

GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI ÜZERİNE BİR İNCELEME VE TÜRKİYE'YE İLİŞKİN SEKTÖR ANALİZİ

Araş. Gör. Cansu ŞARKAYA

İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu

Emlak ve Emlak Yönetimi Programı

ÖZET

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO), ülke ekonomileri için büyük önem arz eden gayrimenkul sektörünün gelişiminde önemli bir role sahiptir. Hisse senedi ihraç ederek büyük çaplı projeleri gerçekleştirebilecek finansmanı sağlayan GYO'lar, sağlıklı bir kent yapısının oluşmasında önemli rol oynamakta; portföylerindeki gayrimenkulleri, likiditesi yüksek menkul kıymetler haline getirerek yatırımcılara yeni olanaklar sunmaktadır. Sermaye piyasaları aracılığıyla temin ettikleri kaynakla, reel yatırımları gerçekleştiren GYO'lar, 1990'lardan sonra tüm dünyada gelişme göstermiş ve birçok çalışmaya konu olmuştur. Bu çalışmada GYO'larm ulusal ve uluslararası piyasalardaki işleyişi yapısal olarak incelenmiş, Türkiye'deki GYO'ların sektör analizi yapılarak GYO'larm ekonomik katkıları vurgulanmıştır.

ABSTRACT

Real Estate Investment Trusts (REITs) have a great importance for the growth of the real-estate sector which has a major proportion in the economic growth. REITs, which can supply the fund to realize the major projects by exporting shares, have a major role in forming of a well-organised urban structure. They exchange the realties in their portfolios to movable funds and so they can offer to the investors new opportunities. The REITs have achieved an outstanding growth worldwide since 90s and have become an issue for study cases. In these cases the operation of the REITs in national and international markets have been researched theoretically. The sectoral analysis of the REITs in Turkey has been made and in this study their contribution to the economic growth is emphasized.

GİRİŞ

Gayrimenkul sektörünün konut, ticari mülk, alışveriş ve iş merkezi gibi gayrimenkullerin üretimini gerçekleştirirken karşılaştığı en önemli

problemlerden biri, finansman problemi olmuştur. İnşaat şirketleri, faaliyetlerini gerçekleştirirken büyük bir finansman yükü altına girmekte, öz

kaynakları yetersiz kaldığı takdirde borçlanma yoluna gitmektedirler. Şirket projeyi gerçekleştirecek öz kaynağa sahip olsa dahi bu öz kaynağın fırsat maliyeti şirket için önemli bir maliyet unsurudur. Diğer yandan projeler büyük çaplı olduğundan, alman krediler ve ödenen faizler de şirkete ağır bir maliyet yükü oluşturur. GYO'lar, aktiflerinde iş ve alışveriş merkezleri gibi büyük çaplı projelere yer verip, bu projeleri gerçekleştiren inşaat şirketlerine gerekli finansmanı sağlayan kurumlar olarak ortaya çıkmışlardır. GYO'ların vasıtasıyla inşaat projelerinin halka arz olması ve gerekli finansmanın GYO'ların hisse senetlerinin halka arzı karşılığında sağlanması, projenin finansman yükünü şirketin üzerinden almakta ve şirketi faiz yükünden kurtararak yeni projelere imza atma şansını yaratmaktadır.

Sektöre yaptığı katkılarla önemli bir inceleme konusu olan GYO'ların, çalışmada yapısal özellikleri, kuruluş ve faaliyet esasları ele alınarak Türkiye'deki mevcut durumları incelenmektedir. Gayrimenkule dayalı olan aktiflerini sermaye piyasası aracılığıyla halka açarak, kurumsal yatırımcıların yanı sıra küçük yatırımcıları da sisteme dahil eden GYO'ların, ekonomideki payları ortaya konulmaktadır.

Tanım: GYO, gayrimenkule, ipoteğe ya da gayrimenkulle ilgili menkul kıymetlere geniş ölçüde yatırım yapan kurum ya da iş ortaklığıdır. (Han, 2004: 3) Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), GYO'lara ilişkin tebliğinde, GYO'ları; "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 Tebliğ'de izin verilen diğer faaliyetlerde bulunabilen sermaye piyasası kurumları" olarak tanımlanmıştır.

İşleyiş: Hisselerini halka arz ederek fon toplayan ve topladığı fonları gayrimenkule yatıran GYO'ların faaliyet konuları; kira sağlayan gayrimenkulleri satın almak, varlığa dayalı menkul kıymetlere yatırım yapmak, toplu inşaat projelerini ve inşaatları finanse etmektir. GYO'lar, faaliyetleri sonucu elde ettikleri karları hissedarlarına kar payı olarak dağıtmaktadır. Hissedarlar, kar payları kazançlarının yanı sıra Sermaye Piyasasında hisselerinin sahip olacağı değer artış kazançlarından da faydalanırlar. Böylece bir gayrimenkulü satın alacak tasarrufa sahip olmayan küçük yatırımcılar, gayrimenkul piyasasına yatırım yapma imkanını elde ederler. Diğer yandan toplu konut, alışveriş merkezi ya da sosyal tesislerin inşası için gerekli olan kaynak sermaye piyasaları aracılığıyla toplanarak sektörün ve ekonominin gelişimine katkıda bulunur. (Teker, 1996 : 91-92)

ABD'de GYO Piyasası

GYO Piyasasının Özellikleri: GYO'ların halka açık işlem gören diğer kurumlardan en önemli farkı, çeşitlendirilmiş bir portföyle yatırımcılara cazip olanaklar sunmasıdır. (NAREIT a) Küçük-orta sermayeli bir varlık piyasasına sahip olan GYO'lar, kısa dönemde yatırımcılara yüksek kar payları dağıtırken uzun dönemde de sermayede değer artışı yaratmaktadır. GYO yatırımlarının uzun dönem getirileri, iç borçlanma senetlerinin getirilerinin üzerinde, yüksek kar potansiyeline sahip hisse senetlerinin getirilerinin altında gerçekleşmektedir. Ekonomik istikrar, piyasa faiz oranlarındaki volatilité, menkul kıymet piyasalarını dolayısıyla gayrimenkul yatırımlarının getirilerini önemli ölçüde etkilemektedir. Son on yıldır GYO'ların hisse sahiplerine ödedikleri kar payları, enflasyon oranının üzerinde bir büyüme oranı gerçekleştirmiştir. (NAREITb)

GYO olmanın en temel avantajlarından birisi, vergilendirme konusunda sahip oldukları avantajdır. Yatırımcılara dağıttıkları gelir ve sermaye kazançları vergiye tabi tutulmayan GYO'ların, bu muafiyetlerini sürdürebilmeleri için toplam aktiflerinin en az %75 oranında gayrimenkul varlığı tutmaları, brüt gelirlerinin en az %75'ini gayrimenkul kiralardan ya da ipotek faizlerinden elde etmeleri, net sermaye geliri hariç vergilendirilebilir gelirlerinin en az %90'mı hissedarlarına paylaşmalarını gerektirmektedir. Bunun yanı sıra GYO'ların hisselerinin %50'sinden fazlası, doğrudan ya da dolaylı olarak beş ya da daha az kişinin elinde bulunmamaktadır. Beş ya da daha az kuralı olarak bilinen bu kural, tek bir hissedarın çok sayıdaki hisseye sahip olmasını engellemektedir. (Han, 2004: 3-4)

Bir firmanın GYO olarak nitelendirilebilmesi için; Vergi Kanununun getirdiği zorunluluk olarak, Dahili Gelir Kanununun içerdiği hükümlere kesin olarak uyması gereklidir. Bu hükümler aşağıda belirtilmiştir. (NAREITc)

- Vergi vermekle mükellef bir tüzel kişilik olmalıdır.
- Bir yönetim kurulu veya mütevelli heyeti tarafından yönetiliyor olmalıdır.
- El değiştirilebilir hisseleri olmalıdır.
- En az 100 hissedarı olmalıdır.
- Vergi döneminin son yarısı boyunca, hisselerinin %50'sinden fazlası 5 veya daha az kişinin elinde olmamalıdır.

- Aktiflerinin en az %75'i mülk ve arsa üzerine yatırılmış olmalıdır.

- Brüt gelirin en az %75'ini, sahibi olduğu mülklerden aldığı kiralardan veya ipoteye dayalı menkul kıymet faizlerinden elde etmelidir.

- Aktiflerinin %20'sininden fazlası, vergiye tabi olan bağlı ortaklıkların hisselerinden oluşmamalıdır.

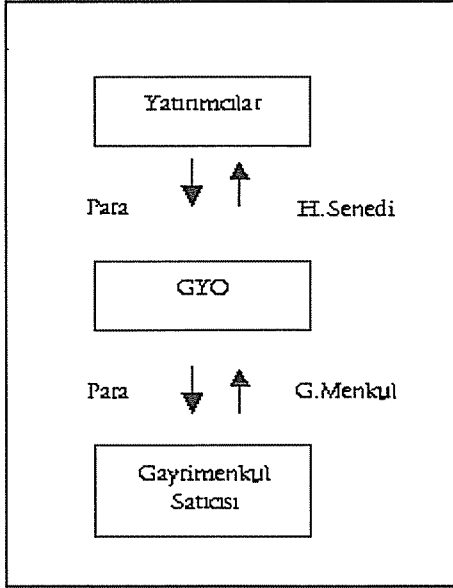
- Vergilendirilecek gelirin en az %90'ını her yıl hissedar payı usulüne uygun olarak ödemelidir.

GYO Örgütlenme Biçimleri: Örgütlenme biçimlerine göre Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, 3'e ayrılmaktadır.

- Klasik GYO Modeli,
- Şemsiye Ortaklığı Modeli (UPREIT Modeli: Umbrella Partnership Real Estate Investment Trust),
- Eksik Şemsiye Ortaklığı Modeli (DOWNREIT Modeli).

Klasik GYO'lar, faaliyetlerine yardımcı olacak bir işletmeci şirkete ya da diğer yan hizmetleri sunabilecek iştiraklere ihtiyaç duymadan, aktiflerinde gayrimenkul yatırımları tutan ve sermaye piyasasında halka arz olarak yatırımcılardan topladığı kaynaklarla finansman sağlayan GYO'lardır. (Susar, 2004: 25) Klasik GYO Modeli, Şekil 1'de gösterildiği gibi işlemektedir.

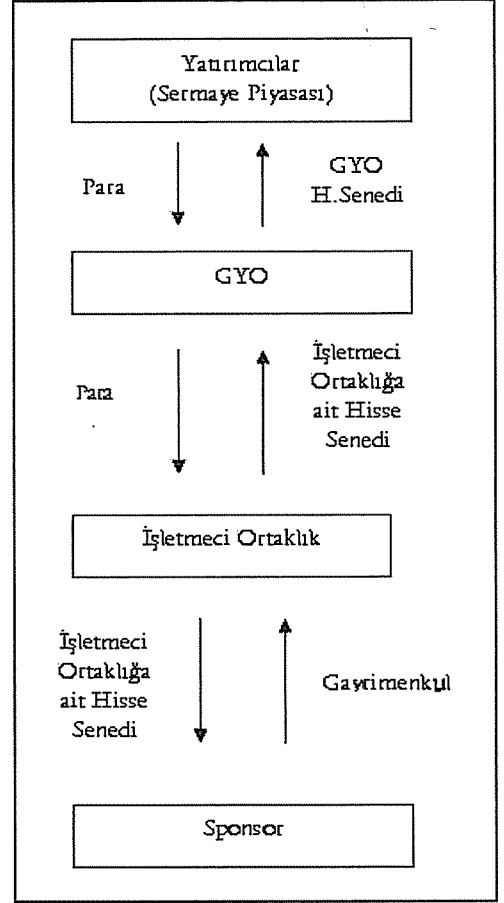
Şekil 1: Klasik GYO Modeli



Kaynak: Ender Çolak ve Aşkın Alıcı: Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları A'dan Z'ye, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No: 136, Ankara, 2001, s.9-11.

Klasik GYO Modelinin gelişmiş modeli olan Şemsiye Ortaklığı Modeli, bir ortaklık çatısı altında doğrudan ya da dolaylı olarak gayrimenkulere yatırım yapan GYO örgütlenme biçimidir. Bu modelde GYO'lar, hisselerinin büyük çoğunluğunu elinde tutan şirkete & şirketlere portföylerindeki gayrimenkullerin tamamının mülkiyetini ve yönetimini devrederek o şirkete & şirketleri işletmeci ortak (Operating Partnership) olarak iştirakleri arasma alır. (Susar, 2004: 25-26) Böylece, sahip olduğu gayrimenkulleri işletmeci bir şirkete devrederek o şirketin büyük ortağı haline gelen GYO, genel ortaklık payının karşılığı olarak işletmeci şirkete sermaye katkısında bulunmakta ve işletmeci şirketin hisse senetlerine sahip olmaktadır. Bu modelde mülk sahibi olan şirket ya da kişiler, gayrimenkullerin mülkiyetini işletmeci ortağı devrederken bu

Şekil 2: Şemsiye Ortaklığı Modeli



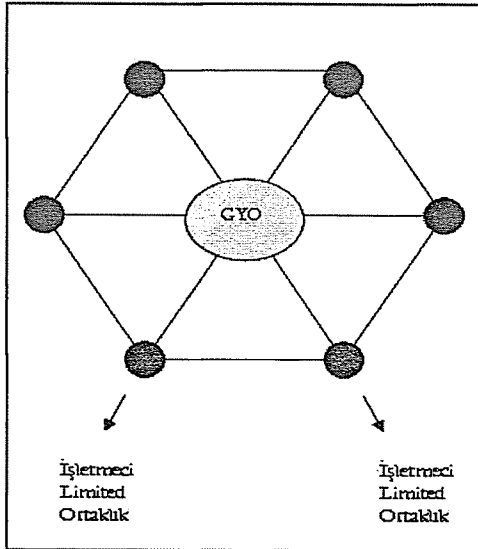
transfer karşılığında, belirlenmiş bir oranda işletmeci ortaklığın hisse senetlerini elde etmektedirler. (Han, 2004: 5)

Şemsiye Ortaklığı Modeli vergisel avantajlar içerdiği için yatırımcılar tarafından tercih edilmektedir. Elindeki varlıkları Klasik bir GYO yerine, Şemsiye Ortaklığı çatısı altındaki bir işletmeci ortağı devreden mülk sahibi (sponsor), mülklerin devri karşılığında limited bir şirket olan işletmeci ortağı ait hisse senetlerini elde ettiği için vergi ödememektedir. Bu durumda yatırımcının vergiden tamamen muaf olması değil sadece vergiyi ertelemesi söz konusudur. İşletmeci ortağı ait hisse senetlerini sermaye piyasasında işlem gören GYO hisse senetleriyle takas yapma hakkına sahip olan sponsor, elindeki hisse senetlerini GYO hisse

senetleriyle belli bir oranda değiştirdiğinde, senetlerin sermaye piyasasında nakde çevrilme imkanı doğacak ve bu durum da vergi yükümlülüğünü ortaya çıkartacaktır. (Susar, 2004: 25-26)

Eksik Şemsiye Ortaklığı Modelinde ise, GYO, işletmeci ortaklığa ortak olurken gayrimenkullerin sadece bir kısmının mülkiyetini işletmeci ortağa devrederek, gayrimenkuller üzerindeki mülkiyet hakkını devam ettirmektedir. (Çolak ve Alıcı, 2001: 10)

Şekil 3: Şemsiye Ortaklığı Modeli



GYO Türleri: Mülkiyet esasına göre GYO'nun türleri 3'e ayrılmaktadır. (Güven, 2002: 100)

• **Özvarlığa Dayalı GYO'lar (Equity REITs):** Gayrimenkul yönetim şirketleri haline dönüşmeye başlayan Özvarlığa Dayalı GYO'lar, gelir getiren gayrimenkul yönetimi yapmaktadır. Bu tür GYO'lar geniş bir sahası olan gayrimenkul faaliyetlerini gerçekleştirerek, leasing yapmakta, mülkiyet ve kiralama hizmetlerinin gelişimini sağlamaktadır.

• **İpotekli GYO'lar (Mortgage REITs):** İpotekli GYO'lar, gayrimenkul sahiplerini ve yöneticilerini doğrudan kredilendiren, ipoteğe dayalı menkul kıymet yatırımlarıyla da dolaylı olarak ipotek kredilerinin genişlemesini sağlayan GYO türüdür. Faiz oranı riskini, menkul kıymetleştirilmiş ipotek yatırımları ve dinamik hedging teknikleri ile etkin olarak yönetmektedir.

• **Karma GYO'lar (Hybrid REITs):** Karma GYO'lar, kendi mal ve mülklerini yönetirken aynı zamanda gayrimenkul sahiplerine ve yöneticilerine de kredi veren GYO türüdür.

Temel olarak, örgütlenme biçimlerine ve mülkiyet esaslarına göre ayrılan GYO'lar, halka açılma zorunluluğu olmayan ABD'de halka açıklık durumuna göre de değerlendirilebilirler. Buna göre, hisseleri borsada işlem görmeyen GYO'lar Özel GYO (Private REIT), işlem gören GYO'lar (Public REIT) halka açık GYO olarak adlandırılır. (Akçay, 2000: 1)

GYO Piyasasındaki Gelişmeler: GYO'lar ilk defa ortaya çıktıkları 1960 yılından itibaren birçok yapısal değişiklik yaşamışlardır. 1960-1970 yılları arasında inşaat sektörünün kalkınması için alınan yüksek riskli krediler, 1970'lerin ortalarında yaşanan gayrimenkul krizi, GYO'ların gelişimini olumsuz yönde etkilemiştir. 1980'lerde çeşitli gayrimenkul yatırımların ellerinde tutmaya başlayan GYO'lar, büyüme potansiyelleri açısından zayıf kalmışlar, yükselişlerini ancak 1990'lardan sonra gerçekleştirmişlerdir. 1990'larda piyasa yapıları çarpıcı olarak değişmiş, içyapılarından gelen güçlü hissedarları, düşük kaldıraç oranları ve uzun ömürlü aktif yönetim yapıları ile özellik kazanmışlardır. Bu olumlu gelişmelerin yaşanmasında, gayrimenkul mülkiyeti içerisinde payı artan kurumsal yatırımcıların etkisi olduğu ileri sürülmektedir. (Hartzell, Karlberg ve Liu, 2004: 8-9)

GYO'lar ilk yapısal değişikliği, 1986 yılında, Amerikan Meclisi'nin, GYO'ların desteklenmesi ve yönetim biçimleriyle ilgili yapmış olduğu vergi reformuyla yaşamıştır. Hükümetin GYO üzerindeki kontrolünü azaltan bu düzenlemeyle, GYO'lar gelir getiren ticari mülklere sahip olmanın yanı sıra, bu mülklerin yönetimini de üstlenmeye başlamıştır. Bu düzenleme, ortaklığın yönetim biçimlerini değiştirerek dikey entegre olmuş firmaların oluşumunu sağlamıştır. İkinci önemli değişiklik, 90'lı yıllarda Şemsiye Ortaklığı adı altında yeni bir ortaklık yapısının ortaya çıkartılmasıdır. Şemsiye Ortaklıkları, gayrimenkul sahipleri ve arazi geliştiricilerinin hiçbir vergi ödmeden ellerindeki gayrimenkulleri GYO'ya devretmelerine olanak sağlamıştır. Bu modern GYO yapısı, gayrimenkul sahiplerinin aktiflerini halka açmalarını sağlayarak kamu ve özel gayrimenkul piyasalarını birbirlerine yaklaştırmıştır. Üçüncü yapısal değişim, kurumsal yatırımcılarla ilgili düzenlemeler olmuştur. 1993'de bir vergi reformu daha gerçekleştirilerek, bireysel ve kurumsal yatırımcılara uygulanan koşullar farklılaştırılmıştır. Reformda 5/50 kuralın kurumsal iştirakçiler üzerindeki kısıtlaması ortadan kaldırılmıştır. Bu değişiklikler neticesinde kurumsal hisse sahiplerinin GYO yatırımlarındaki payı artmış, GYO'ların toplam varlık büyüklüğü 1985 yılındaki 7,6 milyar \$'lık değerinin çok üzerine çıkarak, 2002 yılında 161,9 milyar \$ olarak gerçekleşmiştir. (Chen ve Lu, 2004: 5-6)

Türkiye'de GYO Yapısı

Hukuki Altyapı: 3794 sayılı Kanunla değişik 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 32. maddesine göre Yatırım Ortaklıkları; Sermaye Piyasasında faaliyet gösteren kurumlar arasında nitelendirilmiştir. Kanunun 35. maddesinde, Yatırım Ortaklıkları; sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler portföyünü işletmek amacıyla kurulan anonim ortaklıklar olarak

belirtilmiştir. Yatırım Ortaklıklarının kuruluş ve faaliyet izinleri yine SPK'ya tabi tutulmuştur. Bir yatırım ortaklığı olan GYO ile ilgili ilk ayrıntılı düzenleme 22.07.1995 tarih ve 22351 sayılı Resmi Gazetede yayımlanan "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği" ile gerçekleştirilmiştir. Bu tebliğ, piyasadaki bazı gelişmeler neticesinde gözden geçirilerek değiştirilmiş ve bugünkü son halini almıştır. (Çolak ve Alıcı, 2001: 33-35)

Faaliyet Konusu: Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin (Seri: VI, No: 11) 23.maddesine belirtildiği gibi; GYO'ların ana faaliyet konusu, ortaklık portföyünü oluşturmak, bu portföyün değerini koruyacak ve yükseltecek önlemler alarak portföyü yönetmektir. GYO'lar hukuki şartlara uygun olarak gerçekleştirdikleri yatırımlarla portföylerini çeşitlendirir ve yatırım riskini azaltırlar. (SPKb)

GYO'lar, gayrimenkule dayalı oluşturdukları portföylerini yönetirken faaliyetlerini gerçekleştirebilmek için borçlanabilir, bu borca karşılık teminat verebilir, varlığa dayalı menkul kıymet ihraç edebilir veya bazı kuruluşlara iştirakte bulunabilirler. Örneğin arazi sahibinden bedelsiz olarak ya da düşük bedel karşılığı üst hak elde edip, arazinin üstünde veya altında inşaat faaliyetlerinde başladıklarında projenin teminatı olarak arazi sahibi lehine sınırlı aynı hak veya ipotek tesis edebilirler. Bunun yanı sıra gayrimenkul, gayrimenkul projeleri ve gayrimenkullere dayalı hakların satın alınması ile ilgili finansman ihtiyaçlarını karşılayabilmek için borçlanma yoluna gidebilirler. GYO'ların ihraç ettikleri borçlanma senetlerine sermaye piyasasında sınırlamalar getirilirken alabilecekleri kredi miktarı, hesap dönemi sonunda hazırlayıp kamuya açıkladıkları son üç aylık portföy tablosunda yer alan net aktif değerinin üç katı olarak belirlenmiştir. Yatırımlar için kredi temin edilmesi söz konusu olduğunda GYO'lar, portföydeki varlıkları rehin ettirebilirler. GYO'lar, portföylerindeki gayrimenkullerin satış

veya satış vaadi sözleşmelerine ya da satışından kaynaklanan senetli alacaklarına dayalı olarak, varlığa dayalı menkul kıymet ihraç ederek de finansman ihtiyaçlarını karşılayabilirler. (SPKa)

Seri: VI, No:20 sayılı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğin 32A maddesinde belirtildiği gibi, GYO'lar, işletmeciler, şirketlere, diğer gayrimenkul yatırım ortaklıklarına, faaliyet konusu sadece gayrimenkul olan yurt dışında kurulu şirketlere iştirakte bulunabilirler. GYO'nun Türkiye'de kurulu olan bir şirkete iştirakte bulunması için portföye alınması planlanan gayrimenkulün ekspertiz değerinin, şirketin bilanço aktifinin en az %75'ini oluşturması gereklidir. Bunun yanı sıra tüm bu iştiraklerin toplamı, GYO'nun hesap dönemi sonunda hazırlayıp kamuya açıkladığı son üç aylık portföy tablosunda yer alan portföy değerlerinin en fazla % 10 oranı ile sınırlanmıştır. (SPKb)

Türkiye'de GYO'lar, portföy değerlerinin en az % 50'sini gayrimenkullere, gayrimenkullere dayalı haklara ve gayrimenkul projelerine yatırmakla yükümlüdürler. (SPKb) * GYO'ların yabancı gayrimenkullere ve gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına yaptıkları yatırımlar portföy değerlerinin % 49'u ile, Türk Lirası ve yabancı para cinsinden vadeli-vadesiz mevduata yaptıkları yatırımlar portföy değerlerinin % 10'u ile sınırlanmıştır. GYO'ların yapmış oldukları portföy yatırımları üzerine getirilmiş diğer bir sınırlandırma ise, satın alımından itibaren 3 ay geçmesine rağmen üzerinde herhangi bir proje geliştirilmeyen arsa ve arazi değerlerinin, toplam portföy değerinin % 10 'u ile sınırlandırılmasıdır. (SPKb) **

Kuruluş Şartları: Tebliğin 6. maddesinin A bendinde GYO'nun kuruluş esasları belirlenmiştir.

Tebliğe göre ;

- Kayıtlı sermayeli olarak anonim ortaklık şeklinde kurulurlar.

- Çıkarılmış sermayenin %49'unu Tebliğde belirlenen koşullar altında halka arz ederler.

- Başlangıç sermayeleri en az 7,2 milyon YTL 'dir.

- Başlangıç sermayeleri 50 milyon YTL 'den az ise başlangıç sermayesini temsil eden hisse senetlerinin en az % 10'unun nakit karşılığı çıkarılmış olması gereklidir.

- Başlangıç sermayeleri 50 milyon YTL 'den fazla ise başlangıç sermayesinin 5 milyon YTL'lik kısmını temsil eden hisse senetlerinin nakit karşılığı çıkarılmış olması gereklidir.

- Ticaret unvanında "Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı" ibaresini taşırlar.

- Portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunmak için Sermaye Piyasası Kurulu'na başvururlar.

- Tebliğin 7. maddesinde belirtilen kuruculara yönelik şartları yerine getirirler.

- Esas sözleşmeleri Kanun ve Tebliğ hükümlerine uygundur.

- Kurulun uygun görüşleri alınmıştır.

Tebliğin 7 maddesinde kuruculara ilişkin şartlar belirtilmiştir. Sermayedeki payları % 10'dan daha fazla olan kurucu ortaklar, gerekli kaynağı kendi ticari, sınai ve diğer yasal faaliyetlerinden bağımsız olarak sağlamaktadırlar. Gayrimenkul yatırım ortaklığı kuracak kişinin yeterli finansal güce, itibara ve tecrübeye sahip olması gereklidir. Tebliğ'de GYO kurucularına dair herhangi bir ayrıma gidilmediğinden Türk Ticaret Kanunu uyarınca en az 5 gerçek ve/veya tüzel kişi GYO kurabilir. Kurulca kurucuların sabıka kayıtları incelenmekte, herhangi bir mahkumiyetlerinin olup

* Madde 27'de yer alan bu portföy sınırlaması 18.05.2004 tarihli 25466 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanarak yürürlüğe girmiştir.

** Madde 27 'de yer alan bu portföy sınırlamaları 12.07.2006 tarihli 26226 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanarak yürürlüğe girmiştir.

olmadığı araştırılmaktadır. Gerçek kişi olan kurucular konuya ilişkin yasal belgeleri Kurul'a sunmak zorundadır. (Tuncel, 1997: 14-15)

Halka Arz: GYO'lar ilk halka arzlarını; kuruluş dönemlerinde, tescillerinin üzerinden 6 aylık süre geçtikten sonra gerçekleştirirler. GYO'nun kuruluş ve dönüşümde yapılan ilk halka arzda, halka arz edilecek hisse senetlerinin toplam nominal tutarının, GYO'nun çıkarılmış sermayesinin en az % 25'i kadar olması gerekmektedir. İlk halka arz tarihinden 6 ay içerisinde ise bu oran %49'a yükseltilir. 1 yıl içerisinde aşamalı olarak halka arz olan GYO'nun toplam %49'unun halka arz olması yeterli olduğundan kuruluş sermayesini temsil eden paylar kurucu ortaklarda kalmaktadır. (SPKa)

Vergilendirme: 5422 numaralı Kurumlar Vergisi Kanununun 8.maddesi 4. bendine göre menkul kıymetler yatırım ortaklıklarının portföy işletmeciliğinden doğan kazançları kurumlar vergisinden, sermayedeki payı %10 veya daha fazla olan tüzel veya gerçek kişiler vergi ve prim borcundan muaf tutulmuştur. 13.06.2006 tarihi itibarıyla yürürlüğe giren 5520 numaralı yeni Kurumlar Vergisi Kanunu, 23.07.2006 tarihi somasında menkul kıymet veya taşınmaz ticareti ve kiralanmasıyla uğraşan kurumların bu amaçla ellerinde bulundurdukları değerlerin satışından elde ettikleri kazançları %10 kesintiye tabi tutmaktadır.

GYO'ların Yatırımcılara Sağladığı Avantajlar: Gayrimenkul Sektörüne yatırım yapmak isteyen kişiler GYO hisse senetlerini satın alarak gayrimenkul alanında uzman kişilerin yönetmiş olduğu portföyün avantajlarından yararlanmaktadır. Hisse senetleri Borsa'da işlem gördüğünden oluşan fiyat dalgalanmalarından da yararlanan GYO yatırımcıları, Türk Ticaret Kanununda yer alan aşağıda belirtilen haklara sahiptirler. (SPKa)

- Ortaklığın elde ettiği kardan paylarına düşen kısmı alırlar.

- Ortaklığın tasfiye olması durumunda tasfiye payını alırlar.

- Ortaklığın yapacağı sermaye artırımını sonunda çıkaracağı hisse senetlerini bedelsiz olarak alabilirler.

- Ortaklığın sermaye artırımında yeni paylar edinirken öncelik (rüçhan - önalım) hakkına sahiptirler.

- Genel kurul toplantılarına katılabilir, önerilerde bulunabilir ve oy kullanabilirler.

- Ortaklığın faaliyetleri ve hesapları hakkında inceleme ve denetleme yapabilirler.

Yatırımcı, GYO'nun hisselerine ortak olurken, şirketin karlılık durumu, finansman yapısı, faaliyetleri ve yatırımları hakkındaki her tür bilgiye sahip olmalıdır. Bu bilgilere şirketin faaliyet raporlarından, kamuya açıklanan finansal tablolarından ulaşılabilir. Şirketin portföyündeki varlıklar ekspertiz yapmaya yetkili şirketler tarafından belirli dönemlerde değerlemeye tabi tutulduklarından, finansal tabloları inceleyen yatırımcılar şirketin gerçek değeri hakkında bir fikre sahip olurlar. (SPK a)

Kurumsallaşmada GYO'nun Önemi: Gayrimenkul piyasasındaki en önemli kurumsal yatırımcılar GYO'lardır. Halka açık bir anonim şirket olarak kamuyu aydınlatma ve bilgi verme esasları SPK tarafından düzenlenen GYO'lar, kuruluş ve halka arz dönemlerinin yanı sıra faaliyet dönemlerinde de bağımsız denetim şirketleri ve SPK tarafından denetlenmektedir. Bu özelliklerinden dolayı GYO'lar, yatırımcılar açısından güven oluşturmaktadır. Gayrimenkul piyasasının, uluslararası standartlarda gayrimenkul değerlemesi yapacak uzman kişi ve kurumlardan oluşması kurumsal bir piyasada olması gereken önemli bir faktördür. GYO'ların gerçekleştirmiş olduğu her proje, ekspertiz raporundaki değer üzerinden alım satımın yapıldığı, SPK'nın gözetiminde faaliyetlerin kamuya duyurulduğu projelerdir. Bu şekilde işleyen bir piyasada kayıt dışı faaliyetlerin önü

kesilmektedir. Bunun yanı sıra, tarafların hak ve yükümlülüklerini koruyacak sağlıklı bir hukuki alt yapının sağlanması, yatırımcıları destekleyerek yabancı sermayeyi sektöre çekmektedir. (Çolak ve Alıcı, 2001: 2-3)

GYO'lar bireysel ve kurumsal yatırımcıların tasarruflarını ortak bir havuzda toplayarak büyük çaptaki projeler için gerekli kaynağı sağlamaktadır. Bunun yanı sıra gayrimenkul edinen kişilerin yaşadıkları likidite problemi, GYO hisse senetlerini kolayca alıp satılabilen GYO yatırımcıları tarafından yaşanmamaktadır. (GYODER)

Türkiye'de 1990'lı yıllarda oluşmaya başlayan GYO piyasası, 2005 yılı rakamlarıyla toplam aktifleri 1,89 milyar YTL'ye ulaşan 11 tane GYO'nun faaliyet gösterdiği bir piyasa haline gelmiştir. Sermayelerinin %49'unu halka açarak kaynak temin eden GYO'lar büyük çaplı gayrimenkul projelerini hayata geçirmektedir.

Uzun vadeli bir yatırım olan gayrimenkul yatırımlarının finansman problemi, ancak uzun vadeli kaynaklarla çözümlenebileceğinden, GYO'lar para piyasalarında borçlanmak yerine sermaye piyasaları aracılığıyla temin ettikleri özkaynaklarla yatırımlarını gerçekleştirmektedir.

GYO'ların kısa ve uzun vadeli toplam borçlanma miktarının toplam kaynaklarına oranı, 2005 yılı sonunda Vakıf, Atakule, Akmerkez, Nurol, İş ve Alarko GYO'da % 10 oranının altında gerçekleşmiştir. Kaynakları içerisinde yabancı kaynağa en az başvuran GYO'lar, 2006 yılının ilk 6 ayında, % 0,7 oranla Vakıf GYO ve %1,2'lik oranla Atakule GYO olmuştur. İhtiyaç duydukları uzun vadeli kaynağı, halka açılarak sağlayan GYO'lar, özkaynak niteliğinde bir kaynak elde ettikleri için, borçlanma ile kaynak elde edilmesi durumunda ortaya çıkan faiz yükü gibi maliyetlerle karşı karşıya kalmamaktadırlar.

Tablo 1 : Toplam Borç Yükümlülükleri/Pasif Toplamı

GYO	2004/12 (%)	2005/12 (%)	2005/6 (%)	2006/6 (%)
Vakıf	0,8	0,7	1,0	0,7
Atakule	0,8	1,0	0,9	1,2
Akmerkez	4,3	3,0	3,4	5,9
Nurol	32,9	9,2	9,3	6,7
İş	2,8	5,5	4,8	6,8
Alarko	0,7	7,6	0,4	13,2
İhlas	28,4	27,4	31,3	30,9
Garanti	9,4	36,4	30,4	38,3
Egs	42,8	37,1	43,5	39,2
YK Koray	25,7	55,0	59,8	48,5

Kaynak: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Mali Tablolar, (Çevrimiçi), <http://www.imkb.gov.tr/malitablem.htm>, 07.11.2006.

Tablo 2: Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller/ Toplam Aktif

GYO	2004/12 (%)	2005/12 (%)	2005/6 (%)	2006/6 (%)
Egs	73,0	95,5	73,0	94,9
Nurol	65,7	93,5	90,8	94,0
Atakule	94,8	95,5	92,3	93,3
Akmerkez	68,8	69,4	83,0	81,3
İş	77,1	73,7	76,1	72,9
Vakıf	81,3	74,4	77,6	71,9
Garanti	66,9	56,2	54,7	63,5
Alarko	29,3	24,4	28,1	22,3
İhlas	23,8	19,1	21,2	19,4
YK Koray	25,4	9,2	8,1	10,6

Kaynak: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Mali Tablolar, (Çevrimiçi), <http://www.imkb.gov.tr/malitablem.htm>, 07.11.2006.

Şirketler ellerindeki kaynakları, kısa vadede spekülatif kazanç elde edebilecekleri dönen varlıklarla, uzun vadede sermaye kazancı elde edecekleri duran varlıklara kanalize ederler. GYO'ların hazır değerler, menkul kıymetler, bir yıldan kısa sürede nakde çevrilecek alacaklar ve alım satım amaçlı tuttıkları gayrimenkul stokları dönen varlıkları içerisinde değerlendirilir. Duran varlıklarının büyük bir kısmı ise yatırım amaçlı yapılmış gayrimenkullerden oluşmaktadır. Yatırım amaçlı gayrimenkuller ortaklığın uzun vadede elinde tuttuğu ve üzerinden gelir elde ettiği gayrimenkullerdir. Uzun vadeli kaynağın uzun vadeli yatırımlara dönüştürülmesi politikasıyla hareket eden GYO'lar, alım satım amaçlı gayrimenkul (stok) yatırımlarından çok, yatırım amaçlı gayrimenkuller ile ilgilenmektedirler.

Türkiye'de GYO'lar ortalama olarak aktiflerin % 60-65'i oranında yatırım amaçlı gayrimenkul, % 15'i oranında alım satım amaçlı gayrimenkul stoku tutmaktadırlar. Yatırım amaçlı gayrimenkullerin GYO bilanço aktifleri içerisinde bu kadar büyük paylara sahip olması, gayrimenkul yatırımlarının alım satımdan kaynaklanan kazançlarından çok, uzun vadede gelir getiren bir yatırım aracı olma özelliğini ön plana çıkartmaktadır. Türkiye'de GYO'ların 2005 yılı bilançoları incelendiğinde, GYO olmanın uluslararası standartlarından biri olan, aktiflerin en az %75'i oranında gayrimenkul varlığı tutma koşulunun yerine getirilerek uluslararası standartlara yaklaşıldığı görülmektedir. GYO'ların toplam aktiflerinin çok büyük kısmını gayrimenkul yatırımlarına ayırması, gayrimenkul piyasasının gelişimi açısından büyük önem teşkil etmektedir.

Tablo 3: 2005 Yılı Toplam Aktif - Net Kar- Özsermaye (Bin YTL)

GYO	Toplam Aktif	Net Kar	Özsermaye
İş	841.711	34.095	795.518
YK.Koray	205.633	5.179	92.249
Alarko	165.135	10.184	152.624
Akmerkez	158.942	42.686	154.228
Garanti	139.766	5.185	88.954
EGS	121.947	-(36.439)	76.706
Atakule	120.631	17.178	119.367
Vakıf	53.358	6.145	52.982
İhlas	43.205	-(4.510)	31.385
Nürol	40.826	3.982	0
Toplam	1.891.154	83.685	1.564.012

Kaynak: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Mali Tablolar, (Çevrimiçi), <http://www.imkb.gov.tr/malitable.htm>, 07.11.2006.

Tablo 4, GYO'ların karlılık oranlarını göstermektedir. Şirketlerin kamuya açıkladıkları mali tablolara göre, 2005 yılında %27 aktif karlılık oranı ve % 28 özvarlılık karlılığı ile dikkati çeken Akmerkez GYO, piyasa koşullarına göre oldukça yüksek bir karlılığa sahiptir. İhlas GYO ve Egs GYO zarar ettiklerinden söz konusu oranlar negatif değerlerde çıkmıştır.

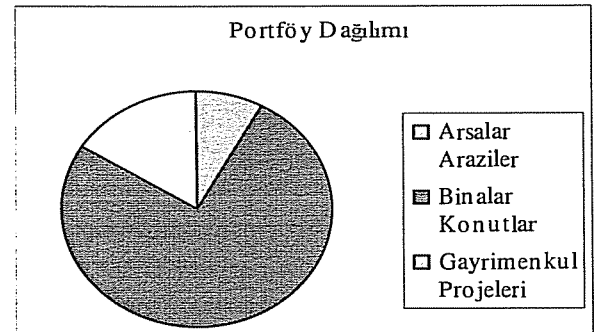
Tablo 4: 2005 Yılı Karlılık Oranları

GYO	Net Kar T.Aktif	Net Kar Özsermaye
Akmerkez	0,27	0,28
Atakule	0,14	0,14
Vakıf	0,12	0,12
Nürol	0,10	0,00
Alarko	0,06	0,07
İş	0,04	0,04
Garanti	0,04	0,06
YK.Koray	0,03	0,06
İhlas	-(0,10)	-(0,14)
EGS	-(0,30)	-(0,48)

Kaynak: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Mali Tablolar, (Çevrimiçi), <http://www.imkb.gov.tr/malitable.htm>, 07.11.2006.

Türkiye'deki GYO'ların portföy büyüklükleri 2005 yılı sonunda 1,6 milyar \$ değerine ulaşmıştır. GYO'ların portföy büyüklükleri; yine 2005 rakamlarına göre, ABD'de 500 milyar \$, Avrupa'da 108 milyar \$, kısa bir süredir bu alanda faaliyet gösteren Japonya'da ise, 15 milyar \$ olarak gerçekleşmiştir. ABD'de faaliyet gösteren yaklaşık 300 GYO, ABD'yi en başarılı ülke konumuna getirmiştir. (Sur, 2006: 43-51) Türkiye'de GYO'ların portföyünün %76'sını konut ve binalar, % 16'sını gayrimenkul projelerin ve % 8 'ini arsa ve araziler oluşturmaktadır.

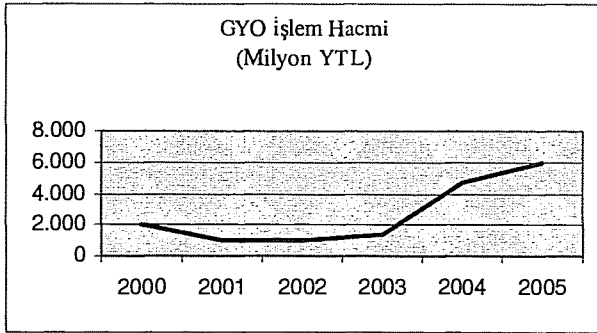
Şekil 4: GYO Portföy Dağılımı



Kaynak: Mert Ülker, GYO Sektör İstatistikleri Mart 2005, TEB Yatırım, (Çevrimiçi), http://www.gyoder.org.tr/images/content/GYODER_2005_GYO_Sektor_Istatistikleri.pdf, 07.11.2006.

1990'lerden sonra finans piyasası içinde rol oynamaya başlayan GYO'ların işlem hacmi, son yıllarda yükselişe geçerek 2005 yılında 6 milyar YTL'ye yaklaşmıştır. Mali kurumların toplam işlem hacminin %4,3'ü, sektördeki toplam işlem hacminin %2,2'si GYO'lar tarafından gerçekleştirilmektedir.

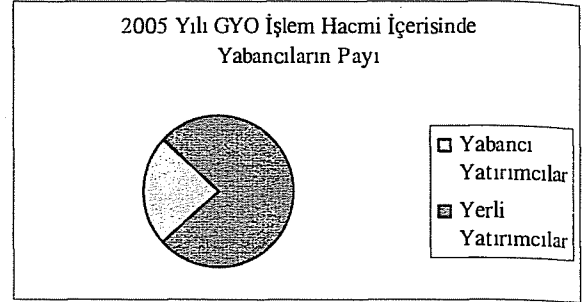
Şekil 5: GYO İşlem Hacmi



Kaynak: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, "Yıllık Rapor 2005", (Çevrimiçi), <http://www.imkb.gov.tr/veri.htm>, 23.11.2006.

Halka açık, şeffaf bir yapıya sahip olan GYO'lar, profesyonel bir gayrimenkul yönetimiyle kurumsal ve bireysel yatırımcıları çekerken, tasarruflarını gayrimenkul satm almak yerine gayrimenkule yatırım yapan GYO'nun hisse senetleriyle değerlendiren yatırımcılar, bir gayrimenkulün paraya çevrilmesindeki zaman ve maliyet unsurlarının etkisinden arınmış olmaktadır. Kurumsal bir gayrimenkul piyasasının oluşumuna büyük katkıları olan GYO'lar, son yıllarda yabancıların gayrimenkul piyasasına olan ilgisini arttırmışlardır. Türkiye'de 2005 yılı itibariyle GYO işlem hacminin %24'ü yabancı yatırımcılar tarafından gerçekleştirilmiştir.

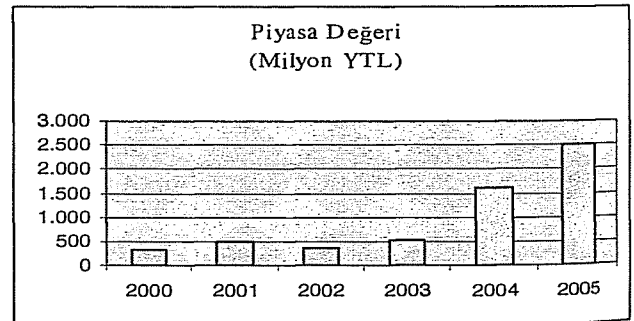
Şekil 6: GYO İşlem Hacmi İçerisinde Yabancıların Payı



Kaynak: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, "Yıllık Rapor 2005", (Çevrimiçi), <http://www.imkb.gov.tr/veri.htm>, 23.11.2006.

GYO'ların piyasa değeri, şirket faaliyetlerinin yanı sıra ülkedeki ekonomik ve siyasi gelişmelerden de etkilenerek, 2000-2005 yılları arasında Şekil 7'de verilen değerlere ulaşmıştır. GYO'ların piyasa değeri, 2003-2004 yılları arasında %195, 2004-2005 yılları arasında %55,9 artarak GYO hisselerini yüksek kar potansiyeline sahip yatırımlar haline getirmiştir.

Şekil 7: GYO'ların Piyasa Değeri



Kaynak: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, "Yıllık Rapor 2005", (Çevrimiçi), <http://www.imkb.gov.tr/veri.htm>, 23.11.2006.

Tablo 5: 2006 Yılı GYO Piyasa-Net Aktif Değerleri

GYO (Bin YTL)	Piyasa Değeri (PD) (Bin YTL)	Net Aktif Değer (NAD) (Bin YTL)	PD NAD	Prim & İskonto Oranı (%)	
Egs	27.000	9.393	2,87	187,44	P
İhlas	50.076	29.753	1,68	68,31	P
YK.Koray	132.800	95.962	1,38	38,39	P
Garanti	138.744	103.961	1,33	33,46	P
İş	996.497	1.013.398	0,98	-1,67	İ
Nurol	32.800	39.077	0,84	-16,06	İ
Pera	26.880	33.037	0,81	-18,64	İ
Atakule	96.390	125.588	0,77	-23,25	İ
Vakıf	45.024	59.923	0,75	-24,86	İ
Alarko	139.995	187.292	0,75	-25,25	İ
Akmerkez	486.350	699.053	0,70	-30,43	İ
Toplam	2.172.556	2.396.438	0,91	-9,34	İ

Kaynak: Tacirler Menkul Değerler A.Ş., "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları", (Çevrimiçi), <http://www.tacirler.com.tr/arastirma/gyo.pdf>, 17.12.2006.

Tablo 5'de GYO'ların 11.12.2006 tarihli piyasa değerleri ve net aktif değerleri verilmektedir. Net aktif değer; şirketin varlıklarının rayiç değerleri toplamına şirketin alacakları ve diğer varlıklarını ekleyip bu değerden şirketin borçlarını çıkarttığımızda ulaştığımız değerdir.*** GYO'nun piyasa değeri, net aktif değerine bağlı olduğu gibi genel ekonomik duruma ve şirketle ilgili beklentilere bağlı olarak da değişmektedir. (SPKa) 11.12.2006 tarihli verilere göre; GYO piyasasında, piyasa değeri net aktif değerinden yüksek olan primli (P) şirket hisseleriyle, piyasa değeri net aktif değerinden düşük olan iskontolu (İ) şirket hisselerinin ortaya çıktığı ve dolayısıyla piyasa değerlerinin net aktif değerlerden farklılaştığı görülmektedir. Piyasa değeri ile net aktif değer arasındaki farkın açılması, piyasadaki yatırımcıların irrasyonel davranışlar içerisine girerek mali tablo analizlerini yeterince

dikkate almadığı ve spekülatif beklentileri doğrultusunda hareket ettikleri şeklinde yorumlanabilir. Böyle bir durum şüphesiz etkin olmayan bir piyasada meydana gelmektedir. Tablo 5'deki değerlendirmeye göre; Egs, İhlas, Yapı Kredi ve Garanti GYO hisselerinin primli piyasa değerlerine sahip olduğu; Nurol, Pera, Atakule, Vakıf, Alarko ve Akmerkez GYO hisselerinin piyasa değerlerinin net aktif değerlerine göre düşük olduğu sonucu ortaya çıkmıştır. İş GYO'nun piyasa değeri ile net aktif değeri yaklaşık eş değerdedir.

Şirketlerin piyasa değerleri üzerinde etkisi olan bir diğer faktör de yarattıkları net kardır. Şirketin piyasa değerinin şirketin net karma oranlanmasıyla elde edilen fiyat kazanç oranı, şirketin gelecek dönemlerde yaratacağı kar potansiyelinin bir göstergesidir. Yüksek bir fiyat kazanç oranı; yatırımcıların ileriki dönemlerde dağıtılacak olan kar paylarının yüksek olacağı, hisse senedinin düşük riskli olduğu veya

*** Bir hissenin sahip olması gereken değer net aktif değer hisse senedi sayısına bölünmesiyle elde edilmektedir.

ortalama bir kar payı büyüme oranı gerçekleşeceği ile ilgili beklentiler içine girmelerine sebep olmaktadır. (Brealey, Myers ve Marcus, 2001: 478-479)

GYO'ların 08.12.2006 tarihli fiyat kazanç oranlarını incelediğimizde, fiyat kazanç oranı en yüksek olan Yapı Kredi Koray'ın net karının 93,58 katı büyüklüğünde bir piyasa değerine sahip olduğunu görmekteyiz. Teoriye göre yüksek bir fiyat kazanç oranı şirketin gelecek dönemlerde yaratacağı kar potansiyeline dair bir işaret olmasına rağmen, uygulamada bu derece yüksek olan bir oran şirketin piyasa değeri üzerinde spekülasyon etkiler olduğu şüphelerini uyandırmaktadır. Böyle bir durumda piyasa değerinin gerçek değeri yansıtmadığı düşüncesiyle yatırımcıların şirket üzerindeki ilgileri azalabilir. Bu nedenle fiyat kazanç oranı en yüksek olan GYO yerine ortalama yükseklikteki fiyat kazanç oranlarına sahip GYO'ların daha yüksek kar potansiyelleri yaratacağına dair bir beklenti oluşması muhtemeldir.

Tablo 6: Fiyat Kazanç Oranı (08.12.2006)

GYO	Fiyat Kazanç Oranı: <u>Piyasa Değeri</u> Net Kar
YK.Koray	93,58
Nurol	27,41
İş	21,77
Garanti	16,07
Alarko	12,2
Akmerkez	8,79
Vakıf	7,18
Atakule	5,5

Kaynak: (Çevrimiçi), <http://bigpara.e-kolay-net/index.asp>, 08.12.2006.

Sonuç

GYO'ların bilanço yapıları genel olarak değerlendirildiğinde Türkiye'deki GYO piyasasının küçük fakat gelişme potansiyeli yüksek bir yapıya sahip olduğu görülmektedir. 2005 yılı itibarıyla toplam 1,89 milyar YTL aktife sahip olan GYO'lar, bu aktiflerinin % 60-65'i oranında yatırım amaçlı gayrimenkul, %15'i oranında alım satım amaçlı gayrimenkul yatırımı yapmaktadırlar. Aktiflerin çok büyük bir kısmının gayrimenkul piyasasına kanallandırılması gayrimenkul piyasasının gelişimi açısından önem taşımaktadır. Kurumsal bir piyasaya sahip olan GYO'lar, sermayelerinin en az %49'unu halka açarak başta yabancı yatırımcılar olmak üzere kurumsal yatırımcıları piyasaya çekebilme ve yatırımlar için yeni fon kaynakları oluşturabilmektedirler. Ortalama olarak aktiflerinin sadece % 15-20'sini borçlanma yoluyla oluşturan GYO'lar, sermaye piyasası aracılığıyla temin ettikleri düşük maliyetli ve uzun süreli fonları gayrimenkul yatırımlarına yönlendirmektedirler.

2005 yılına ait yapılan değerlendirme sonucu, İş GYO'nun 795 milyon YTL ile özsermayesi en yüksek olan GYO, Akmerkez GYO' nun ise 42 milyon YTL ile en yüksek net kara sahip olan GYO olduğu görülmüştür. GYO hisselerinin sermaye piyasasında alınıp satılmasıyla oluşan piyasa değerleri, şirketin özsermayesi ve karlılığının yanı sıra piyasadaki beklentilere de bağlı olduğundan net aktif değerlerinden farklılaşabilmektedir. Türkiye'de sermaye piyasası yatırımları, şirketlerin bilanço değerlerinden çok piyasada oluşan beklentilere göre şekillendiğinden, GYO'ların piyasa değerleri şirketin bilanço yapısından çok spekülasyon beklentilerin etkisi altında oluşmaktadır. En yüksek karlılığa sahip olan Akmerkez GYO'nun, Piyasa değeri-Net aktif değer karşılaştırmasında iskonto oranı en yüksek GYO olmasının sebebi bu şekilde açıklanabilir.

Bir ülkenin sosyal ve kültürel yapısının yanı sıra finansal gelişmişliğinin de göstergelerinden biri olan gayrimenkul sektörü, genellikle tasarruflarla veya banka kredileri gibi yabancı kaynaklarla finanse edilmektedir. Faaliyet alanları sadece gayrimenkul üzerine olan GYO'ların, 1990'lardan sonra sisteme dahil olması, uygulamaya yeni bir finansman yöntemi daha kazandırarak, sermaye piyasası aracılığıyla kaynak transferine olanak sağlamıştır. GYO'lar, halka arzlarını gerçekleştirerek sermayeyi tabana yaymakta, büyük çaptaki projelerin gerçekleşmesine olanak sağlayarak kentleşme sürecine katkıda bulunmaktadır. GYO'ların geliştirilerek yaygın hale getirilmesi, başta gayrimenkul sektörünü olmak üzere tüm ekonomiyi yükselişe geçirecek bir ivme yaratacaktır.

KAYNAKLAR

- Akçay, Belgin (2000). "Türkiye'de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Değerlendirilmesi", (Çevrimiçi), http://www.makalem.com/Search/ArticleDetails.asp?nARTICLE_id=357, 07.11.2006.
- Brealey, Richard A., Stewart C. Myers, Alan J. Marcus (2001). *İşletme Finansının Temelleri*, Çev. Ünal Bozkurt, Türkan Arıkan ve Hatice Doğanlı, 3.bs., Literatür Yayıncılık, İstanbul.
- Big Para. (Çevrimiçi), <http://bigpara.e-kolay-net/index.asp>, 08.12.2006.
- Chen, Hsuan- Chi, Chiuling Lu (2004). "How Much Do REITs Pay for Their IPOs", (Çevrimiçi), <http://papers.ssrn.com>, 07.11.2006.
- Çolak, Ender, Aşkın Alıcı (2001). *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları A'dan Z'ye*, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No: 136, Ankara.
- Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Derneği (GYODER). "40 Soruda Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları", (Çevrimiçi), <http://www.gvoder.org.tr/content.asp?category=10>, 05.08.2006.
- Güven, Tuna (2002). "Real Estate Investment Companies in Turkey as a Financial Tool", (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İngilizce İşletme Ana Bilim Dalı).
- Han, Bing (2004). "Insider Ownership and Firm Value: Evidences from Real Estate Investment Trusts", (Çevrimiçi) <http://papers.ssrn.com>, 07.11.2006.
- Hartzell, Jay C., Jarl G.Kallberg, Crocker H.Liu (2004). "The Role of The Underlying Real Estate Market in REIT", (Çevrimiçi), <http://papers.ssrn.com>, 07.11.2006.
- İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKBa). "Mali Tablolar", (Çevrimiçi), <http://www.imkb.gov.tr/malitable.htm>, 07.11.2006.
- İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKBb). Yıllık Rapor 2005, (Çevrimiçi), <http://www.imkb.gov.tr/veri.htm>, 23.11.2006.
- National Association of Real Estate Investment Trust (NAREITa). "Diversification Benefits of REITs", (Çevrimiçi), <http://www.investinreits.com/reasons/diversification.cfm>, 12.11.2006.
- National Association of Real Estate Investment Trust (NAREITb). "Dividends", (Çevrimiçi), <http://www.investinreits.com/reasons/dividend.s.cfm>, 12.11.2006.
- National Association of Real Estate Investment Trust (NAREITc). "How Does a Company Qualify as a REIT" (Çevrimiçi), <http://www.investinreits.com/learn/faq.cfm>, 12.11.2006.
- Sermaye Piyasası Kurulu (SPKa). "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları", (Çevrimiçi), <http://www.spk.gov.tr/kyd/vo/gyo>, 05.08.2006.
- Sermaye Piyasası Kurulu (SPKb). "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği", (Çevrimiçi), http://www.spk.gov.tr/mevzuat/html/SPK14.htm#Seri_VI_No_11, 14.08.2006.
- Sur, Haluk (2006). "Türkiye'de Gayrimenkul Piyasasının Gelişimi ve Yatırım Ortaklıkları", *Gayrimenkul Piyasasında Yeni Perspektifler-Sempozyum Bildirileri*,

İstanbul Üniversitesi Yayınları, Yayın No: 975-404, İstanbul.

Susar, Özkan (2004). **Tüm Yönleriyle Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları**, Adalet Yayınevi, Ankara.

Tacirler Menkul Değerler A.Ş.. “ Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları”, (Çevrimiçi), <http://www.tacirler.com.tr/araştırma/gyo.pdf>, 06.12.2006.

Teker, Murat Bahadır (1996). **Sermaye Piyasası Araçları Yoluyla Gayrimenkul Finansmanı ve Yatırımı**, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No: 43, Ankara.

Tuncel, Kürşat (1997). **Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ve Türkiye Uygulaması**, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No: 105, Ankara.