimlerin Ortalama Birim cm ² Değeri (USD)	ENDEKS TL	ENDEKS USD	Bir Önceki Döneme Göre Değişim Oranı % (TL)	Bir Önceki Döneme Göre Değişim Oranı % (USD)
30.06.2004	35,46	24,97	5429.64	157.53	-19.69	-17.12
31.12.2003	44,15	30,13	6760.5	190.06	-10.69	-9.29
30.06.2003	49,44	33,21	7569.34	209.53	27.16	37.80
31.12.2002	38,88	24,1	5952.42	152.05	-5.14	-2.83
30.09.2002	40,98	24,80	6275.24	156.48	-10.84	-26.67
28.06.2002	45,97	33,83	7038.41	213.4	52.25	54.10
29.03.2002	30,19	21,95	4623.07	138.48	-11.13	3.40
30.12.2001	33,98	21,23	5202.17	133.93	70.59	54.60
30.09.2001	19,92	13,73	3049.48	86.63	117.27	79.95
29.06.2001	9,17	7,63	1403.52	48.14	-34.81	-62.92
30.03.2001	14,06	20,58	2153.04	129.81	-44.41	-44.23
22.12.2000	25,30	36,90	3873.09	232.78	416.02	385.67
30.09.2000	4,90	7,60	750.57	47.93	-81.55	-82.93
30.06.2000	26,56	44,50	4067.47	280.76	42.60	32.34
31.03.2000	18,63	33,63	2852.32	212.15	12.63	4.06
28.12.1999	16,54	32,32	2532.58	203.87	108.52	80.70
30.03.1999	7,93	17,88	1214.55	112.82	-26.72	-50.44
21.12.1998	10,82	36,08	1657.41	227.63	939.13	787.10
31.06.1998	1,04	4,07	159.5	25.66	-52.40	-64.14
30.12.1997	2,19	11,34	335.1	71.55	-38.35	-57.74
30.06.1997	3,55	26,84	543.55	169.31	462.33	378.28
30.01.1997	0,63	5,61	96.66	35.4	-84.91	-90.07
28.06.1996	4,18	56,51	640.7	356.5	352.15	309.58
29.03.1996	0,93	13,80	141.7	87.04	-12.40	-30.68
29.12.1995	1,06	19,90	161.76	125.56	634.94	509.51
30.06.1995	0,14	3,27	22.01	20.6	-77.99	-79.40
31.03.1995	0,65	15.85	100	100	-	-
Getiri Oranı %					51.83	41.18
Standart Sapma					170.51	148.82

Klasik Ressamlar Fiyat Endeksi bölüm 3.2'de açıklanan yönteme göre yazar tarafından oluşturulmuştur.

**Ek 16.: 1995-2018 Çeyrek Dönem Cari Fiyatlarla Düzenlenmiş Modern
Ressamlar Fiyat Endeksi Tablosu**

Üç Aylık Dönem	Resimlerin Ortalama Birim cm ² Değeri (TL)	Resimlerin Ortalama Birim cm ² Değeri (USD)	ENDEKS TL	ENDEKS USD	Bir Önceki Döneme Göre Değişim Oranı % (TL)	Bir Önceki Döneme Göre Değişim Oranı % (USD)
31.12.2018	16,89	3,15	49197.73	378.34	-4.04	-22.33
29.06.2018	17,60	4,06	51269.14	487.11	-16.02	-24.67
30.03.2018	20,96	5,39	61050.31	646.62	29.28	28.46
29.12.2017	16,21	4,19	47224.73	503.38	20.94	12.89
30.06.2017	13,41	3,71	39047.77	445.9	10.59	14.88
31.03.2017	12,12	3,23	35309	388.15	56.86	41.25
30.12.2016	7,73	2,29	22509.86	274.8	-36.21	-44.73
30.06.2016	12,12	4,14	35287.47	497.22	-20.50	-19.65
31.03.2016	15,24	5,16	44388.26	618.8	58.15	53.64
31.12.2015	9,64	3,36	28066.88	402.76	-35.72	-40.65
30.06.2015	14,99	5,65	43665.09	678.57	-7.33	-8.42
31.03.2015	16,18	6,17	47120.26	740.92	24.00	6.32
31.12.2014	13,05	5,81	38000.12	696.87	13.17	5.96
30.06.2014	11,53	5,48	33579.25	657.69	24.30	28.24
30.03.2014	9,28	4,27	27014.05	512.86	-19.22	-24.55
31.12.2013	11,48	5,66	33442.06	679.75	-1.03	-10.67
29.06.2013	11,60	6,34	33788.69	760.97	-3.62	-4.23
31.03.2013	12,04	6,62	35056.42	794.61	-0.90	-1.86
31.12.2012	12,15	6,75	35373.96	809.71	0.38	0.71
29.06.2012	12,10	6,70	35238.47	804.04	0.91	0.14
30.03.2012	11,99	6,69	34920.09	802.92	-4.73	-2.50
30.12.2011	12,58	6,86	36652.04	823.47	8.04	-6.46
30.06.2011	11,65	7,33	33924.44	880.33	-33.67	-34.02
31.03.2011	17,56	11,12	51146.48	1334.27	50.88	38.33
31.12.2010	11,64	8,04	33897.94	964.54	-13.47	-6.08
30.06.2010	13,45	8,56	39174.64	1026.93	20.19	17.49
31.03.2010	11,19	7,28	32593.94	874.03	-10.14	-12.99
31.12.2009	12,45	8,37	36270.75	1004.47	16.06	21.87
30.06.2009	10,73	6,87	31252.39	824.21	94.15	106.24
31.03.2009	5,53	3,33	16096.92	399.64	-24.49	-27.64
31.12.2008	7,32	4,60	21316.19	552.26	-7.54	-27.14
30.06.2008	7,92	6,31	23053.79	757.95	15.26	12.86
31.03.2008	6,87	5,59	20000.92	671.56	19.64	15.85
31.12.2007	5,74	4,83	16716.95	579.7	31.66	46.01
29.06.2007	4,36	3,31	12696.77	397.04	-6.09	-0.17
30.03.2007	4,64	3,31	13519.52	397.73	56.96	62.88
29.12.2006	2,96	2,03	8613.32	244.18	-36.46	-36.28

**Ek 16.: 1995-2018 Çeyrek Dönem Cari Fiyatlarla Düzenlenmiş Modern
Ressamlar Fiyat Endeksi Tablosu (Devam)**

Üç Aylık Dönem	Resimlerin Ortalama Birim cm ² Değeri (TL)	Resimlerin Ortalama Birim cm ² Değeri (USD)	ENDEKS TL	ENDEKS USD	Bir Önceki Döneme Göre Değişim Oranı % (TL)	Bir Önceki Döneme Göre Değişim Oranı % (USD)
30.06.2006	4,65	3,19	13554.84	383.18	224.40	197.13
31.03.2006	1,43	1,07	4178.49	128.96	-63.10	-62.74
30.12.2005	3,89	2,88	11325.3	346.11	-30.28	-30.87
30.06.2005	5,58	4,17	16243.14	500.7	104.60	105.83
31.03.2005	2,73	2,03	7938.88	243.26	-14.18	-7.20
29.12.2004	3,18	2,18	9250.63	262.12	30.96	29.54
30.06.2004	2,43	1,69	7063.93	202.35	-17.68	-24.13
31.03.2004	2,95	2,22	8581.51	266.72	-7.99	2.70
31.12.2003	3,20	2,16	9326.89	259.71	17.00	15.40
30.06.2003	2,74	1,87	7971.78	225.06	-5.42	5.01
31.03.2003	2,89	1,79	8428.46	214.33	-18.67	-17.72
31.12.2002	3,56	2,17	10363.56	260.48	68.95	71.73
30.09.2002	2,11	1,26	6134.01	151.68	-38.51	-50.99
28.06.2002	3,43	2,58	9976.25	309.51	-37.90	-36.71
29.03.2002	5,52	4,07	16064.44	489.04	210.85	236.78
30.09.2001	1,77	1,21	5167.91	145.21	1.51	-23.22
29.06.2001	1,75	1,58	5090.79	189.13	57.46	-1.51
30.03.2001	1,11	1,60	3233	192.03	-11.57	-11.03
22.12.2000	1,26	1,80	3655.8	215.83	7.59	-4.42
30.09.2000	1,17	1,88	3397.95	225.81	-36.02	-37.93
30.06.2000	1,82	3,03	5310.77	363.79	-17.47	-23.83
31.03.2000	2,21	3,98	6435.16	477.58	52.16	42.13
28.12.1999	1,45	2,80	4229.13	336.02	30.68	-0.41
30.06.1999	1,11	2,81	3236.14	337.42	204.33	129.83
21.12.1998	0,37	1,22	1063.35	146.81	-56.82	-63.90
31.06.1998	0,85	3,39	2462.64	406.71	149.45	99.94
30.12.1997	0,34	1,69	987.21	203.42	325.26	116.84
27.12.1996	0,08	0,78	232.14	93.81	28.25	-5.93
28.06.1996	0,06	0,83	181	99.72	33.62	27.19
29.03.1996	0,05	0,65	135.46	78.4	69.33	21.93
29.12.1995	0,03	0,54	80	64.3	33.98	15.21
30.06.1995	0,02	0,47	59.71	55.81	-40.29	-44.19
31.03.1995	0,03	0,83	100	100	-	-
Getiri Oranı %					22.09	12.02
Stand. Sapma					67.71	54.44

Modern Ressamlar Fiyat Endeksi bölüm 3.2'de açıklanan yöntemle göre yazar tarafından oluşturulmuştur.

**Ek 17.: 1995-2018 Çeyrek Dönem Cari Fiyatlarla Düzenlenmiş Yaşayan
Ressamlar Fiyat Endeksi Tablosu**

Üç Aylık Dönem	Resimlerin Ortalama Birim cm ² Değeri (TL)	Resimlerin Ortalama Birim cm ² Değeri (USD)	ENDEKS TL	ENDEKS USD	Bir Önceki Döneme Göre Değişim Oranı % (TL)	Bir Önceki Döneme Göre Değişim Oranı % (USD)
31.12.2018	4,31	0,80	49816.07	382.36	106.10	136.29
30.09.2018	2,09	0,34	24170.52	161.82	-34.34	-53.58
29.06.2018	3,18	0,73	36811.85	348.61	0.06	-8.30
30.03.2018	3,18	0,80	36791	380.16	-3.08	-13.02
29.12.2017	3,28	0,92	37959.44	437.06	-0.76	-0.86
30.06.2017	3,31	0,93	38249.34	440.86	-13.25	-17.04
31.03.2017	3,81	1,12	44092	531.4	10.97	9.67
30.12.2016	3,44	1,02	39734.26	484.54	-12.51	-24.34
30.06.2016	3,93	1,35	45417.78	640.38	9.18	10.25
31.03.2016	3,60	1,22	41597.3	580.86	7.99	4.69
31.12.2015	3,33	1,17	38520.98	554.83	-1.18	7.21
30.06.2015	3,37	1,09	38980.36	517.53	29.62	5.06
31.03.2015	2,60	1,04	30072.23	492.6	-4.50	-14.27
31.12.2014	2,72	1,21	31490.81	574.62	-3.35	-9.33
30.06.2014	2,82	1,33	32582.06	633.76	11.27	8.98
30.03.2014	2,53	1,22	29280.92	581.54	-15.68	-17.34
31.12.2013	3,00	1,48	34726.99	703.51	-4.22	-13.26
29.06.2013	3,14	1,71	36258.9	811.03	-10.75	-12.57
31.03.2013	3,51	1,95	40627.89	927.61	2.91	2.35
31.12.2012	3,42	1,91	39479.83	906.28	7.61	8.99
29.06.2012	3,17	1,75	36689.16	831.51	-3.43	-4.51
30.03.2012	3,29	1,83	37992.69	870.76	4.18	6.85
30.12.2011	3,15	1,71	36470.01	814.9	13.33	0.17
30.06.2011	2,78	1,71	32179.53	813.51	-24.73	-28.00
31.03.2011	3,70	2,38	42749.87	1129.85	8.89	0.77
31.12.2010	3,40	2,36	39259.28	1121.27	33.46	44.92
30.06.2010	2,54	1,63	29416.09	773.74	-11.15	-12.51
31.03.2010	2,86	1,86	33106.36	884.37	26.98	22.14
31.12.2009	2,26	1,52	26072.57	724.06	39.47	47.08
30.06.2009	1,62	1,04	18693.75	492.29	-0.07	7.19
31.03.2009	1,62	0,97	18706.38	459.29	18.51	19.56
31.12.2008	1,37	0,81	15784.65	384.16	-5.68	-30.97
30.06.2008	1,45	1,17	16734.53	556.52	21.64	20.63
31.03.2008	1,19	0,97	13757.15	461.33	6.74	22.07

**Ek 17.: 1995-2018 Çeyrek Dönem Cari Fiyatlarla Düzenlenmiş Yaşayan
Ressamlar Fiyat Endeksi Tablosu (Devam)**

Üç Aylık Dönem	Resimlerin Ortalama Birim cm ² Değeri (TL)	Resimlerin Ortalama Birim cm ² Değeri (USD)	ENDEKS TL	ENDEKS USD	Bir Önceki Döneme Göre Değişim Oranı % (TL)	Bir Önceki Döneme Göre Değişim Oranı % (USD)
31.12.2007	1,11	0,79	12888.12	377.93	-10.71	-15.94
29.06.2007	1,25	0,95	14433.53	449.59	11.99	18.96
30.03.2007	1,11	0,79	12888.12	377.93	-15.65	-12.46
29.12.2006	1,32	0,91	15278.58	431.74	79.34	89.08
30.09.2006	0,74	0,48	8519.21	228.34	-31.74	-36.28
30.06.2006	1,08	0,75	12481.38	358.37	88.86	78.57
31.03.2006	0,57	0,42	6608.84	200.69	-30.15	-29.74
30.12.2005	0,82	0,60	9461.16	285.64	-0.41	-0.92
30.06.2005	0,82	0,61	9500.26	288.3	-67.40	-68.18
31.03.2005	2,52	1,91	29145.79	906.03	182.31	213.48
29.12.2004	0,89	0,61	10323.91	289.02	-15.23	-23.80
30.06.2004	1,05	0,80	12178.49	379.29	18.00	18.94
31.03.2004	0,89	0,67	10320.6	318.88	16.27	12.99
31.12.2003	0,77	0,59	8876.03	282.22	50.07	71.04
30.06.2003	0,51	0,35	5914.51	165	-8.60	5.04
31.03.2003	0,56	0,33	6471.1	157.08	-52.86	-53.05
31.12.2002	1,19	0,70	13727.12	334.58	-10.79	-11.88
30.09.2002	1,33	0,80	15386.73	379.67	138.56	110.45
28.06.2002	0,56	0,38	6449.86	180.41	-34.25	-38.31
29.03.2002	0,85	0,62	9809.69	292.44	-20.25	-7.20
30.12.2001	1,06	0,66	12299.87	315.14	48.36	2.15
30.09.2001	0,72	0,65	8290.45	308.51	7.67	-33.51
30.03.2001	0,67	0,98	7700.17	463.97	229.56	187.00
30.06.2000	0,20	0,34	2336.48	161.66	-41.69	-44.36
31.03.2000	0,35	0,61	4006.73	290.57	229.73	45.36
31.06.1998	0,11	0,42	1215.16	199.9	710.86	64.53
29.12.1995	0,01	0,26	149.86	121.5	42.10	22.76
30.06.1995	0,01	0,21	105.46	98.97	5.46	-1.03
31.03.1995	0,01	0,21	100	100	-	-
Getiri Oranı %					27.90	11.11
Standart Sapma					104.79	51.10

Yaşayan Ressamlar Fiyat Endeksi, bölüm 3.2'de açıklanan yönteme göre yazar tarafından oluşturulmuştur.

ÖZGEÇMİŞ

Lisans Eğitimi : İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi
Kamu Yönetimi.
Yüksek Lisans Eğitimi : İ.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Türk İktisat Tarihi
İşletme Yöneticiliği (MBA-Türkçe): İ.Ü. İşletme Fakültesi İşletme İktisadı Enstitüsü.
The Degree of Associate in Arts : Quincy College, Massachusetts, USA.
Uzman : T.C Ziraat Bankası.
İç Denetçi : Adidas Tekstil Grubu.
Finans Koordinatörü : Conti S. A. Cape Town, Güney Afrika.
Doğum : Elazığ, 1962