

**GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI
VE BORSA İSTANBUL'DA (BİST) İŞLEMGÖREN
GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ
BALANCED SCORECARD PERFORMANS
ÖLÇÜM MODELİNE GÖRE İNCELENMESİ**

İshak ÖZCAN

(Yüksek Lisans Tezi)

Eskişehir, 2013

**GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI VE BORSA İSTANBUL'DA
(BİST) İŞLEM GÖREN GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ
BALANCED SCORECARD PERFORMANS ÖLÇÜM MODELİNE GÖRE
İNCELENMESİ**

İshak ÖZCAN

YÜKSEK LİSANS TEZİ

İşletme Anabilim Dalı

Danışman: Yrd. Doç. Dr. Hasan BAKIR

Eskişehir

Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

Kasım, 2013

JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI

İshak ÖZCAN'ın, "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ve Borsa İstanbul'da (BIST) İşlem Gören Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Balanced Scorecard Performans Ölçüm Modeline Göre İncelenmesi" başlıklı tezi 16 Aralık 2013 tarihinde, aşağıdaki jüri tarafından Lisansüstü Eğitim Öğretim ve Sınav Yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca, İşletme (Finansman) Anabilim Dalında, yüksek lisans tezi olarak değerlendirilerek kabul edilmiştir.

İmza

Üye (Tez Danışmanı) : Yard.Doç.Dr.Hasan BAKIR

Üye : Doç.Dr.Fatih TEMİZEL

Üye : Doç.Dr.Bülent AÇMA

Prof.Dr.B.Zafer ERDOĞAN
Anadolu Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü



Yüksek Lisans Tez Özü

GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI VE BORSA İSTANBUL'DA (BIST) İŞLEM GÖREN GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ BALANCED SCORECARD PERFORMANS ÖLÇÜM MODELİNE GÖRE İNCELENMESİ

İshak ÖZCAN

İşletme Anabilim Dalı

Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kasım 2013

Danışman: Yardımcı Doçent Doktor Hasan BAKIR

Çalışmada, Borsa İstanbul'da işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklarının performanslarındaki değişimlerin tespiti amaçlanmaktadır. Performans ölçümünde balancedscorecard yöntemi ile bağlantılı olarak finansal oranların kullanılması bakımından özgünlük söz konusu olmaktadır. Ölçüm dört yaklaşım üzerinden gerçekleştirilmektedir. Bunlar; finansal performans, müşteri performansı, iç süreç performansı ve öğrenme ve büyüme performansı olarak sıralanabilir. GYO'ların sektör içerisindeki durumlarına bakıldığında sürekli bir değişim bulgusuna ulaşılmıştır. Bu durum, aynı firmaların her yıl performans konusunda sektörde öncü olmadığını ortaya koymaktadır.

Anahtar Kelimeler: Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Sermaye piyasası, Performans ölçümü

Abstract

PERFORMANCE STRATEGY MODEL OF THE BALANCED SCORECARD: CASE OF THE REAL ESTATE INVESTMENT TRUSTS TRADED AT THE ISTANBUL STOCK EXCHANGE

İshak Özcan

Department of Business Administration

Anadolu University, Graduate School of Social Sciences, November 2013

Adviser: Assistant Professor Doktor Hasan Bakır

The study aims to determine performance changes of REIT's in Istanbul Stock Exchange. Financial ratios related to balanced scorecard is used in order to calculate performance. Measurement considers customer, financial, learning and growth and internal processes approaches. Analyzing REIT's sector, it is found that there are constant variations in the sector. Therefore, same firms couldn't lead the sector in all the years of research period performance aspect.

Keywords: Real Estate Investment Trusts, Capital Market, Performance Measurement

ETİK İLKE VE KURALLARA UYGUNLUK BEYANNAMESİ

Bu tez çalışmasının bana ait, özgün bir çalışma olduğunu; çalışmamın hazırlık, veri toplama, analiz ve bilgilerin sunumunda bilimsel etik ilke ve kurallara uygun davrandığımı; bu çalışma kapsamında elde edilmeyen tüm veri ve bilgiler için kaynak gösterdiğimi ve bu kaynaklara kaynakçada yer verdiğimi; bu çalışmanın Anadolu Üniversitesi tarafından kullanılan bilimsel intihal tespit programıyla tarandığını ve hiçbir şekilde intihal içermediğini beyan ederim.

Her hangi bir zamanda, çalışmamla ilgili yaptığım bu beyana aykırı bir durumun saptanması durumunda ortaya çıkacak tüm ahlaki ve hukuki sonuçlara razı olduğumu bildiririm.

İshak ÖZCAN

Önsöz

Türkiye’de gayrimenkul yatırım ortaklıkları sektörünün yapısı ile ilgili bilgilere ihtiyaç duyan araştırmacılara ve uygulamacılara yardımcı olabilecek bu çalışmada performans ölçümüne dayalı bir analiz gerçekleştirilmiştir. Bu çalışmanın hazırlamasında bana destek olan değerli danışman hocam Yardımcı Doçent Doktor Hasan Bakır’a teşekkürlerimi sunmayı bir borç bilirim. Bu günlere gelmemde haklarını ödeyemeyeceğim emekleri bulunan anne ve babama şükranlarımı sunarım.

İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa</u>
Jüri ve Enstitü Onayı.....	ii
Öz.....	iii
Abstract.....	iv
Etik İlke ve Kurallara Uygunluk Beyannamesi.....	v
Önsöz.....	xi
Özgeçmiş.....	xii
Tablolar Listesi.....	xiii
Kısaltmalar Listesi.....	xiv
Giriş.....	1

Birinci Bölüm

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları

1. Tanımlama	3
2. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Kuruluşu	4
3. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Hukuki Yapısı ve Yasal Çerçevesi	7
4. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Temel Amacı.....	8
5. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Türleri.....	8
6. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklara Tarihsel Bakış.....	10
7. Dünya’da Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları	12
7.1. ABD’de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları	13
7.2. AB’de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları	14
7.3. Türkiye’de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları	15
8. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Faaliyet Kapsamı.....	18



9.	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Ekonomiye Katkıları.....	19
10.	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Avantaj ve Dezavantajları	20
10.1.	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Avantajları.....	20
10.2.	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Dezavantajları	22

İkinci Bölüm

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Şekillenmesi

1.	Mevzuat ve Türk Ticaret Kanunu Yönünden Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları.....	25
2.	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Etik Kuralları ve Meslek İlkeleri	25
2.1.	Etik Kuralları	26
2.1.1.	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Çalışanlarının Tutum ve Davranışı	26
2.1.2.	Ayrımcılık Yapmamak ve Tacizde Bulunmamak	26
2.1.3.	Sağlık, Güvenlik ve Çevreyi Korumak	27
2.1.4.	Çıkar Çatışması	27
2.1.5.	Bağlılık	27
2.1.6.	Basın ve Halkla İletişim.....	28
2.1.7.	Yetkili Merciler İle İletişim.....	28
2.2.	Mesleki İlkeler	28
2.2.1.	Doğru belge ve kayıtlar	28
2.2.2.	Satın Alma	29
2.2.3.	Belge Saklamak Belgelerin Arşivlenmesi	29
2.3.	İstisnalar	29
3.	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Kuruluş Esasları.....	29
4.	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Kuruluş İşlemleri	32

5.	Kuruluş Sonrası Yapılması Zorunlu İşlemler	34
5.1.	Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınması	35
5.2.	Kayda Alma Başvurusunda Tedrici Kuruluşta Aranılan Bilgi ve Belgeler.....	36
5.3.	Kurul İncelemesinin Mahiyeti, Kayda Alma ve Satış	37
6.	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Örgütlenme Biçimleri	39
7.	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında Yatırıma Hâkim Olan İlkeler	40
7.1.	Riskin Dağıtılması İlkesi.....	40
7.2.	Uzman Kadro İle Yönetim İlkesi.....	42
7.3.	İşlem Maliyetlerinin Asgariye İndirilmesi İlkesi	42
7.4.	Kamuyu Aydınlatma İlkesi	43
8.	Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Kuruluş ve İş Gereksinimi	44
9.	Gayrimenkul Yatırım Ortaklığının Organizasyonu.....	45
10.	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Sermaye Piyasasındaki Yeri.....	46
11.	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınması Ve Halka Arz.....	48
11.1.	Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınması	49
11.2.	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Halka Arzı.....	50
12.	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Hisse Senetlerinin Devri.....	52
13.	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Yatırım Faaliyetleri.....	53
14.	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Yatırımlarına İlişkin Yasaklar	54
15.	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Tabi Olduğu Portföy Sınırlamaları	55
16.	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Yapabilecekleri Diğer İşlemler	56
17.	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Yapamayacakları İşler.....	57
18.	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Yatırımcılara Sağladığı Avantajlar ve Haklar.....	57

19. Gayrimenkul Yatırım Ortaklığının Paylarına Yatırım Yaparken Dikkat Edilmesi Gereken Hususlar.....	58
20. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkların Yatırımcılara Sağladığı Olanaklar	59
21. Kâr Dağıtımı	60
22. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkların Mali Tablo ve Raporları	65
23. Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Değerlemesi.....	67
23.1. Portföydeki Varlıkların Değerlemesi ve Gayrimenkullere İlişkin Ekspertiz	68
24. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Vergilendirilmesi	71
24.1. Kurumlar Vergisi.....	71
24.2. Gelir Vergisi	71
24.3. Katma Değer Vergisi	72
24.4. Emlak Vergisi ve Toplu Harçları	72
25. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarından Elde Edilen Kazançların Vergilendirilmesi	73
25.1. Kurumsal Yatırımcılar	73
25.2. Bireysel Yatırımcılar	74

Üçüncü Bölüm

Balanced Scorecard Performans Ölçüm Modeli (BSC) ve Borsa İstanbul'da (BIST) İşlem Gören Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Üzerine Bir Uygulama

1. Tanımlama : Balanced Scorecard	77
2. Balanced Scorecard'ın Yakın ve Kısa Tarihi Yolculuğu.....	77
3. Neden Balanced Scorecard?.....	80
4. Araştırmanın Amacı.....	81
5. Araştırmanın Kapsamı ve Sınırlılıklar	81

6. Araştırmanın Önemi	81
7. Araştırmanın Yöntemi	82
7.1. Finansal Performans	82
7.2. Müşteri Performansı	82
7.3. İç Süreç Performansı	82
7.4. Öğrenme ve Büyüme Performansı	82
7.5. Fiyat/Kazanç Oranı	83
7.6. Brüt Kar Marjı.....	83
7.7. Varlık devir hızı	83
7.8. Piyasa Değeri / Defter Değeri	84
8. Analiz Bulgularının Yorumu	85
Sonuç	89
Kaynakça	91

Tablolar Listesi

	<u>Sayfa</u>
Tablo 1 : Balanced Scorecard Modeli Yaklaşımları ve Araştırmada Temsil Edildikleri Finansal Oranlar.....	83
Tablo 2 : Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının 2009 Yılı Performansı.....	85
Tablo 3 : Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının 2010 Yılı Performansı.....	86
Tablo 4 : Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının 2011 Yılı Performansı.....	87
Tablo 5 : Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının 2012 Yılı Performansı	88

Kısaltmalar Listesi

- ABD** : Amerika Birleşik Devletleri
AGYO: Atakule Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
AKMGYO: Akmerkez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
ALGYO: Alarko Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
BIST: Borsa İstanbul
BSC: BalancedScorecard
DGGYO: Doğuş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
EPRA: European Public Real Estate Association
ISGYO: İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
İMKB: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
GYO: Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları
NUGYO: Nurol Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
OZGYO: Özderici Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
PEGYO: Pera Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
REIT: Real EstateInvestmentTrusts
SNGYO: Sinpaş Gayrimenkul Yatırım Oraklığı
SPK: Semaye Piyasası Kurulu
TMSK: Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu
TFRS: Türkiye Finansal Raporlama Standartları
UMS: Uluslararası Muhasebe Standartları
UFRS: Uluslararası Finansal Raporlama Standartları
VKGYO: Vakıf Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
YKGYO: Yapı Kredi Koray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı

Giriş

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları (GYO) birçok yatırımcı tarafından oluşturulan ve çeşitli gayrimenkul yatırımlarının finansmanı için gerekli sermayenin sağlandığı bir işletme ve ortaklık bütünüdür. Yatırımcılar, GYO'nın oluşturduğu portföyden belirli oranlarda hisse almaktadırlar. GYO yatırımcılara sınırlı sermayeleriyle büyük ticari gayrimenkul projelerine yatırım yapmalarını ve bu projelerin sağladığı faydalardan yararlanmalarını sağlamaktadır. Bu bağlamda GYO'lar enflasyon karşısında yatırımcıları koruyan önemli bir araçtır.

İlk defa 2 Ocak 1997 tarihinde İMKB'de işlem görmeye başlayan gayrimenkul yatırım ortaklığı (GYO) şirketleri sayısı Aralık 2011 tarihi itibarıyla 23'tür. Ancak, İMKB'de işlem görmekte olan GYO'lar dışında da kuruluş izinlerini tamamlamış, uygun halka arz zamanını bekleyen kurumlar da vardır. Planlanan halka arzların tamamlanmasıyla önümüzdeki yıllarda GYO'ların sayısında ve toplam portföy büyüklüklerinde önemli bir artış olması beklenmektedir.

GYO sektörü, ülkemizde henüz yeni olmasına rağmen şu ana kadar sektöre kayda değer miktarda kurumsal sermaye girmiştir. Devletin sağladığı vergi teşviki, birçok şirketi gayrimenkul yatırım ortaklığı kurmak suretiyle aktiflerinde atıl olarak duran gayrimenkulleri menkulleştirerek yeni finans kaynakları sağlama yoluna itmiştir. Gayrimenkul sektörünün talebi artan bir sektör olması, bu talebi karşılamak üzere kurumsal sermayeye ihtiyaç duyulması ve GYO'ların küçük yatırımcıların küçük meblağlar karşılığında da olsa gayrimenkul yatırımı yapabilmesini olanaklı kılması yeni GYO'ların sektöre girmesinde etkili olmuştur. Ülkemiz insanının tasarruflarının en büyük bölümünün gayrimenkullerden oluştuğu göz önünde bulundurulduğunda inşaat sektörüne profesyoneller eliyle yönetilen kurumsal sermayenin girebilmesi büyük önem arz etmektedir. Uzun vadeli konut finansmanının uygulanabilir hale gelmesi ile sektöre kurumsal sermaye girişini sağlayan GYO'ların, yeni sermaye piyasası aracı olarak piyasalarda daha etkin bir rol oynaması beklenmektedir.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, gayrimenkullere ve gayrimenkullere dayalı sermaye piyasası araçlarına, gayrimenkul projelerine, gayrimenkule dayalı haklara ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilen, belirli projeleri gerçekleştirmek üzere adi ortaklık kurabilen, Sermaye Piyasası Kurulu'nun ilgili Tebliği'nde izin verilen diğer faaliyetlerde bulunabilen sermaye piyasası kurumlarıdır.

GYO'lar belirli bir projeyi gerçekleştirmek amacıyla süreli, belirli alanlarda yatırım yapmak amacıyla ya da amaçlarında bir sınırlama olmaksızın süreli veya süresiz olarak kurulabilirler.

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, ani usulde kurulabildikleri gibi, mevcut ortaklıklar esas sözleşmelerini Kanun ve Tebliğ hükümlerine uygun olarak değiştirmek suretiyle gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşebilirler.

Bu çalışma, Türkiye'de mevcut gayrimenkul yatırım ortaklıklarını iki başlık altında analiz etmek amacıyla yapılmıştır. Birinci başlık literatür çalışması olarak karşımıza çıkacaktır. Bu kapsamda, çalışmanın ilk iki bölümü literatüre dayalı tasarlanmıştır.

Birinci bölümde, GYO'larla ilgili tanımlamalar, kısa tarihçe ve hukuki mevzuat ile ilgili faaliyet alanları açıklanmaya çalışılmıştır.

İkinci bölümde, GYO'ların yatırım alanları, ilke ve kurallar, örgütlenme yapıları, SPK faaliyetleri ve diğer kısımlar incelenmiştir.

Üçüncü bölümde ise BalanceScorecard Performans ölçüm modeli hakkında ön bilgi verilmiş olup; analiz sonuçları değerlendirilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI

1. Tanımlama

Sermaye Piyasası Kanunu çerçevesinde, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından düzenlenen gayrimenkul yatırım ortaklıkları gayrimenkullere, gayrimenkule dayalı projelere ve gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmak suretiyle faaliyet gösteren özel bir portföy yönetim şirketi tipidir.

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği ile belirlenmiş usul ve esaslar dahilinde, gayrimenkullere, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına, gayrimenkul projelerine, gayrimenkule dayalı haklara ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilen, belirli projeleri gerçekleştirmek üzere adi ortaklık kurabilen ve gayrimenkul yatırım ortaklığı tebliğinde izin verilen diğer faaliyetlerde bulunabilen sermaye piyasası kurumlarıdır.

Başlangıç yıllarında daha çok kiralık gayrimenkul portföylerine yatırım yaparak büyüyen GYO şirketleri zaman içinde daha çok gayrimenkul geliştiriciliği fonksiyonuna kaymışlar bunun sonucunda da portföy yapılarında geliştirme projelerinin oranı yükselmiştir. 2005 yılı itibariyle halen ticari gayrimenkuller ağırlıklı bir portföy yapısına sahip olan GYO şirketleri giderek artan bir şekilde konut ve alışveriş merkezi yatırımlarına yönelmeye başlamışlardır.

Devletin sağladığı vergi teşviki, birçok şirketi gayrimenkul yatırım ortaklığı kurmak suretiyle aktiflerinde atıl olarak duran gayrimenkulleri menkulleştirerek yeni finans kaynakları sağlama yoluna itmiştir. Gayrimenkul sektörünün talebi artan bir sektör olması, bu talebi karşılamak üzere kurumsal sermayeye ihtiyaç duyulması ve GYO'nun küçük yatırımcıların küçük meblağlar karşılığında da olsa gayrimenkul yatırımı yapabilmesini olanaklı kılması yeni GYO'ların sektöre girmesinde etkili olmuştur.

GYO şirketleri, halka açılmak suretiyle çok sayıda yatırımcıdan topladıkları kaynakları bir havuzda toplayarak bunlarla değerli ve yüksek tutardaki gayrimenkul yatırımlarını gerçekleştirmektedirler. Böylece bireysel yatırımcılara kendi tasarruflarıyla yapamayacakları büyük gayrimenkul yatırımlarında dolaylı şekilde pay sahibi olma şansı verilirken, farklı projelere çeşitlendirilmiş bir portföy mantığı ile yatırım yapılabilmesinden dolayı yatırım riski düşürülebilmektedir. Bu şekilde GYO şirketleri hem gayrimenkul projelerine kurumsal ilkelerle profesyonel bir şekilde yatırım yaparak bireysel yatırımcılara kendilerinde olmayan bir ekspertizden faydalanma imkanı vermekte hem de doğrudan gayrimenkul yatırımlarında kolay olmayan likidasyon imkanını hisse senetlerinin Borsa’da satılabilmesi yoluyla kolaylaştırmaktadırlar.

GYO şirketleri, yatırımcılarına hisse senetlerinin değer artışı ve temettü dağıtımı şeklinde fayda sağlamaktadır. Bu şirketler portföylerinden gayrimenkul satış geliri, kira geliri ve menkul kıymetlerden elde edilen faiz geliri gibi farklı vade ve risk yapılarında gelir elde etmektedirler. GYO şirketleri farklı yönetim stratejilerine uygun olarak bitmiş ve kiralık gayrimenkullere veya geliştirme projelerine veya bunların bir kombinasyonuna yatırım yapabilirler. Şirketlerin portföylerindeki gayrimenkuller Sermaye Piyasası Kurulu tarafından lisans verilmiş gayrimenkul eksperleri tarafından değerlendirilerek kamuya açıklanır. Böylece yatırımcılar şirketlerin portföylerindeki varlıkların değerini kolayca ve güvenli bir şekilde öğrenebilirler. GYO şirketleri SPK ve Borsa’nın denetimi yanında mali açıdan bağımsız denetime de tabidirler.

2. Gayri Menkul Yatırım Ortaklıkları Kuruluşu

GYO, Sermaye Piyasası Kanunu’na¹ ve Türk Ticaret Kanunu’nun (TTK) Anonim Şirketler Hükümlerine göre kurulur. SPK’nın verdiği yetki ve görevle, Sermaye Piyasası Kurulu’nun izin, gözetim ve denetimine tabi olarak faaliyetini sürdürür. GYO’lar, gayrimenkullere dayalı sermaye piyasası araçlarına, gayrimenkul projelerine, gayrimenkullere dayalı haklara ve sermaye piyasası araçlarına yatırım

¹2499 sayılı, Sermaye Piyasası Kanunu

yapabilen, belirli projeleri gerçekleştirmek üzere adi ortaklıklar kurabilen ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK) ilgili tebliği ile izin verilen diğer faaliyetlerde bulunabilen sermaye piyasası kurumlarıdır. Kurula kayıt başvurusuna Kurulca belirlenecek bilgi ve belgeler eklenir.² Sermaye Piyasası Kurulu'ndan izinsiz bu tür faaliyetlerde bulunmak suçtur.

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının kuruluşlarında ve sermaye artırımlarında, Türk Ticaret Kanunu hükümleri çerçevesinde aynı sermaye konulabilir. Aynı sermaye karşılığı çıkarılacak senetlerin halka arz esasları Kurulca düzenlenir ve bunların devrinde Türk Ticaret Kanununun 404'üncü maddesinde yer alan "Aynı karşılığı olan hisse senetlerinin şirketin tescilinden itibaren iki yıl geçmeden başkalarına devri hükümsüzdür." hükmü uygulanmaz.³

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, Türk Ticaret Kanunu çerçevesinde yeni bir anonim şirket olarak aynı usulde kurulabildikleri gibi, daha önce kurulmuş şirketlerin esas sözleşmelerini Sermaye Piyasası Kurulu'nun düzenlemelerine uygun olarak değiştirerek, gayrimenkul yatırım ortaklığına "dönüşmeleri" de mümkündür. Her iki şekilde de gayrimenkul yatırım ortaklıklarının kuruluşunun veya dönüşümünün Kurul'ca uygun görülmesi gereklidir. Her iki kuruluş şeklinde de gayrimenkul yatırım ortaklıkları kayıtlı sermayeli olarak kurulurlar. Böylece, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, esas sözleşmede tespit edilen kayıtlı sermaye miktarına kadar yeni paylar çıkarmak suretiyle yönetim kurulu tarafından Türk Ticaret Kanunu'nun esas sermayenin artırılmasına ilişkin hükümlerine bağlı kalmaksızın sermaye artırabilir. Ayrıca, esas sözleşme ile yetkili kılınması şartıyla, ortaklık yönetim kurulu, imtiyazlı ve itibari değerinin üzerinde pay çıkarabilir, pay sahiplerinin yeni pay alma haklarını sınırlandırabilir ve imtiyazlı pay sahiplerinin haklarını kısıtlayıcı nitelikte karar alabilir.⁴

²SPK.m.5/I

³ 2499 s. SerPK.m.36/son

⁴SPK:GYO Tanıtım Rehberi,2010, s.1

GYO'lar Türk Ticaret Kanunu'nun âni usulde Anonim Şirketlerin Kuruluşu hükümlerine göre kurulabildikleri gibi,⁵ önceden kurulmuş bir Anonim Şirketin esas sözleşmesini Türk Ticaret Kanunu⁶ ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun düzenlemelerine uygun olarak değiştirmek suretiyle, Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'na dönüşmeleri de mümkündür. Her iki durumda da Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'nın kuruluşunun veya dönüşümünün Kurul'ca uygun görülmesi gerekmektedir. Kuruluş veya dönüşüm Sermaye Piyasası Kurulu'na uygun görüldükten sonra, Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'na kuruluş izni için başvurulur.⁷ Bakanlığın kuruluş izninden sonra kuruluş tescil ettirilir, tescil ile tüzel kişilik kazanan şirket,⁸ yatırılan sermayeyi kullanarak şirket portföyünü oluşturmaya girişir. İlk kuruluşta ortaklığın sermayesi 20 milyon Türk Lirasından dan az olamaz. Ticaret unvanında “Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı” ibaresinin bulunması zorunludur. Kuruculardan en az birinin lider sermayedar olması, portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunmak üzere SPK'na başvurulmuş olması, ana sözleşmenin SPK'na ve TTK'na uygun olarak düzenlenmiş olması zorunludur. Lider sermayedar, tek başına ya da bir araya gelerek ortaklığın en az %20'si oranında pay sahibi olan ortak ya da ortaklar lider sermayedardır.

Ortaklığın çıkarılmış sermayesinin asgari %25'ini teşkil eden payların tebliğde belirtilen esaslara göre halka arz edilmek üzere kurulması ve bunun tebliğde belirtilen esaslara göre halka arz edilmek üzere kurulması ve bunun SPK'na taahhüt edilmesi gerekmektedir. GYO'na sermaye olarak üzerinde ipotek ve sair takyidat⁹ bulunmayan, arsa, bina, arazi ve benzer nitelikteki gayrimenkuller aynî sermaye olarak konulabilir. Bunların dışındaki maddî ya da gayri maddî varlıklar GYO'na aynî sermaye olarak konamaz.

⁵Türk Ticaret Kanunu m.303 - 31

⁶TTK. m.385

⁷TTK.m.273

⁸TTK.m.301

⁹Takyidat, arsanın tapusu üzerinde tapuda işlem yapmadan önce mutlaka tapu üzerinde, şerh, ipotek, haciz vs. var olup olmadığını gösteren belgedir ve tapudan arsa hissedarı ve vekil tarafından alınabilir. Arsa üzerinde amme alacağı var ise muvaffakatname alınmaz ve ilgili dosyanın kapatılması şarttır.

3. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Hukuki Yapısı ve Yasal Çerçevesi

2499 Sayılı SPK'ya, 3794 Sayılı Kanun'la yapılan köklü değişikliğe göre, yatırım ortaklıklarına SPK kurumu olarak faaliyet gösterme izni verilmiştir.¹⁰

Yine aynı kanunun 35. Maddesine göre, yatırım ortaklıkları sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler portföylerini işletmek amacıyla kurulan anonim ortaklıklardır. Bu portföyler müstakilen bu unsurlardan oluşabileceği gibi, karma da olabilir.¹¹

Yatırım ortaklıklarının kuruluş izni alabilmeleri için 30'uncu maddenin birinci fıkrasının (f) bendinde belirtilen portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunmak üzere Kurula başvurmaları şarttır. Yatırım ortaklıklarının portföy işletmek dışında yapabilecekleri faaliyetler Kurul'ca düzenlenmektedir.¹²

GYO'lar ile ilgili düzenlemeler ilk defa, 22.07.1995 tarihli ve 22351 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri:VI No:7 sayılı "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği" ile yapılmıştır. Bu tebliğin 16. maddesi ile, gayrimenkuller ve bunlara dayalı sermaye piyasası araçlarından oluşan portföy işleten ve bunlara dayalı projelere yatırım yapan sermaye piyasası kuruluşları olarak GYO'lar tanımlanmıştır.¹³

Uygulamada yaşanan sıkıntılardan dolayı, 8.11.1998 tarihli ve 23517 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği Seri: VI, No: 11 yürürlüğe konmuş, 22.07.1995 tarihli ve 22351 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri:VI No:7 ve buna ek tebliğ No:8 yürürlükten kaldırılmıştır.¹⁴

¹⁰2499 Sayılı SPK madde 32

¹¹2499 Sayılı SPK madde 35

¹²2499 Sayılı SPK madde 30

¹³22.07.1995 tarihli ve 22351 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri:VI No:7 sayılı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği

¹⁴Ö. SUSAR, Tüm Yönleriyle Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Adalet Yayınevi, Ankara, 2004, s.31-33

Çalışmanın ilerleyen bölümlerinin içerisinde, hukuki mevzuatın konularla ilgili mevzuat maddeleri belirtilmiştir.

4. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Temel Amacı

Gayrimenkul yatırım ortaklığının amacı, getiri potansiyeli yüksek gayrimenkullere, gayrimenkule dayalı projelere yatırım yapmak, portföyündeki gayrimenkullerden kira geliri ve gayrimenkul alım satım kazancı elde etmektir. Portföyündeki varlıklardan kazanç elde eden gayrimenkul yatırım ortaklığı, yılsonunda bu kazancı, Sermaye Piyasası Kurulu düzenlemeleri çerçevesinde, ortaklarına temettü olarak dağıtabilmekte ve böylece gayrimenkul gelirini ortaklarına aktarabilmektedir.¹⁵

GYO'ların önemli amaçlarından biri de büyük ölçekli gayrimenkul projelerinin finansmanını sağlamaktır. Bu tip büyük projeler ise büyük miktarlarda kaynak gerektirmektedir. GYO'lar halktan hisse senetleri karşılığında topladığı kaynakları bu tür projelerin finansmanında kullanarak, inşaatçı şirketlerin üzerindeki büyük finansman yükünü de azaltmaktadır.

5. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Türleri

GYO'lar, amaçlarına ve süreye bağlı olarak aşağıdaki üç ana türde kurulabilirler.¹⁶

- a. Belirli bir projeyi (alışveriş merkezleri vb.) gerçekleştirmek amacıyla süreli,
- b. Belirli alanlarda (Turizm, sağlık vb.) yatırım yapmak amacıyla süreli veya süresiz,
- c. Belirli bir proje veya yatırım alanına yatırım yapmak gibi amaçlarında bir sınırlama olmaksızın süreli veya süresiz.

¹⁵SPK:GYO Tanıtım Rehberi,2010, s.1

¹⁶SPK, *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği*, Madde: 5

Mevcut bir proje gerçekleştirmek için kurulan GYO'lar, üstlenmiş oldukları projeyi tamamladıktan sonra süresini doldurmuş olacağından faaliyetlerini sona erdirirler ya da diğer iki türe dönüşmek için esas sözleşmelerini değiştirme yoluna giderler. İkinci türden GYO'lar ise sadece belirlemiş olduğu alanlarda yatırım yaparak o alanda uzmanlaşmadan dolayı sağlayacağı kazançlarından faydalanarak süreli veya süresiz olarak kurulabilir. Herhangi bir alan ya da proje belirlemeksizin, bir başka deyişle amaçlarında sınırlamaya gitmeksizin geniş kapsamlı GYO'ların da kurulması söz konusudur.¹⁷

Bir anonim şirket olan GYO'lar Türk Ticaret Kanununda (TTK) yer alan genel hükümlere tabidir. GYO'lar TTK çerçevesinde ve esas sözleşmeleri SPK'nın hükümlerine uygun olacak şekilde yeni bir anonim şirket olarak ani usulde kurulabilecekleri gibi daha önce başka amaçla kurulmuş şirketlerin esas sözleşmelerini SPK'nın düzenlemelerine uygun olarak değiştirerek, GYO'ya dönüşmeleri de mümkündür. Her iki şekilde de GYO'ların kuruluşunun veya dönüşümünün Kurul'ca uygun görülmesi gerekmektedir. GYO'ların kuruluşun da, SPK tarafından aranılan şartlar ilgili tebliğ de ayrıntılı bir şekilde belirtilmiştir.¹⁸

Türkiye'de GYO'lar SPK'nın kontrolünde olup, İMKB'ye kote edilen şirketlerin sermayelerinin %49'unun halka açılma zorunluluğu bulunmaktadır. Bu zorunluluk ödenmiş sermaye tutarlarına göre farklı süreler içinde gerçekleşmektedir. Ani usulde kurulan veya esas sözleşme tadili yoluyla gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşen ortaklıklardan;

a. Ödenmiş sermayeleri 50 milyon Türk Lirası'ndan az olan GYO'lar, kuruluşlarının veya esas sözleşme değişikliklerinin ticaret siciline tescilini takip eden 1 yıl içinde,

¹⁷A. E. ÇOLAK ve A.ALICI, *Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı: A'dan Z'ye*, Ankara:Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, 2001, s.36

¹⁸SPK, *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği*, Madde:6

b. Ödenmiş sermayeleri 50 milyon Türk Lirası ve üzerinde olup 100 milyon Türk Lirası'ndan az olan GYO'lar, kuruluş veya esas sözleşme değişikliklerin ticaret siciline tescilini takip eden 3 yıl içinde,

c. Ödenmiş sermayeleri 100 milyon Türk Lirası ve daha fazla olan GYO'lar, kuruluşlarının veya esas sözleşme değişikliklerinin ticaret sicilini takip eden 5 yıl içinde, faaliyetlerin yürütülebilmeleri için gerekli olan mekan, donanım ve personeli temin etmeleri, organizasyonu kurmaları, kaynaklarının zorunlu giderler dışında kalan kısmı ile varlık portföyünü oluşturmaları ve buna bağlı olarak ödenmiş sermayelerinin asgari % 49'unu halka arz etmek üzere SPK'ya başvurmaları zorunludur. SPK tarafından kurul kaydına alınması uygun görülen GYO payları, gerekli ilan ve duyuru sürelerinden sonra satış yerlerinde halka arz edilirler.¹⁹

6. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklara Tarihsel Bakış

1995 yılında yasal düzenlemeleri tamamlanan GYO'lar, 2 Ocak 1997 tarihinde İMKB'de işlem görmeye başlamıştır. 1997 yılında faaliyete başlayan iki GYO'nun yılsonundaki toplam piyasa değerleri 15 milyar Türk Lirası, toplam varlık değerleri ise 8 milyar Türk Lirası olmuştur. 1998 yılında Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'nde yapılan bazı temel değişiklikler ile GYO'ların gelişim süreci hız kazanmıştır.²⁰

O tarihten günümüze krizler ve ekonomik dalgalanmalarla karşı karşıya olan Türkiye'de, sermaye piyasası yatırımcılarının piyasalara olan güvenlerinin oldukça azaldığı dönemler olmuştur. Oluşan bu güven kaybı, yatırımcıların tasarruflarını kısa vadeli yatırım araçlarında değerlendirmeye yöneltmiştir. Yüksek faiz oranlarının görüldüğü kriz yıllarında yatırımcılar tarafından yeterince bilinmeyen GYO'lar, ilk yıllarında beklenen performansı gösterememişlerdir.

GYO'ların Türkiye'deki ilk yılları değerlendirildiğinde, ilk beş yıllık süreçte GYO'ların kuruluşlarının düzenlenmesinde gözetilen amaçlara ulaşamadığı

¹⁹SPK, *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği*, Madde: 10

²⁰<http://www.spk.gov.tr/apps/aylikbulten/index.aspx>

görülmektedir. Buna rağmen, 1997 yılında iki GYO'nun toplam pazar değeri 15 milyar Türk Lirası iken 1999 da sekiz GYO'ya ulaşılmış ve bunların toplam piyasa değerleri ise 421 milyar Türk Lirası olmuştur.²¹

Dönemde kurulan GYO'ların çoğu, bankalar ve inşaat şirketleri tarafından kurulmuştur. Bankalar ve inşaat şirketlerinin GYO kurmalarının ana nedeni ise, sahip oldukları gayrimenkulleri GYO'lara devretmek, daha sonra bu gayrimenkulleri tekrar kiralayarak kullanmaya devam edebilmektir. Böylece hem kendi vergi yüklerini azaltmakta hem de gayrimenkullerin değer artışlarından dolayı elde ettikleri kazançtan vergi ödeme külfetinden kurtulmaktadır.²²

2000 yılından sonra, ekonomik krizin etkilerinin azalmaya başlamasıyla birlikte, piyasalarda yeterli güven ortamı oluşmaya başlamıştır. 2002 yılında 338 milyar Türk Lirası olan GYO'ların piyasa değerleri 2003 yılında 543 milyar Türk Lirası'na yükselmiştir. Temmuz 2003'te yabancı yatırımcıların gayrimenkul alımlarını kolaylaştıran yasanın çıkarılmasıyla GYO'lara olan ilgi daha da artmış, toplam piyasa değerleri 2004 yılında 1.445 milyar Türk Lirası'na ulaşmıştır. Yasanın yürürlüğe girmesinden 2008 yılı sonuna kadar, 70 ülkeden 63.500 yabancıların Türkiye'de gayrimenkul aldığı kaydedilmiştir.²³

GYO'lar, Türkiye'de gayrimenkul yatırımlarına ağırlık vermektedirler. Gayrimenkul yatırımları dışında da para ve sermaye piyasası araçlarına da yatırım yapabilen GYO'lar, bu yatırımlarını ekonomik koşullardaki farklılıklara göre değiştirebilmektedirler. GYO'larının gelirlerinin büyük bölümünü, portföylerinin büyük kısmını oluşturan gayrimenkullerden gelen kira gelirleri ile gayrimenkullerin alış ve satışından kaynaklanan kazançlar oluşturmaktadır.

Gayrimenkul sektöründe kurumsallaşmayı teşvik etmek amacıyla tanınan Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 8/4 maddesi istisnası ile bu finansman modeline ilgi hızla

²¹<http://www.spk.gov.tr/apps/aylikbulten/index.aspx>

²²G.GÖKÇE, *Gayrimenkul Yatırım Fonları, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Gayrimenkul Sertifikaları ve Hazine Taşınmaz Mallarının Bu Yollarla Değerlendirilmesi*, Ankara: Türk Tarih Kurumu Basımevi, 1998, s.41

²³S. RONA, *GYO'ların Piyasadaki Etkinliği Artıyor*, Board, Ocak 2008, s.29

artmıştır. 1998 yılında Sermaye Piyasası Mevzuatında GYO şirketlerine ilişkin hükümlerde ciddi değişikliklere gidilmiş ve yatırım alanları genişletilerek yatırımcıların korunması ve kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanmasına dair hükümler mevzuata eklenmiştir. Ülkemizde bireylerin tasarruflarının en büyük bölümünün gayrimenkullerden oluştuğu dikkate alındığında, inşaat sektörüne profesyoneller eliyle yönetilen kurumsal sermayenin girebilmesi büyük önem taşımaktadır. Uzun vadeli konut finansmanının uygulanabilir hale gelmesi ile sektöre kurumsal sermaye girişini sağlayan GYO'ların, yeni sermaye piyasası aracı olarak piyasalarda etkin bir rol kazanacağı beklenmektedir.

Başlangıç yıllarında daha çok kiralık gayrimenkul portföylerine yatırım yaparak büyüyen GYO şirketleri zaman içinde daha çok gayrimenkul geliştiriciliği fonksiyonuna kaymışlar bunun sonucunda da portföy yapılarında geliştirme projelerinin oranı yükselmiştir. 2006 yılı itibariyle halen ticari gayrimenkuller ağırlıklı bir portföy yapısına sahip olan GYO şirketleri giderek artan bir şekilde konut ve alışveriş merkezi yatırımlarına yönelmeye başlamışlardır.

2000'li ilk 10 yılın sonlarına gelindiğinde, BIST'de işlem gören 14 GYO'nun toplam portföy değerlerinin 4.269.388.000.000 Türk Lirası'na ulaştığı görülmektedir. Bu 14 GYO'dan Vakıf GYO kamu kesimi tarafından, diğerleri ise özel sektör tarafından kurulmuştur.²⁴

7. Dünya'da Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları

Sanayi devriminden önce, insanlar için en önemli yatırım araçları değerli taşlar, demiryolları ve gayrimenkuller olmuştur. Servet ölçüsü olarak kullanılan gayrimenkul sahipliği, tercih edilen en önemli yatırım aracı olmuştur. Yeni yatırım araçlarının ortaya çıkması, 20. yüzyılla birlikte, hisse senedi ve bono yatırımlarına olan ilgiyi artırmıştır. Gayrimenkul yatırımlarının riskinin az olması ve uzun vadeli getirilerinin de diğer birçok yatırım aracından daha yüksek oluşu, gayrimenkule olan ilginin 1990'larda da devam etmesini sağlamıştır.

²⁴B.ÖZDEMİR ve F.TÜRKER, *2002-2006 Döneminde Türkiye'de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına Enflasyon ve Faiz Oranlarının Etkisi*, 2007, s.2



Sermaye piyasalarında yaşanan gelişmelere rağmen geleneksel gayrimenkul yatırımları ekonominin büyük bölümünü kapsamıştır. Bu tür gayrimenkul yatırımları mali sistem açısından ise kullanım dışı fon anlamına gelmiştir. Geleneksel gayrimenkul yatırımlarının neden olduğu bu kullanım dışı fonlar, sürekli mali sisteme kazandırılmaya çalışılmıştır.

7.1. ABD’de gayrimenkul yatırım ortaklıkları

1800’lerde yatırımcıların gelir getiren gayrimenkullere yatırım yapmasını amaç edinen ilk örnekler Massachusetts eyaletinde görülmeye başlamıştır. Kurulan GYO’lar Massachusetts Business Trust olarak bilinmektedir. 19. yüzyıl süresince yatırım faaliyetleri için kullanılan bu ortaklıklar, 1900’lerin başlarında gayrimenkul yatırımları için kullanılmıştır.²⁵

Kurulan ortaklıklar, yatırımcılardan topladıkları kaynakları, istedikleri gibi kullanma yetkisine sahip olmuşlardır. Elde ettikleri kazançları ortaklarına dağıtan bu ortaklıklar, anonim şirketlerden farklı olarak pay sahiplerine dağıttıkları kazançlar üzerinden vergi muafiyetinden yararlanmışlardır. Daha sonra 1935 yılında ABD Yüksek Mahkemesi (Supreme Court), bu ortaklıkların anonim şirketler ile benzer olduğuna ve kurumlar vergisine tabi olmaları gerektiğine karar vererek Business Trust’ların gelişimini durdurmuştur.²⁶

Amerikan Kongresinin yaptığı düzenlemelerle sermaye piyasalarında faaliyetlerine başlayarak, vergi avantajını ve dolayısıyla gayrimenkul sektöründe eski etkinliklerini kaybeden Business Trust’ların, Amerikan Kongresi’ne yeni düzenlemeler yapması yönündeki yoğun baskıları sonucunda, 1956 yılında GYO’ların kuruluşuna ilişkin yasayı kabul edilmiştir. Fakat dönemin başkanı Eisenhower tarafından veto edilen yasa nedeniyle GYO’ların kuruluşu bir müddet daha ertelenmiştir. Kongre 1960

²⁵H.GÖKTEPE, *ABD ve Türk Hukuklarında Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları*, Doktora Tezi, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir, 2003, s.22

²⁶H.GÖKTEPE, a.g.e., s.22

yılında yaptığı kanuni düzenlemelerle bugünkü GYO'ların kuruluşlarının yolunu açmıştır.²⁷

Bu dönemde kurulan GYO'lardaki amaç, gayrimenkul yatırımları nedeniyle parasal sisteme kazandırılmayan kullanım dışı fonları sisteme kazandırmak ve yatırımcıların GYO hisse senetlerinden almasını sağlayarak kar getiren büyük gayrimenkullere ortak olabilmelerinin sağlamaktır.²⁸

Tüm bunların yanı sıra GYO'lara daire, ofis ve alış veriş merkezleri gibi kar getiren büyük yatırımlar yaparak elde ettikleri vergiye tabi kazançlarının en az %90'ını yılsonunda ortaklarına kar payı olarak dağıtma zorunluluğu getirilmiştir.²⁹

7.2. AB'de gayrimenkul yatırım ortaklıkları

ABD'de 50 yıla yakın geçmişi olan GYO'ların, Avrupa'da ilk düzenlemelerinin Hollanda'da 1969 yılında yapıldığı görülmektedir. Diğer Avrupa ülkelerinde ise 1990'lı yıllara kadar GYO'larla ilgili herhangi bir düzenleme yapılmamıştır. GYO'lardan önce, özel gayrimenkul şirketleri ve gayrimenkul yatırım fonları gibi diğer kurumsal gayrimenkul yatırımcılarının, Avrupa gayrimenkul piyasalarına hâkim oldukları görülmektedir. ABD'deki GYO'ların, 1990'lı yıllarla birlikte gayrimenkul piyasalarındaki önemlerinin anlaşılmaya başlaması ve büyük piyasa değerlerine ulaşmaları, Avrupa'daki bazı ülkeleri GYO'larla ilgili düzenlemeleri yapmaya yöneltmiştir.

2008 yılı sonu itibariyle Avrupa Birliği üyesi ülkelerden yalnızca sekizinde GYO'larla ilgili düzenlemeler tamamlanmıştır. Hollanda'dan sonra ilk olarak; 1994 yılında İtalya, 1995 yılında Belçika ve 1999 yılında Yunanistan GYO'larla ilgili düzenlemeleri gerçekleştirmişlerdir. 2000'li yıllarla birlikte, GYO'ların Avrupa'da yayılma süreci daha da hızlanmıştır. 2003 yılında Fransa, 2004 yılında Bulgaristan ve

²⁷H.GÖKTEPE, a.g.e., s.23

²⁸<http://www.reit.com/AllAboutREITs/tabid/54/Default.aspx>

²⁹<http://www.reit.com/AllAboutREITs/WhatisaREIT>

2007 yılında da Almanya ile Büyük Britanya GYO'larla ilgili düzenlemeleri tamamlamışlardır.³⁰

Avrupa'da GYO'ların sayılarının az olmasına rağmen piyasa değerleri, özellikle Almanya ve Büyük Britanya'nın ilgili düzenlemeleri tamamlamalarıyla önemli seviyelere ulaşmıştır. Avrupa gayrimenkul yatırımcıları birliği EPRA'nın verilerine göre 2005 yılı sonu itibariyle, Avrupa gayrimenkul piyasasında faaliyet gösteren halka açık kurumsal şirketlerin toplam piyasa değerlerinin ancak %27'sini GYO'lar oluştururken bu oran 2008 yılı sonu itibariyle %76'ya yükselmiştir. GYO uygulamalarının ilk görüldüğü ABD'de ise bu oran %96 seviyesindedir.³¹

2008 yılında yoğun bir şekilde etkilerinin hissedildiği dünya ekonomik krizinin GYO'ların piyasa değerlerinde de önemli kayıplara yol açtığı bir gerçektir. İlerleyen yıllarda, krizin etkilerinin azalmasıyla birlikte Avrupa'daki GYO'ların çok daha hızlı büyüyecekleri düşünülmektedir. Ayrıca Avrupa birliği kapsamında başta vergi düzenlemeleri olmak üzere, GYO'larla ilgili standart bir düzenlemenin yapılması gerekliliği üye ülkeler arasında tartışılan konular arasındadır.³²

7.3. Türkiye'de gayrimenkul yatırım ortaklıkları

Gayrimenkul sektörü, başta inşaat ve turizm olmak üzere istihdam yaratan çok sayıdaki alt sektörle ekonominin ana motorlarından biridir. Sektör inişli çıkışlı gelişmeleri ile son yıllarda yaşanan Ekonomik büyümede önemli bir paya sahiptir.

1997 Asya-Pasifik ekonomik krizi sonrası dünyada faizlerin hızla gerilemesi sonucunda gayrimenkul talebi hızla genişlemiş ve fiyatlar yükselmiştir. 2005 yılı itibari ile Avrupa gayrimenkul sektöründe önemli bir doyumluk yaşanırken, ABD piyasalarında doyumluğa yaklaşmıştır. Asya piyasaları ise en çok gelişen ve gelişme potansiyeli taşıyan piyasalardır. Türkiye de bu çerçevede hızla gelişen piyasaları ile gelişmekte olan piyasalar içinde giderek cazip hale gelmektedir.

³⁰European Public Real Estate Association [EPRA] 2004

³¹EPRA, 2009

³²EPRA, 2008

Türkiye’de gayrimenkul sektörü, dış piyasalarda yaşanan olumlu gelişmelere paralel olarak 2002-2007 yıllarında yaşadığı altın çağın sonrası, Özellikle Amerika’da yaşanan sub-prime konut kredisi krizi ve ardından gelen global ölçekli finansal kurumlardaki çöküşler neticesinde önemli daralmalar yaşamıştır. 2008 ve 2009 yıllarında Türkiye’de de gayrimenkul fiyatlarında önemli düşüşler yaşanmış ve bu son iki yıl gayrimenkul yatırımlarında bir durgunluk ve daralma dönemi olmuştur. Türkiye İstatistik Kurumu verilerine göre Türkiye genelinde alınan yapı ruhsatlarında metrekare bazında 2008 yılında %8 ve 2009 yılında %18 daralma yaşanmıştır. Ancak 2010 ve 2013 yılları arasında yaşanan global krizin etkilerinin azaldığı ve trendin tekrar gelişme yönünde işaretler verdiği gözlemlenmiştir. 2014 yılının başında, sektörde yer alan kurumların daha iyimser beklentiler içerisinde bulunmaktadır.

Özellikle, faiz oranlarındaki düşüşün yarattığı uzun vadeli finansman imkanı ve konut satışlarında gözle görülür bir canlanmayı yanında getirmiştir. Satışlardaki artışın yeni yatırımlara etkisi sınırlı kalsa da, mevcut stokların azalması yönünde etkisi açıkça gözlenmektedir. 2010 yılı başında Türkiye’de kullanılan toplam Konut Kredisi stoku 28,400 Milyar TL; 2011 yılı başında 36.Milyar TL iken, 2012 yılı başında bu rakam 43 Milyar TL ye yaklaşmıştır.

Diğer yandan, petrol fiyatlarının krizin etkili olduğu dönemlerdeki 30-40 dolarlardan tekrar 70-80 dolarlar seviyesine çıkması sonucu komşu ülkelerde artan petrol gelirinin Türk Müteahhitlerinin bu ülkelerde cirolarını ve bu ülkelere ihracatı artıracığı ve bu gelişmenin başta İnşaat sektörü ve genel olarak Türk ekonomisi üzerinde olumlu katkılarının olacağı beklentisi bulunmaktadır. Ayrıca, hükümetin Türkiye’nin komşu ülkelerle ekonomik faaliyetleri geliştirmeye yönelik, vize uygulamalarını kaldırma çabaları gayrimenkul ve inşaat sektörünün yeni bir gelişme dönemine gireceğine dair beklentileri artıran bir diğer unsur olmuştur.

Son yıllarda hızlı bir değişimin yaşandığı Türk Ekonomisinde; sektör giderek uluslararası normlarda bir gayrimenkul sektörü anlayışını benimserken konut ile birlikte diğer alt gruplarda da gelişme yaşanmakta, düzenli piyasaların oluşumu ihtiyacı artmakta, etkin bir finansman sistemi kurulmakta kurumsallaşma artmakta,

ürünlerin kalite ve standartları yükselmekte, yabancıların ilgisi ve katılımı genişlemekte ve giderek uluslararası alanda cazibe kazanılmaktadır.

Türkiye'deki gayrimenkul sektörü yeni dönemde küresel gayrimenkul sektöründeki gelişmelerden daha çok etkilenir hale gelecektir. Türkiye'nin Avrupa Birliği tam üyelik süreci gayrimenkul sektörünü de olumlu yönde etkileyecektir. Sektörde kayıtlılık, şeffaflık, denetim, yüksek kalite ve standartlar, kurumsallaşma, istatistik bilgiler gibi unsurlar sürecin etkisi ile artacaktır. Yabancı aktörler sektörde faaliyet göstererek rekabet yaratacak, satın alma ve birleşmeler yaşanacaktır. Tam üyelik sürecinde diğer ülkelerde yaşandığı gibi yabancı sermaye yatırımları genişleyecektir.

Diğer yandan son iki yılda Amerika ve Avrupa da yaşanan ekonomik şoklar ve dev firmaların batışı, uluslararası yatırımcıların dikkatlerinin, gelişmiş ülkelere kayması sonucunu doğurmuştur. Bu gelişme de Türkiye'nin yakın gelecekte potansiyelini artıran ana unsurlardan biri olarak yorumlanmaktadır.

Gayrimenkul sektöründeki ekonomik potansiyel demografik faktörlerce de desteklenmektedir. Türkiye İstatistik Kurumu'nun (TÜİK) verilerine göre ülke nüfusumuz 2012 yılı sonu itibariyle yaklaşık olarak 76 milyon rakamına ulaşmıştır. 2014 yılında bu nüfusun daha da artacağı tahmin edilmektedir. Nüfusun senelik %1,3 büyümesini sürdürmesi durumunda senede en az 300,000 konutun inşa edilmesi gerekmektedir. Ancak nihai rakamın kişi başına düşen milli gelirin artışına paralel olarak artması beklenen nitelikli konutlara olan taleple birlikte yükselmesi beklenmektedir. Ayrıca ülkemizin genç nüfusu gelişme potansiyelini desteklemektedir. 76 milyon nüfusun %63'ü 35 yaşının altındadır. Yaşları 15-64 yaş arasında olanların nüfusa oranı son 15 senede %61'den %64'e çıkmıştır.

Ekonomik gelişmeler gayrimenkul sektörünün geleceği açısından büyük önem arz etmektedir. Sektörün gelişiminde ekonomik iyileşme Türk Lirası'nın değerindeki istikrar ile enflasyon ve özellikle faiz oranlarında uluslararası normlara ulaşılması sektördeki gelişmeyi hızlandıracaktır. Sektör hızlı, istikrarlı ve öngörülebilir bir gelişme yaşayacaktır. İstanbul'da önümüzdeki on yıl içinde yaşanacak olan

gelişmeler de gayrimenkul sektörünün gelişimi açısından önemlidir. İstanbul hizmet sektörü ağırlıklı bir büyüme ve gelişme gösterecektir.

Şehrin içinde kalan sanayi orta-uzun vadede şehrin çevresine ve dışına çıkacaktır. Daha nitelikli sektörler nitelikli işgücü ihtiyacını artırırken, vasıfsız işgücü için istihdam yaratma kapasitesi zayıflayacaktır.³³

8. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Faaliyet Kapsamı

GYO şirketleri, Sermaye Piyasası mevzuatında bir sermaye piyasası kurumu olarak sayılmış, genel olarak yatırım ortaklığı mantığı ile faaliyet göstermelerine rağmen SPK'nın Seri: VI, No:11 Sayılı Tebliği ile özel olarak düzenlenmiş olan gayrimenkule yatırım yapan halka açık anonim şirketlerdir. Bu anlamda bakıldığında GYO şirketleri hem gayrimenkul hem de finans sektöründe yer alan karma nitelikli şirketlerdir.

GYO şirketleri, en az %49 oranında halka açık olmak zorunda olup, emlakçılık, danışmanlık ve inşaat işleri ile uğraşmaları yasaklanmıştır. Yapabilecekleri işler ilgili Tebliğ ile detaylı olarak sayılmış olup, gayrimenkul sektöründe halka açıklığı, kaydiliği ve kurumsallaşmayı teşvik etmek amacıyla bu şirketlere Kurumlar Vergisi Kanunu çerçevesinde kurumlar vergisinden istisna sağlanmıştır.

GYO şirketleri, halka açılmak suretiyle çok sayıda yatırımcıdan topladıkları kaynakları bir havuzda toplayarak bunlarla değerli ve yüksek tutardaki gayrimenkul yatırımlarını gerçekleştirmektedirler. Böylece bireysel yatırımcılara kendi tasarruflarıyla yapamayacakları büyük gayrimenkul yatırımlarında dolaylı şekilde pay sahibi olma şansı verilirken, farklı projelere çeşitlendirilmiş bir portföy mantığı ile yatırım yapılabilmesinden dolayı yatırım riski düşürülebilmektedir. Bu şekilde GYO şirketleri hem gayrimenkul projelerine kurumsal ilkelerle profesyonel bir şekilde yatırım yaparak bireysel yatırımcılara kendilerinde olmayan bir ekspertizden

³³Türkiye’de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının günümüz yapılanması, piyasalarda işlem gören 13 GYO firmasının yıllık bültenleri ve <http://www.spk.gov.tr/> internet sitesinden alınan bilgilerden derlenerek yazılmıştır.

faydalanma imkânı vermekte hem de doğrudan gayrimenkul yatırımlarında kolay olmayan likidasyon imkânını hisse senetlerinin Borsa’da satılabilmesi yoluyla kolaylaştırmaktadırlar.

GYO şirketleri, yatırımcılarına hisse senetlerinin değer artışı ve temettü dağıtımı şeklinde fayda sağlamaktadır. Bu şirketler portföylerinden gayrimenkul satış geliri, kira geliri ve menkul kıymetlerden elde edilen faiz geliri gibi farklı vade ve risk yapılarında gelir elde etmektedirler. GYO şirketleri farklı yönetim stratejilerine uygun olarak bitmiş ve kiralık gayrimenkullere veya geliştirme projelerine veya bunların bir kombinasyonuna yatırım yapabilirler. Şirketlerin portföylerindeki gayrimenkuller Sermaye Piyasası Kurulu tarafından lisans verilmiş gayrimenkul eksperleri tarafından değerlendirilerek kamuya açıklanır. Böylece yatırımcılar şirketlerin portföylerindeki varlıkların değerini kolayca ve güvenli bir şekilde öğrenebilirler. GYO şirketleri SPK ve Borsa’nın denetimi yanında mali açıdan bağımsız denetime de tabidirler.

9. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Ekonomiye Katkıları

Ülkemizde GYO’ların ana amacı, finansman problemi yaşayan gayrimenkul sektörüne kaynak oluşturmaktır. Halka açılma suretiyle toplanan fonların gayrimenkul sektörüne yönlendirilmesinin yanı sıra kısıtlı birikimleriyle verimli bir gayrimenkul yatırımı yapamayan tasarruf sahiplerinin, oluşturulan değer artışından faydalanmalarını sağlamaktadır.³⁴ Yani bir yandan sektör finansman ihtiyacını karşılarken diğer bir yandan yatırımcıların tek başlarına satın alamayacakları gayrimenkullere bu yolla ortak olabilmelerini sağlamaktadır.

GYO’lar esas itibarıyla nakit olmayan gayrimenkuller için gerçek anlamda bir pazar meydana getirebilirler. Konut, alışveriş, eğlence veya iş merkezleri gibi bütün gayrimenkuller GYO’lar aracılığıyla kolaylıkla nakit hale gelebilir ve bu şirketlerin hisse senetleri olarak alınıp satılabilirler. Böylece hem sermaye piyasasının hem de Borsa İstanbul’un (BIST) gelişmesine katkıda bulunurlar.

³⁴GYODER, *Kırk Soruda Gayri Menkul Yatırım Ortaklıkları*, Kasım 2004, Soru.9

Halka açık SPK denetimine tabi olan GYO'lar gayrimenkul alım satımlarında ve ipotek kabullerinde SPK tarafından belirlenen uzmanlık şirketlerine değerlendirme yapmak zorunda olup rayiç bedeller üzerinden işlem yaparak sektöre şeffaflık getirmektedirler. Ayrıca finansal tablolar ile birlikte projelerin karlılık ve maliyetleri hakkında yayınladıkları düzenli raporlar ile yatırımcılarına sağlıklı bir bilgi akışı sağlamaktadırlar. GYO'ların bu şeffaflığı, gayrimenkul sektörünün kayıt ve denetim altına alınmasına olumlu katkıda bulunmaktadır.³⁵ Böylece kayıt dışı ekonominin azaltılmasında önemli rol oynayabilirler.

GYO'ların gelişimi çarpan etkisiyle diğer sektörlerin (inşaat, sağlık, turizm) gelişimini de sağlar. Böylece diğer sektörlerde canlanma, istihdam ve gelir etkisi oluşturarak ekonominin de canlanmasına önemli katkı sağlayabilir.

GYO'lar tarafından gerçekleştirilecek projeler sayesinde, atıl kalan arazilerin değerlendirilmesi, alt yapı yatırımlarının hızlandırılması ve modern yaşam merkezlerinin oluşturulması sayesinde yerleşim bölgelerinde çarpık kentleşmeyi azalarak gelişmiş ülke görüntüsü ortaya çıkmaktadır.³⁶ Bu sayede GYO'lar kontrolsüz olarak gelişmiş olan gayrimenkul sektörüne disiplin ve kalite getirme konusunda öncü rol oynamaktadırlar.

10. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Avantaj ve Dezavantajları

10.1. Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının avantajları

GYO portföyleri gayrimenkullerden ve menkul kıymetlerden oluşan karma portföylerdir. Bu nedenle portföyler gayrimenkulün niteliği gereği enflasyona karşı güçlü bir koruma sağlarken alternatif yatırım araçlarının getirileri ile ters yönde hareket ederek yatırım riskinin düşük olmasını sağlarlar. GYO hisse senetleri ayrıca yatırımcılara küçük tasarruflarla büyük portföylere ortak olma olanağı verir ve hisse

³⁵GYODER, *Kırk Soruda Gayri Menkul Yatırım Ortaklıkları*, Kasım 2004, Soru.11

³⁶GYODER, *Gayri Menkul Zirvesi I*, Nisan 2000, S.1

senedini satılabilirliği sayesinde gayrimenkul yatırımlarına likidite kazandırılmış olur.³⁷

GYO'lar, sermaye ve gayrimenkul piyasası gibi her iki tarafta da buldukları için hem endeks olarak hem de reel ekonomideki gelişmelere paralel olarak en çok büyüyecek sektörlerin başında gelmektedir. Ayrıca yatırımcılar GYO paylarını borsada satabilmelerinin yanı sıra paylara ilişkin borsada oluşan fiyat dalgalanmalarından da yararlanabilir. Üstelik şirket portföyü gayrimenkul alanında uzman kişiler tarafından yönetildiğinden, herhangi bir kişinin kendi başına yatırım yapmasından daha etkin sonuçlar elde edilebilmektedir.

GYO'lar yatırımcılara vergi avantajı da sağlamaktadır. GYO şirketlerinin gelirleri Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 8/4-d maddesi uyarınca kurumlar vergisinden istisnadır. Ayrıca GYO şirketlerinin ortaklarına kar dağıtmaları durumunda herhangi bir gelir vergisi tevkifatı yapılması da gerekmemekte dolayısıyla GYO bünyesinde elde edilen kazançlar hem kurumlar hem de gelir vergisi tevkifatına tabi olmadığından yatırımcılara hiç vergilendirilmemiş bir şekilde ulaşmaktadır.³⁸

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, halktan aldıkları kaynaklarla birçok girişimcinin tek başına yapamayacağı veya yapmak için önemli ölçüde finansman yükü yüklenmek zorunda kalacağı, iş merkezleri veya alışveriş merkezleri gibi büyük ölçekli gayrimenkul projelerinin finansmanını sağlamaktadırlar. Tek başlarına bu tür büyük projeleri gerçekleştirmek için önemli ölçüde finansman yükünü üstlenmesi gereken şirketler, çoğu kez kendi öz kaynakları yetersiz olduğu için faiz yüküne katlanmak zorunda kalırlar. Hâlbuki bu tür projeler, halktan gayrimenkul yatırım ortaklığı payları karşılığında toplanacak fonlarla finanse edilebilirler. Böylelikle, şirketin finansman yükü büyük ölçüde hafifletilmiş olur.³⁹

Gayrimenkul yatırımları tasarruf sahibini enflasyona karşı korumada en iyi yatırım araçlarından biridir. Özellikle Türkiye gibi yüksek enflasyonla mücadele eden

³⁷GYODER, *Kırk Soruda Gayri Menkul Yatırım Ortaklıkları*, Kasım 2004, Soru.35

³⁸Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), *Gayri Menkul Yatırım Ortaklığı Tanıtım Rehberi*, 2007, S.2

³⁹Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), *Gayri Menkul Yatırım Ortaklığı Tanıtım Rehberi*, 2008

ülkelerde, gayrimenkul yatırımları, yatırımcılar açısından enflasyona karşı etkin bir koruma aracı olarak da kullanılmaktadır. Bunun yanında uzman kişiler tarafından yönetilen GYO'lar portföy çeşitlendirmesi yoluyla toplam riskin dağıtılmasını sağlamaktadır. Ortalama bir kişinin tasarruflarını değerlendirebileceği gayrimenkul sayısı sınırlı iken, bir GYO'ya yatırım yapan bir yatırımcı, sahip olduğu küçük tasarruflarını bir anda çok sayıda gayrimenkul yatırımına dağıtmış olmaktadır.⁴⁰

Diğer taraftan gayrimenkul yatırım ortaklıkları küçük birikimlerin büyük gayrimenkul projelerine kaynak oluşturmasını sağlarken, çarpık kentleşmenin önüne geçerek sağlıklı bir kentleşmenin de oluşmasını sağlamaktadır. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, kayıt dışı gayrimenkul yatırımları nedeniyle atıl kalan kaynakların da ekonomik sisteme kazandırılmasında önemli roller üstlenmektedirler. Gayrimenkul yatırımlarında yaygın olarak, gayrimenkülü aktifinde tutan şirketler mülkiyetini satış yoluyla gayrimenkul yatırım ortaklığına devretmekte ancak kiralama yoluyla kullanım hakkını korumaktadır. Bu finansal operasyon ile leasing benzeri bir işlemle aktifteki gayrimenkulün rayiç değeri ile nakde dönüştürülmesi mümkün olmaktadır.⁴¹

10.2. Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının dezavantajları

GYO sektörü açısından en büyük dezavantajlardan biri olumsuz piyasa koşullarıdır. Yüksek KDV, damga vergisi ve tapu harçları gibi sorunlardan dolayı sektördeki kayıt dışılık dikkate alındığında sağlanan kurumlar vergisi avantajı ortadan kalkmaktadır.⁴² Kayıt dışı işlemlerin yoğun olduğu inşaat sektöründe gerçek değerler üzerinden yüksek oranlarda KDV ödeyen GYO şirketleri haksız rekabetle karşı karşıya kalmaktadırlar. Faaliyetleri itibariyle tamamen şeffaf olan ve birçok açıdan denetime tabi olan GYO'lar sektörde denetimsiz işlem yapan şirketlere göre dezavantajlı duruma gelmektedir. Ayrıca GYO'lar 8 Kasım 1998'de yayınlanan bir genelge ile Kurumlar ve Gelir Vergisi'nden muaf oldukları için herhangi bir yere iştirakte bulunamamaktadırlar ve Hazine ihalelerine girememektedirler.

⁴⁰NAREIT, 2008

⁴¹K. TUNCEL, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Türkiye Uygulaması, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Ankara, 1997, s.75

⁴²GYODER, *Gayri Menkul Zirvesi II*, Nisan 2001, S.2

İmarlı arsa üretiminin kısıtlı olması da diğer dezavantajlardan biridir. Gayrimenkul sektörü bugüne kadar Çevre ve Şehircilik Bakanlığı, Arsa Ofisi, Toplu Konut İdaresi (TOKİ), Emlakbank, gibi kamu kuruluşları ile yerel yönetimler, kooperatifler, mimar ve mühendislik kuruluşları, inşaat firmalarının kısıtlı olanakları çerçevesinde gelişmiştir. Ülkemizde kırsaldan şehirlere göç hala yoğun bir şekilde devam etmektedir. Bu kuruluşların özellikle büyük şehirlerde artan imarlı arsa talebine ve konut ihtiyacına yeterli cevabı verememesi, düzensiz ve plansız gelişimlere yani kaçak yapılaşmaya, ehliyetsiz kişi ve kuruluşların bu sektörlere el atmasına yani korsan müteahhitçiliğe neden olmuştur. Bu da hazine arazilerinin yasal olmayan yollardan işgaline, kayıt dışı ekonomiye dolayısıyla haksız rekabete ve sonuç olarak milli gelirin kaybolmasına yol açmaktadır. Ayrıca şehir merkezindeki arazilerin fiyatlarının da aşırı yüksek olması sağlıklı bir imar planlamasının yapılmasına önemli bir engeldir.

Sektörün en önemli diğer bir dezavantajı ise yüksek sermaye maliyetidir. Bankalar yüksek/belirsiz enflasyon ve faiz ortamı sebebiyle, sektöre orta ve uzun vadeli kredi vermemektedirler. Bu yüzden enflasyon ve faizler, kişileri devlet destekli konut projelerine ve kooperatifçiliğe doğru yöneltmiştir. Dolayısıyla GYO'lara olan ilgi yetersiz kalmıştır. Bundan dolayı sektör yeni projelere atılım yapamamıştır.⁴³ Fakat bu durum 2002-2006 yılları arasındaki enflasyonu düşürme ve sabitleme programları çerçevesinde yavaş yavaş değişmeye başlamıştır. Faiz oranları ve bono getirilerinin düşmeye devam ettiği bu süreçte, yatırımlar yeni yön arayışına girmiş böylece bireysel yatırımcılar portföylerini yatırım fonlarına ve borsaya yöneltmişlerdir. Bundan GYO'lar da faydalanabilmişlerdir. Ayrıca TOKİ, ipotekli gayrimenkul kredilerinin satın alınması ve menkul kıymetleştirilmesi için yeni bir yönetmelik çıkartmış ve bu süreç içerisinde bankalar uzun vadeli kredi yollarını açmıştır. Bu durum gayrimenkul sektörü için dolayısıyla GYO'lar için çok önemli gelişmelerdir.

Ayrıca şirketlerin özellikle projelere ağırlık vermeye çalıştığı da gözden kaçmamaktadır. Bunun nedeni ise sektörün en büyük sorunlarından biri olan uzun vadeli kredi ihtiyacının istikrar ortamında sağlanmasıdır. Projeler genellikle orta ve

⁴³İhlas GYO, Genel Bilgi, *GYO Sektörü, Mevcut Yapısal Problemler*, 2006, S.2.

uzun vadeli kara dönüşebilir ve yüksek büyüme potansiyelini hedefleyen şirketler için caziptir. Şirketlerin proje varlıklarına ayırmış olduğu değerlere baktığımızda çoğunluğun genel itibariyle büyümeyi hedeflediği anlaşılmaktadır. Tabii ki bu da sektörde, orta ve uzun vadede enflasyon ve faiz istikrarının devam edeceği düşüncesinin hâkim olduğunu ortaya koymaktadır.

İKİNCİ BÖLÜM

GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ ŞEKİLLENMESİ

1. Mevzuat ve Türk Ticaret Kanunu Yönünden Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları

Kollektif yatırım kuruluşlarının iki çeşidi olan yatırım ortaklıkları ile yatırım fonları arasında hareket noktası ve ana prensipler itibariyle önemli bir fark yoktur. Fark, kurulan müşterek portföyün mülkiyet ve yönetim modelinde ortaya çıkmaktadır.

GYO'ların Anonim Şirket şeklinde kurulması öngörölmüş olup tebliğ ile belirlenmiş şartları taşıyan herhangi beş gerçek veya tüzel kişi GYO kurucusu olabilir. Ancak bunlardan en az birisinin lider girişimci olması zorunludur.

Gerçek kişi veya tüzel kişi olan lider girişimcilerden;

- a. Yıllık 100 bin Türk Lirası brüt gelire
- b. Bir Milyon Türk Lira'lık menkul ve gayrimenkul varlığa
- c. Faaliyet konusu ile ilgili yeterli bilgi ve tecrübeye sahip olması şartı aranır.⁴⁴

2. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Etik Kuralları ve Meslek İlkeleri

Üç gruba ayrılır;

- a. Etik kurallar
- b. Mesleki ilkeler

⁴⁴E. DİKMEN; *Türkiye'de Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı*; İktisat Dergisi, Sayı 400, Nisan 2000, s.24

c. İstisnalar

2.1. Etik kuralları

Etik kurallar kendi içerisinde yedi başlık altında incelenebilir.

2.1.1. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları çalışanlarının tutum ve davranışı

GYO'ların meslek ilkeleri ve etik standartları her şeyden önce dürüstlük, kanunlara ve evrensel hukuk kurallarına bağlılık, adalet, hakkaniyet, objektiflik, güvenilirlik, tarafsızlık, saydamlık gerektirir. Müşterilerinin, hissedarlarının ve iş ortaklarının güven ve beğenilerini kazanmak için bu standartlara uyma şartı getirilmiştir.

2.1.2. Ayırmıcılık yapmamak ve tacizde bulunmamak

GYO'lar çalışanlarına, herkese ve diğer GYO çalışanlarına ırk, renk, din, dil, cinsiyet, milliyet, yaş, medeni hal durumlarını dikkate almadan eşit davranma şartı getirmiştir. Çalışma ortamının ayırmıcılık ve tedirginlik yaratmamasını sağlamayı GYO'lar bir politika olarak benimsemiştir. Bu nedenle, ırk, din, dil, cinsiyet, renk, milliyet, yaş, medeni durum, engelli olmak ve askerlik durumu gibi konularda tedirginlik yaratmak veya kişileri taciz etmek de dâhil tüm ayırmıcılık ile ilgili tavır ve davranışlar kesinlikle yasaktır.

Tüm iş kararları, işin kendi özelliklerine göre değerlendirilmektedir. GYO'lar piyasadaki en kaliteli iş gücünü istihdam etmeyi hedeflemekte, terfi ve ücretlendirmeyi değer ve performansa göre belirlemektedir.

2.1.3. Sağlık, güvenlik ve çevreyi korumak

GYO'lar işini yaparken, çalışanlarının, müşterilerinin ve çevrenin sağlık ve güvenliğinin korunması için gerekli ortamı oluşturmayı taahhüt eder. GYO'lar çalışanları bu konularda hassas davranıp, tüm yasa ve mevzuata uyararak, sağlık,

güvenlik ve çevreye zarar verebilecek her durumu önleyici tedbir alma çabası içerisine girmektedirler.

2.1.4. Çıkar çatışması

Çıkar çatışması, bir kişinin özel çıkarlarının GYO'nun çıkarlarına karışması ile oluşur. Çıkar çatışması, bir GYO çalışanının GYO'daki görevini tarafsız ve yararlı bir şekilde icra etmesini engelleyecek bir çıkarının bulunması veya o yönde işlem yapması ile ortaya çıkabilir.

Çalışanların çıkar çatışmasından ve hatta bu izlenimi verebilecek hareketlerden ve GYO'lar ile hissedarlarının yararlarının maksimize edilmesini engelleyecek işlemlerden kaçınılmaktadır.

GYO çalışanlarının, GYO'ların değerlendirip reddettikleri dışında, şirket malı, bilgisi ve pozisyonu nedeniyle edinmiş olduğu bir iş imkânını kendisi için kullanması veya üçüncü bir şahsa yönlendirmesi yasaklanmıştır.

2.1.5. Bağlılık

GYO çalışanından, görevi nedeniyle edinmiş olduğu bilgileri, görevi sırasında veya GYO'dan ayrıldıktan sonra dahi sır olarak saklaması istenmektedir. Bu bilgiler, çalışanlar, ücret politikaları, acente ilişki ve fiyatlandırmaları, iş stratejileri ve GYO'ya ait diğer bilgilerden oluşmaktadır.

Bu sebeplerden ötürü, çalışanlar istihdam sürecine girmeden önce, şirketler tarafından çeşitli sözleşmelerle hukuki olarak yükümlülük altına alınırlar.

2.1.6. Basın ve halkla iletişim

Şirketlerde, genel müdür veya üstü tarafından izin verilmedikçe, yasalar tarafından zorunlu kılınanlar dışında, GYO'ya ait bilgi ve belgelerin GYO dışına çıkarılması yasaklanmıştır.

2.1.7. Yetkili merciler ile iletişim

İlgili denetleme kurumu veya vergi dairesinin veya herhangi bir resmi dairenin herhangi bir araştırma, soruşturmasına (sözlü, telefonla, yazılı ya da ziyaretle) muhatap kaldığında veya bir yasal bir belge tebellüğ ettiğinde (mahkeme celbi, icra yazısı, ödeme emri gibi), GYO'ların bireysel etkileşimleri kurumlar tarafından yasaklanmıştır. Bu tarz konular şirketlerin hukuk müşavirlikleri aracılığıyla çözümlendirilme yoluna gidilir.

2.2. Mesleki ilkeler

- a. Doğru belge ve kayıtlar
- b. Satın alma
- c. Belge saklamak ve belgelerin arşivlenmesi

olarak üç gruba ayrılır.

2.2.1. Doğru belge ve kayıtlar

GYO'lar iş yaptığı taraflarla olan her türlü ilişki ve işlemleri detaylı olarak kaydetme konusunda hassas kuruluşlar olarak karşımıza çıkmaktadır. Yasal yükümlülüklerden ötürü, özel sektör bazlı çoğunluk da olsa, çalışanlar herhangi bir belge ve kayıttaki bilgiyi değiştiremez, tahrif edemez.

2.2.2. Satın alma

Satın alma kararları çıkar çatışmalarının sonucu etkilemesine izin verilmeden alınır. Bazı satın alma faaliyetleri ihale sistemine tabi tutulabilir. GYO'lar adil ve tarafsız

bir satın alma düzeni içinde kaliteli mal ve hizmet sağlamayı ilke olarak benimsemektedirler.

2.2.3. Belge saklamak belgelerin arşivlenmesi

Belge, defter ve bilgi, yasalarca öngörülen süre boyunca saklanır ve sonra yine yasalarca öngörülen şekilde imha edilir. Bunların imhası, mahkeme kararı, dahili ve harici soruşturma veya olası bir hukuki ihtilaf nedeniyle ertelenebilir. Bu durumdaki bilgi, belge, defter ve kayıta sahip olan veya kontrolünde bulunan GYO çalışanları konuyu derhal hukuk müşavirinin dikkatine getirir ve alacağı talimata göre hareket eder. Gerekli bilgi, belge ve kayıtları hazır bulundurmamak, GYO'lar ve çalışanları aleyhine ceza ve hukuk davalarının açılmasına neden olabilir.

2.3. İstisnalar

Bazı sınırlı durumlarda GYO'lar meslek ilkelere ve etik kurallarına istisna tanımaya yönetim kurulları çerçevesinde yetkilendirilmiştir.⁴⁵

3. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Kuruluş Esasları

GYO'lar, kurucuların asgari olarak başlangıç sermayesinin tamamını taahhüt etmelerinin ve pay bedellerini tam olarak nakden bir bankada bloke etmeleri zorunluluğunun bulunduğu ani usulde kurulabilirler. Ayrıca mevcut ortaklıklar esas sözleşmelerini Kanun ve bu Tebliğ hükümlerine uygun olarak değiştirerek, gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşebilirler.⁴⁶

GYO'nun ani usulde kuruluşunun ya da faaliyet alanı farklı olan bir şirketin, GYO'ya dönüşebilmesi için yapılan başvuruların SPK tarafından uygun görülmesi için aşağıda açıklanan işlemlerin yerine getirilmesi zorunluluğu vardır:

⁴⁵Yazılı bulunan etik kuralları ve mesleki ilkeler, İMKB'de işlem gören 13 GYO şirketinin kendi bünyelerinde uygulama zorunluluğu getirilmiş etik kuralları ve mesleki ilkelerden derlenerek oluşturulmuştur.

⁴⁶8.11.1998 tarihli ve 23517 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği Seri: VI, No: 11, II.Bölüm, md.6

Ani usulde kurulacak ise;

a. Kayıtlı sermayeli olarak anonim ortaklık şeklinde kurulması,

b. Ortaklığın, çıkarılmış sermayesinin asgari %25'i oranındaki hisse senetlerini, bu Tebliğ'de belirlenen süre ve esaslar dahilinde halka arz etmek üzere kurulmuş olması,⁴⁷

c. Başlangıç sermayesinin 7.200.000 Türk Lirası'ndan az olmaması,

d) Başlangıç sermayesinin;

- 50 milyon Türk Lirası'ndan az olması halinde, başlangıç sermayesini temsil eden hisse senetlerinin en az %10'unun,

- 50 milyon Türk Lirası ve daha fazla olması halinde, başlangıç sermayesinin 5.000.000 Türk Lira'lık kısmını temsil eden hisse senetlerinin, nakit karşılığı çıkarılmış olması,

e. Ticaret unvanında "Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı" ibaresini taşıması,

f. Kanun'un 30'uncu maddesinin birinci fıkrasının (f) bendinde belirtilen portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunmak için Kurul'a başvurmuş olması,

g. Kurucu gerçek kişiler ile kamu kurumları ve kamu kurumu niteliğindeki tüzel kişiler dışındaki kurucu tüzel kişilerin yönetim kurulu üyelerinin 7'nci maddede belirtilen şartları haiz olması,

h. Esas sözleşmesinin Kanun ve bu Tebliğ hükümlerine uygun olması,

i. Kurul'un uygun görüşünün alınması,⁴⁸

⁴⁷31 Aralık 2009 Tarih ve 27449 Sayılı, Resmî Gazete'de yayımlanan Seri:VI, No:26 sayılı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ, md.1

A.Ş.' den GYO'ya dönüşecek ise;

a. Kayıtlı sermaye sistemi içinde yer alması veya bu amaçla Kurul'a başvurmuş olması,

b. Ortaklığın, çıkarılmış sermayesinin asgari %25'i oranındaki hisse senetlerini, bu Tebliğ'de belirtilen süre ve esaslar dahilinde halka arz edeceğini Kurul'a karşı taahhüt etmiş olması,

c. Mevcut ödenmiş veya çıkarılmış sermayesinin 7.200.000 Türk Lirası'ndan az olmaması,⁴⁹

d. Mevcut ödenmiş veya çıkarılmış sermayesinin;^{50/51}

- 50 milyon Türk Lirası'ndan az olması halinde, mevcut ödenmiş veya çıkarılmış sermayesini temsil eden hisse senetlerinin en az %10'unun,

- 50 milyon Türk Lirası ve daha fazla olması halinde, mevcut ödenmiş veya çıkarılmış sermayesinin 5.000.000 Türk Lira'lık kısmını temsil eden hisse senetlerinin, nakit karşılığı çıkarılmış olması,

e. Ticaret unvanını "Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı" ibaresini içerecek şekilde değiştirmek üzere Kurul'a başvurmuş olması,

f. Kanun'un 30 uncu maddesinin birinci fıkrasının (f) bendinde belirtilen portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunmak için Kurul'a başvurmuş olması,

g. Ortaklıkta % 10 veya üzerinde paya sahip gerçek kişi ortaklar ile kamu kurumları ve kamu kurumu niteliğindeki tüzel kişiler dışındaki tüzel kişi ortakların yönetim kurulu üyelerinin 7'nci maddede belirtilen şartları haiz olması,⁵²

⁴⁸8.11.1998 tarihli ve 23517 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği Seri: VI, No: 11, II.Bölüm, md.6

⁴⁹Değişik: Seri: VI, No: 20 sayılı Tebliğ ile

⁵⁰Ek: Seri: VI, No: 13 sayılı Tebliğ ile

⁵¹Değişik: Seri: VI, No: 20 sayılı Tebliğ ile

h. Esas sözleşmesini Kanun ve bu Tebliğ hükümlerine uygun şekilde değiştirmek üzere başvurmuş olması,

i. Kurul'un uygun görüşünün alınması.⁵³

4. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Kuruluş İşlemleri

GYO'lar, önceki bölümde anlatılan koşulları sağladıktan sonra aşağıda belirtilen işlemleri gerçekleştirmek zorundadırlar:

- Anasözleşme hazırlamak
- SPK'nın uygun görüşünü almak
- Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'nın iznini almak
- Türk Ticaret Sicili'ne tescil ettirmek.

GYO'lar, bir anasözleşme hazırlamak veya mevcut anasözleşmelerini bu yönde düzenlemek mecburiyetine sahiptir. SPK, yayınladığı anasözleşme örnekleriyle, anasözleşmede nelerin bulunacağını ortaya koymuştur.

Anasözleşme, ortaklığın kuruluş amacı, malvarlığı, ehliyeti, organları ve yetkileri gibi kanun ile belirlenmiş zorunlu unsurlar yanında iradi olarak belirlenen diğer hususları da içeren yazılı bir belgedir.

Sözleşmenin, emredici kanun hükümlerine uygun olarak yazılı şekilde hazırlanması ve kurucular tarafından imzalanarak noterce onaylanması zorunludur.⁵⁴

Anasözleşmede, zorunlu olarak bulunması gereken konular aşağıda belirtilmiştir:

⁵²Değişik: Seri: VI, No: 17 sayılı Tebliğ ile

⁵³8.11.1998 tarihli ve 23517 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği Seri: VI, No: 11, II.Bölüm, md.6

⁵⁴Türk Ticaret Kanunu md.279/I

- Gayrimenkul Yatırım Ortaklığının kuruluş usulü
- Kurucuların ad, soyad, adres ve uyrukları
- Gayrimenkul Yatırım Ortaklığının ticaret unvanı ve merkezi
- Gayrimenkul Yatırım Ortaklığının amacı ve işletme konusu
- Gayrimenkul Yatırım Ortaklığının kayıtlı sermayeli olduğu, başlangıç veya ödenmiş sermayesi, hisselerinin sayısı, itibari değeri, türü, ödenme şekli ve şartları
- Yönetim kurulu üyeleri ile denetçilerinin ne şekilde seçilecekleri, bunların hak ve görevleri, ad, soyad, adres ve uyrukları
- Genel kurulların toplantıya çağrı şekli, toplantıların zamanı, görüşme, oy ve kararlara ilişkin konular
- Gayrimenkul yatırım ortaklığına ait ilanların ne şekilde yapılacağı
- Birinci temettü oranı⁵⁵

Anasözleşmenin hazırlanması ve onaylanması işlemlerinin ardından, gereken bilgi ve belgelerle SPK'ya başvurulur. SPK, ilgili mevzuat hükümlerince başvuruyu inceler ve aykırılık tespit edilmemesi durumunda uygun görüş bildirir.⁵⁶ SPK kararlarına karşı idari yargı yolu açıktır.⁵⁷

GYO'lar kuruluşlarında Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'nın onayını almak zorundadırlar.⁵⁸ Bundan ötürü, GYO'lar SPK'dan uygun görüş alınmasını müteakip anasözleşme ve diğer gerekli belgeleri içeren bir dilekçeyle Sanayi ve Ticaret

⁵⁵Ö. SUSAR; a.g.e., s.96-106

⁵⁶Ö. SUSAR; a.g.e., s.106-107

⁵⁷İdari Yargılama Usulü Kanunu md.2

⁵⁸TTK md.273, 280

Bakanlığı'na başvuruda bulunmak zorundadırlar. Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'nın başvuruyu reddetmesi durumunda, idari yargıya başvurma yolu açıktır.^{59/60}

Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'ndan alınan iznin ardından, GYO zorunlu olarak Türk Ticaret Sicili'ne tescil ettirilmelidir. Bu işlem için Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'nın iznini takip eden 15 gün içinde ticaret sicil memurluğuna başvurulmalıdır. GYO ticaret siciline tescil ettirilerek tüzel kişilik kazanır.^{61/62}

5. Kuruluş Sonrası Yapılması Zorunlu İşlemler

GYO'ların kuruluşları sonrasında yapılması gereken işlemler aşağıda sıralanmıştır:

- Gerekli mekân, donanım ve personel temini, organizasyon kurma ve portföy oluşturma
- Hisse senetlerinin halka arzı için kayda alınma başvurusu
- Portföy işletmeciliği izni
- Kurul kaydına alınma
- İzahname ve sirkülerin ilanı
- Hisse senetlerinin satışı⁶³

5.1. Hisse senetlerinin kurul kaydına alınması

Pay sahibi sayısı 250'yi aşan anonim ortaklıkların hisse senetleri halka arz olunmuş sayılır ve bu ortaklıklar, halka açık anonim ortaklık hükümlerine tabi olurlar.⁶⁴

⁵⁹İdari Yargılama Usulü Kanunu md.2

⁶⁰Ö. SUSAR; a.g.e., s.107-108

⁶¹TTK md.301/I

⁶²Ö. SUSAR; a.g.e., s.108

⁶³Ö. SUSAR; a.g.e., s.109-116

Bu çerçevede ihraççılar, sermaye piyasası araçlarının herhangi bir şekilde halka satıldığını veya halka açık anonim ortaklık statüsünün kazanıldığını öğrendikleri tarihten itibaren otuz gün içinde Kurul'a bildirmek zorundadırlar. Ayrıca ortaklık denetçileri, bu durumu öğrendikleri tarihte ihraççının yönetim kuruluna ve Kurul'a bildirmekle yükümlüdürler.

Anonim ortaklıkların genel kurul toplantılarına katılan komiserler, Kanuna tabi olduğu halde Kurul'a kayıtlı olduğunu belgeleyemeyen ortaklıkları, katılanlar listesinden ya da diğer şekillerde öğrendiklerinde, durumu, ispatlayıcı belgeleriyle Bakanlıkları kanalıyla Kurul'a bildirmekle yükümlüdürler.⁶⁵

"Halka arz" sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan halka çağrıda bulunulmasını; halkın bir anonim ortaklığa katılmaya veya kurucu olmaya davet edilmesini; hisse senetlerinin borsalar veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda devamlı işlem görmesini; bu Kanuna göre halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımları dolayısıyla paylarının veya hisse senetlerinin satışını ifade eder.⁶⁶

İhraç veya halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarının Kurul'a kaydettirilmesi zorunludur. Kurula kayıt başvurusuna, SPK web sayfasının sermaye piyasası mevzuatı bölümünden ulaşılabilecek ilgili tebliğlerde belirlenen bilgi ve belgeler eklenir.

Genel ve katma bütçeli idareler ve T.C. Merkez Bankasınca ihraç olunacak sermaye piyasası araçlarının Kurul'a kaydettirilmesi zorunlu değildir. Ancak bu ihraçlar hakkında Kurul'a bilgi verilir. Sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıkların hisse senetleri halka arz yoluyla satılamaz.⁶⁷

⁶⁴Sermaye Piyasası Kanunu'nun md.11

⁶⁵Türk Ticaret Kanunu

⁶⁶Sermaye Piyasası Kanunu'nun md.3

⁶⁷<http://www.spk.gov.tr>

5.2. Kayda alma başvurusunda tedrici kuruluşta aranan bilgi ve belgeler

Aşağıda, hisse senetlerinin kayda alma başvurusunda tedrici kuruluşta aranan bilgi ve belgeler sıralanmıştır;

- Sanayi ve Ticaret Bakanlığı izni,
- Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'nca onaylı esas sözleşme taslağı,
- Halka arzedilen sermaye paylarından satılmayanların satış süresinin bitişi tarihinden itibaren 3 işgünü içerisinde bedellerinin tam olarak ve nakden ödenerek satın alınacağına ilişkin kurulmakta olan ortaklığa karşı taahhütte bulunmuş olan kurucuların veya aracı kuruluşların kurulmakta olan ortaklığa verdiği satınalma taahhütnamesi ve bir sureti, taahhütname bir tüzel kişi tarafından veriliyorsa, tüzel kişinin yetkili organının taahhüde ilişkin kararı,
- Varsa, fizibilite raporu ve gelecek  yıla ilişkin tahmini (proforma) bilanço, gelir tabloları ve kaynak kullanım tablosu,
- İzahname ve tasarruf sahipleri için sirküleri ile sirkülerin ilan edileceği gazetelerin isimleri,
- Halka arzedilecek hisse senedi rneği,
- Satış fiyatının nominal değerden farklı olması halinde, öngörülen satış fiyatı ile fiyat tespit raporu,
- Kurul'ca istenecek diğer bilgi ve belgeler.⁶⁸

⁶⁸Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına Ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği Seri No:I/22 Resmi Gazete: 19.02.1996 Pazartesi Sayı: 22559 EK/I

5.3. Kurul incelemesinin mahiyeti, kayda alma ve satış

Şirketin halka arz başvurusundaki eksik bilgi ve belgeler tamamlandıktan sonra, şirket merkez ve üretim tesisleri SPK uzmanlarınca ziyaret edilerek yerinde incelemelerde bulunmaktadır. Başvuruda bulunan şirkette gerçekleştirilen incelemeler arasında çeşitli farklılıklar olsa da temelde aşağıda yer alan hususlar üzerinde durulmaktadır.

Kalitatif İncelemeler:

Şirketin kalitatif değerleri genel olarak; hammadde temini, üretim prosesi, üretim tesisleri, iç ve dış satışlar, süregelen ve proje halindeki yatırımlar, yönetim ve çalışanların durumu, grup şirketleri ile ilişkiler, iştirak ve bağlı ortaklıklar, hukuki sorunlar, lisans, know-how vb. anlaşmalar, sahip olunan markalar, şirket ve sektör hakkında genel bilgiler, alınması gereken izinler, ruhsatlar ve raporlar, şirketin faaliyeti ile ilgili sözleşmeler, gayrimenkuller ve kiralama işlemleri başlıkları altında incelenmektedir.

Kantitatif İncelemeler:

Şirketin finansal durumunun anlaşılması amacıyla yönelik olarak mali tabloları üzerinde durulmaktadır. Bu incelemelerde, şirketin bağımsız denetimden geçmiş mali tablo ve dipnotları incelenmekte, gerekli görülen kalemlerin incelenmesi için mizan ve muavin defterler üzerinde çalışılmakta, finansal durumunun tespiti için statik ve dinamik mali analizin yanı sıra önemli rasyoların analizi yapılmaktadır.⁶⁹

Kurul, başvuruları izahname ve sirkülerlerin, ortaklık ve halka arz olunacak hisse senetlerine ilişkin mevzuatta öngörülen bilgileri içerip içermediğini dikkate alarak, kamunun aydınlatılması çerçevesinde inceler, incelemeler sonucunda açıklamaların yeterli olmadığı ve gerçeği dürüst biçimde yansıtmayarak halkın istismarına yol açacağı sonucuna varılırsa, gerekçe gösterilerek, başvuru konusu hisse senetlerinin

⁶⁹<http://www.imkb.gov.tr>

Kurul kaydına alınmasından imtina edilebilir; uygun görülen hisse senetleri kurul kaydına alınır.

Kayda alınan, satışı yapılacak hisse senetlerinin ihraç değerinin binde üçü tutarındaki ücret, T.C. Merkez Bankası Ankara Şubesi'nde kurul adına açılan hesaba yatırılır.⁷⁰

Kurul kaydına alınma, ihraç edilen hisse senetlerinin ve ilgili ortaklıkların, Kurul veya kanunca tekeffülü anlamına gelmez reklam amacıyla kullanılamaz.⁷¹

Tasarruf sahiplerine satış işlemleri, ilgili tebliğ hükümleri çerçevesinde yerine getirilir.⁷²

Hisse senetlerinin kurul kaydına alınmasına ve satışına ilişkin esaslar tebliğinin 8.maddesinde düzenlenen halka açık ortaklıkların sermaye artırımlarında tasarruf sahiplerine satış, ortaklığın hisse senetleri Borsa'da işlem görüyorsa yine aynı hükümler hükümleri çerçevesinde tamamlanır. Hisse senetleri Borsa'da işlem görmeyen halka açık ortaklıkların sermaye artırımlarında ise tasarruf sahipleri sirkülerde belirtilen süre içinde pay bedellerini bir bankada açılan özel hesaba yatırarak sermaye artırımına katılırlar.

Satılmayan hisse senetleri, ancak halka arzın bitimini izleyen ilk iş gününde mevcut ortaklar tarafından satın alınabilir.⁷³

6. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Örgütlenme Biçimleri

GYO'ların örgütlenme biçimlerine bakıldığında; geleneksel, tam şemsiye ve eksik şemsiye türü olarak üç farklı örgütlenme biçimi göze çarpmaktadır.

⁷⁰SPK md.28

⁷¹Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına Ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği Seri No:I/22 Resmî Gazete: 19.02.1996 Pazartesi Sayı: 22559 Bölüm III, md.13

⁷²Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına Ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği Seri No:VIII/22 md.4,5,7.

⁷³Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına Ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği Seri No:I/22 Resmî Gazete: 19.02.1996 Pazartesi Sayı: 22559 Bölüm III, md.17

Geleneksel GYO yapısında, GYO'lar halktan hisse senetleri karşılığında topladıkları kaynakları, gayrimenkul yatırımlarında kullanmaktadırlar. Elde ettikleri kazançları ise ortaklarına kar payı olarak dağıtmaktadırlar.

Tam şemsiye türü yapılanmada ise GYO'lar, gayrimenkulün mülkiyetini elinde bulunduran bir ortaklığa, büyük ortak olmaktadır. İşletmeci ortaklık ise gayrimenkul sahibi şahıs ve şirketlerden hisse senetleri karşılığında topladıkları tüm gayrimenkulleri elinde tutmakta ve yönetmektedir. İşletmeci ortaklığın GYO dışındaki ortakları, ortaklığa ait sahibi oldukları hisse senetlerini belirlenen bir oran dikkate alınarak GYO hisse senetleriyle değiştirebilirler. Bu tür örgütlenmenin en önemli avantajı, gayrimenkul sahibi olan şirket ve şahısların, söz konusu gayrimenkulleri GYO'lar yerine işletmeci ortaklığa hisse senedi karşılığı devrederek vergi ertelemesine ilişkin düzenlemelerden yararlanabilmeleridir.

Eksik şemsiye biçiminde yapılanmada ise, GYO yine bir işletmeci ortaklığa büyük ortak olmakta, ancak diğer taraftan da gayrimenkul sahipliğini devam ettirmektedir. Bu modelde, GYO varlıklarının bir kısmı kendi mülkiyetinde, bir kısmı işletmeci ortaklığın mülkiyetindedir.⁷⁴

7. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında Yatırıma Hâkim Olan İlkeler

7.1. Riskin dağıtılması ilkesi

Yatırım ortaklıkları portföylerini oluştururken yatırımlarını sadece bir işletmeye ya da konuya sınırlamayıp değişik işletmelere, bölgelere, ülkelere, sektörlere ve değerlere yatırımda bulunurlar. Sermayeyi çok sayıda farklı endüstri ve ortaklıkların üzerine yayarak herhangi bir yatırım üzerindeki zararı sınırlamak bunu diğer yatırımlardaki karlarla karşılayarak denkleştirmek gerekmektedir.⁷⁵ Riskin dağıtılması yatırımları çok fazla yayarak aşırı derecede dağıtılması demek değildir.

⁷⁴M. GÜVEN, *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Hisse Senetlerinin Verimini Etkileyen Faktörler Üzerine İMKB'de Bir Uygulama*, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul,2006, s.16-17.

⁷⁵Mark R. GREENE ve Robert R. DINCE, *Personal Financial Management, A Financial Planning Approach*, 2nd ed., South Western Publishing Co., Cincinnati, Ohio, 1987, s. 433

Aksi halde ortaklığın bu dağılık yatırımları kontrolü güçleşir.⁷⁶ Yatırımların çeşitli alan ve konulara yayılarak riskin dağıtılmasına çeşitlendirme denir. Çeşitlendirme menkul kıymet çeşitleri itibariyle olabileceği gibi endüstri kolu, şirket ve coğrafi bölgeler itibariyle veya bunların hepsini içine alacak şekilde de olabilir.⁷⁷ Yatırım ortaklıkları küçük yatırımcıların tek başlarına yapamayacakları geniş bir portföy çeşitlendirmesi sağlayarak riski en aza indirirler ve klasik ifade ile bütün yumurtaları aynı sepete koymamış olurlar.⁷⁸ Böylece bir kısım yatırımlarda zarar olsa bile diğerlerinden elde edilen kar sayesinde bir denge kurulmuş olur.⁷⁹ Yoksa, kârın azami buna karşılık riskin asgarî olması arzu edilen bir husus olmasına rağmen kar ve risk ters orantılı değil aksine doğru orantılıdır. Esas olan azami karla asgari risk arasında optimal bir denge kurmaktır ki bu amaç yatırım ortaklıklarında gerçekleştirilmektedir.⁸⁰

Bireysel yatırımcının böyle geniş bir çeşitlendirme yapmasına mali imkanları müsait değildir. Oysa bir yatırım ortaklığı bu çeşitlendirmeyi otomatik olarak sağlar. Çünkü çoğu kez bu bir kanuni gereklilik olarak ortaya çıkar. Örneğin, 1940 tarihli Amerikan Yatırım Ortaklıkları Kanunu bunlardan biridir.⁸¹ Yatırım ortaklığının portföy çeşitlendirmesi yaparken hangi tip menkul değerlere hangi oranda sahip olacakları, katıldıkları ortaklıklarda sermayenin ya da tüm oy haklarının yüzde olarak ne kadarına sahip olacakları gibi çeşitlendirme oranları, bir çok ülkenin kanunlarında tanımlanmıştır. Bu hallerde riskin dağıtılması bir kanun emri olarak ortaya çıkar.

Yatırım ortaklıkları sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler portföylerini işletmek amacıyla kurulan anonim ortaklıklardır. Tanımdan yatırım ortaklığının en belirgin özelliğinin portföy işletmek olduğu ortaya

⁷⁶H. YASAMAN, *İsviçre ve Fransız Hukukunda Yatırım Fonları ve Türk Hukukunda Uygulanma İmkanları*, İstanbul: Fakülteler Matbaası, 1980, s.40

⁷⁷R. OLGUN, *Investment Trust'ler*, III. Ticaret ve Banka Hukuku Haftası (13-18 Mayıs 1963), Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayını, 1964, s. 394

⁷⁸S. BÜKER, *Yatırım Şirketleri*, E.İ.T.İ.A.D. (Haziran 1974), C.X, S.2, s. 52; Feridun Ergin, *Kredi Sistemi*, İstanbul: İ.Ü.İ.F. Yayını, 1980, s. 58.

⁷⁹G. J. ALEXANDER and William F. SHARPE, *Fundamentals of Investments*, New Jersey: PrenticeHall, Inc., EnglewoodCliffs, 1989, s. 521

⁸⁰M. KARSLI, *Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler*, İstanbul: İrfan Yayımcılık ve Ticaret, 1994, s. 132

⁸¹B. JACOBS, *All About Mutual Funds From the Inside Out*, Chicago: Probus Publishing Company, 1994, s.31

çıkılmaktadır. Kanundaki değişiklik ile yatırım ortaklıkları yalnız menkul kıymetler portföyü işletmekten kurtarılmıştır.⁸² Ortaklık portföyleri, esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak ve Tebliğ ile belirlenen sınırlar saklı kalmak kaydıyla yukarıda sayılan araçlardan her biri esas alınarak oluşturulabileceği gibi karma da olabilecektir. Riskin dağıtılması ilkesine uygun olarak çalışmak zorunda olduklarından tebliğ ile bazı sınırlamalar getirilmiştir. GYO' lar portföy değerlerinin %10'undan fazlasını bir ortaklığın menkul kıymetlerine yatıramazlar. Bu sınır, portföy değerinin değişmesi veya rüçhan haklarının kullanılması nedeniyle aşıldığı takdirde fazla kısmın en geç 3 ay içinde tasfiyesi gerekir. Belirtilen süre içinde menkul kıymetleri elden çıkarmanın imkânsız olduğu veya söz konusu süre içinde elden çıkarmanın yatırım ortaklığı aleyhine "büyük zarar" doğuracağıının belgelenmesi hallerinde, Kurul tarafından bu süre uzatılabilir.⁸³ Yatırım ortaklıkları hiçbir ortaklıkta sermayenin ya da tüm oy haklarının %9'undan fazlasına sahip olamazlar.⁸⁴ Örneğin (X) ortaklığının sermayesi 200 milyar liradır. Bir yatırım ortaklığı bu şirketin en fazla 18 milyar liralık hisse senedini portföyünde bulundurabilir. Bu sınırlama yatırım ortaklığının holdingleşmesini önlemeye yönelik olduğu gibi, yatırım ortaklığını yönetenlerin belli şirketlerin hisseleri üzerinde yoğunlaşarak kişisel menfaat elde etmelerine engel olma amacını taşımaktadır.

7.2. Uzman kadro ile yönetim ilkesi

Yatırım ortaklıkları uzman bir kadro tarafından yönetilir. Yukarıda sermaye piyasasının karmaşık yapısına değinmiştik. Böyle bir yapıda verimlilik hesapları yapmak, risk unsurunu değerlendirmek uzmanlık işidir. Yatırım ortaklıkları sahip oldukları uzman kadrolar aracılığıyla, yatırım yapılacak menkul kıymet çeşitlerini, sanayi kollarını, şirketleri seçer ve bunların faaliyetlerini devamlı olarak inceleyerek ortaklığın portföyünü devamlı olarak ayarlayarak kısa vadeli pazar işlemlerinden de yararlanırlar. Bunlar bireysel yatırımcının kolay kolay elde edemeyeceği hizmetlerdir.⁸⁵ Yatırım ortaklığının başarısı genellikle uzman kadronun eseridir.

⁸²SPK. m.35, f. 1

⁸³SPK Tebliğ, m. 18, b

⁸⁴SPK Tebliğ, m. 18, b. a

⁸⁵R. OLGUN, a.g.e., s. 394

Çoğu yatırım ortaklıkları gerekli uzman kadroyu bünyesinde istihdam ederken bir kısmı da finansal danışman olarak kiralama yoluna gider. Finansal yöneticiler mali, istatistik ve teknik analizleri yapmak, portföye dâhil olabilecek menkul kıymetleri seçmekle sorumludurlar.⁸⁶

7.3. İşlem maliyetlerinin asgariye indirilmesi ilkesi

Yatırım ortaklıklarının tabiatında var olan diğer önemli bir avantaj, portföy oluştururken menkul kıymetlerin alım-satım maliyetlerinin tamamen bertaraf edilmesi ya da azaltılmasıdır. Bireysel bir yatırımcı da pekala çeşitlendirilmiş bir portföy oluşturabilir fakat, portföy için satılan ve/veya satın alınan her bir menkul kıymet için menkul kıymet brokerlarının komisyonlarını ödemek zorundadır. Komisyon maliyetleri portföy için yapılan işlemler sıkıya büyük olabilecektir. Ayrıca broker'lar araştırma materyalleri, danışma ya da takip gibi hizmetleri yapmazlar. Yatırım ortaklıkları bütün bu hizmetleri iyi bir ücretle uzman kadrosuna yaptırabilir.⁸⁷

Bunlara ilaveten zaman maliyeti de söz konusudur. Portföyü devamlı olarak izlemek için araştırmaya zaman harcamak, değişikliklerle ilgili kayıtları tutmak zorunludur. Eğer geniş bir portföy varsa ve yatırımcı bir yatırım danışmanı ve muhasebeci istihdam etmek niyetinde değilse, bütün bu işlemler yatırımcı için yorucu olacaktır. Yatırım ortaklıklarına yatırım yapmakla bütün bunlar otomatik olarak gerçekleşmekte ve işlem maliyetleri hemen hemen asgariye inmektedir.⁸⁸

7.4. Kamuyu aydınlatma ilkesi

Kamuyu aydınlatma ilkesi, halka açık anonim ortaklıklar için kabul edilmiştir. Yatırım ortaklıkları da halka açık olduklarından kamuyu aydınlatma ilkesine

⁸⁶B. JACOBS,a.g.e., s. 33

⁸⁷İ. ÇELİKTAŞ, *Yatırım Ortaklıklarına Hakim Olan İlkeler*, Akademi:Hukuk, Ekonomi ve Siyasal Bilimler Dergisi, Sayı 64, Haziran 2007, İstanbul

⁸⁸B. JACOBS,a.g.e., s. 34

tabidirler.⁸⁹ Yatırım ortaklıklarının faaliyeti hakkında geniş bilgi vermesi, bilanço hazırlaması, kar ve zarar hesabını açıklaması, portföyünün hangi menkul değerlerden oluştuğunu, bunların borsa değerlerini bildirmesi gerekir. Bu kamuyu aydınlatma ilkesinin bir sonucudur.⁹⁰

SPK, Kamunun aydınlatılmasını sağlamak amacı ile istediği bilgilerin esaslarını tebliğde göstermiştir.

a. Portföyün oluşturulmasına ilişkin açıklama zorunluluğu: Yatırım ortaklığı, ani kuruluş işlemlerini izleyen en geç üç ay içinde menkul kıymetler portföyünü oluşturmak ve portföyün terkihi hakkında portföyün oluşturulmasını izleyen bir hafta içinde Kurul'a ve ortaklarına bilgi vermek zorundadır.⁹¹

b. Portföyün değerlendirilmesi: Portföyde bulunan menkul kıymetler kurulun belirlediği ilke ve esaslara göre değerlendirilir. Portföydeki menkul kıymetlerin ayrıntılı bir dökümü ile portföy değeri haftalık dönemler itibariyle kurula iletilir. Portföy yapısı ile değeri ortakların incelemesine sunulmak üzere yine haftalık olarak ortaklık merkezi ve şubelerinde hazır tutulur.⁹²

c. Mali tablo ve raporların açıklanması: Yatırım ortaklığı, mali tablo ve raporlarını hazırlarken muhasebe standartlarına ve bağımsız denetlemeye yönelik kurul düzenlemelerine uymak zorundadır.⁹³ Portföydeki menkul kıymetlerin türleri itibariyle maliyet ve rayiç bedelleriyle gösterildiği "portföy değeri tablosu" ve bağımsız denetim öngörülen mali tablolar için bağımsız denetim raporu ile birlikte Kurul'un ilgili tebliğleri çerçevesinde kamuya açıklamak ve bu açıklamaları Kurul'a gönderme zorunluluğu vardır.⁹⁴

⁸⁹H. YASAMAN, *İsviçre ve Fransız Hukukunda Yatırım Fonları ve Türk Hukukunda Uygulanma İmkanları*, İstanbul: Fakülteler Matbaası, 1980, s.57

⁹⁰M. B. ÇAPANOĞLU, *Sermaye Piyasası Özelleştirme Uygulamaları ve Menkul Kıymet Borsaları*, İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım, 1993, s.62

⁹¹SPK Tebliğ, m. 28, b. a

⁹²SPK Tebliğ, m. 28, b. b

⁹³SPK Tebliğ, m. 24

⁹⁴SPK Tebliğ, m. 28, b. c

ç. Kurulun bilgi isteme yetkisi: Kurul, yatırım ortaklıklarının denetimi, gözetimi ve izlenmesine yönelik her türlü bilgi ve belgeyi isteyebilir. Söz konusu bilgi ve belgeler istenilmelerini takip eden 6 iş günü içinde ortaklık yetkililerince Kurul'a verilmesi şarttır.

8. Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Kuruluş ve İş Gereksinimi

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, Türk Ticaret Kanunu çerçevesinde yeni bir anonim şirket olarak ani usulde kurulabildikleri gibi, daha önce kurulmuş şirketlerin esas sözleşmelerini Sermaye Piyasası Kurulu'nun düzenlemelerine uygun olarak değiştirerek, gayrimenkul yatırım ortaklığına "dönüşmeleri" de mümkündür. Her iki şekilde de gayrimenkul yatırım ortaklıklarının kuruluşunun veya dönüşümünün Kurul'ca uygun görülmesi gereklidir. Her iki kuruluş şeklinde de gayrimenkul yatırım ortaklıkları kayıtlı sermayeli olarak kurulurlar. Böylece, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, esas sözleşmede tespit edilen kayıtlı sermaye miktarına kadar yeni paylar çıkarmak suretiyle yönetim kurulu tarafından Türk Ticaret Kanunu'nun esas sermayenin artırılmasına ilişkin hükümlerine bağlı kalmaksızın sermaye artırabilir. Ayrıca, esas sözleşme ile yetkili kılınması şartıyla, ortaklık yönetim kurulu, imtiyazlı ve itibari değerinin üzerinde pay çıkarabilir, pay sahiplerinin yeni pay alma haklarını sınırlandırabilir ve imtiyazlı pay sahiplerinin haklarını kısıtlayıcı nitelikte karar alabilir.

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları gayrimenkullere, gayrimenkullere dayalı haklara ve gayrimenkul projelerine portföy değerlerinin en az % 50'si oranında yatırım yapmak zorundadırlar. Asgari % 50 oranı sağlanamazsa SPK'ya başvurulur ve SPK yapacağı değerlendirmede bir defaya mahsus olmak üzere ortaklığa bir yıl süre tanıyabilir. Bununla birlikte, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, sermaye piyasası araçlarını alabilir ve satabilir, borsa para piyasası ve ters repo işlemi yapabilir, Türk Lirası veya yabancı para cinsinden vadesiz ve vadeli mevduat hesabı açtırabilirler ve ayrıca sermaye piyasası araçlarını ödünç verebilir.

Gayrimenkul yatırım ortaklığı sisteminde likiditesi daha düşük olan gayrimenkulün kendisinden ziyade, ona yatırım yapan bir şirketin paylarının satın alınması, gayrimenkul yatırımının likidite edilmesi sorununu ortadan kaldırmaktadır.

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, sadece gayrimenkule dayalı portföy işletmeciliği faaliyeti kapsamında faaliyet gösterebilirler. Bunun doğal bir sonucu olarak, gayrimenkul yatırım ortaklıkları aktiflerinde makine ve ekipman bulunduramazlar. Ayrıca, inşaat işlerini kendileri üstlenemez, proje yürütemez, ancak inşaatını başka şirketlerin gerçekleştirdiği projelere finansman sağlayabilirler.

Yatırımcılar açısından ise, gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı yatırımların psikolojik bir güven unsuru oluşturduğu inkar edilemez. Ayrıca, çeşitlendirme yoluyla riskin azaltılabilmesi, yatırımın borçlanma ile finanse edilebilmesi ve portföydeki varlıkların ve hakların rayiç değerlerinin periyodik olarak tespit ettirilmesi gibi hususlar ise, yatırımcılar için gayrimenkul yatırımını cazip kılan unsurlardır.⁹⁵

9. Gayrimenkul Yatırım Ortaklığının Tarafları

Lider sermayedar: Ortaklıkta tek başına veya bir araya gelmek suretiyle sermayenin asgari %20'si oranında pay sahibi olan ve Tebliğ'de yazılı şartları taşıyan ortak ya da ortaklardır. Ortaklığın ticaret unvanında doğrudan ismi veya unvanı kullanılan veya doğrudan olmasa da ortaklığın ticaret unvanında kendisi ile bağlantılı olduğu izlenimini uyandıran bir ibareye yer verilen gerçek veya tüzel kişilerin lider sermayedar olması zorunludur.

Müteahhit: Gayrimenkul yatırım ortaklıkları portföyünde yer alan gayrimenkul projelerinin inşaat işlerini gerçekleştirmeyi taahhüt eden gerçek ya da tüzel kişilerdir.

İşletmeci Şirket: Ortaklığın mülkiyetinde bulunan veya kiralamış olduğu otel, hastane, alışveriş merkezi, iş merkezi, ticari parklar, ticari depolar, konut siteleri,

⁹⁵ <http://www.spk.gov.tr/>

süpermarketler ve bunlara benzer nitelikteki gayrimenkulleri ticari amaçla işleten şirketlerdir.

Danışman Şirket: Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, proje geliştirme ve kontrol hizmetleri de dâhil olmak üzere, ortaklık portföyünün geliştirilmesi ve alternatif yatırım imkanlarının araştırılmasına yönelik bu işlerde uzmanlaşmış şirketlerden danışmanlık hizmeti alabilirler.

Gayrimenkul Değerleme Şirketi: Ortaklık portföyünde yer alan gayrimenkullerin, gayrimenkul projelerinin ve gayrimenkule dayalı hakların rayiç değerlerini ve kira rayiçlerini tespit etmek konusunda hizmet veren şirketlerdir.⁹⁶

10. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Sermaye Piyasasındaki Yeri

Sermaye piyasasında derinliğin ve etkinliğin artmasının gereklerinden birisi kurumsal yatırımcının, özellikle yerli kurumsal yatırımcının piyasada bulunması bir diğeri ise, piyasada işlem gören finansal araç sayısının artırılması ve çeşitlendirilmesidir. Küçük tasarruf sahiplerinin sınırlı birikimlerini bir araya getirerek verimliliği yüksek yatırımlara yönelten kurumsal yatırımcılar tüm dünyada sermaye piyasasının gelişiminde önemli bir paya sahiptir. Portföy oluşumunun ve yönetimin kurumsallaşmasını sağlayan kurumsal yatırımcılar tasarrufların kolektif ve organize bir şekilde yatırımlara kanalize edilmesini sağlamakta piyasanın derinlik kazanmasında etkili olmaktadır.⁹⁷

GYO'nun dünyada ilk uygulaması ABD'de görülmektedir. ABD'de 1960 yılında kabul edilen "Gayri Menkul Yatırım Ortaklıkları Kanunu" sonrasında bu alandaki gelişmeler 1970'li yıllara kadar yavaş olmuş, 1986 yılında kabul edilen Vergi Reformu Kanunu ve 1987 yılında yasallaşan Gelir Vergisi Kanunu ile getirilen yeni olanaklar sonrasında hızlı bir gelişme kaydetmiştir. Yeni düzenleme ile Real EstateInvestmentTrust'lara (REIT) gayri menkul portföylerini yönetme yetkisi

⁹⁶SPK Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Tanıtım Rehberi, s.3-4

⁹⁷G. ARAS; *Türk Sermaye Piyasasında Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Üzerine Bir Değerlendirme*; İktisat Dergisi, Sayı 400, Nisan 2000, s.71

verilmiştir. Daha önceki düzenlemeye göre portföylerindeki gayrimenkullerden elde ettikleri karı yönetici şirketler ile paylaşmak zorunda olan ortaklıklar bu yükümlülüklerinden kurtulmuşlardır. Bugün Amerika’da toplam REIT sayısı 300’ün üzerinde olup, bunların yaklaşık 200’ü borsalarda işlem görmekte ve piyasa kapitalizasyonu 1998 itibariyle 150 Milyar Doları aşmaktadır. Amerikan kurumsal gayrimenkul yatırımlarının yaklaşık %8 ini oluşturan REIT’lerin ağırlıklı ortalama temettü getirisi ise yaklaşık %6’dır.⁹⁸

GYO Türkiye’de 1995 yılında yasal düzenlemeye sahip olmuş ve ilk GYO 1996 Aralık ayında menkul kıymetler borsasında işlem görmeye başlamıştır. GYO’na ilişkin kısa uygulama süresinde karşılaşılan sorunları ve zorlukları gidermek için Sermaye Piyasası Kurulu bir takım düzenlemeler yapmıştır. Bu düzenlemeler ile;

- a. Uygulamada karşılaşılan hukuki sorunların giderilmesi,
- b. Yatırımların güvenliğinin sağlanması,
- c. Ortaklık yöneticilerinin performanslarının artırılmasını ve yatırımcılara daha fazla ve doğru bilgi akışının sağlanması amaçlanmaktadır.

Bu çerçevede yapılan düzenlemelerin başlıcaları şunlardır;

- a. Lider girişimci tanımlanarak sahip olması gereken nitelikler belirlenmiştir.
- b. Ortaklığın yatırım konuları genişletilmiş bu sayede portföylerini çeşitlendirme olanağı yaratılmıştır.
- c. Yönetim kurulu üyelerinin bileşimine yönelik ilkeler belirlenmiş, yönetim kurulu üyeleri ve ekspertiz şirketler için bağımsızlık kavramı tanımlanmıştır.

⁹⁸NAREIT, 2008

d. GYO' la hisse senetlerinin kayda alma ve hakla arz prosedürü yeniden belirlenerek kolaylaştırılmıştır.

e. Şirketlerin öz kaynaklarının iki katına kadar borçlanmalarına ve portföylerindeki varlıkların satış veya satış vaadi sözleşmeleri ile satışından kaynaklanan senetli alacakları karşılığında varlığa dayalı menkul kıymet ihraç edebilmelerine olanak tanınmıştır.

f. Şirket yöneticilerinde aranacak nitelikler artırılarak, yönetim kalitesi artırılması amaçlanmıştır.⁹⁹

Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yapılan bu düzenlemeler ve vergi kanunlarındaki teşviklerle gelişimi desteklenen GYO, yatırımcılar için yeni bir alternatif yatırım alanı oluşturulmaktadır. Portföy hacimleri itibariyle bu kurumlar piyasa hacmini ve kapitalizasyonunu potansiyel olarak etkileyecek niteliktedir.

11. GYO Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınması Ve Halka Arz

Ani usulde kurulan veya esas sözleşme tadili yoluyla gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşen ortaklıkların, kuruluşlarının veya esas sözleşme değişikliklerinin ticaret siciline tescilini takip eden 3 ay içinde faaliyetlerin yürütülebilmesi için gerekli olan mekân, donanım ve personeli temin etmeleri ve organizasyonu kurmaları, kaynaklarının zorunlu giderler dışında kalan kısmı ile varlık portföyünü oluşturmaları, şekli ve esasları Kurulca belirlenecek halka arz başvuru formunu ve formda belirtilen belgeleri tamamlayarak çıkarılmış sermayelerinin asgari % 25'ini temsil eden payların halka arz edilmesi ve tüm payların kayda alınması talebiyle Kurula başvurmaları zorunludur.¹⁰⁰

⁹⁹SPK tebliğ Seri: VI No: 11

¹⁰⁰<http://www.spk.gov.tr/>

11.1. Hisse senetlerinin kurul kaydına alınması

Sermaye Piyasası literatüründe kayda alınma terimi; bir şirkete ilişkin her türlü olumlu veya olumsuz bilginin kamuya açıklanması koşuluyla SPK'nın söz konusu şirkete ait hisse senetlerinin halka arzını kabul edeceği anlamına gelmektedir.

Ani usulde kurulan veya esas sözleşme tadili yoluyla GYO'na dönüşen ortaklıkların kuruluşlarının veya esas sözleşme değişikliklerinin ticaret siciline tescilini takip eden bir yıl içinde, faaliyetlerin yürütülebilmesi için gerekli olan mekan, donanım ve personeli temin etmeleri ve organizasyonu kurmaları, kaynaklarının zorunlu giderler dışında kalan kısmı ile varlık portföyünü oluşturmaları ve halka arz edilecek hisse senetlerinin kayda alınması talebiyle kurula başvurmaları zorunlu tutulmuştur.¹⁰¹

Eski tebliğde bu faaliyetler için 6 aylık bir süre tanınmaktaydı. Diğer taraftan her iki tebliğde de belirtilen süreler içinde başvuruda bulunmaya veya gerekli şartları sağlamadığı için başvurusu kurulca uygun görülmeyen ortaklıkların GYO olarak faaliyette bulunma haklarının düşeceği ve ortaklıkların, bu sürelerin bitiminden veya kurulun olumsuz görüşünün kendilerine bildirildiği tarihten itibaren en geç 3 ay içinde esas sözleşme hükümlerini GYO faaliyetlerini kapsamayacak şekilde değiştirmekle yükümlü oldukları belirtilmektedir. Ancak yeni tebliğde kurulun hisse senetlerinin ihraç edileceği piyasalarda önemli olumsuzlukların ortaya çıkması halinde ortaklığın başvurusu üzerine bir yıllık süreyi uzatabileceği belirtilmektedir. Ayrıca, bu madde uyarınca yapılacak ilk halka arzdan önce, rüçhan haklarının tamamen kullandırılması suretiyle sermaye artırımını yapılarak çıkarılmış sermayenin arttırılması yasaklanmıştır.¹⁰²

11.2. Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının halka arzı

Kayıtlı sermaye sisteminde, halka açık bir anonim ortaklık olarak kurulan GYO, SPK'nın denetimi ve gözetimine tabidir. GYO hisse senetlerinin kurul kaydına

¹⁰¹N. YÜCETAŞ BORAN; *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ve Vergilendirilmesi*; Vergi Sorunları, Sayı 124, Haziran 1999, s.39

¹⁰²Ö. SEZGİ, A. KOCATÜRK; *Yeni SPK Tebliği ve Vergi Mevzuatındaki Değişikliklerden Sonra Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları*; Vergi Dünyası, Sayı 214, Haziran 1999, s.90

alınarak halka arz edilmesi zorunludur. GYO'nun hisse senetlerinin halka arzı, mevcut sermayeyi temsil eden hisse senetlerinin halka arz edilmesine ilişkin başvurunun kurulca yetkilendirilmiş bir aracı kurum tarafından yapılması zorunludur.¹⁰³

GYO'nun çıkarılmış sermayesini temsil eden hisse senetlerinin esas sözleşmesinin tescilini takip eden ilk 6 ay içinde nominal değerleri toplamı itibarıyla en az %25'inin halka arz edilmesi, bunu izleyen ikinci 6 ay ise bu oranın %49'a çıkarılması ile ilgili tebliğle getirilen zorunluluktur. GYO'nun %49 hisselerinin halka açılması zorunluluğu bütün ortaklarla birlikte özellikle küçük yatırımcıların da gayrimenkul piyasalarındaki kazançtan yararlanabilmeleri temeline dayanmaktadır.

Nama ve hamiline yazılı olarak ihraç edilen ortaklık hisselerinin lider girişimcinin asgari sermaye payını temsil eden kısmı nama yazılı olarak ihraç edilebilir ve satış süresinin üzerinden bir yıl geçmeden başkasına devredilemez.¹⁰⁴

T.T.K. 404. maddesinde aynı sermaye karşılığı çıkarılan payların iki yıl geçmeden devirlerinin olanaksız olduğu konusunu düzenlemiştir. Buna göre, GYO konan aynı sermaye karşılığı çıkarılan nama yazılı hisseleri iki yıl geçmeden halka arz edilemeyecektir. Bu düzenleme GYO için ek bir ekonomik külfet getirmektedir.¹⁰⁵

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, paylarının satış süresinin bitimi sonrasında çıkardıkları payların Borsa kotuna alınması için gerekli belgenin verilmesi istemiyle Kurula başvurmak zorundadırlar. Bu belgenin alınmasını takiben 15 gün içinde de payların kote edilmesi isteği ile Borsaya müracaat edilmesi zorunludur.

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları halka açılmak suretiyle yatırımlarının finansmanında sermaye piyasalarından yararlanma imkânı elde etmektedirler. Öz kaynak yoluyla gerçekleşen söz konusu finansman imkânı, ortaklıkların daha büyük yatırımlara ulaşmalarına imkân sağlayarak büyümelerine önemli boyutta destek olmaktadır. Ayrıca, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, kazançlarının kurumlar

¹⁰³SPK Tebliğ md.11

¹⁰⁴G. ARAS; a.g.e., s.68

¹⁰⁵G. ARAS; a.g.e., s.68

vergisinden istisna tutulması sayesinde sektörde çok önemli bir vergi avantajı elde etmektedirler. Bunun dışında, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, paylarının Borsada işlem görmesi sayesinde gayrimenkul yatırımlarını likidite etme imkânı elde ederler. Ayrıca, şirketin piyasa değerinin regüle edilmiş ve sürekli olarak gözetim altında tutulan bir piyasada alıcılar ve satıcılar arasında arz talep dengesi altında objektif olarak belirlenmesi olanağından yararlanırlar. Bunlara ilave olarak, Sermaye Piyasası Kurulu düzenlemelerine uyum sayesinde daha kurumsal, şeffaf ve hesap verebilir bir yönetim anlayışına geçiş yapar ve finansal raporlama üretiminde uluslararası bir standarda ulaşırlar. Böylece, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, yurt içi ve yurt dışı iş ortaklıkları ve ticari işlemler tesis edilmesinde halka açık şirket olmanın sağladığı itibardan yararlanırlar.

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları portföylerinde bulunan varlıkların ve hakların rayiç değerlerinin tespitini, SPK'ca listeye alınmış bir gayrimenkul değerlendirme şirketine, her yıl sonu itibarıyla yaptırmakla yükümlüdür. GYO'lar ayrıca üç aylık dönemler itibarıyla portföylerindeki varlıklara ve bunların maliyet bedelleri ile rayiç değerlerine ilişkin olarak portföy tablosunu düzenlemek ve periyodik olarak üç aylık rapor hazırlamak zorundadırlar. Üç aylık rapor asgari olarak, Yönetim Kurulu faaliyet raporunu, ortaklığın ilgili döneme ait portföy tablosunu, portföyde yer alan varlıklara ilişkin bilgileri, varsa projelere ilişkin bilgileri, ortaklığın üç aylık bilanço ve gelir tablolarını içeren rapordur. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, ayrıca, Sermaye Piyasası Kurulu'nun muhasebe standartlarına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde finansal tablolarını hazırlayıp kamuya ilan etmek, altı aylık ve yıllık finansal tablolarını bağımsız denetimden geçirmek ve Kurul'un kamuya aydınlatmaya ilişkin düzenlemelerine uygun hareket etmek zorundadırlar.¹⁰⁶

12. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Hisse Senetlerinin Devri

Hisse senetlerinin devri Türk Ticaret Kanunu ve ilgili diğer mevzuat hükümlerine tabidir. Sorumlu değerlendirme uzmanlarının paylarını temsil eden hisse senetlerinin devrine ilişkin olarak Sermaye Piyasası Kurulu'nun uygun görüşünün alınması

¹⁰⁶<http://www.spk.gov.tr/>

zorunludur. Sermaye Piyasası Kurulu'nun uygun görüşü alınmadan yapılan pay devirleri hükümsüzdür ve pay defterine kaydolunamaz. Sorumlu değerlendirme uzmanlarının sermaye paylarını temsil eden hisse senetlerinin devrinde, yönetim kurulu uygunluk kararını Sermaye Piyasası Kurulu'na pay devri için izin başvurusunda bulunulmasından önce verecektir. Diğer pay devirlerinde yeni ortağın, ilgili mevzuatta aranan şartları taşıdığına ilişkin beyanı ile birlikte yönetim kurulu tarafından en geç 15 gün içinde Sermaye Piyasası Kurulu'na bilgi verilir.¹⁰⁷

Hisse senetleri nama yazılıdır. Hisselerini devretmek isteyen hissedarlar hisselerini öncelikle diğer ortaklara yazılı olarak önerirler, tanınan uygun süre içerisinde diğer ortaklarca devralınmayan hisseler, öneride belirtilen fiyatın altında olmamak koşulu ile üçüncü kişilere devredilebilir. Yapılan hisse devri işlemlerinin geçerli olabilmesi hisse devirlerinin mevzuata¹⁰⁸ uygun olarak yapılması ve üçüncü kişilere devrin yönetim kurulunca karar alınıp pay defterine işlenmesi şartıyla geçerlilik kazanır. Yönetim kurulu hiçbir sebep göstermeksizin yapılan devir işlemlerini kabul etmeyebilir.

Şirket sermayesi Türk Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun ilgili mevzuat kurallarına göre artırılıp azaltılabilir.

13. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Yatırım Faaliyetleri

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları;

a. Gayrimenkul sertifikalarını, konut kredileri karşılığında ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetleri ve bunlara benzer nitelikte oldukları Kurul'ca kabul edilen menkul kıymetleri ve diğer sermaye piyasası araçlarını alabilir ve satabilirler, ters repo işlemleri yapabilirler,

b. Alım satım karı veya kira geliri elde etmek amacıyla ofis, konut, iş merkezi, alışveriş merkezi, hastane, otel, ticari depolar, ticari parklar ve buna benzer

¹⁰⁷Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri:VIII, No:35 sayılı Tebliği

¹⁰⁸SPK Seri:VIII, No:35 sayılı Tebliği md.8

gayrimenkulleri satın alabilir ve satabilirler. Otel, hastane veya buna benzer faaliyete geçirilebilmesi için belirli asgari donanım ihtiyacı duyan gayrimenkullerin kiraya verilmeden önce tefrişini temin edebilirler,

c. Mülkiyetlerini edinerek alım satım karı elde etmek veya kat irtifakı tesisi suretiyle proje geliştirmek amacıyla arsa ve arazileri alabilirler,

ç. Kamu veya özel tüzel kişiliklerince veya gerçek kişilerce, ortaklık adına, üzerlerinde proje geliştirilmesi amacıyla müstakil ve daimi bir hak niteliğinde üst hakkı tesis edilen gayrimenkulleri mülkiyetini edindikten sonra kazanç elde etmek amacıyla satabilirler,

d. İlgili mevzuat uyarınca gerekli tüm izinleri alınmış, projesi hazır ve onaylanmış, inşaat başlanması için yasal gerekliliği olan tüm belgelerinin tam ve doğru olarak mevcut olduğu bağımsız ekspertiz şirketleri tarafından onaylanmış gayrimenkule dayalı projelere, projenin her aşamasında gayrimenkul geliştirme karı veya kira geliri elde etmek amacıyla mülkiyetlerini edinmek veya üst hakkı tesis ettirmek suretiyle yatırım yapabilirler,

e. Gayrimenkuller üzerinde intifa hakkı kurabilir ve bu hakkı kullanabilirler, devre mülk irtifakı kurabilirler, sahip oldukları arsalar üzerinde ticari kar elde etmek amacıyla üst hakkı yükümlüsü olabilirler,

f. Özel düzenlemeler saklı kalmak kaydıyla Yap-İşlet-Devret Modeliyle geliştirilecek projeleri, kendisi veya başkaları lehine üst hakkı tesis ettirmek suretiyle gerçekleştirebilirler,

g. Kurulca (Sermaye Piyasası Kurulu) uygun görülecek nitelikte teminata bağlanmış olmak kaydıyla, ileride oluşacak kira gelirlerinden pay almak amacıyla mülkiyetini edinme amacı olmaksızın veya kat irtifakı tesis edilmeksizin gayrimenkule dayalı projelere sözleşme hükümleri çerçevesinde yatırım yapabilirler,

ğ. Gayrimenkule dayalı projelere, müştereken malik olanların aralarındaki sözleşmede ortaklığın payına düşen kısım üzerindeki tasarrufuna ilişkin bir sınırlama olmaması şartıyla kat irtifakı tesisi yoluyla müştereken yatırım yapabilirler,

h. Mülkiyetlerini edinmek kaydıyla yurt dışındaki gayrimenkulleri alıp satabilirler, gayrimenkule dayalı olmak kaydıyla yabancı menkul kıymetlere yatırım yapabilirler,

ı. Özel sözleşme hükümleri müsait olmak kaydıyla, kira geliri elde etmek amacıyla üçüncü şahıslardan gayrimenkul kiralayabilirler ve bunları tekrara kiraya verebilirler,

i. Döviz dayalı işlemlere ilişkin döviz kuru ve borçların doğurduğu faiz oranı risklerine karşı korunmak amacıyla swap ve forward işlemler yapabilirler, opsiyon yazabilirler, mala dayalı olanlar hariç vadeli işlem sözleşmeleri alabilirler.¹⁰⁹

14. GYO Yatırımlarına İlişkin Yasaklar

a. Hiçbir şekilde hisse senetlerini satın aldıkları ortaklıkların sermayesine ve yönetimlerine hakim olma amacı güdemez ve hiçbir ortaklıkta sermaye veya oy haklarının %5 inden fazlasına sahip olamazlar,

b. Altın ve kıymetli madenlere yatırım yapamazlar,

c. Borsada veya borsa dışı teşkilatlanmış piyasalarda işlem görmeyen sermaye piyasası araçlarına yatırım yapamazlar. Sermaye piyasası araçlarının alım satımlarının borsa kanalıyla yapılması zorunludur,

ç. Mala dayalı vadeli işlem sözleşmelerine veya mala yatırım yapamazlar,

d. Menkul kıymetleri açığa satamazlar, ödünç menkul kıymet işlemi yapamazlar,

¹⁰⁹DİKMEN, a.g.e., s.26

e. Türev araçları kullanarak korunma amacını aşan işlemler yapamazlar,

f. Kanunen ödemekle yükümlü olduğu vergi, harç ve benzeri diğer giderler hariç olmak üzere varlıkların portföye alımı sırasında varlık değerinin %3 ünü aşan komisyon ücreti ve benzeri giderler yapamazlar,

g. Herhangi bir şekilde, devredilebilmesi konusunda bir sınırlamaya tabi olan varlıklara yatırım yapamazlar.¹¹⁰

15. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Tabi Olduğu Portföy Sınırlamaları

a. Gayrimenkullere, gayrimenkullere dayalı haklara ve gayrimenkul projelerine portföy değerlerinin en az % 50'si oranında yatırım yapmak zorundadırlar.

b. Sermaye piyasası araçları, ters repo ve para piyasası işlemleri ile iştiraklerin tamamına en fazla portföy değerlerinin % 50'si oranında, bu varlıklar içerisinde yer alan yatırım amaçlı Türk Lirası veya yabancı para cinsinden vadesiz ve vadeli mevduata ise en fazla portföy değerlerinin %10'u oranında yatırım yapabilirler.

c. Yabancı gayrimenkullere ve gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına portföy değerinin en çok % 49'u oranında yatırım yapabilirler.

d. Portföyünde bulunan ve alımından itibaren beş yıl geçmesine rağmen üzerlerinde proje geliştirilmesine yönelik herhangi bir tasarrufta bulunulmayan arsa ve arazilerin oranı portföy değerinin %10'unu aşamaz.

e. Belirli alanlarda faaliyet göstermek veya belirli projelere yatırım yapmak üzere kurulan ortaklıkların portföylerinin en az %75'inin, unvanlarında ve/veya esas sözleşmelerinde belirtilen varlıklardan oluşması zorunludur.

¹¹⁰SEZGİ,KOCATÜRK, a.g.e., s.94

f. Genel amaçlı gayrimenkul yatırım ortaklıklarının portföylerini sektör, bölge ve gayrimenkul bazında çeşitlendirmeleri ve uzun vadeli yönetmeleri esastır.¹¹¹

16. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Yapabilecekleri Diğer İşlemler

Teminat verebilme; gayrimenkul yatırım ortaklıklarının, kat karşılığı yapılan projelerde, projenin gerçekleştirileceği arazilerin sahiplerince ortaklığa bedelsiz veya düşük bedel karşılığı ortaklık lehine üst hakkı tesis edilmesi halinde, projenin teminatı olarak arazi sahibi lehine ipotek veya sınırlı ayni haklar tesis edilmesi ve yapılacak yatırımlar için kredi temini amacıyla portföydeki varlıkların rehnedilmesi mümkündür.

Borçlanma: Gayrimenkul yatırım ortaklıkları kısa süreli fon ihtiyaçlarını veya portföyleri ile ilgili maliyetlerini karşılamak amacıyla, bağımsız denetimden geçmiş son bilançolarında yer alan öz sermaye tutarlarının iki katı kadar kredi kullanabilirler, sermaye piyasası mevzuatındaki sınırlamalar dahilinde borçlanma senedi ihraç edebilirler.

Varlığa Dayalı Menkul Kıymet İhracı: Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, portföydeki gayrimenkullerin satış veya satış vaadi sözleşmeleri ile satışından kaynaklanan senetli alacaklarına dayalı olarak kurul düzenlemeleri çerçevesinde, varlığa dayalı menkul kıymet ihraç edebilirler.¹¹²

17. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları'nın Yapamayacakları İşler

GYO yatırım ortaklıkları;

a. Bankalar Kanunu'nda tanımlandığı üzere mevduat toplayamazlar ve mevduat toplama sonucunu verecek iş ve işlemler yapamazlar.

¹¹¹SPK, *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları*, SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-5, Ankara, Mart 2010

¹¹²DİKMEN, a.g.e., s.27

b. İzin verilen yatırım alanları ile sınırlı olmak üzere kendi adına portföy işletmeciliği faaliyeti dışında sermaye piyasası faaliyetinde bulunamazlar.

c. Hiçbir şekilde gayrimenkullerin inşaat işlerini kendileri üstlenemez, bu amaçla personel ve donanım edinemezler.

ç. Kendi personeli vasıtasıyla portföye konu olan veya olacak projeler hariç olmak üzere başka kişi ve kuruluşlara proje geliştirme, proje kontrol, mali fizibilite, yasal izinlerin takibi vb. hizmetler vermezler.¹¹³

18. Gayrimenkul Yatırım Ortaklık'ların Yatırımcılara Sağladığı Avantajlar ve Haklar

Yatırımcılar gayrimenkul yatırım ortaklığı paylarını borsada satabilmenin yanında, paylara ilişkin borsada oluşan fiyat dalgalanmalarından da yararlanırlar. Ayrıca, şirket portföyü gayrimenkul alanında uzman kişiler tarafından yönetildiğinden, herhangi bir kişinin kendi başına yatırım yapmasından daha etkin sonuçlar elde edilebilmektedir.

Bu şirketlere yatırım yapan yatırımcıların bir kısmının da uluslararası kuruluşlar olduğu görülmektedir. Bu kuruluşlar, gelişmekte olan ülkelerdeki gayrimenkul getirilerinden faydalanmak amacıyla, organize bir şekilde işleyen ikincil piyasalarda işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklığı paylarını almayı, doğrudan gayrimenkul yatırımına tercih etmektedirler.¹¹⁴

Bir gayrimenkul yatırım ortaklığının paylarına yatırım yapan yatırımcı, aşağıda sıralanan haklara sahip olmaktadır.

- Ortaklığın elde ettiği kardan payına düşen kısmını alma hakkı,
- Ortaklığın tasfiyesi halinde tasfiye payı hakkı,

¹¹³E. DİKMEN, a.g.e., s.26

¹¹⁴SPK Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Tanıtım Rehberi, s.2

- Ortaklığın kendi kaynaklarından yapacağı sermaye artırımını nedeniyle çıkaracağı paylarını bedelsiz olarak alma hakkı,
- Ortaklığın sermaye artırımında yeni payları edinmede öncelik (rüçhan) hakkı,
- Genel kurul toplantılarına katılma, konuşma ve öneride bulunma hakkı,
- Genel kurul toplantılarında oy kullanma hakkı,
- Ortaklığın faaliyetleri ve hesapları hakkında bilgi alma, inceleme ve denetleme hakkı¹¹⁵

19. Gayrimenkul Yatırım Ortaklığının Paylarına Yatırım Yaparken Dikkat Edilmesi Gereken Hususlar

Yatırımcılar, yatırım yapılması düşünülen gayrimenkul yatırım ortaklığının karlılık durumunu, finansman yapısını, faaliyetleri ve yatırımları hakkında bilgileri şirketin faaliyet raporlarından ve finansal tablolarından izlemelidirler. Ayrıca yatırımcılar şirketin sermaye, yönetim, finansal yapısı ve faaliyetleri hakkında şirket tarafından kamuyu aydınlatma platformunda yapılan açıklamaları da yakından takip etmelidirler.¹¹⁶

20. Gayrimenkul Yatırım Ortaklık'ların Yatırımcılara Sağladığı Olanaklar

GYO küçük tasarruf sahiplerine gayrimenkuller üzerinden yatırım olanağı getirecektir. GYO ile yatırımcı sermaye piyasasında alternatif bir yatırım alanına kavuşmaktadır. Öte yandan bu yolla, gayrimenkulün kendisinin değil, ona yatırım yapan bir şirketin hisse senedinin satın alınması, yatırımcı açısından gayrimenkul yatırımının likidite edilmesi sorununu ortadan kaldırmaktadır. Gayrimenkule yapılan

¹¹⁵SPK Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Tanıtım Rehberi, s.3

¹¹⁶SPK Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Tanıtım Rehberi, s.3

yatırıma göre çok daha likit bir yatırım alternatifi sunmaktadır. GYO yatırımları aynı zamanda, doğrudan gayrimenkule yapılacak yatırımlar ve diğer hisse senedi yatırımlarına oranla daha az risklidir. Şirket portföyü uzman kişilerce yönetildiği için bireysel yatırımlara göre daha etkin yatırım yönetimi söz konusudur. Bu şekilde riskin dağıtılması ve daha az riske maruz kalınması olanaklıdır. Bütün bunların yanı sıra gayrimenkul, psikolojik olarak yatırımcının alternatif yatırım araçlarına oranla daha fazla güven duyduğu bir yatırım arca özelliğine sahiptir.¹¹⁷

Yatırımcılar için GYO'nun temel olanaklarından birisi de temettü getirisinin mevcut olmasıdır. Yatırımcı GYO aracılığıyla küçük meblağlarla gayrimenkule yatırım yapabilme olanağına sahip olmanın yanı sıra, temettü geliri de elde etmektedir. Öte yandan, yatırımcı kendi başına yaptığı yatırımlarda tek bir gayrimenkule yüksek değerlerde yatırım yapmanın riskini üstlenmek zorunda kalmakta ve yüksek değerdeki gayrimenkulleri istediği anda ve istenen değerden paraya çevirmesi her zaman olanaklı olmamaktadır. GYO ise, yüksek likiditeye ve birden fazla gayrimenkulu ve yatırım aracını portföylerinde bulundurmaları nedeniyle riskin dağıtılması özelliğine sahiptir.¹¹⁸

GYO'nun sağladığı bu olanakların yanında yatırımcı, T.T.K.'nin kendisine sağlamış olduğu haklara da sahiptir. Buna göre;

- a. Ortaklığın elde ettiği kardan payına düşen kısmını alma hakkı,
- b. Ortaklığın tasfiyesi halinde tasfiye payı hakkı,
- c. İç kaynaklardan yapılacak sermaye artırımını nedeniyle çıkarılacak hisse senetlerini bedelsiz olarak alma hakkı,
- d. Ortaklığın sermaye artırımında yeni payları edinme öncelik (rüçhan) hakkı,

¹¹⁷G. ARAS, a.g.e., s.70

¹¹⁸G. ARAS, a.g.e., s.70

e. Genel kurul toplantılarına oy kullanma hakkı,

f. Ortaklığın faaliyetleri ve hesapları hakkında bilgi alma, inceleme ve denetleme hakkı.

Yatırımcılar gayrimenkul yatırım ortaklığı paylarını borsada satabilmenin yanında, paylara ilişkin borsada oluşan fiyat dalgalanmalarından da yararlanırlar. Ayrıca, şirket portföyü gayrimenkul alanında uzman kişiler tarafından yönetildiğinden, herhangi bir kişinin kendi başına yatırım yapmasından daha etkin sonuçlar elde edilebilmektedir. Bu şirketlere yatırım yapan yatırımcıların bir kısmının da uluslararası kuruluşlar olduğu görülmektedir. Bu kuruluşlar, gelişmekte olan ülkelerdeki gayrimenkul getirilerinden faydalanmak amacıyla, organize bir şekilde işleyen ikincil piyasalarda işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklığı paylarını almayı, doğrudan gayrimenkul yatırımına tercih etmektedirler.¹¹⁹

21. Kâr Dağıtım

Halka açık anonim ortaklıkların temettü dağıtım yükümlülüğü ve temettü avansı dağıtımına ilişkin esaslar ilgili mevzuat ile düzenlenmiştir.¹²⁰

Birinci Temettü Oranı ve Temettü Dağıtım

Ortaklıkların esas sözleşmelerinde birinci temettü oranının gösterilmesi zorunludur. Ortaklıkların birinci temettü tutarı, hesap dönemi kârından kanunlara göre ayrılması gereken yedek akçeler ile vergi, fon ve mali ödemeler ve varsa geçmiş yıl zararları düşüldükten sonra kalan dağıtılabilir kârın %20'sinden az olamaz.

Tebliğin "Hisse senetleri borsada işlem gören ortaklıklarda birinci temettü oranı ve temettü dağıtım" başlıklı 5'inci maddesinin 4'ncü fıkrasının Kurula verdiği yetki çerçevesinde, SPK'nın 25-29/01/2010 tarih ve 2010/4 sayılı haftalık bülteninde ilan edilen 27/01/2010 tarih ve 2/51 sayılı kararı ile halka açık anonim ortaklıkların

¹¹⁹SPK, a.g.e., s.10

¹²⁰SPK Seri:IV, No:27 sayılı Sermaye Piyasası Kanununa Tabi Olan Halka Açık Anonim Ortaklıkların Temettü ve Temettü Avansı Dağıtımında Uyacakları Esaslar Hakkında Tebliğ

faaliyetlerinden elde ettikleri karların dağıtım esaslarının belirlenmesine ilişkin olarak;

- Payları borsada işlem gören halka açık anonim ortaklıklar için yapılacak temettü dağıtımı konusunda herhangi bir asgari kar dağıtım zorunluluğu getirilmemesine; bu kapsamda, kar dağıtımının kurulun tebliğde yer alan esaslar, ortaklıkların esas sözleşmelerinde bulunan hükümler ve şirketler tarafından kamuya açıklanmış olan kar dağıtım politikaları çerçevesinde gerçekleştirilmesine,

- Konsolide finansal tablo düzenleme yükümlülüğü bulunan şirketlerin, yasal kayıtlarında bulunan kaynaklarından karşılanabildiği sürece, net dağıtılabilir kar tutarını, ilgili mevzuat çerçevesinde hazırlayıp kamuya ilan edecekleri konsolide finansal tablolarında yer alan net dönem karlarını dikkate alarak hesaplamalarına;¹²¹

- Şirketlerin, yasal kayıtlarında bulunan geçmiş yıl zararlarının düşülmesinden sonra kalan dönem karı ve kar dağıtımına konu edilebilecek diğer kaynakların toplam tutarına, hazırlayıp kamuya ilan edecekleri finansal tablo dipnotlarında yer verilmesine,¹²²

- Payları bir borsada işlem gören halka açık anonim ortaklıkların yönetim kurullarınca, genel kurulun onayına sunulacak kar dağıtım önerisine ilişkin karar alınması ve/veya doğrudan ortaklıkların genel kurullarında kar dağıtımının karara bağlanması durumunda, söz konusu kararlara ilişkin mevzuat uyarınca yapılacak özel durum açıklamasının ekinde Kar Dağıtım Tablosu Hazırlama Kılavuzunda yer alan tabloların da hazırlanarak kamuya duyurulmasına,¹²³

- Payları borsada işlem gören halka açık anonim ortaklıklar için kurulumuzca kar dağıtım zorunluluğunun kaldırılması nedeniyle; payları borsada işlem gören ve faaliyet konusu sportif faaliyetler veya söz konusu faaliyetlerden elde edilen gelirlerin yönetilmesi olan şirketlerin, hesap dönemi içerisinde ilişkili taraflara kullandırdıkları fon tutarlarını tahsil etmek için, SPK'nın 28/03/2008 tarih ve 9/412

¹²¹Seri:XI No:29 sayılı Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği

¹²²Seri:XI No:29 sayılı Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği

¹²³Seri:VIII, No:54 sayılı Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği

sayılı kararı çerçevesinde ilan edilen "Faaliyet konusu sportif faaliyetler veya söz konusu faaliyetlerden elde edilen gelirlerin yönetilmesi olan halka açık veya açılacak ortaklıkların uyması gereken kriterler"e uymaya devam edecekleri konusunda kurulun haftalık bülteni aracılığı ile bilgilendirilmişlerdir.

Söz konusu karar doğrultusunda güncellenen Kar Dağıtım Tablosu hazırlama Kılavuzu Kurulumuz internet sitesinde "Halka Açık Şirketler - Önemli Karar ve Duyurular" bölümünde yer almaktadır.

Temettünün pay olarak dağıtılması durumunda, ihraç edilecek temettünün pay biçiminde dağıtılmasına ilişkin genel kurul kararının alınmasından sonra payların Kurul kaydına alınması için ilgili mevzuatta belirtilen bilgi ve belgelerden ilgili olanları ile Kurul'a başvuru yapılması gerekmektedir.¹²⁴

Kurul, bu ortaklıklara genel kurul gündemleri ilan edilinceye kadar, bir önceki dönemin kârından ayrılacak birinci temettüyü nakden dağıtma zorunluluğu getirebilir.

Ancak, bir önceki döneme ilişkin birinci temettü dağıtımını gerçekleştirmeden sermaye artırımını yapan ve artırımını temsil eden payları Borsa'da eski ve yeni olarak iki ayrı sırada işlem gören ortaklıklardan, dönem sonunda elde ettikleri kârdan temettü dağıtmak isteyenler birinci temettüyü nakden dağıtmak zorundadırlar.

Şirket yönetim kurulunun genel kurula teklif edeceği kâr payı dağıtımını yapıp yapılmamasına ve yapılacaksa kâr payı dağıtım oranına ilişkin önerisi, yeni pay alma sirkülerinin ilan edilmesinden önce, Borsa Günlük Bülteni aracılığıyla ilgili mevzuattaki esaslar çerçevesinde kamuya duyurulur.¹²⁵

Ortaklıkların temettü ödemeleri payların Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) nezdinde kayden izlenmesi nedeni ile MKK nezdinde gerçekleştirilmektedir. Ancak,

¹²⁴Seri:I, No:40 sayılı Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği

¹²⁵Seri:VIII, No:54 sayılı Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği

kanunun¹²⁶ geçiçi 6'ncı maddesi uyarınca kaydileştirilmeyen hisse senetlerine bağı mali haklar MKK'dakayden izlenmekte ve yönetime ilişkin haklar MKK tarafından kullanılmakta olup, ortakların hisse senetlerini ilgili düzenlemelerdeki esaslara göre kaydileştirme işlemlerini yapmaları durumunda, MKK'dakayden izlenmekte olan mali hakları hesaplarına aktarılmaktadır.

Temettü Dağıtımında Esaslar

Paylara ilişkin temettü, kıstelyevm esası (çalışılmayan günler için kesilen para) uygulanmaksızın hesap dönemi sonu itibarıyla mevcut payların tümüne, bunların ihraç ve iktisap tarihleri dikkate alınmaksızın dağıtılır. Esas sermaye sistemindeki ortaklıklarca ihraç edilen paylar sermaye artırımının tescil edildiği hesap dönemi itibarıyla temettüye hak kazanır.

Kayıtlı sermaye sistemindeki ortaklıklarca ihraç edilen paylar, yeni pay alma hakkına ilişkin sirkülerin yayımlandığı hesap dönemi itibarıyla temettüye hak kazanır. Bu ortaklıkların nakdi sermaye artırımını nedeniyle ihraç edecekleri payların satış süresi içinde hesap dönemi sona ererse, hesap döneminin son gününü takip eden tarihten başlamak üzere, payların geçmiş hesap dönemlerine ilişkin kâr payı kuponları iptal edilir.

Temettü Dağıtım Zamanı

SPK'nın 25-29/01/2010 tarih ve 2010/4 sayılı haftalık bülteninde ilan edilen 27/01/2010 tarih ve 2/51 sayılı kararı ile halka açık anonim ortaklıkların kârından yapacakları temettü dağıtımlarında Seri:IV, No:27 sayılı Tebliğin 6'ncı maddesinde yer alan sürelerle ilişkin olarak,

- Temettünün tamamı nakden dağıtılabaksa, temettünün hesap dönemini izleyen beşinci ayın sonuna kadar dağıtımının yapılması uygulamasına devam edilmesine,

¹²⁶Sermaye Piyasası Kanunu

- Temettü pay olarak dağıtılacaksa, bu nedenle ihraç edilecek payların Kurulca kayda alınması için hesap dönemini takip eden beşinci ay sonuna kadar Kurula başvuruda bulunulması ve pay dağıtımının hesap dönemini izleyen altıncı ayın sonuna kadar tamamlanmasına,

(Yönetim Kurulu Üyeleri, Memur, Müstahdem ve İşçilere, Katılma, Kurucu ve Adi İntifa Senedi Sahiplerine, Çeşitli Amaçlarla Kurulmuş Olan Vakıflara Ve Bu Gibi Kişi ve/veya Kurumlara Kâr Payı Dağıtımı)

Yönetim kurulu üyeleri ile memur, müstahdem ve işçilere, katılma, kurucu ve adi intifa senedi sahiplerine, çeşitli amaçlarla kurulmuş olan vakıflara ve bu gibi kişi ve/veya kurumlara kâr payı dağıtılabilmesi ve çeşitli amaçlarla kurulmuş olan vakıflara ve bu gibi kişi ve/veya kurumlara bağışta bulunulabilmesi için ortaklık esas sözleşmesinde hüküm bulunması gerekir.

Halka açık anonim ortaklıkların çeşitli amaçlarla kurulmuş olan vakıflara ve bu gibi kişi ve/veya kurumlara bağışta bulunmaları veya kârdan pay ayırmaları durumunda;

- Bu ödemelerin, SPKn.'nun 15'inci maddesinin son fıkrası kapsamına girebilecek sonucu doğurmaması,

- Yıl içinde yapılanlar dâhil bağışların, genel kurulda ortakların bilgisine sunulması,

- İlgili mevzuat kapsamında hazırlanan "Özel durum açıklamalarına ilişkin rehber" çerçevesinde ortaklıklarca yapılan bağış ve yardımların kamuya açıklanan son bilanço aktif toplamının en az %1 ve üzerinde olması veya %1'in altındaki bağış ve yardımların toplamının kamuya açıklanan son bilanço aktif toplamının en az %1'ine ulaşması durumunda gerekli özel durum açıklamalarının yapılması¹²⁷ zorunludur.¹²⁸

¹²⁷Seri:VIII, No:54 sayılı Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği

¹²⁸SPK Borsa'da İşlem Gören Şirketlerin Yükümlülükleri Kitapçığı Kısım:A Temettü Dağıtım Yükümlülüğü

22. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkların Mali Tablo ve Raporları

Finansal Tablo ve Yönetim Kurulu Faaliyet Raporlarının Hazırlanması

Payları borsada işlem gören şirketler yıllık ve ara dönem finansal tabloları ile yıllık raporlarını ilgili mevzuat hükümleri çerçevesinde hazırlamak zorundadırlar.¹²⁹ Bu çerçevede, işletmeler, Avrupa Birliği tarafından kabul edilen haliyle Uluslararası Muhasebe/Finansal Raporlama Standartlarını (UMS/UFRS) uyguluyorlar ve finansal tabloların AB tarafından kabul edilen haliyle UMS/UFRS'lere göre hazırlandığı hususuna dipnotlarda yer verirler. Bu kapsamda, benimsenen standartlara aykırı olmayan, TMSK'ca (Türkiye Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu) yayımlanan TMS/TFRS esas alınır. Ancak tebliğin geçici 2'nci maddesinde AB tarafından kabul edilen UMS/UFRS'nin Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu (UMSK) tarafından yayımlananlardan farkları Türkiye Muhasebe Standartları Kurumu (TMSK) tarafından ilan edilinceye kadar UMS/UFRS'lerin uygulanacağı ve benimsenen standartlara aykırı olmayan, TMSK'ca yayımlanan Türkiye Muhasebe/Finansal Raporlama Standartları (TMS/TFRS)'nin esas alınacağı ifade edilmiştir.

Bunun yanında, yayımlanan tebliğ hükümleri çerçevesinde hazırlanacak finansal tablo ve dipnotlarda kullanılacak formatlar belirlenmiştir.¹³⁰ Belirlenen formatlara ilişkin olarak 28/04/2008-02/05/2008 tarih ve 2008/18 sayılı, 05-09/01/2009 tarih ve 2009/2 sayılı ile 19-23/01/2009 tarih ve 2009/4 sayılı, 7-11/09/2009 tarih ve 2009/40 sayılı, 08-12/02/2010 tarih ve 2010/6 sayılı Kurul haftalık bültenleri ve 28/04/2009 tarihli İMKB günlük bülteni aracılığı ile ek duyurular yapılmıştır.

Borsa şirketleri faaliyet raporlarını SPK Seri:XI, No:29 sayılı Tebliğin "Yönetim kurulu yıllık ve ara dönem faaliyet raporları" başlıklı 8'inci maddesi çerçevesinde hazırlamak zorundadırlar.

Sorumluluk Esasları

¹²⁹Seri:XI, No:29 sayılı Sermaye Piyasasında Muhasebe Standartları Hakkında Tebliğ

¹³⁰14-18/04/2008 tarih ve 2008/16 sayılı Kurul Haftalık Bülteni ile kamuya duyurulan SPK'nın 17.04.2008 tarih 11/467 sayılı kararı ile Seri:XI, No:29 sayılı tebliği

Yıllık ve ara dönem finansal raporların, finansal raporlama standartlarına ve Tebliğ hükümlerine uygun olarak hazırlanmasından, sunulmasından ve gerçeğe uygunluğu ile doğruluğundan işletmelerin yönetim kurulu sorumludur. İşletmenin yönetim kurulu, belirtilen kapsamda hazırlanacak finansal tablolar ve yıllık raporların kabulüne dair ayrı bir karar almak zorundadır. Finansal tabloların bağımsız denetime tabi tutulmuş olması işletme yönetim kurulunun sorumluluğunu ortadan kaldırmaz.

Ayrıca işletmelerin finansal tablo ve yıllık raporlarının ilanı ve bildiri sırasında söz konusu yıllık ve dönem finansal tabloları ile yıllık raporların; işletme genel müdürü, finansal tablo ve yıllık raporların hazırlanmasından sorumlu bölüm başkanı veya bu sorumluluğu üstlenmiş görevli ile yönetim kurulunca bir iş bölümü yapılmış ise, finansal tablo ve yıllık raporların hazırlanmasından sorumlu yönetim kurulu üyesi tarafından ilgili mevzuat uyarınca yapılacak açıklamalarla birlikte imzalanması ve kamuya yapılacak açıklamalarda da bu konuya yer verilmesi zorunludur.¹³¹

İşletme yönetim kurulu; finansal tablo ve faaliyet raporlarını imzalamakla yükümlü olan görevlilerin, işletmeyle ve konsolide finansal tablolar kapsamına giren bağlı ortaklıklar, iştirakler ve iş ortaklıkları ile ilgili önemli bilgilere ulaşmasını sağlayacak tedbirleri almakla yükümlüdür. İmza yükümlüsü görevliler, gerek işletmenin iç kontrol sistemiyle, gerekse kendilerinin bilgiye ulaşma sistemiyle ilgili eleştiri ve önerilerini işletme yönetim kuruluna, denetimden sorumlu komiteye, işletmenin denetimini yapmakta olan bağımsız denetim kuruluşuna bildirmekle ve rapor incelemeleri sırasında kullandıkları iç kontrol sistemi hakkında bilgi vermekle yükümlüdürler.

23. Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Değerlemesi

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları bazı işlemler için, SPK tarafından listeye alınmış bağımsız bir gayrimenkul değerlendirme şirketine, işleme konu olan varlıkların ve hakların değerlerini ve rayiç kira bedellerini tespit ettirmekle yükümlüdürler. Bu işlemler;

¹³¹SPK Seri:XI, No:29 sayılı Tebliğin md.9

- a. Portföyde yer alan gayrimenkullerin, hakların ve gayrimenkule dayalı projelerin alım veya satımı,
 - b. Portföyde yer alan gayrimenkullerin kiraya verilmesi,
 - c. Kiraya verilmek üzere gayrimenkul kiralınması,
 - d. Portföyde yer alan gayrimenkullerden kiraya verilenlerin kira sözleşmelerinin yenilenmesi veya uzatılması,
 - e. Gayrimenkul ipoteği kabul edilmesi,
 - f. Gayrimenkule dayalı projelerin inşaatına başlanabilmesi için, yasal prosedüre uyulduğunun ve gerekli belgelerin tam ve doğru olarak mevcut olduğunun tespit edilmesi,
- (1) Ortaklık portföyünde yer alan ve yıl içinde herhangi bir nedenle rayiç değeri tespit edilmemiş olan varlıkların yılsonu değerlerinin tespiti.
 - (2) Ortaklığa aynî sermaye konulması.¹³²

23.1 Portföydeki varlıkların değerlemesi ve gayrimenkullere ilişkin ekspertiz

Gayrimenkul yatırım ortaklığı şirketleri sermaye piyasası mevzuatında sayılan durumlarda Sermaye Piyasası Kurulu düzenlemeleri çerçevesinde faaliyet gösteren Kurulca listeye alınmış ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun gayrimenkul yatırım ortaklıklarına ilişkin düzenlemelerinde belirtilen şartları taşıyan bir gayrimenkul değerlendirme şirketine, sermaye piyasası mevzuatında belirlenen süreler içinde işleme konu olan varlıkların ve hakların değerlerini ve rayiç kira bedellerini tespit ettirmekle yükümlüdür. Şirketler, portföylerinde bulunan para ve sermaye piyasası araçları ile iştiraklerin değerlemesinde kurulca belirlenen ilkelere uyar.

¹³² A. ÜRETEN, *Gayrimenkul Değerleme Yöntemleri Ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında Değer Tespiti*, G.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2007, s.47-74

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının portföye gayrimenkul alım ve satımları ile gayrimenkule dayalı projelere yatırım yapılması durumunda söz konusu projenin inşaaatla başlayabilmesi için gerekli belgelerin tam ve doğru olduğunun bu Tebliğin Ek 1'inci maddesinde belirtilen ekspertiz şirketleri tarafından hazırlanmış raporlara dayandırılması zorunludur. Ayrıca, gayrimenkullerin kiraya verilmesi durumunda, kira sözleşmesinin yapılmasından önce kira rayiçlerine ilişkin olarak ekspertiz raporu hazırlanması ve söz konusu ekspertiz raporunun her yıl yenilenmesi zorunludur.

Proje ve kira rayiçlerine ilişkin ekspertiz raporları ile proje ve kira sözleşmeleri, projenin başlamasından veya kira sözleşmesi yapılmasından 15 gün önce Kurul'a gönderilir. Ayrıca, kira bedeli ekspertiz raporunda belirtilen değerden düşük olamaz.¹³³

Portföydeki varlıkların değeri aşağıdaki esaslara göre tespit edilir. Portföye alınan varlıklar alım fiyatları ile kayda geçirilir. Yabancı para cinsinden varlıkların alım fiyatı satın alma günündeki yabancı para cinsinden değerinin T.C. Merkez Bankası döviz satış kuru ile çarpılması suretiyle bulunur.

- Alış tarihinden başlamak üzere portföydeki varlıklardan borsada işlem gören varlıklar değerlendirme gününde borsada oluşan en son seans ağırlıklı ortalama fiyat veya oranlarla değerlendirilir. Devlet iç borçlanma senetlerinin değerleri, değerlendirme günü itibarıyla borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyat baz alınarak, bu fiyatın iç verim oranıyla, bir sonraki iş gününe iletilmesiyle oluşur.

- Değerleme gününde borsada alım satıma konu olmayan hisse senetleri son işlem tarihindeki borsa fiyatıyla, borçlanma araçları, ters repo ve repolar ile borsa para piyasası işlemleri, son işlem günündeki günlük bileşik faiz oranı esas alınarak değerlendirilir.

- Portföyde yer alan yabancı para birimine dayalı para ve sermaye piyasası araçları, değerlendirme günü itibarıyla oluşan en son fiyatlarının ilgili oldukları

¹³³Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği Resmi Gazete: 22.07.1995 Sayı:22351 Seri No:VI/7 md.18

yabancı paranın Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası döviz satış kuru ile çarpılması suretiyle değerlendirilir.

- Kamu dış borçlanma senetleri'nin (Eurobond'lar) değerlendirilmesinde, Reuters ekranında saat TSİ 15:15-15:30 saatlerinde yer alan alım fiyatı (Bid Price) baz fiyat olarak kullanılır. Baz fiyata, son kupon ödeme tarihinden, değerlendirme gününü takip eden ilk iş gününe kadar tahakkuk eden faiz eklenir.

- Değerleme gününde tezgah üstü piyasada işlem görmeyen kamu dış borçlanma senetleri'nin son işlem tarihindeki baz fiyatına, son kupon ödeme tarihinden değerlendirme gününü takip eden ilk iş gününe kadar tahakkuk eden faiz eklenir.

- Tezgah üstü piyasada gerçekleştirilen Eurobond'a dayalı ters repo işlemleri, işlemin gerçekleştirildiği bileşik faiz oranı kullanılarak tahakkuk eden getirinin anaparaya eklenmesi suretiyle değerlendirilir.

- Yatırım fonu katılma belgeleri, değerlendirme günü itibarıyla en son açıklanan fiyatları esas alınarak değerlendirilir.

- Portföydeki vadeli mevduat, bileşik faiz oranı kullanılarak tahakkuk eden faizin anaparaya eklenmesi suretiyle değerlendirilir.

- Türk özel sektör borçlanma senetleri'nin değerlendirilmesinde, değerlendirme günü itibarıyla borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyat baz alınır. Baz fiyat, iç verim oranıyla bir sonraki iş gününe iletılarak değerlendirme fiyatı bulunur.

- Değerleme gününde borsada alım satımına konu olmayan Türk özel sektör borçlanma senetleri, son işlem günü itibarıyla borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyat esas alınarak değerlendirilir.

- Gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçları, eğer Türkiye'de kurulu bir borsada işlem görüyorsa, değerlendirme günü itibarıyla borsada oluşan

ağırlıklı ortalama fiyat ile değerlendirilir. Eğer söz konusu enstrümanlar yurt dışında bir piyasada işlem görüyorlarsa, işlem gördükleri piyasanın kota edildiği veri dağıtım kanallarında TSİ 16.30-17.00 itibarıyla en son geçerli alım-satım kotasyonunun ortalaması değerlendirme fiyatı olarak kullanılır.

- Değerleme gününde alım satıma konu olmayan gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçları, son işlem tarihinde veri dağıtım kanallarında yayınlanmış piyasa fiyatlarıyla değerlendirilir.
- Vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri, eğer Türkiye’de kurulu bir borsada işlem görüyorsa, değerlendirme günü itibarıyla borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyat ile değerlendirilir. Eğer söz konusu enstrümanlar yurt dışında bir piyasada işlem görüyorlarsa, işlem gördükleri piyasanın kota edildiği veri dağıtım kanallarında TSİ 16.30-17.00 itibarıyla en son geçerli alım-satım kotasyonunun ortalaması değerlendirme fiyatı olarak kullanılır.
- Değerleme gününde alım satıma konu olmayan vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri, son işlem tarihinde veri dağıtım kanallarında yayınlanmış piyasa fiyatlarıyla değerlendirilir.¹³⁴

24. Gayrimenkul Yatırım Ortaklık’ların Vergilendirilmesi

Yürürlükteki vergi mevzuatı, halka açık bir şirketin gayrimenkul yatırımı yapmasını vergisel açıdan destekleyerek, yüksek gayrimenkul getirilerinden küçük yatırımcıların temettü olarak yararlanmalarını temin etmek istemiş, halkın sermaye piyasası yoluyla gayrimenkullerin, getirilerinden yararlanmasını vergisel teşviklerle sağlamaya çalışmıştır.

¹³⁴SPK Gelir Amaçlı Kamu Dış Borçlanma Araçları Yatırım Fonu İzahnamesi, Bölüm F: Fon Paylarının Değerinin Tespiti

24.1. Kurumlar vergisi

Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 8/4-d maddesi ile GYO'nun kazançları kurumlar vergisinden istisna edilmiştir. Bu istisnanın anlamı, GYO'nun elde etmiş olduğu kazançların %25 oranındaki kurumlar vergisine tabi tutulmayacak olmasıdır.¹³⁵

24.2. Gelir Vergisi

Kurumların indirim ve istisnalar düşülmeden önceki kurum kazancından düşüldükten sonra kalan kısım, Gelir Vergisi Kanunu'na göre menkul sermaye iradı sayılmış ve kurum bünyesinde gelir vergisi stopajına tabi tutulmuştur. Ancak yapılacak olan stopaj oranı %40 olarak belirlenmiştir.¹³⁶ Yani GYO'nun kazançları gelir vergisi stopajına tabi tutulmamaktadır.

24.3. Katma değer vergisi

Ticari faaliyet çerçevesinde gerçekleştirilen teslim ve hizmetler KDV'ye tabidir.¹³⁷ GYO'ları portföylerinde yer alan gayrimenkullerin satılması veya kiralanması işlemleri için KDV uygulanmaktadır. Bu uygulama ortaklar için önemli gelir kaybına neden olmakta ve özellikle kayıt dışı gayrimenkul işlemlerinin önemli bir paya sahip olması rekabet gücünü azaltmaktadır.

Ancak GYO'nun bir kısım faaliyetleri Katma Değer Vergisi Kanunu'nda belirtilen istisnalar kapsamındadır. Örneğin, GYO'nun gayrimenkul sertifikası ve konut kredileri karşılığında çıkartılan varlığa dayalı menkul kıymetlere yaptıkları yatırımlarda veya diğer sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmaları halinde KDV uygulanmayacaktır.

¹³⁵B. YÜCELTAŞ , a.g.e., s.41

¹³⁶93/5148 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı

¹³⁷Katma Değer Vergisi Kanunu madde.1

24.4. Emlak vergisi ve toplu harçları

Harçlar Kanunu'nda gayrimenkullerin ve diğer aynı hakların tapuya tescilleri değişik oranlarda toplu harcına tabi tutulmuştur. Bunlardan en önemlisi ise gayrimenkulün emlak vergisi değeri üzerinden devreden ve devralandan ayır ayrı alınan toplu harcı binde 48 iken binde 10'a düşürülmüştür. Böylece alım-satımdaki binde 96 oranındaki toplu harcı yükü binde 20'ye düşürülmüştür.

Emlak vergisi kanunu açısından GYO maliki ve intifa hakkı sahibi oldukları veya malik gibi tasarruf ettikleri bina, arsa ve arazilere bakımından emlak vergisi mükellefidirler. Bina vergisi meskenler için binde 1'e, diğerleri için binde 2'ye arazi vergisi arsalarda binde 3'e, diğerlerinde binde 1'e düşürülmektedir.¹³⁸

25. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları'ndan Elde Edilen Kazançların Vergilendirilmesi

GYO'dan elde edilen kazançların vergilendirilmesini, vergileme rejimindeki farklılıklar nedeniyle kurumsal ve bireysel yatırımcılar olarak iki alt başlıkta toplamak mümkündür.

25.1. Kurumsal yatırımcılar

Temettü Kazançları: GYO'ları kurumlar vergisi açısından bir sermaye şirketi olarak işlem görmekte ve bu kapsamda bu kurumlardan elde edilen gelirler de temettü kazancı olarak değerlendirilmektedir.

Daha önce, GYO'dan elde edilen kar payları kurumlar vergisinden istisna tutulmuştu. O dönemde bütün kurumlar için yapılmakta olan kurum kazancı üzerinden stopaj uygulamasında anılan temettü kazançları bu stopaja tabi tutulmamaktaydı. Bu kazançlar ancak "20 oranında asgari kurumlar vergisine tabi idi. Ancak bu istisna, 1.1.1999 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere yürürlükten

¹³⁸B. YÜCELTAŞ, a.g.e.,s.45

kaldırıldı. Dolayısıyla artık kurumların GYO'dan elde ettikleri kar payları kurumlar vergisi ve gelir vergisi stopajına tabi tutulacaktır.¹³⁹

Elden Çıkarma Kazançları: Kurumların GYO hisselerine yatırım yapmaktan sağlayacakları kazanç unsurlarından bir başkası da bu kıymetlerin elden çıkarılması karşılığında sağlanan bir tür değer artış kazancıdır.

Kurumların sahip oldukları GYO hisse senetlerinin elden çıkarılmasından doğan kazançlar, K.V.K.'nin 4108 sayılı geçici maddesine göre belli şartlarla vergilendirilmemektedir. Bu istisnanın süresi 4387 ve 4393 sayılı kanun ile 31.12.1999 tarihine kadar uzatılmıştır. Daha sonra 444 sayılı kanun ile 31.12.2002 tarihine kadar uygulanmak üzere tekrarlanmıştır.¹⁴⁰

Bu nedenle kurumların en az 2 yıl süreyle aktiflerinde bulundukları hisse senetlerini elden çıkarmaları nedeniyle sağladıkları kazançlar satışın yapıldığı yılda kurum sermayesine ilave edilmek şartıyla kurumlar vergisine tabi tutulmayacaktır. Kurumlar iktisap edip en az 2 yıl aktifinde bulundukları hisse senetlerinin maliyet bedelini iktisap ettikleri ve elden çıkardıkları yıllar hariç olmak üzere aktiflerinde bulundukları her yıl için yeniden değerlendirme oranında arttıracaklar ve buldukları tutarı satış tutarından indirmek suretiyle ulaştıkları kısmı sermayelerine ilave etmezlerse kurum kazancına dahil ederek beyan edecekler ve vergilendireceklerdir.¹⁴¹

4369 sayılı kanun ile yapılan değişiklik sonucu “yalnızca dar mükellef kurumların” indirim ve istisnalar düşülmeden önceki kurum kazancından hesaplanan KDV ve fon payı düşüldükten sonra kalan kısım menkul sermaye iradı olarak belirlenmiştir. Söz

¹³⁹Vergi Usul Kanunu, Amme Alacaklarının Tahsil Usulü Hakkında Kanun, Gelir Vergisi Kanunu, Kurumlar Vergisi Kanunu, Katma Değer Vergisi Kanunu, Gider Vergileri Kanunu, Emlak Vergisi Kanunu, Veraset Ve İntikal Vergisi Kanunu, Motorlu Taşıtlar Vergisi Kanunu, Damga Vergisi Kanunu, Harçlar Kanunu, 3505 Sayılı Kanun, Katma Değer Vergisi Mükelleflerinin Ödeme Kaydedici Cihazları Kullanmaları Mecburiyeti Hakkında Kanun, Belediye Gelirleri Kanunu, 1318 Ve 4208 Sayılı Kanunlar İle 178 Sayılı Maliye Bakanlığının Teşkilat Ve Görevleri Hakkında Kanun Hükmünde Kararname Ve 190 Sayılı Genel Kadro Ve Usulü Hakkında Kanun Hükmünde Kararnamede Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun

¹⁴⁰E. AYDIN; *Gelir ve Kurumlar Vergisi Uygulamaları Açısından Yatırım Ortaklıkları ve Yatırım Fonları*; Vergi Dünyası, Sayı 224, Nisan 2000, s.97

¹⁴¹E. AYDIN, a.g.e, s.97

konusu dar mükellef kurumların menkul sermaye iradı sayılan bu kazançları için gelir vergisi stopajı yapılacaktır. Tam mükellef kurumların kazançları üzerinden artık gelir vergisi stopajı yapmak imkanı yoktur. Öte yandan G.V.K. 94. maddesine göre kurumlar vergisinden istisna edilen kazançlara isabet eden kısım düşüldükten sonra kar paylarından karın dağıtılması durumunda gelir vergisi stopaj yapılacaktır.¹⁴²

25.2. Bireysel Yatırımcılar

Temettü Kazançları: 3496 sayılı kanunun 27. maddesiyle gayrimenkul yatırım fonları ve ortaklıklarından sağlanan kar payları 31.12.1999 tarihine kadar müstesna tutulmuştur. Ancak bu maddenin yürürlükten kaldırılmasıyla, 1.1.2000 tarihinden itibaren GYO'dan kar payı elde eden yatırımcılar, bu gelirlerinin 1/5'i oranında vergi alacağı hesaplayacaklar, vergi alacağı dâhil tutarın 2000 yılı için öngörülen haddi aşması halinde yıllık beyanname ile beyan edeceklerdir. Beyan edilen kar payı üzerinden hesaplanan vergiden, vergi alacağı düşüldükten sonra kalan kısım vergi dairesine ödenecektir.¹⁴³

G.V.K.'nin 76. maddesinde, yer alan düzenleme indirim oranının gayrimenkul yatırım ortaklık ve fonlarından sağlanan kar paylarına uygulanmasını da öngörmektedir. Dolayısıyla yatırım ortaklık ve fonlarından sağlanan kar payları indirim oranı uygulanmak suretiyle enflasyondan arındırılacaktır. İndirim oranı Maliye Bakanlığı tarafından 1.1.1999 tarihinden itibaren V.U.K. hükümlerine göre o yıl için belirlenen yeniden değerlendirme oranının aynı dönemde devlet tahvili ve hazine bonusu ihalelerinde oluşan bileşik ortalama faiz oranına bölünmesi yoluyla tespit edilecektir.¹⁴⁴

Değer Artış Kazançları: Bireysel yatırımcılar tarafından sağlanabilecek ikinci kazanç türü, GYO hisselerinin elden çıkartılmasından doğan değer artış kazançlarıdır. Değer artış kazançları vergileme kapsamına girmekle beraber, bu kazançların hesabında temettü vergilemesinde bahsi geçen indirim oranının

¹⁴²E. AYDIN, a.g.e, s.98

¹⁴³B. YÜCETAŞ, a.g.e., s.42

¹⁴⁴E. AYDIN, a.g.e., s.92

uygulanması ve böylece değer artış kazancının bir bölümünün vergileme dışı bırakılması mümkündür.

Alternatif olarak, değer artış kazançlarının hesabında, elden çıkartılan menkul kıymetin iktisap bedelinin TEFE oranlarında arttırılması ve böylece değer artış kazancının bir bölümünün vergi dışı bırakılması da mümkündür.

5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 5'inci maddesinin 1 no'lu fıkrasının (d) bendi uyarınca, gayrimenkul yatırım ortaklıklarının kazançları kurumlar vergisinden istisnadır. KVK'nun 15'inci maddesinin 3 numaralı fıkrasında gayrimenkul yatırım ortaklığı kazançlarından, dağıtılsın veya dağıtılsın, kurum bünyesinde % 15 oranında vergi kesintisi yapılacağı hükme bağlanmış olmakla birlikte, 2009/14594 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile bu kazançlar üzerinden yapılacak olan (bu kazançlar dağıtılsın dağıtılsın) stopajın oranı da % 0 olarak belirlenmiştir.¹⁴⁵

¹⁴⁵SPK, a.g.e., s.20

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

BALANCED SCORECARD PERFORMANS ÖLÇÜM MODELİ ve BORSA İSTANBUL'DA (BİST) İŞLEM GÖREN GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI ÜZERİNE BİR UYGULAMA

1. Tanımlama: BalancedScorecard

Yönetimin işlerliğini belirlemek amacıyla çok değişik yöntemler kullanılmaktadır. Bu yöntemlerin çeşitliliği zaman zaman karışık olabilmektedir. Hangi kurum yapısına neyin uygun olduğu, uygulamanın ne ölçüde beklentileri karşılayacağı, gerçekten yararlı olup olmadığı hep bir tartışma konusudur. Tartışılan, bu tür yönetsel uygulamaların doğruluğunun kanıtlanması değil, uygulamanın o kurum için ne kadar yararlı olduğu konusunda düşünülmektedir.

“BalancedScorecard” yöntemi işletmelerin karşılaştığı uygulamalardaki başarısızlık ve bilinen performans sistemlerinin yetersiz kalması sorununa çözüm önerileri getirerek işletmelerin hedeflerine ulaşmalarına fayda sağlamaktadır. BalancedScorecard (BSC), işletmenin vizyonunun, misyonunun ve stratejisinin finansal olmayan ölçütleri de içeren performans ölçütlerine dönüştürüldüğü bir çerçeve sunarak, işletmelerin performans değerlendirme alanında yaşadıkları problemlere çözüm bulmayı amaçlamaktadır.¹⁴⁶

BSC, iş dünyası, kamu sektörü ve kar amacı gütmeyen organizasyonlarda; faaliyetleri ile organizasyonun vizyon ve stratejileri ilişkilendirmek; iç ve dış iletişimi geliştirmek ve organizasyonun performansını stratejik amaçlar doğrultusunda izlemek üzere dünya çapında yoğun olarak kullanılan stratejik planlama ve yönetim sistemidir.¹⁴⁷

¹⁴⁶M. GÜNER, (2008), *Bir Stratejik Yönetim Modeli Olarak BalancedScorecard*, Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi 10 / 1, s.249-250

¹⁴⁷T. DİNÇER, (2009), *Stratejik Planların İzlenebilirliği Çerçevesinde BalancedScorecard*, Maliye Uzmanlığı Yeterlilik Tezi, Ankara, s.8

BSC, örgütün misyon ve stratejisini ayrıntılı bir performans ölçüm setine çevirerek stratejik ölçüm ve yönetim için bir çerçeve oluşturan, ölçme esasına dayalı stratejik performans yönetim sistemidir.¹⁴⁸ Dikkat edileceği üzere BSC’ demisyon ve strateji gibi finansal olmayan ölçütler de bilgi sisteminin bir parçası haline getirilmiştir.¹⁴⁹ Bu anlamda; organizasyona bütünsel yaklaşılmakta, örgütsel amaçların belirlenmesi, stratejik planlama ve geri bildirim önem kazanmaktadır.¹⁵⁰ Böylece kısa dönemli finansal göstergelere bağlı kalmaktan kaynaklanan eksik ve tek yanlı ölçme sorununun önüne geçilmekte ve performansı etkileyen faktörler arasında denge sağlanmaktadır.¹⁵¹

2. BSC’nin Tarihi¹⁵²

İlk defa 1990 yılında Nolan Norton Enstitüsü tarafından, bir yıl süren ve birçok şirketi kapsayan “geleceğin organizasyonlarında performans ölçümü” adı altında gerçekleştirilen araştırmaya dayanmaktadır. Bu araştırmada enstitü başkanı David Norton ve Robert Kaplan akademik danışman olarak görev yapmıştır. Üretim, hizmet, ağır sanayi ve ileri teknoloji gibi farklı alanlarda faaliyet gösteren şirketlerin temsilcileri bir yıl süresince ayda bir kez toplanarak yeni bir performans ölçüm yöntemi geliştirmek için çalışmıştır.^{153/154}

Kar amacı güden işletmelerde performans kriterlerinin daha kapsamlı bir biçimde nasıl kullanılacağı sorusuna cevap aramak bu çalışmaların odak noktası haline gelmiştir.¹⁵⁵ Çalışmanın sonuçları 1992 yılında Harvard Business

¹⁴⁸KAPLAN, R.S. and NORTON, D.P.,*BalancedScorecard, Şirket Stratejisini Eyleme Dönüştürmek*, (Çeviren: S. Egeli), İstanbul: Sistem, 2003, s.2

¹⁴⁹GÜÇLÜ, N., “Stratejik Yönetim”, *Gazi Üniversitesi Eğitim Fakültesi Dergisi*, 23(2), 2003, s.83

¹⁵⁰GAUTREAU, A. ve KLEINER, B.H., “Recent Trends in Performance Measurement Systems-The BalancedScorecard Approach”, *Management Research News*, 24(3/4), 2001, s. 153-156

¹⁵¹BROWN, J.B. ve MCDONNELL, B., “The BalancedScorecard: Short-termGuest or Long-termResident?”, *International Journal of Hospitality Management*, 7, 1995, s. 7-11.

¹⁵²M.FatihGÜNER’in konuyla ilgili çalışması tarhiçeyi net bir özet olarak verdiğiinden çalışmanın bu bölümü kendisinin çalışmasından derlenmiştir.

¹⁵³KAPLAN, R.S. ve NORTON, D.P. (1996), “Using the BalancedScorecard as a strategic managementsystem”, *Harvard Business Review*, Vol. 74 No: 1, pp.1

¹⁵⁴CALABRO, Lori. (2001), “On Balance”, *The Magazine for Senior Financial Executives*, February, pp.73

¹⁵⁵GOOIJER, J. (2000), “Designing a knowledge management performance framework”, *Journal of Knowledge Management*, Vol. 4 No:4, pp. 306

Review'dayayınlanan "The balancedscorecard-measures that drive performance" isimli makalede açıklanmıştır. Araştırmacılar 1993 yılında BSC'nın birçok işletmede nasıl başarıyla uygulandığını anlatan "BSC'yi uygulamak" adlı çalışmalarını Harvard Business Review'de yayınlamışlardır.¹⁵⁶ 1996 yılında araştırma sonuçlarını "BalancedScorecard" adlı eserle kitaplaştıran araştırmacılar yöntemin genel kabul görmesine bağlı olarak çalışmalarını farklı alanlara yöneltme eğilimine girmişlerdir.

1992'den itibaren konu ile ilgili araştırmalarını sürdüren akademisyenler başlangıçta bir performans ölçme ve değerlendirme yöntemi olarak başlattıkları çalışmaları daha sonraları stratejik yönetim modeli odaklı bir şekilde dönüştürmüşlerdir.¹⁵⁷

Akademisyenler işletmelerin nasıl strateji odaklı işletmeler olabileceklerini aşağıdaki beş temel ilke ile açıklamışlardır:

- Stratejiyi operasyonel terimlere dönüştürmek,
- Stratejiyi tüm çalışanlara yaymak,
- Stratejiyi herkesin günlük işi haline getirmek,
- Stratejiyi sürekli bir sürece çevirmek,
- Değişimi yönetmek.

Bu çalışma ile başlangıçta performans yöntemi olarak tanımlanan BSC, artık stratejik bir yönetim modeli olarak tanımlanmıştır.¹⁵⁸¹⁵⁹

¹⁵⁶LOPES, J.L. Rangel. (1996), "Corporate Real Estate Management Features", Facilities, Vol. 14, No:7/8, pp.7

¹⁵⁷GRIFFITHS, John. (2003), "BalancedScorecardUse in New ZealandGovernmentDepartments and CrownEntities", Australian Journal of Public Administration, Vol. 2 No:4, pp. 71

¹⁵⁸BRAAM, Geert J.M. ve NIJSSEN, Edwin J. (2004), "Performance Effects of Using the Balanced Scorecard: A Note on the DutchExperience", Long Range Planning, Vol.37, pp. 338

¹⁵⁹CALABRO, a.g.e., s.73

3. Neden BSC?

Aşağıda BSC'nin performans ölçüm modeli ya da stratejik yaklaşım modeli olarak tercih edilmesinin öngörülen nedenleri sıralanmıştır. Buna göre BSC:

- Üst düzey stratejik kararlar tüm organizasyonda ölçülebilir operasyonel aktivitelere dönüşüp sürekli ve standart bir takip sistemi sağlar.
- En yüksek performans için en kilit iş akışlarına odaklanılıp hangi değişkenlerin ölçüleceği belirlenir. Şirketin öncelikli hedefleri ölçülebilir hale getirilir.
- BSC, örgütsel değişikliklere sebep olur.
- BSC, organizasyondaki herkesin en tepeden en aşağıya kadar amaç ve performanslarını uyumlu bir noktaya getirir.
- Üst yönetimin kaynaklarını nereye yönlendirmesi gerektiğini gösteren bir pusula görevi görür.
- Ölçüm sisteminin sağladığı netlik, bütçe kararlarında ve kontrol noktalarının belirlenmesinde çabukluk ve kolaylık sağlar.
- BSC'deki göstergeler organizasyondaki en iyi uygulamaları açığa çıkartıp önceden belirlenen hedeflerin neresinde bulunulduğunu ortaya koyar. Buna göre hedefler rekabet ve maliyet şartlarını da göz önüne alarak yeniden belirlenebilir.
- BSC'nin içerdiği kilit performans kriterleri üst yönetimin detayların içinde kaybolmasını engeller ve stratejik kararların alınmasında hızlı ve etkin bir araç görevi görür.

4. Araştırmanın Amacı

Çalışmada, Borsa İstanbul'da işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklarının performanslarındaki değişimlerin saptanması, şirket performanslarına göre sektör içerisinde nasıl bir yapı mevcut olduğunun ortaya konması amaçlanmaktadır.

5. Araştırmanın Kapsamı ve Sınırlılıklar

Çalışmada 2009-2012 yılları arasındaki dönem ele alınmış ve bu dönem boyunca Borsa İstanbul'da sürekli işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıkları analiz edilmiştir.

BalancedScorecard Modeli çalışmada temsili olarak yer almakta ve bu amaçla seçilen çeşitli finansal oranlar kullanılmaktadır. Finansal oranların seçilmesinde subjektif bir yöntem izlenmiştir.

6. Araştırmanın Önemi

GYO'lar tasarrufların değerlendirilmesinde sıkça kullanılan ve ekonomiye çeşitli katkıları olan finansal kurumlardır. Bu özellikleri nedeniyle finans literatüründe üzerinde önemle durulan bir çalışma alanı haline gelmiştir. GYO'ların performanslarının incelenmesi yatırımcılar ve finansal piyasaları düzenleyenler açısından da faydalı olabilmektedir. Araştırma, performans ölçümünde balancedscorecard yöntemi ile bağlantılı olarak finansal oranları ele alması bakımından özgünlüğe sahip olmaktadır. Araştırma periyodu olarak 2009-2012 döneminin ele alınması güncel bir ölçüm yapılması bakımından diğer çalışmalara karşı farklılık oluşturabilecektir. 2009 yılında küresel krizin ülke ekonomisi üzerinde etkilerinin olması araştırmada GYO performanslarına krizin etkilerinin de ne şekilde yansıdığını göstermesi açısından önemli olmaktadır.

7. Araştırmanın Yöntemi

BalancedScorecard Ölçüm Modeli'nde yer alan performans yaklaşımlarını temsil edecek finansal oranlar kullanılarak çalışmanın analizi gerçekleştirilmektedir. Yaklaşımlar; finansal performans, müşteri performansı, iç süreç performansı ve öğrenme ve büyüme performansı olarak dört tanedir. Tablo 1'de yaklaşımların her biri temsil edildikleri oranlarla birlikte gösterilmektedir.

7.1. Finansal performans

Hissedarlara karşı başarılı olmak için nasıl finansal göstergelere sahip olunması gerektiği ile ilgilidir.

7.2. Müşteri performansı

İşletme vizyonunun gerçekleştirilmesi için müşterilere karşı işletmenin nasıl davrandığı ile ilgilidir.

7.3. İç süreç performansı

Müşteri ve hissedarların tatmin edilmesi için hangi iş süreçlerinin izlenmesi gerektiği ile ilgilidir.

7.4. Öğrenme ve büyüme performansı

İşletme vizyonunun gerçekleştirilmesi için değişim özelliğinin sürdürülmesi ve geliştirilmesi ile ilgilidir?¹⁶⁰

¹⁶⁰<http://www.balancedscorecard.org/bscresources/aboutthebalancedscorecard/tabid/55/default.aspx>

Tablo 1: BalancedScorecard Modeli Yaklaşımları ve Araştırmada Temsil Edildikleri Finansal Oranlar

Finansal Performans	Fiyat/Kazanç Oranı
Müşteri Performansı	Brüt Kar Marjı
İç Süreç Performansı	Toplam Varlık Devir Hızı
Öğrenme Ve Büyüme Performansı	Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı

7.5. Fiyat/Kazanç oranı

Hisse senetlerinin piyasada kazancın kaç katı fiyatlandığını göstermektedir. Bu oran şirketin hisse başına gelirlerinde büyüme oranına ve riskine bağlıdır. İşletme tüm kar paylarının dağıttığında ve finansal pazarlar ile endüstriyel pazarlar dengede olduğunda fiyat/kazanç oranının tersi ortaklarca beklenen getiri oranını ifade eder.¹⁶¹

7.6. Brüt kar marjı

Karlılık oranları yönetimin etkinliğini değerlendirmektedir. Brüt kar marjı satılan malın maliyeti çıkarıldıktan sonra işletmenin nisbi karlılığını ölçer. Böylece işletmenin fiyatlama politikasında etkinlik ve üretim maliyelerinin kontrolü ortaya konulmaktadır.¹⁶²

¹⁶¹ CANBAŞ, S.P. ve VURAL, G. Finansal Yönetim. Adana: Karahan Kitabevi,2010. S.27.

¹⁶² AYDIN, N. vd. Finansal Yönetim. Ankara: Detay Yayıncılık, 2009. S.77-78

7.7. Varlık devir hızı

İşletme varlıklarının kaç katı satış yapılabildiğini gösterir. Bu oran varlıklardan yararlanma derecesini gösterir. Bu oran, ne kadar yüksek ise aktifleri kullanmadaki etkinlik o kadar yüksek demektir. Oran değerinin düşük olması atıl kapasite olduğuna işaret etmektedir. Diğer bir deyişle, aktiflere yapılan 1 TL'lik yatırım karşılığında, bunu kaç katı satış geliri sağlanabildiğini göstermektedir.¹⁶³

7.8. Piyasa Değeri/ Defter değeri oranı

Piyasa değeri/defter değeri oranı hisse senedi piyasa değerinin hisse başına defter değerine oranıdır. Bu oranın entelektüel sermaye ile bağlantısı vardır. Bir firmanın piyasa değerinin defter değerini aşan kısmı entelektüel sermaye olarak tanımlanmaktadır. Söz konusu oranı yüksek olan firmaların güçlü bir entelektüel sermaye yönetimine sahip olduğu söylenebilir. Ancak, oranın zaman içinde düşme eğilimi göstermesi firmanın maddi olmayan varlıklarının değerinde de düşme olduğunun belirtisidir.¹⁶⁴

BalancedScorecard modelindeki yaklaşımları temsil etmek için seçilen oranları şu nedenler ile tercih edilmiştir: Fiyat/Kazanç Oranı, hissedarların beklentilerini yansıtan ve işletmenin başarısını ortaya koyan finansal bir gösterge olduğu için analizde kullanılmıştır. Brüt Kar Marjının seçilme nedeni müşteriler ile ilişkilerin geliştirilmesi ile yüksek kar marjları elde edilebileceği düşüncesinden kaynaklanmıştır. Toplam Varlık Devir Hızı ile aktiflerin ne derece etkin kullanıldığı ölçülerek iç süreç performansı ortaya konmaya çalışılmıştır. Son olarak öğrenme ve büyüme performansı ise entelektüel sermayeyi gösterebilecek Piyasa Değeri/Defter Değeri oranı kullanılarak araştırmaya dahil edilmiştir.

Yıllar itibariyle araştırma kapsamında her bir gayrimenkul yatırım ortaklığına ilişkin oranlar hesaplanmış daha sonra BalancedScorecard yaklaşımları çerçevesinde eşit yüzde ile ağırlıklandırma yapılarak işletme performansları gösterilmiştir. GYO'ların

¹⁶³ S. CANBAŞ, a.g.e. S.20.

¹⁶⁴ Chambers, Nurgül. Firma Değerlemesi. İstanbul: Avcıol Basım, 2005. S.196-197.

sektör içerisinde performans değişimlerini ve yaklaşımlara dair başarılarını ortaya koyan sıralamalar çalışmada yer almaktadır.

8. Analiz Bulgularının Yorumu

Tablo 2'deki sonuçlara göre 2009 yılında en iyi performans gösteren 3 GYO sırasıyla SNGYO, OZGYO ve ISGYO olmuştur. Finansal performansın belirleyici olduğu sıralamada SNGYO ve OZGYO'nun iç süreç performansını yönetmede başarılı olduğu, OZGYO'nun ise özellikle öğrenme ve büyüme performansı konusunda öne çıktığı görülmektedir.

Tablo 2: Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının 2009 Yılı Performansı

2009 yılı	Finansal performansı	Müşteri performansı	İç süreç performansı	Öğrenme ve büyüme performansı	Toplam	Sıralama
SNGYO	29,48	0,07	0,13	1,03	30,71	1
OZGYO	18,28	0,49	0,26	1,17	20,20	2
ISGYO	14,44	0,63	0,09	0,80	15,96	3
AKMGY	9,70	0,68	0,36	3,97	14,71	4
VKGYO	9,83	0,89	0,11	1,15	11,98	5
AGYO	7,63	0,84	0,13	0,64	9,25	6
ALGYO	7,21	0,25	0,14	0,78	8,37	7
NUGYO	3,88	0,63	0,13	0,61	5,24	8
DGGYO	2,98	0,00	0,24	0,63	3,84	9
YKGYO	0,00	0,12	0,20	0,95	1,27	10
PEGYO	0,00	0,19	0,17	0,60	0,97	11

Tablo 3, 2010 yılına ait sonuçları göstermektedir. OZGYO, PEGYO ve AKMGY'nin ilk üçü oluşturduğu sıralama önceki yıla değişim göstermiştir. Krizin etkisinin azaldığı ve GYO performanslarında ciddi artışların yaşandığı anlaşılmaktadır. Bu değişim dönemine uyum sağlayamayan ISGYO performans sıralamasında düşüş yaşamıştır. AKMGY öğrenme ve büyüme konusuna verdiği önem dolayısıyla sıralamada üçüncülüğe yükselmiştir.

Tablo 3. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının 2010 Yılı Performansı

2010 yılı	Finansal performansı	Müşteri performansı	İç süreç performansı	Öğrenme ve büyüme performansı	Toplam	Sıralama
OZGYO	90,56	0,05	0,10	0,74	91,44	1
PEGYO	87,69	0,03	0,08	0,74	88,54	2
AKMGY	40,02	0,58	0,35	10,02	50,97	3
DGGYO	43,13	0,82	0,06	0,95	44,95	4
ALGYO	22,43	0,69	0,04	0,92	24,08	5
NUGYO	14,32	0,75	0,08	0,68	15,82	6
ISGYO	13,85	0,67	0,09	0,82	15,43	7
VKGYO	12,66	0,73	0,05	0,87	14,30	8
AGYO	6,75	0,60	0,05	0,58	7,98	9
SNGYO	0,00	0,27	0,21	1,17	1,65	10
YKGYO	0,00	0,14	0,14	1,04	1,31	11

Tablo 4'de GYO'ların 2011 yılı performans sonuçları belirtilmektedir. Sıralamada birinci olan OZGYO haricinde diğer tüm işletmelerde 2010 yılına göre performans düşüşü gözlemlenmiştir. AKMGY, öğrenme ve büyüme konusunda başarısını sürdürmüş ve sıralamada ikinci olmuştur. DGGYO araştırma periyodu başlangıcından beri sürekli performansını arttırmış ve bu dönemde sıralamada üçüncülüğe yükselmiştir.

Tablo 4: Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının 2011 Yılı Performansı

2011 yılı	Finansal performansı	Müşteri performansı	İç süreç performansı	Öğrenme ve büyüme performansı	Toplam	Sıralama
OZGYO	140,66	1,00	0,00	0,89	142,56	1
AKMGY	17,73	0,65	0,38	4,25	23,01	2
DGGYO	13,13	0,85	0,07	0,93	14,97	3
ISGYO	10,93	0,63	0,11	0,60	12,27	4
VKGYO	8,72	0,89	0,16	2,15	11,92	5
AGYO	7,73	0,61	0,05	0,40	8,79	6
ALGYO	5,22	0,44	0,08	0,77	6,52	7
SNGYO	3,39	0,32	0,33	0,56	4,59	8
PEGYO	1,29	0,76	0,02	0,32	2,39	9
NUGYO	0,00	0,77	0,03	0,60	1,40	10
YKGYO	0,00	0,14	0,19	0,83	1,16	11

2012 yılına ilişkin bilgiler Tablo 5’de yer almaktadır. Sonuçlara göre geçmiş yıllarda öğrenme ve büyüme konusunda öne çıkan AKMGY’nin bu başarısını finansal performansına yansıtamadığı ve sıralamada düşüş yaşadığı anlaşılmıştır. Sektör içerisinde lider konuma VKGYO ulaşmıştır. Sıralamada ilk üç içerisindeki GYO’ların müşteri performanslarında da en yüksek sonuçları elde etmiş olmaları satış faaliyetlerinde başarılarını finansal sonuçlarına da yansıtabildiklerini göstermektedir. Genel olarak bakıldığında performanslarda önceki yıla göre fazla bir değişim görülmesi de sektör içerisinde önemli değişimler yaşanmıştır.

Tablo 5: Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının 2012 Yılı Performansı

2012 yılı	Finansal performansı	Müşteri performansı	İç süreç performansı	Öğrenme ve büyüme performansı	Toplam	Sıralama
VKGYO	137,02	0,89	0,02	2,87	140,80	1
OZGYO	62,98	1,00	0,00	0,82	64,79	2
ALGYO	37,80	0,75	0,05	1,07	39,66	3
NUGYO	18,34	0,70	0,01	4,24	23,29	4
AKMGY	15,64	0,67	0,40	5,03	21,75	5
SNGYO	14,71	0,20	0,29	0,79	15,99	6
ISGYO	10,43	0,56	0,09	0,85	11,94	7
DGGYO	10,10	0,87	0,06	0,78	11,81	8
AGYO	4,97	0,57	0,03	0,50	6,06	9
YKGYO	0,00	0,12	0,25	0,88	1,25	10
PEGYO	0,00	0,29	0,08	0,32	0,69	11

Sonuç

Gayrimenkul yatırımlarının gerçekleştirilmesi ve bu amaçla finansmanın sağlanması GYO'lar ile mümkün olmaktadır. Bu sayede yatırımcılar büyük hacimdeki gayrimenkul yatırımlarına ortak olarak getirilerinden yararlanabilme imkânına kavuşmuşlardır. Gayrimenkul yatırımları ile enflasyon karşısında korunma ve diğer varlık getirileri ile düşük korelasyon sonucu risk azaltılması da yatırımcılar için cazip olmaktadır. Ülkemizde GYO'lar sektör için oluşturulan vergi teşvikleri ile devlet tarafından desteklenmektedir. Sektör yeni olmasına rağmen teşvikler sayesinde ve Türkiye'deki ekonomik birimlerin tasarruflarının önemli bir bölümünü gayrimenkul yatırımlarına ayırmaları nedeniyle hızlı bir gelişim göstermiştir.

Gayrimenkul yatırımları niteliklileri itibariyle nakde dönüşümü sınırlı yatırımlardır. GYO'lar sayesinde bu yatırımlar pazarlarda işlem görebilmektedir. Böylece, sermaye piyasaları ve borsaların gelişimine katkı sağlanmakta ve ülkemizde piyasaların derinlik kazanması ile etkin bir piyasa oluşumuna yardımcı olabilmektedirler. GYO'lar sermaye piyasası kanununa uymak zorunda olduklarından şeffaf ve hesap verebilir kurumlardır. Gayrimenkul yatırımlarının GYO'lar aracılığı yapılması ile ülkemizin en önemli sorunlarından biri olan kayıt dışı ekonominin önlenmesine katkı sağlayabilmektedir. GYO'ların gelişimi gayrimenkul sektöründeki hareketlenmenin etkisiyle çarpan etkisi oluşturarak ekonominin diğer sektörlerinde de büyümeye yol açabilmektedir.

Ekonomiye sağlanan çeşitli katkıları dolayısıyla GYO'lar ülkemiz için önemli ve üzerinde detaylı bir şekilde durulması gereken finansal kurumlardır. Bu bağlamda, sektörün içerisinde bulunduğu durumun analiz edilmesi gerekli olmaktadır. Tez çalışması sonucunda GYO'ların performansları belirlenerek sektör yapısı ortaya konulmaktadır. Çalışmada, balancedscorecard performans ölçüm modelinden ve şirketlerin performanslarını gösteren finansal oranlardan yararlanılmıştır. Balancedscorecard modeli işletmeleri dört ana performans ölçütü üzerinden incelemektedir. Araştırma sonuçlarına bakıldığında GYO'ların performanslarında en sık değişim yaşanan ölçüt finansal performans ölçütü olmaktadır. Finansal performansın ölçümü fiyat/kazanç oranı ile sağlanmıştır. Bu orandaki değişkenlik

GYO sektörüne yatırım yapan yatırımcıların beklentilerinin ve işletme kazançlarının volatilitésinin yüksek olduğunu göstermektedir.

GYO'ların sektör içerisindeki durumlarına bakıldığında sürekli bir değişim gözlemlenmektedir. Aynı firmalar her yıl performans konusunda sektörde liderliğini sürdürememektedir. Bu durum sektörde ortaya çıkan fırsatların değişken olduğunu ve firmaların bu fırsatları yönetmede sürekli aynı başarıyı sağlayamadıklarını göstermektedir. Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının faaliyette bulunduğu sektörün 2008 yılında yaşanan krizden etkilenmiş olduğu ve işletme performanslarının 2010 yılından artışa geçtiği araştırmada tespit edilmiştir. İncelenen yıllar itibariyle genel olarak performanslardaki artış sürekli devam etmiştir. Bu durum sektörün gelişim trendinde olduğunu ortaya koymaktadır.

Yatırımcılar açısından bakıldığında performansını sürdürmede istikrar sağlayamayan firmalara yapılacak yatırımların ciddi kayıplara yol açma olasılıkları yüksektir. Araştırmada tespit edilen GYO'ların performanslarındaki değişkenlik, sektörün aynı zamanda riskli olduğunu göstermektedir. Finansal performanslarda yaşanan ani artışlar risklerin oluşturduğu yüksek beklenen getirilerin sonucu olmaktadır. O halde GYO'ların risk alma konusunda gönüllü yatırımcılar için uygun bir alternatif olduğu söylenebilir.

Kaynakça

- Alexander, G. J. ve Sharpe W. F. (1989). *Fundamentals of investments*. New Jersey: PrenticeHall, Inc. 521.
- Aras, G. (2000). *Türk sermaye piyasasında gayrimenkul yatırım ortaklıkları üzerine bir değerlendirme*. İktisat Dergisi. (400). 71.
- Aydın, N. (2009). *Finansal yönetim*. Ankara : Detay Yayıncılık. 77-78.
- Aydın, E. (2000). *Gelir ve kurumlar vergisi uygulamaları açısından yatırım ortaklıkları ve yatırım fonları* .Vergi Dünyası. (244). 97
- Braam, G. J. M. ve Nijssen , E. J.(2004). *Performance effects of using the balancedscorecard: A note on the dutchexperience*. Long RangePlannig. (37). 338.
- Brown, J. B. ve Mcdonnell, B. (1995). *The balancedscorecard: short-termguest or long-termresident*. International Journal of Hospitality Management.(7). 11.
- Calabro, L. (2001). *On balance*. The Magazine For Senior Financial Executives. 73.
- Canba, S. P. ve Vural, G. (2010). *Finansal yönetim*. Adana: Karahan Kitapevi. 27.
- Chambers, F. ve Nurgül, K. (2005). *Firma değerlemesi*. İstanbul: Avcıol Basım. 196-197.
- Çeliksa, İ., (2007). *Yatırım ortaklıklarına hakim olan ilkeler*. Akedemi, Hukuk, Ekonomi ve Siyasal Bilimler Dergisi, (64). 78.
- Çolak, A. E. ve Alıcı, A. (2001). *Gayrimenkul yatırım ortaklığı: A'dan Z'ye*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, 36.
- Çopanoğlu, M. B. (1993). *Sermaye piyasası özelleştirme uygulamaları ve menkul kıymet borsaları*. İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım. 62.
- Dikem, E. (2000). *Türkiye'de gayrimenkul ortaklığı*. İktisat Dergisi. (400). 24.
- Dinçer, T. (2009). *Stratejik planların izlenebilirliği çerçevesinde balancedscorecard*. Maliye Uzmanlığı Yeterlilik Tezi. Ankara: Ankara Üniversitesi.
- Gautreau, A., ve Kleiner, B.H. (2001). *Recent trends in performance measurementsystems-the balancedscorecard approach*. Management Research News. (24). 153-156.
- Goeijer, J. (2000). *Designing a knowledge management performance framework*. Journal of Knowledge Management. (4). 306.

- Gökçe, G. (1998). *Gayrimenkul yatırım fonları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, gayrimenkul sertifikaları ve hazine taşınmaz mallarının bu yollarla değerlendirilmesi*. Ankara: Türk Tarih Kurumu Basımevi. 41.
- Göktepe, H. (2003). *ABD ve Türk hukuklarında gayrimenkul yatırım ortaklıkları*. Doktora Tezi. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi.
- Greene, M. R. ve Dince, R. R. (1987). *Personel financial öanagement. A financial planning approach*. Cincinnatio, Ohio: South Western Publishing Co.: 433.
- Griffiths, J. (2003). *Balancedscorecarduse in New ZealandGovermentDepartments and CrownEntities*. Australian Journal of Public Administration. (2).71.
- Güçlü, N. (2003). *Stratejik yönetim*. Gazi Üniversitesi Eğitim Fakültesi Dergisi. (2). 83.
- Güner, M. F. (2008). *Bir stratejik yönetim modeli olarak balancedscorecard*. Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi. (10/1). 249-250.
- Güven, M. (2006). *Gayrimenkul yatırım ortakları ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları hisse senetlerinin verimini etkileyen faktörler üzerine İMKB’de bir uygulama*. Yüksek Lisans Tezi. İstanbul: İstanbul Üniversitesi.
- Jacobs, B. (1994). *All about mutualfunds from the inside out*. Chicago: Probus Publishing Company. 31.
- Kaplan, R. S. ve Norton, D. P. (1996). *Using the balancedscorecard as a strategic management system*. Harvard Business Review. (74). 11.
- Kaplan, R. S. ve Norton, D. P. (2003). *Balancedscorecard, şirket stratejisini eyleme dönüştürmek*. (Çev: S. Egeli). İstanbul: Sistem.
- Karslı, M. (1994). *Sermaye piyasası, borsa, menkul kıymetler*. İstanbul: İrfan Yayımcılık. 132.
- Lopes, J. L. Rangel. (1996). *Corporate real estate management features, facilities*. (14). 7.
- Olgun, R. (1964). *InvestmentTrust’lar*. Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayını. (5) 394.
- Özdemir, B. ve Türker, F. (2007). *2002-2006 Döneminde Türkiye’de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına ve Enflasyon ve Faiz Oranlarının Etkisi, 2*.
- Sezgi, Ö., ve Kocatürk, A. (1999). *Yeni SPK tebliği ve vergi mevzuatındaki değişikliklerden sonra gayrimenkul yatırım ortaklıkları*. Vergi Dünyası: (214) .90.

- Susar, Ö. (2004). *Tüm yönleriyle gayrimenkul yatırım ortaklıkları*. Ankara: Adalet Yayınevi. 31-33.
- Tuncel, K. (1997). *Gayrimenkul yatırım ortaklıkları Türkiye uygulaması*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları. 75.
- Üreten, A. (2007). *Gayrimenkul ceğerleme yöntemleri ve gayrimenkul yatırım ortaklıklarında değeri tespiti*. Ankara: Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü: 47-74.
- Yasaman, H. (1980). *İsviçre ve Fransız hukukunda yatırım fonları ve Türk hukukunda uygulanma imkanları*. İstanbul: Fakülteler Matbaası. 57.
- Yücetaş Boran, N. (1999). *Gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve vergilendirilmesi*. Vergi Sorunları. (124). 39.
-(2007-2008) Sermaye Piyasası Kurulu (SPK). *Gayri menkul yatırım ortaklığı tanıtım rehberi*.
-(2004) GYODER raporu. *Kırk Soruda Gayri Menkul Yatırım Ortaklıkları*.
-(2004) European Public Real Estate Association (EPRA) raporu.

İnternet Kaynakları

<http://www.spk.gov.tr/apps/aylikbulten/index.aspx>

<http://www.reit.com/AllAboutREITs/tabid/54/Default.aspx>

<http://www.reit.com/AllAboutREITs/WhatisaREIT>

<http://www.spk.gov.tr>

<http://www.imkb.gov.tr>

<http://www.balancedscorecard.org/bscresources/aboutthebalancedscorecard/tabid/55/default.aspx>