

**İSTANBUL TEKNİK ÜNİVERSİTESİ ★ FEN BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ**

**TÜRKİYE’DE VE DÜNYA’DA GAYRİMENKUL YATIRIM  
ORTAKLIKLARI TEMEL YASAL DÜZENLEMELERİ, GELİR YAPILARI  
ve SERMAYE PİYASALARINDAN SAĞLADIKLARI FON**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ  
Selim ERDOĞAN**

**Anabilim Dalı : GAYRİMENKUL GELİŞTİRME  
Programı : GAYRİMENKUL GELİŞTİRME YÜKSEK LİSANS**

**HAZİRAN 2008**

**İSTANBUL TEKNİK ÜNİVERSİTESİ ★ FEN BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ**

**TÜRKİYE’DE VE DÜNYA’DA GAYRİMENKUL YATIRIM  
ORTAKLIKLARI TEMEL YASAL DÜZENLEMELERİ, GELİR YAPILARI  
ve SERMAYE PİYASALARINDAN SAĞLADIKLARI FON**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**Selim ERDOĞAN**

**516051017**

**Tezin Enstitüye Verildiği Tarih: 05 Mayıs 2008**

**Tezin Savunulduğu Tarih: 16 Haziran 2008**

**Tez Danışmanı : Doç. Dr. Murat ÇIRACI**

**Diğer Jüri Üyeleri : Prof. Dr. Heyecan GİRİTLİ**

**Doç. Dr. Ferhan GEZİCİ**

**HAZİRAN 2008**

## ÖNSÖZ

Bu tez bir sorudan yola çıkılarak ortaya çıktı. “sendikasyon kredilerine bağlı olarak büyüyen gayrimenkul sektörü sermaye piyasalarından ne kadar destek alıyor?” Nedenlerin cevaplardan daha önemli olduğu varsayılacak olursa ortaya konmaya çalışılan nedenlerin her biri ayrı bir tez konusu olabilecek ilginçlikte.

Tezin ortaya çıkmasında manevi desteği ile editöryal yeteneklerini esirgemeyen eşim Eda ERDOĞAN’a teşekkür ediyorum.

## İÇİNDEKİLER

|                                                                             |             |
|-----------------------------------------------------------------------------|-------------|
| <b>KISALTMALAR</b>                                                          | <b>v</b>    |
| <b>TABLO LİSTESİ</b>                                                        | <b>vi</b>   |
| <b>ŞEKİL LİSTESİ</b>                                                        | <b>vii</b>  |
| <b>ÖZET</b>                                                                 | <b>viii</b> |
| <b>SUMMARY</b>                                                              | <b>x</b>    |
| <br>                                                                        |             |
| <b>1. GİRİŞ VE ÇALIŞMANIN AMACI</b>                                         | <b>1</b>    |
| <br>                                                                        |             |
| <b>2. SERMAYE PİYASALARI VE GYO'LARIN SERMAYE PİYASALARINDAKİ YERİ</b>      | <b>6</b>    |
| <br>                                                                        |             |
| <b>2.1 Sermaye Piyasası Kavramları ve Terimleri</b>                         | <b>6</b>    |
| 2.1.1 Mali Tablo Terimleri                                                  | 6           |
| 2.1.2 Finans Terimleri                                                      | 8           |
| <br>                                                                        |             |
| <b>2.2 Sermaye Piyasası Kurumları</b>                                       | <b>10</b>   |
| 2.2.1 Sermaye Piyasaları ve Borsalar                                        | 10          |
| 2.2.2 Anonim Şirketler                                                      | 11          |
| 2.2.3 Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları                                      | 12          |
| 2.2.3.1 GYO'ların Yapamayacakları İşler                                     | 13          |
| 2.2.3.2 GYO'ların Yapabileceği Diğer İş ve İşlemler                         | 13          |
| 2.2.3.3 GYO'ların Yatırımlarına İlişkin Diğer Yasak ve Sınırlamalar         | 15          |
| 2.2.3.4 GYO'lara İlişkin Portföy Sınırlamaları                              | 16          |
| <br>                                                                        |             |
| <b>2.3 Sermaye Piyasasında Finansman</b>                                    | <b>16</b>   |
| <br>                                                                        |             |
| <b>2.4 Sermaye Piyasası Araçları</b>                                        | <b>19</b>   |
| 2.4.1 Hisse Senetleri                                                       | 19          |
| 2.4.2 Diğer Sermaye Piyasası Araçları                                       | 19          |
| <br>                                                                        |             |
| <b>3. TÜRKİYE VE DÜNYADA GYO'LAR</b>                                        | <b>20</b>   |
| <br>                                                                        |             |
| <b>3.1 Amerika Birleşik Devletleri'nde Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları</b> | <b>25</b>   |
| <br>                                                                        |             |
| <b>3.2 Dünya'da Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları</b>                        | <b>25</b>   |
| 3.2.1 Temel Düzenlemeler                                                    | 25          |
| 3.2.2 Gelir ve Portföye İlişkin Düzenlemeler                                | 27          |
| 3.2.3 Piyasa Değerleri, İşlem Hacimleri ve Diğer Karşılaştırmalar           | 28          |
| 3.2.4 GYO'lardaki Büyüme Trendleri                                          | 34          |
| <br>                                                                        |             |
| <b>3.3 Türkiye'deki Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları</b>                    | <b>36</b>   |
| 3.3.1 Türkiye'deki GYO'ların Sayıları ve Net Aktif Değerleri                | 36          |
| 3.3.2 Türkiye'deki GYO'ların Portföy ve Piyasa Değerleri                    | 36          |

|            |                                                                                         |           |
|------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| 3.3.3      | Türkiye’deki GYO’ların Halka Açıklık Oranları                                           | 36        |
| <b>4.</b>  | <b>TÜRK GYO’LARININ SERMAYE PİYASALARINDAN SAĞLADIKLARI KAYNAK VE GELİRLER İLİŞKİSİ</b> | <b>36</b> |
| <b>4.1</b> | <b>Toplulaştırılmış Halka Arz Sonuçları</b>                                             | <b>43</b> |
| <b>4.2</b> | <b>Şirketler Bazında Halka Arzlar ve Mali Tabloların Gelişimi</b>                       | <b>46</b> |
| 4.2.1      | Atakule Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı                                                   | 47        |
| 4.2.2      | Akmerkez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı                                                  | 48        |
| 4.2.3      | Alarko Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı                                                    | 49        |
| 4.2.4      | İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı                                                        | 51        |
| 4.2.5      | Garanti Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı                                                   | 54        |
| 4.2.6      | Nurol Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı                                                     | 55        |
| 4.2.7      | Vakıf Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı                                                     | 56        |
| 4.2.8      | Yapı Kredi Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı                                                | 58        |
| <b>4.3</b> | <b>Portföylerin Gelişimi</b>                                                            | <b>60</b> |
| <b>5.</b>  | <b>SONUÇ</b>                                                                            | <b>62</b> |

## **KISALTMALAR**

|             |                                     |
|-------------|-------------------------------------|
| <b>GYO</b>  | : Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı     |
| <b>SPK</b>  | : Sermaye Piyasası Kurulu           |
| <b>İMKB</b> | : İstanbul Menkul Kıymetler Borsası |
| <b>REIT</b> | : Real Estate Investment Trusts     |

## TABLO LİSTESİ

|                   | <u>Sayfa No</u>                                         |
|-------------------|---------------------------------------------------------|
| <b>Tablo 3.1</b>  | Yıllara Göre Halka Arz Sayısı ve Toplam Hasılat..... 22 |
| <b>Tablo 3.2</b>  | A.B.D’de REIT Sayısı ve Kapitalizasyon..... 23          |
| <b>Tablo 3.3</b>  | Temel Organizasyonel Düzenlemeler..... 25               |
| <b>Tablo 3.4</b>  | Temel Faaliyet Düzenlemeleri..... 27                    |
| <b>Tablo 3.5</b>  | Dünya’da Halka Açıklık Oranları..... 33                 |
| <b>Tablo 4.1</b>  | Gyo’ların Portföy Net aktif ve Piyasa Değerleri..... 41 |
| <b>Tablo 4.2</b>  | Türkiye’de Halka Açıklık Oranları..... 43               |
| <b>Tablo 4.3</b>  | Konsolide Halka Arz Hasılatları..... 45                 |
| <b>Tablo 4.4</b>  | Atakule GYO Finansal Göstergeleri..... 47               |
| <b>Tablo 4.5</b>  | Akmerkez GYO Finansal Göstergeleri..... 48              |
| <b>Tablo 4.6</b>  | Alarko GYO Finansal Göstergeleri(1997-2001)..... 50     |
| <b>Tablo 4.7</b>  | Alarko GYO Finansal Göstergeleri(2002-2006)..... 51     |
| <b>Tablo 4.8</b>  | İş GYO Sermaye Artırımları..... 52                      |
| <b>Tablo 4.9</b>  | İş GYO Finansal Göstergeleri(1999-2001)..... 52         |
| <b>Tablo 4.10</b> | İş GYO Finansal Göstergeleri(2002-2006)..... 53         |
| <b>Tablo 4.11</b> | Garanti GYO Halka Arz Hasılatı..... 54                  |
| <b>Tablo 4.12</b> | Garanti GYO Finansal Göstergeleri..... 55               |
| <b>Tablo 4.13</b> | Nurol GYO Finansal Göstergeleri..... 56                 |
| <b>Tablo 4.14</b> | Vakıf GYO Halka Arzları..... 57                         |
| <b>Tablo 4.15</b> | Vakıf GYO Finansal Göstergeleri(1997-2001)..... 57      |
| <b>Tablo 4.16</b> | Vakıf GYO Finansal Göstergeleri(2002-2006)..... 58      |
| <b>Tablo 4.17</b> | Yapı Kredi GYO Finansal Göstergeleri(1997-2001)..... 59 |
| <b>Tablo 4.18</b> | Yapı Kredi GYO Finansal Göstergeleri(2002-2006)..... 59 |
| <b>Tablo 4.19</b> | Gayrimenkul Portföyü/Toplam Portföy İlişkisi 60         |

## ŞEKİL LİSTESİ

|                                                     | <b><u>Sayfa No</u></b> |
|-----------------------------------------------------|------------------------|
| <b>Şekil 3.1</b> Toplam Şirket Değerleri.....       | 29                     |
| <b>Şekil 3.2</b> İşlem Hacimleri.....               | 30                     |
| <b>Şekil 3.3</b> Kaldıraç Oranları.....             | 30                     |
| <b>Şekil 3.4</b> Getiri Oranları.....               | 31                     |
| <b>Şekil 3.5</b> Reel Faiz-Getiri Makası.....       | 32                     |
| <b>Şekil 3.6</b> Piyasa Değeri Değişimi.....        | 34                     |
| <b>Şekil 4.1</b> Türkiye’de GYO’ların Gelişimi..... | 41                     |



**TÜRKİYE’DE VE DÜNYA’DA GAYRİMENKUL YATIRIM  
ORTAKLIKLARI TEMEL YASAL DÜZENLEMELERİ, GELİR YAPILARI  
ve SERMAYE PİYASALARINDAN SAĞLADIKLARI FON**

**ÖZET**

Bu çalışmada esas itibariyle Türkiye’de faaliyet gösteren gayrimenkul yatırım ortaklıklarının, ilgili yasal düzenlemelerin amacı çerçevesinde finansman kaynağı olarak halka arz hasılatları ve gelirlerinin türü incelenmiştir.

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları küçük tasarrufların büyük gayrimenkul projelerine aktararak gayrimenkul sektörü için alternatif ve güçlü bir finansman yöntemi sunma amacıyla düzenlenmiştir. Ülkemizde GYO’lara ilişkin düzenlemelerin gelir türlerine getirilen sınırlamalar açısından diğer ülkelerden daha serbest olduğu görülmüştür. Bu serbestiğin GYO’ların mali tablolarına düşük “esas faaliyet karlılığı”, “yüksek net karlılık” olarak yansıdığı ortaya çıkmıştır.

Kurumlar vergisinden muaf olan ve aynı sermaye ödenmiş sermaye unsuru olabilen gayrimenkul yatırım ortaklıklarının, düzenlemenin yapıldığı 1998 yılından 2007 yılına kadar birincil ve ikincil halka arzlardan 405 Milyon YTL kaynak elde ettikleri hesaplanmıştır. GYO’ların ilk defa ortaya çıktığı Amerika Birleşik Devletleri’nde ise, aynı dönemde sermaye piyasalarından elde edilen kaynak 250 Milyar Dolar civarındadır.

Dünya’da GYO düzenlemesine sahip 15 ülke arasından en büyük beşi olan Amerika Birleşik Devletleri, İngiltere, Fransa, Almanya, Japonya’daki düzenlemelerle birlikte ülkemizdeki düzenlemelere bakıldığında; minimum başlangıç sermayesi, minimum başlangıç halka açıklık oranı, borsa kotasyonu, minimum ortak sayısı gibi organizasyonel kriterlerde ülkemiz düzenlemelerinin diğerlerinden daha sınırlayıcı olduğu, ancak buna karşılık, faaliyet dışı gelirlerin vergilendirilmesi, toplam gelirlerin belirli bir kısmının faaliyet dışı gelirlerden oluşabilmesi gibi faaliyet

sınırlamalarında ülkemizdeki düzenlemelerin diğer ülkelerden çok daha serbest olduğu görülmüş, bu durumun ülkemizdeki GYO'ların faaliyetlerinin türünü önemli ölçüde faaliyet dışı gelirler lehine çevirdiği sonucuna ulaşılmıştır.

Dünya karşılaştırmasına konu olan onbeş ülke arasında 2007 sonu değerleriyle ülkemizdeki GYO'ların büyüklük açısından onüçüncü, bir yıllık borsa işlem hacmi sıralamasında onuncu, varlıkların borçlarla finanse edilme oranında ondördüncü sırada geldiği görülmüştür. Ancak fiyat artışından kaynaklanan ve borsa fiyatının ne kadar oynak olabildiğine işaret eden getiri oranında ikinci sırada yer almıştır. Faiz getiri ve hisse senedi temettü getirisi arasındaki fark sıralamasında ülkemiz en büyük negatif farkla sonuncu sırada yer almıştır.

Minimum halka açıklık oranı sınırlaması olan az sayıda ülkeden biri olmakla beraber, Türkiye'deki GYO'lardan yalnızca birinin minimum sınırın üzerinde halka açıklık oranına sahip olduğu, buna karşılık Dünyanın belli başlı GYO'larına bakıldığında halka açıklık oranlarının %75 ve %100 arasında olduğu görülmüştür.

Büyüme trendleri değer artışı kriteriyle incelendiğinde ülkemizin de içinde bulunduğu AOA(Avrupa Ortadoğu Afrika) bölgesinin Amerika, Asya ve Pasifik bölgelerinden belirgin bir şekilde hızlı büyüdüğü ortaya çıkmıştır.

Ülkemizdeki GYO'ların faaliyetleri incelendiğinde ortaya çıkan bir diğer sonuç sözkonusu şirketlerin 1998-2006 yılları arasındaki elde ettikleri toplam gelirlerin önemli bölümünün faaliyet dışı gelir ve karlar faktöründen oluştuğudur. Diğer bulgularla birlikte değerlendirildiğinde, yani 1998-2006 yılları arasında gerçekleştirilen nakit sermaye artırımlarının sayısı ve bu arzlardan elde edilen toplam hasılatın görece azlığı, halka arzlar sırasında genellikle rüçhan hakkı sınırlamasına gidilmemesi, minimum halka açıklık oranının geçilmesinde görülen isteksizlik, GYO'ların kurulma ve çalışma nedenlerinin en başında faaliyet dışı gelir ve karlara tanınan vergi avantajı olduğu ortaya çıkmaktadır.

Diğer yandan ülkemizdeki GYO'ların aynı sermayeye ve vergi istisnasına ilişkin kolaylıklardan yararlanmak için gerekli olan minimum halka açıklık oranını aşmama eğiliminde olmalarıdır. Bunu da halka arz işlemi gerçekleştirilmeyerek ya da ortakların rüçhan haklarını kısıtlamayıp sağlar görünmektedirler.

Çalışma kapsamındaki şirketlerin gerek halka arz öncesi sahip oldukları işletme sermayelerini ve gerekse halka arzlardan elde ettikleri gelirlerin önemli bir bölümünü özellikle 1998-2003 yılları arasında gayrimenkul yatırımları yerine alternatif alanlarda değerlendirdikleri gözlemlenmiştir.

## **REAL ESTATE INVESTMENT TRUSTS, BASIC REGULATIONS, REVENUE COMPOSITIONS and FUNDS FROM PUBLIC OFFERINGS**

### **SUMMARY**

Real estate investment trusts, their income compositions and public offering results have been searched in this work in terms of the aim of the regulations. The legal regulations related to REIT's have been made in order to create an investment environment for accumulation of savings of small investors to provide funds for relatively big real estate investments. It's been observed that the REIT regulations in Turkey are more "liberal" with regard of the restrictions on revenues. The reflection of these regulations can be seen as "high net profits" and "low net operating profits" in the financial statements. With corporate tax exemption and being permitted to use capital in kind to add to paid capital, it has been calculated that the companies collected 405 Million YTL from the initial and secondary public offerings since the year 1998 in which was the regulations firstly issued. In the US, where the REIT's firstly emerged, companies collected approximately 250 Billion Dollars in the same period of time.

REIT's of Turkey has been ranked as 13'th in the capitalisation, 10'th in the one year transaction volume in the stock exchange, 14'th in the shareholders equity ratio within the 15 countries in comparison by the end of the 2007. But REIT's of Turkey has been ranked as second in the capital gain comparison which may due to high volatility of İstanbul Stock Exchange. It's also interesting to see that they have been ranked as 15'th in the divergence between average interest rate and dividend yield. Regulations in USA, Japan, France, Germany, United Kingdom which are the biggest among 15 countries having REIT regulations, are more liberal than the

regulations in Turkey related to minimum initial capital, minimum free float ratio, stock exchange listing, minimum shareholder restrictions. But for operational regulations such as types of the revenues, taxations on revenues from out of field, Turkey is the more liberal country. This fact is considered one of the most important factor that forces REITs to perform on mainly out of real estate business.

Despite the fact that Turkey is one of the few jurisdictions having regulations to force minimum free float ratio, it is also observed that the companies covered by this work tend not to exceed the minimum level of free float ratio required by the legal regulations in order to facilitate tax and paid capital exemptions where common REIT's of the world having the same rate between %75-%100.

Looking at the performances of the REIT's of Turkey, reveals that these companies preferred to allocate their sources in the fixed income assets rather than big real estate projects especially in the era 1998-2003 in order to facilitate high interest rates.

## 1. GİRİŞ VE ÇALIŞMANIN AMACI

Kurumlar gerek hukuki olarak tanımlanmış olsun gerek hukuksal bir kimlik tanımından yoksun olsun eğer teleolojik (ereksel) bir amaçla toplumsal organizasyona entegre edilmiyorsa toplumsal organizasyonun bir ihtiyacından kaynaklanan boşluğu doldurmaktadır[1]. Daha açık bir ifadeyle bazı kurumlar yetkili otoriteler tarafından ihtiyaç olmadığı halde, içine konulacağı ortamı dönüştürme amaçlı olarak yapılandırılabilir. Sözelimi klasik batı müziği konservatuarları toplumda bu yönde bir talep olmadığı halde toplumun hedeflenen bir yönde evrilmesi amaçlı olarak kurulabilir. Diğer yandan pamuğu girdi olarak kullanan bir iplik üreticisi, altı ay sonra almak durumunda olacağı pamuğun o zamanki fiyatlarının belirsizliğinden doğan endişelerini gidermek için pamuk satıcısıyla altı ay sonraki fiyatı şimdiden sabitleyecek bir sözleşme yapabilir. Bu tür işlemlerin değişik hammaddeleri de kapsamı tarafların ve araçların sayısının artması bir süre sonra vadeli işlemler borsası adı verilen bir organizasyonun hukuki olarak tanınmasına neden olabilir. Bu durumda ortada kendi kendine belirmiş bir ihtiyaç vardır. Otoritenin yaptığı bu işlemleri düzenlemekten ibarettir.

Sermaye piyasaları ile ilgili pek çok kaynakta kurumların kredilerin baskısı olmaksızın finanse edilmeleri ve sağlıklı ekonomik büyümenin en önemli araçlarından biri kabul edilmektedir[2].

Bu piyasaların güçlü ve etkin olduğu ülkeler ülkemizde yapılan düzenlemelerin örneğini teşkil etmektedir. Sözelimi Sermaye Piyasası Kanunu ve alt düzenlemelerinin önemli bölümünün esin kaynağı Amerika Birleşik Devletleri'nde bulunan Securities and Exchange Commission (SEC) ve İngiltere'de faaliyet gösteren Financial Services Authority (FSA) düzenlemeleridir.

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları da yine ilk örnekleri yurtdışında oluşan ve ülkemizdeki yetkili otoriteler tarafından bu gelişmiş örneklerden yola çıkılarak düzenlenen kurumlardandır. Türün tanımı Sermaye Piyasası Kurulu'nunu Seri:VI No:11 tebliğinde; "Bu Tebliğ 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 bu Tebliğ’de izin verilen diğer faaliyetlerde bulunabilen sermaye piyasası kurumlarıdır.” şeklinde yapılmıştır[3].

Diğer yandan yine Sermaye Piyasası Kurulu’nun web sitesinde yayınlanan Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçığı’na göre “Gayrimenkul yatırım ortaklıkları iş merkezleri, alışveriş merkezleri gibi büyük ölçekli gayrimenkul projelerinin finansmanına kaynak sağlar”[4]. Böylelikle GYO’lara büyük projelere finansman sağlama fonksiyonu yüklenmektedir. Burada sözkonusu türün ülkemiz sistemine alınmasının amacının ipucunu görmekteyiz. Bu amaç büyük gayrimenkul yatırımlarının finansmanı olarak ortaya çıkmaktadır. Aynı kitapçığa göre şirketlerin bu tür projelere girmek için özkaynaklarının yeterli olmaması durumunda banka kredilerine başvurmaları, yüklü miktardaki kredilerin faiz ödemelerinin şirketlerin faaliyetlerini olumsuz etkilemesidir. Kitapçıkta bu şirketlerin yeterli özkaynaklarının mevcut olması durumunda bile özkaynakların alternatif maliyetlerinin projeleri finansal olarak karlı olmaktan çıkarabileceği iması yapılmaktadır. Gerçekten de özellikle faizlerin yüksek olduğu dönemlerde Türkiye’nin yakın ekonomik tarihinde kolaylıkla gözlemlenebileceği gibi şirketler yüksek alternatif maliyetler, diğer bir deyimle sahip olduğu kaynağın mevduat ya da kamu borç senetlerine yatırılması yerine ana faaliyet alanında kullanılmasının yaratacağı gelir kaybı nedeniyle özkaynak kullanımından kaçınmışlardır.

Oysa gayrimenkul sektörü ekonomilerin lokomotif sektörlerinin başında gelmektedir. Sektör gerek yarattığı katma değer in yüksekliği, gerek yan sektörlerle girdi-çık tı ilişkisi, gerek istihdam üzerindeki etkisi ile ekonomik çalkantıların hem belirleyicisi hem de en çok etkilenenlerinden birisi olarak belirmektedir. Amerika Birleşik Devletleri’nde mortgage faiz oranları ekonomik durumun en önemli göstergelerinden biri kabul edilmektedir. Dolayısıyla sektörün yapısı ve büyüklüğü bir ekonominin zenginlik ve sağlığı açısından önemlidir. Böylece gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı varlıklar önemli yatırım araçları olarak belirmektedir. Oysa gayrimenkul toplumu oluşturan bireylerin her birinin rahatça alabileceği büyüklükte bir yatırım aracı niteliği göstermez. Sözelimi bir birey büyük bir şirketin on milyonda bir hissesine küçük tasarrufuyla sahip olabilir. Devlete, hazine bonusu olarak borç

verebilir. Ancak gayrimenkul yatırımı küçük tasarruflarla yapılabilecek bir yatırım değildir. İşte gayrimenkul yatırım ortaklıkları gayrimenkul yatırımlarını eşit büyüklükte ve alınabilecek küçüklükte hisselerle bölerek küçük yatırımcının büyük projelerden yararlanmasını sağlarken, çok sayıda yatırımcının birleşen fonları ile büyük yatırımların kredi faiz yüküne katlanmaksızın finanse edilmesine ve böylece ekonomik büyümeye katkıda bulunabilir.

Gerçekten de gayrimenkul yatırım ortaklıklarının tarihine bakıldığında Amerika Birleşik Devletleri'nde 1960'lar öncesinde büyük gayrimenkul projelerinin finansmanının az sayıda bireysel zengin tarafından gerçekleştirildiği görülmektedir [5].1960 tarihli Real Estate Investment Trust Act ile gayrimenkul yatırım ortaklıkları kuruluşuna izin verilmiş ve bazı kriterlerin yerine getirilmesi şartı ile bu şirketler gelir vergisinden muaf tutulmuştur[6]. Bugün Amerika Birleşik Devletleri'nde toplam 197 adet gayrimenkul yatırım ortaklığı faaliyet göstermekte olup bu kuruluşların piyasa değerleri 330 milyar doları aşmıştır[7].

Yine Amerika Birleşik Devletleri'nde gayrimenkul yatırım ortaklıklarının %96'sı finansman aracı olarak özvarlığa dayanmaktadırlar[5]. Diğer bir ifadeyle Birleşik Devletler'de faaliyet göstermekte olan gayrimenkul yatırım ortaklıklarının çok büyük bir bölümü finansmanlarını sermaye piyasalarında yaptıkları halka arzlardan sağlamaktadırlar. Bu durum gayrimenkul yatırım ortaklıklarına ilişkin yasal düzenlemelerin amacına ulaştığının bir işareti olarak yorumlanabilir.

Genel olarak gayrimenkul yatırım ortaklıklarına ilişkin yasal düzenlemelerin amacının küçük yatırımcılara büyük gayrimenkul yatırımlarından sağlanacak gelirlere ortak olma hakkı tanımak ve aynı zamanda büyük gayrimenkul yatırımlarının bireysel ya da kurumsal birkaç finansöre veya bankaya bağlanmasından kurtarmak olduğu görülmektedir. Ülkemizde faaliyet göstermekte olan gayrimenkul yatırım ortaklıklarına ilişkin olarak yapılan çalışmalarda genellikle bu şirketlerin genel çalışma prensiplerinin tanıtımının yapıldığı, hukuk ve fiyat performansı gibi alanlara odaklanıldığı görülmektedir.

Türkiye'de ilk defa 1996 yılında kurulmaya başlanan gayrimenkul yatırım ortaklıklarının sayısı Ekim 2007 itibariyle oniki olarak belirlenmektedir. Toplam portföy büyüklükleri aynı tarih itibariyle yaklaşık 2.5 milyar YTL, halka açık kısımlarının piyasa değeri yaklaşık 3.8 milyar YTL'ye ulaşan[8] **bu şirketler**

**amaçlarına ulaşmakta mıdır?** GYO'ların gerek sayı ve gerekse büyüklük olarak on yıllık bir geçmişe rağmen sınırlı değerlere sahip olması, büyük gayrimenkul yatırımlarında GYO'lar yerine daha çok aile şirketlerinin görülmesi, öngörülen sistemde aksama olduğunun işaretini vermektedir. GYO'lar Sermaye Piyasası Kurulu düzenlemeleri ve Yatırımcıyı Bilgilendirme Kitapçığı'ndaki "Gayrimenkul yatırım ortaklıkları iş merkezleri, alışveriş merkezleri gibi büyük ölçekli gayrimenkul projelerinin finansmanına kaynak sağlar" vurgusuyla açığa çıkan amaca uygun faaliyette bulunmakta mıdır? Diğer şirket türlerinde görülmeyen aynı sermaye ile kurulabilme, kurumlar vergisinden muafiyet gibi önemli teşviklere sahip olan bu şirketler, elde ettikleri bu teşvikleri, düzenleyici kurumların amaçladığı bir şekilde büyük gayrimenkul yatırımlarını bankalardan kredi alarak faiz yükü altına girmek yerine halka arzlarla küçük tasarruf sahiplerinden sağladıkları fonlarla finanse etmek yolunda kullanarak, hem küçük tasarruf sahiplerine büyük gayrimenkul yatırımlarının gelirlerinden yararlanma olanağı sağlama hem de sermaye piyasasının fon sağlama imkanlarıyla önemli sektörlerden biri olan gayrimenkul sektörünü canlandırma fonksiyonu görebilmekte midirler? Tezin ana sorusu budur. Amaçsa GYO'ların halka arz tarihçeleri ile gelir tabloları temelinde yatırım faaliyetlerinin incelenerek yukarıdaki soruya cevap bulabilmektir. Tezin bir diğer amacı GYO'ların sermaye piyasalarından fon sağlama imkanlarından yeterince yararlanmadıkları ve faaliyetlerinin yasal düzenlemelerce öngörülen çerçevede dışında ağırlık kazanmış olmasının ortaya çıkması durumunda bu durumunun nedenlerinin araştırılmasıdır. Bu sorulara cevap verebilmek için GYO'ların faaliyet gösterdiği sermaye piyasaları ve fonksiyonları ile ilgili bilgilere ihtiyaç vardır. Sermaye piyasalarının ne olduğu, hangi kurumlardan oluştuğu, mekanizmaları çalışmanın 2.Bölüm'ünü oluşturmaktadır. Bu bölümde ayrıca çalışmada geçen terimlere ve kavramlara da yer verilmiştir.

Ülkemizde faaliyet gösteren GYO'ların faaliyetlerinin doğasını ve bu doğanın GYO'ların kurulmasına neden olan yasal düzenlemelerde güdülen amaca uygun olup olmadığının incelenmesi için GYO'ların Dünyada nasıl ortaya çıktığı, nasıl bir gelişme gösterdiği karşılaştırma amaçlı referans noktasına ulaşmak açısından önemlidir. Bu bilgiler ve karşılaştırma 3.Bölümde yapılmıştır. Amerika Birleşik Devletleri GYO uygulamasının doğduğu ekonomik bölge olarak çalışmanın bu bölümünde yerini almıştır. Yine bu bölümde ülkemizdeki GYO'ların bazı toplam



büyükliklerine yer verilerek karşılaştırma kümelerinin pek çok bakımdan farklı olduğu göz önünde bulundurularak okuyucunun zihninde kabaca bir resim oluşturmak hedeflenmiştir.

Nihayet ülkemizde faaliyet göstermekte olan GYO'ların son beş yıldır aynı ad altında faaliyet gösteren sekiz adedinin kamuya açıkladıkları ilk mali tablolardan 2006 yılı sonuna kadar olan faaliyetleri, portföy yapıları ve büyüklükleri, karlarının kompozisyonu 4.Bölümde incelenmiştir. Bu bölümde ayrıca kullanılan verilerin derlemesi ve derleme yönteminin seçimine ilişkin bilgilere de yer verilmiştir.

5.Bölümde özellikle 3. ve 4.bölümde ulaşılan verilerin genel bir değerlendirilmesi yapılmış ve sistemdeki aksamanın nedenleri vurgulanarak çözüm noktaları önerilmiştir.

Beklenti her ne kadar 2002 yılından beri yavaş bir düşme eğiliminde olsa da reel faiz oranlarının yüksekliğinin bu şirketlerin fon ihtiyacını doğrudan finansman yoluyla, diğer bir ifadeyle birincil ve ikincil halka arzlarla sağladıkları yönündedir. Ancak bu şirketleri halka açılmaya iten görece yüksek faiz oranlarının, doğrudan finansman yoluyla sağlanan fonları büyük gayrimenkul projelerinin finansmanı yerine banka mevduatı veya sabit getirili menkul kıymet yatırımlarına itmiş olabileceği ikinci beklentidir.

## **2. SERMAYE PİYASALARI VE GYO’LARIN SERMAYE PİYASALARINDAKİ YERİ**

Bu bölümde tezin amacına yönelik incelemenin anlaşılabilir kılınması için gerekli kavramsal set verilecektir. Bölüm dört alt bölüme ayrılmıştır. Birinci alt bölümde çalışma boyunca kullanılacak olan kavram ve terimlere açıklık getirilmiştir. İkinci alt bölümde bir sermaye piyasası kurumu olarak GYO’ların yeri diğer sermaye piyasası kurumlarının tanımlanması yoluyla belirginleştirilmiştir. GYO düzenlemelerinin amaçlarından biri GYO’ların sermaye piyasalarından fon sağlamaları olduğu için üçüncü alt bölüm, sermaye piyasası ile bu piyasaların temel fonksiyonu olan doğrudan finansman yöntemi arasında köprü kurma işlevini üstlenmiştir. Son alt bölümdeyse yine tez boyunca kullanılacak ve yukarıdaki sınıflandırmalara girmeyen çeşitli kavramların tanıtılması amaçlanmıştır.

### **2.1 Sermaye Piyasası Kavramları ve Terimleri**

Sermaye piyasası geniş bir hukuk ve finans terminolojisi geliştirmiştir. Tez metninin anlaşılmasını kolaylaştırmak için bu terimlerin bir kısmı “mali tablo terimleri” ve “finans terimleri” alt başlıklarında tanımlanmıştır.

#### **2.1.1 Mali Tablo Terimleri**

Kurumların mali durumlarının izlenmesi, standartları önceden belirlenmiş formatlara uygun raporlarla mümkündür. Mali tablo adı verilen bu raporların en önemlilerinden biri bilançolardır.

Bilanço belirli bir tarih itibarıyla bir kurum ya da kişinin bütün varlık ve yükümlülüklerinin özetini içeren durum olarak tanımlanabilir. Tezin konusunu içeren gayrimenkul yatırım ortaklıkları anonim şirket bilançosu hazırlarlar. Tipik bir bilanço “aktif” ve “pasif” olarak adlandırılan iki taraflı bir tablodur. “Aktif” tarafta şirketin varlıkları kayıtlıdır. Bu varlıklar şirketin nakit parası, sahip olduğu menkul kıymetler, binalar ve demirbaşlar, yatırımlar olabilir. Aktif “dönen varlıklar” ve

“duran varlıklar” olmak üzere iki bölüme ayrılır. “Dönen varlıklar” kısmındaki varlıkların daha likit olduğu varsayılır. “Duran varlıklar” ise kısa dönemde nakite dönemeyecek varlıklardan oluşur. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları için satılmak üzere bekleyen konut ve işyeri stokları “dönen varlıklar” kısmında, sözgelimi kira getirisi beklenen gayrimenkul yatırımları “duran varlıklar” kısmında yer alır[9].

“Pasif” adı verilen bölümde yer alan büyüklüklerse şirketin aktifinde yer alan varlıkların nasıl finanse edildiğini gösterir. “Kısa vadeli borçlar”, “Uzun vadeli borçlar” ve “öz kaynaklar” bir şirketin bütün finansman kaynaklarını sınıflandırmak için yeterli genel kategorilerdir[9].

Gelir tablosu kısaca brüt satışlarla net kar arasındaki ilişkiyi kurar. Daha açık bir ifadeyle bir şirketin satışlardan elde ettiği tutarın ne kadarının o satışı yapmak için harcadığı gelir tablosundan anlaşılır. Bu harcamalar satılan malı üretmek ya da almak için harcanan tutarlar, personel ve diğer üretim ya da hizmet giderleri, finanman giderleri, pazarlama giderleri olabilir. Gelir tablosu bir işletmenin konusunu oluşturan faaliyetlerden ne kadar, faaliyet dışı alanlardan ne kadar gelir ya da zarar yarattığını gösterir. Sözgelimi konusu gayrimenkul yapıp satmak olan bir işletme bu faaliyetinden zarar ederken naktinin repoda değerlendirilmesi sonucu elde ettiği faiz geliri işletmeyi toplamda karlı gösterebilir.

Portföy büyüklüğü kavramı bu çalışmada gayrimenkullerin kayıtlı değerlerinin, likit varlıklarına güncel değerlerinin toplamı anlamında kullanılmıştır. Diğer bir ifadeyle nakit ve nakit benzeri varlıklara ait portföy büyüklüğü şirket kayıtlarında şirketin kasası, menkul değerler cüzdanı ve banka hesaplarının toplamını, gayrimenkul portföyü ise şirketin stokları ve verilen sipariş avansları ile gayrimenkul varlıklarının toplamını ifade etmektedir.

Net aktif değeri şirketin varlıklar toplamında borçlarının çıkarılması sonucu bulunan büyüklüğü ifade etmektedir[9].

Halka açıklık oranı bir şirketin halka arz edilen hisse senetlerinin sayısının ödenmiş sermayeyi oluşturan hisse senetlerinin sayısına oranı olarak tanımlanır. Sermayenin tabana yayılmışlık ölçüsünü verir. Şirketin sermaye piyasasından ne kadar yararlandığına ilişkin ipuçları sağlayan bir orandır.

### 2.1.2 Finans Terimleri

**Risksiz getiri oranı;** kaynakların girişim riski içeren yatırımlar yerine iflas riski olmayan yatırım alanlarına plase edilmesiyle elde edilen getiri oranı olarak tanımlanabilir. Herhangi bir yatırımın yapılmamasına karar verilmesinde en önemli parametrelerden biridir. Banka mevduat faiz oranları, devlet iç borçlanma senedi faiz oranları risksiz getiri oranını belirlerler.

**İç Verim Oranı;** Herhangi bir yatırımdan elde edilmesi beklenen dönemsel getirilerin bugünkü değerlerinin toplamını ilk yatırım maliyetine eşitleyen orandır. Kısaca IRR(Internal rate of return) olarak adlandırılır. Herhangi bir yatırımın iç verim oranı risksiz getiri oranı ile karşılaştırılarak yatırım kararı alınabilir. Yatırımın finansal olarak anlamlı olması için iç verim oranının risksiz getiri oranından yüksek olması beklenir. Risksiz getiri oranının(faizler genel düzeyinin) yükselmesi yatırımı finansal açıdan anlamsız hale getirebilir.

**Kapitalizasyon;** Bir şirketin piyasa değerini ifade eder. Şirketin bir hissesinin borsa değerinin şirketin ödenmiş sermayesini oluşturan hisse sayısı ile çarpımı suretiyle bulunur. Sözelimi İMKB’de işlem gören ama sadece yüzde onu halka açık bir hipotetik şirketin hisse fiyatının 1 YTL, sermayesinin 1000 adet hisseden oluşması durumunda piyasa değeri, sadece 100 YTL’lik hisse piyasada dolaşmasına rağmen(%10 halka açıklıktan dolayı), 1000 YTL olarak hesaplanacaktır.

**İşlem hacmi;** Herhangi bir sektör, toplam borsa ya da herhangi bir şirkete ait hisse senedi, veya herhangi bir finansal varlık için, belirli bir süre içinde gerçekleşen bütün alım satım işlemlerine ait gerçekleşme fiyatları işleme konu olan menkul değerlerin sayısının çarpımı ile hesaplanır. Sözelimi bir şirkete ait bir günlük işlem hacmi hesaplanırken eğer o gün 3 adet hisse 5 YTL’den 2 adet hisse 6 YTL’den işlem görmüşse toplam işlem hacmi o gün için  $(3 \times 5 \text{ YTL}) + (2 \times 6 \text{ YTL}) = 27 \text{ YTL}$  olarak hesaplanacaktır.

**Temettü verimi;** Şirketlerin ya da sektörün ödedikleri toplam kar payının toplam piyasa değerine bölünmesi ile elde edilen bir yüzde değerdir. Sözelimi piyasa değeri 10 YTL olan ve 1 YTL temettü ödeyen bir şirketin temettü verimi %10’dur.

**Alternatif maliyet;** Herhangi bir yatırım biçimini seçme eylemi sonucunda, en seçilmeyen en iyi ikinci alternatifin olası getirisi. Sözelimi mevduat faizlerinin %15

olduğu bir yatırım ortamında paranın mevduat yerine hisse senedine yatırılması işleminin alternatif maliyeti %15'dir.

**Halka Açıklık Oranı;** Bir şirketin borsada işlem gören veya görmeye yasal olarak hazır hisselerinin sayısının toplam hisse sayısına oranıdır. Bu durum şirket ortaklarının halka açılma kararına bağlı olarak oluşur. Hisselerini borsada halka arz etme kararı alan şirketler istedikleri takdirde hisselerinin tamamını değil bir kısmını borsa kotuna aldırabilirler.

**Rüçhan Hakkı;** İlk alım hakkı. Birincil ya da ikincil halka arzlarda şirketin eski ortaklarına sermayede sahip oldukları paya göre genel kurulca tanınabilecek öncelikli hisse alım hakkı. Rüçhan hakkı hisse sahibine sermaye artırımıyla paylarının sermayedeki oranının düşmemesini sağlar. Sözelimi 100 liralık ödenmiş sermayeli bir şirkette 10 liralık hissesi bulunan ortağın payı %10'dur. Sermayenin 200 liraya çıkması durumunda yeni hisse almazsa payı %5'e düşecektir. Eski ortaklara payları oranında rüçhan hakkı tanınması ve bu ortağın hakkını tamamen kullanması durumunda hisse sayısı 20 payı yine %10 olacaktır. Bedeli ödemek istemeyen ortak hakkını hiç kullanmayabilir veya dilediği bir oranda kullanabilir. Sermaye artırımı yapacak şirketin artırıma dair kararın alındığı genel kurulda eski ortakların ekserisi hakkın kullanı yönünde karar alıp ortak sayısını artırabilirler.

**Nominal Değer;** Sermaye piyasası aracının üzerinde yazılı olan değerdir. Hisse senetlerinde bir hissenin toplam ödenmiş sermayenin ne kadarını oluşturduğunu gösterir. Sözelimi 100 liralık ödenmiş sermaye ile kurulan şirketin sermayesi 100 adet hisse senedi ile temsil ediliyorsa bir hissenin nominal değeri 1 lira olacaktır.

**Piyasa Değeri;** Sermaye piyasası aracının alım satım fiyatıdır. Nominal değere bağlı değildir.

**Halka Arz;** Sermaye piyasası araçlarının halka satışlarıdır. Bu çalışma kapsamında halka arz GYO'ların hisse senetlerini halka satmaları anlamında kullanılmıştır. Hisselerin halka arzı iki yolla gerçekleştirilebilir. Bunlardan biri sermaye artırımdır. Sermaye artırımı sonucunda artırılan sermaye karşılığında çıkarılan hisse satışı şirketin taze fon elde etmesi anlamına gelir. Örneğin 100 liralık ödenmiş sermaye olan bir şirketin %100 sermaye artırımı yapması ve nominal değeri 1 lira olan her yeni hisseyi 3 liraya satması durumunda şirketin ödenmiş sermayesi 200 liraya çıkarken bu halka arzdan 300 lira kaynak elde eder. İkinci yol ortak satışlarıdır. Şirket

halka ilk açılışını ya da bir ikincil herhangi bir halka arzını tamamen ya da kısmen ortak satışı yoluyla gerçekleştirebilir. Ortak satışı ortakların ellerinde bulunan henüz borsada işlem görmeyen payların halka arzıdır. Doğaldır ki bu halka arz, hisseleri satan şirket değil ortaklar olduğu için, diğer bir ifadeyle sermaye artırımını olmadığı için şirkete nakit girişi sağlamaz.

**Bedelsiz sermaye artırımı;** Şirketin özsermayesi içinde yer alan varlıkların sermayeye eklenerek karşılığında hisse çıkarılması işlemidir. Örneğin örneğin ödenmiş sermayesi 100 lira olan bir şirketin bir önceki yılki faaliyetlerinden elde edilen karın 20 lira olması durumunda şirket bu karın tamamını sermayesine ekleyebilir. Bu durumda ödenmiş sermaye 120 lira olurken çıkarılan 20 lira nominal değerdeki hisseleri ortaklara hisseleri oranında bedelsiz olarak dağıtılır. Öz itibarıyla muhasebesel bir işlem olan bedelsiz sermaye artırımını şirkete nakit girişi sağlamaz.

## **2.2 Sermaye Piyasası Kurumları**

Bir fon kaynağı olarak sermaye piyasaları ile GYO'ların ilişkisine odaklanmak için bu ilişkinin yer aldığı yasal ortamın kısaca tanımlanmasına gerek duyulmuştur. GYO hisselerinin işlem gördüğü ve bu sayede halka arzlarla finansman sağladığı organize piyasalar olan borsalar ve türleri, yine Türkiye'deki GYO'ların yasal olarak zorunlu tutulan örgütlenme biçimi olan anonim şirketler ve son olarak Sermaye Piyasası Kanunu ve alt düzenlemelerinde bir alt tür olarak yer verilen GYO, bu bölümün konularını oluşturmaktadır.

### **2.2.1 Sermaye Piyasaları ve Borsalar**

Ekonomik aktivitede bulunan birimler (agents) bu faaliyetlerini finanse ederken iki tür finansman yöntemi kullanırlar. Bunlardan ilki öz kaynaklarla finansman diğeri borçlanma yoluyla finansmandır[9]. Borçlanma yoluyla finansman adından da anlaşılacağı gibi kişi ya da kurumların diğeri kişi ya da kurumlardan belirli bir vadede ödenmek üzere borç almaları işlemlerini içine almaktadır. Güçlü bir ilk sermayeye sahip olmayan küçük şirketler daha çok bu yöntemi tercih etmektedir.

Diğeri yandan şirketlerin ya da belirli yasal düzenlemelere göre kurulmuş kurumların menkul kıymet ihracı yoluyla finansman sağlamaları da mümkündür. Kurumların belirli yasal düzenlemelere göre çıkartıp ihraç ettikleri ve alanlara yine yasal

düzenlemelerle belirlenmiş haklar sağlayan menkul kıymetlerin alınıp satıldığı ortamlara genel olarak sermaye piyasaları denir[10].

Sermaye piyasaları tezgahüstü piyasalar ve borsalar olmak üzere iki bölüme ayrılır:

Tezgahüstü (Over the Counter) piyasaların en önemli özelliği alım ve satım emirlerinin toplandığı belirli bir fiziksel merkez olmamasıdır. Yetkili kurum ya da kişilerin alım satıma konu olan varlığa ilişkin alım ya da satım kotasyonları verirler. Doğaldır ki alım ya da satım kotasyonu verecek birimin elinde verdiği alım kotasyonu için yeterli nakit ve satım kotasyonu için yeterli miktar bulunmak durumundadır. Sözelimi Amerika Birleşik Devletleri'nde faaliyet gösteren NASDAQ (National Association of Securities Dealers) tezgahüstü piyasaların en önemli örneklerinden biridir. Ülkemizde faaliyet gösteren döviz büroları da tezgahüstü piyasa ilkesine göre çalışmaktadırlar. Bankaların kendi portföylerinden müşterilerine yaptıkları devlet iç borçlanma senedi satımları ya da alımları yine tezgahüstü piyasa karakteri gösterirler.

Borsalar ise organize piyasalardır[10]. Alım ve satıma ilişkin emirler belirli bir merkezde toplanarak fiyat oluşumu sağlanır. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası ve İzmir Vadeli İşlemler Borsası organize piyasaların ülkemizdeki en önemli örneklerindendir.

### **2.2.2 Anonim Şirketler**

“2.1.1. Sermaye Piyasaları ve Borsalar” bölümünde şirketlerin ya da belirli yasal düzenlemelere göre kurulmuş kurumların menkul kıymet ihracı yoluyla finansman sağlamalarının mümkün olduğu ifade edilmişti. Dünyada sermaye piyasalarında menkul kıymet ihracı yoluyla fon sağlayan şirketlerin anonim şirketler olduğu görülmektedir. Her ne kadar bazı ülkelerde başka şirket türlerinin de menkul kıymet ihraç etmelerine izin veriliyor olsa da ülkemizdeki cari düzenleme sadece anonim şirketlere bu imkanı sağlamaktadır.

Türk Ticaret Kanunu'na göre anonim şirket “...bir unvana sahip, esas sermayesi muayyen ve paylara bölünmüş olan ve borçlarından dolayı yalnız mamelekiyle mesul bulunan şirkettir.” şeklinde tanımlanmış, “...ortakların mesuliyeti, taahhüt etmiş oldukları sermaye payları ile mahduttur.” hükmü getirilmiştir[11].

Anonim şirketler Türk Ticaret Kanunu'nda en ayrıntılı olarak düzenlenen şirket türüdür. Yapısı çok ortaklı olmaya uygundur. Ortaklar yukarıdaki kanun maddesiyle de belirlendiği gibi sadece şirket payları kadar sorumlu olduklarından, daha açık bir ifadeyle herhangi bir iflas ya da icrai takip durumunda ortakların kişisel mali sorumlulukları olmadığından payların devri kolaydır. Bu kolaylık anonim şirketlerin çok ortaklı olabilmesinin ve ortakların hızla değişebilmesinin yolunu açar. Türk Ticaret Kanunu'ndaki düzenlemelerin ayrıntılı olmasının amacı ortakların haklarının şirket yöneticilerine ya da diğer ortaklara karşı korunmasını sağlamaktır. Bu düzenlemelere ek olarak Sermaye Piyasası Kurulu'nca getirilen düzenlemeler anonim şirketlerin halka açılmasının yolunu açmıştır. Halka açılma ise **2.2.** bölümde anlatılacağı gibi doğrudan finansman yönteminin en önemli yollarından biridir.

### **2.2.3 Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları**

Finansman kaynaklarının ve faaliyetlerinin niteliği bu tezin konusunu oluşturan gayrimenkul yatırım ortaklıkları **2.1.2 Anonim Şirketler** bölümünde kısaca tanımlanan birer anonim şirket olarak organize olmak durumundadırlar. Ancak sermaye piyasalarında menkul kıymet ihracı yoluyla kaynak sağlamak için Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri:V No:11 "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği" hükümleri çerçevesinde hareket etmek zorundadırlar. Söz konusu tebliğde gayrimenkul yatırım ortaklıkları "Bu Tebliğ 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 bu Tebliğ'de izin verilen diğer faaliyetlerde bulunabilen sermaye piyasası kurumlarıdır." şeklinde tanımlanmıştır[3].

Büyük gayrimenkul yatırımlarına küçük tasarrufların katkısını sağlamak amacıyla yapılan düzenlemelerin işlerlik kazanabilmesi için kurucular için teşvik edici unsurların olması kaçınılmazdır. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları için gerek Sermaye Piyasası Kanunu, gerek Seri:V No:11 Tebliği ve gerekse vergi düzenlemeleri önemli istisnai düzenlemeler içermektedir.

Öncelikle Sermaye Piyasası Kanunu'nun 36'ncı maddesi şirket kuruluşu ve sermaye artırımına ilişkin olarak sermaye piyasasının temel ilkelerinden olan sermayenin nakden ödenmesi yerine gayrimenkul yatırım ortaklıklarının kuruluş ve sermaye



artırımlarında aynı sermaye(nakit olmayan sermaye) konulabilmesine izin vermektedir.

Buna ek olarak 5520 sayılı Gelir Vergisi Kanunu'nun 5'inci maddesi tez tarihi itibarıyla %20 olan kurumlar vergisinden muaftır. Diğer bir ifadeyle gayrimenkul yatırım ortaklıkları kurumlar vergisi ödemek durumunda değildir.

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları bu avantajlara karşın bazı yatırım sınırlamalarına uymak durumundadırlar. Seri:V No:11 Tebliğinin 27'nci maddesine göre gayrimenkul yatırım ortaklıkları; "Gayrimenkullere, gayrimenkullere dayalı haklara ve gayrimenkul projelerine portföy değerlerinin en az % 50'si oranında yatırım yapmak zorundadırlar." Yine aynı maddenin (b) bendine göre gayrimenkul yatırım ortaklıkları portföy değerinin en fazla %50'si ile sermaye piyasası aracı alıp satabilir.

#### **2.2.3.1 GYO'ların Yapamayacakları İşler**

Seri:V No:11 Tebliğine göre GYO'ların yapamayacakları iş ve işlemler aşağıdaki gibi belirlenmiştir.

- a) Bankalar Kanunu'nda tanımlandığı üzere mevduat toplayamazlar ve mevduat toplama sonucunu verecek iş ve işlemler yapamazlar,
- b) Tebliğde izin verilen işlemler dışında ticari, sınai veya zirai faaliyetlerde bulunamazlar,
- c) Tebliğ'de izin verilen yatırım alanları ile sınırlı olmak üzere kendi adına portföy işletmeciliği faaliyeti dışında sermaye piyasası faaliyetinde bulunamazlar,
- d) Hiç bir şekilde gayrimenkullerin inşaat işlerini kendileri üstlenemez, bu amaçla personel ve ekipman edinemezler,
- e) Hiçbir surette otel, hastane, alışveriş merkezi, iş merkezi, ticari parklar, ticari depolar, konut siteleri, süper marketler ve bunlara benzer nitelikteki gayrimenkulleri ticari maksatla işletemez ve bu amaçla personel istihdam edemezler,
- f) 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 ve buna benzer hizmetler veremezler,

#### **2.2.3.2 GYO'ların Yapabileceği Diğer İş ve İşlemler**

GYO'ların yapmasına izin verilen iş ve işlemler aynı Tebliğde aşağıdaki gibi belirlenmiştir;

- a) 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,
- b) Alım satım kârı veya kira geliri elde etmek maksadıyla ofis, konut, iş merkezi, alışveriş merkezi, hastane, otel, ticari depolar, ticari parklar ve buna benzer gayrimenkulleri satın alabilir ve satabilirler. Otel, hastane veya buna benzer faaliyete geçirilebilmesi için belirli asgari donanımına ihtiyaç duyan gayrimenkullerin kiraya verilmeden önce tefrişini temin edebilirler,
- c) Mülkiyetlerini edinerek veya tapu kütüğüne şerh edilmiş gayrimenkul satış vaadi sözleşmesi akdetmek suretiyle alım satım kârı elde etmek veya kat irtifakı tesisi suretiyle proje geliştirmek maksadıyla arsa ve arazileri alabilirler,
- d) Kamu veya özel tüzel kişiliklerince veya gerçek kişilerce, ortaklık adına, üzerlerinde proje geliştirilmesi maksadıyla müstakil ve daimi bir hak niteliğinde üst hakkı tesis edilen gayrimenkulleri mülkiyetini edindikten sonra veya tapu kütüğüne şerh edilmiş gayrimenkul satış vaadi sözleşmesi akdedilen gayrimenkulleri kazanç elde etmek amacıyla satabilirler,
- e) İlgili mevzuat uyarınca gerekli tüm izinleri alınmış, projesi hazır ve onaylanmış, inşaata başlanması için yasal gerekliliği olan tüm belgelerinin tam ve doğru olarak mevcut olduğu bağımsız gayrimenkul değerlendirme şirketleri tarafından onaylanmış, hasılat paylaşımlı projeler dahil gayrimenkule dayalı projelere, projenin her aşamasında gayrimenkul geliştirme kârı veya kira geliri elde etmek amacıyla mülkiyetlerini edinmek veya üst hakkı tesis ettirmek suretiyle yatırım yapabilirler, f) Gayrimenkuller üzerinde intifa hakkı kurabilir ve bu hakkı kullanabilirler, devre mülk irtifakı kurabilirler, sahip oldukları arsalar üzerinde ticari kâr elde etmek maksadıyla üst hakkı yükümlüsü olabilirler,
- g) Özel düzenlemeler saklı kalmak kaydıyla Yap-İşlet-Devret modeliyle geliştirilecek projeleri, kendisi veya başkaları lehine üst hakkı tesis ettirmek suretiyle gerçekleştirebilirler,
- h) SPK tarafından uygun görülecek nitelikte teminata bağlanmış olmak kaydıyla, mülkiyetini edinme amacı olmaksızın veya kat irtifakı tesis edilmeksizin gayrimenkule dayalı projelere sözleşme hükümleri çerçevesinde yatırım yapabilirler,

- ı) 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,
- i) Mülkiyetlerini edinmek kaydıyla yurt dışındaki gayrimenkulleri alıp satabilirler, faaliyet konusu yalnızca gayrimenkul olmak kaydıyla yurt dışında kurulu şirketlere ve gayrimenkule dayalı olmak kaydıyla yabancı sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilirler,
- j) Özel sözleşme hükümleri müsait olmak kaydıyla, kira geliri elde etmek amacıyla üçüncü şahıslardan gayrimenkul kiralayabilirler ve bunları tekrar kiraya verebilirler,
- k) Risklere karşı korunmak amacıyla swap ve forward işlemler yapabilirler, opsiyon yazabilirler, mala dayalı olanlar hariç vadeli işlem sözleşmeleri alabilirler.

#### **2.2.3.3 GYO'ların Yatırımlarına İlişkin Diğer Yasak ve Sınırlamalar**

GYO'ların yatırım sınırlamalarına ilişkin tamamlayıcı nitelikteki diğer kurallar adı geçen tebliğde aşağıdaki şekilde belirlenmiştir;

- a) Hiç bir şekilde hisse senetlerini satın aldıkları ortaklıkların sermayesine ve yönetimlerine hakim olma amacı güdemez ve hiç bir ortaklıkta sermaye veya oy haklarının %5 inden fazlasına sahip olamazlar,
- b) Altın ve kıymetli madenlere yatırım yapamazlar,
- c) Borsa'da veya Borsa dışı teşkilatlanmış piyasalarda işlem görmeyen sermaye piyasası araçlarına yatırım yapamazlar. Sermaye piyasası araçlarının alım satımlarının Borsa kanalıyla yapılması zorunludur,
- d) Mala dayalı vadeli işlem sözleşmelerine veya mala yatırım yapamazlar,
- e) Menkul kıymetleri açığa satamazlar, ödünç menkul kıymet işlemi yapamazlar,
- f) Türev araçları kullanarak korunma amacını aşan işlemler yapamazlar,
- g) Kanunen ödemekle yükümlü oldukları vergi, harç ve benzeri diğer giderler hariç olmak üzere varlıkların portföye alımı ve portföyden satımı sırasında varlık değerinin % 3'ünü aşan komisyon ücreti ve benzeri giderler yapamazlar,
- h) Herhangi bir şekilde, devredilebilmesi konusunda bir sınırlamaya tabi olan varlıklara ve haklara yatırım yapamazlar,
- ı) Sürekli olarak kısa vadeli gayrimenkul alım satımı yapamazlar.

#### **2.2.3.4 GYO'lara İlişkin Portföy Sınırlamaları**

GYO'ların faaliyetleri boyunca uyacakları portföy sınırlamaları da mevzuatta yer aldığı haliyle aşağıdaki gibidir;

- a) Gayrimenkullere, gayrimenkullere dayalı haklara ve gayrimenkul projelerine portföy değerlerinin en az % 50'si oranında yatırım yapmak zorundadırlar.
- b) Menkul kıymetler 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) Hesap dönemi sonunda hazırlayıp kamuya açıkladıkları son üç aylık portföy tablosuna göre asgari % 50 oranını sağlayamazlarsa Kurula başvuruda bulunurlar. Kurul yapacağı değerlendirmede bir defaya mahsus olmak üzere ortaklığa bir yıl süre tanıyabilir. Ancak, ortaklıklar Kurul tarafından verilen bu süre sonunda da asgari % 50 oranını sağlayamazlarsa, sürenin bitiminden itibaren en geç bir ay içinde esas sözleşme hükümlerini gayrimenkul yatırım ortaklığı faaliyetini kapsamayacak şekilde değiştirmek üzere Kurula başvurmakla yükümlüdürler. Ortaklıklar bu değişiklikleri yapmadıkları takdirde, TTK'nın 434 üncü maddesi uyarında fesih olmuş sayılırlar.

Diğer yandan yine aynı tebliğe göre GYO'lar sermayelerinin yüzde 49'unu halka açmak zorundadırlar.[3] Diğer bir ifadeyle şirket eğer halka açılarak kurulacaksa sermayelerinin %49'unu halka arz etmek üzere SPK'ya başvurmaları, dönüşerek GYO ünvanı alacak olurlarsa belirli bir süre içinde bu oranı sağlamayı taahhüt etmeleri gerekmektedir.

### **2.3 Sermaye Piyasasında Finansman**

Sermaye piyasası dolaylı finansman yöntemine alternatif finansman yöntemleri sunar. Dolaylı finansman yöntemi fon talep edenlerle fon arzedenler arasında bir

üçüncü tarafın varlığını gerektirir. Fon arzedenerlerle (tasarruf sahipleri) fon talep edenler(kredi müşterileri) birbirlerini tanımazlar[13]. Her iki tarafla ilgili bilgiye aracılar(bankalar) sahiptir. Bu sistemde aracılar fonların kredi alanlardan geri dönmemesine karşı tasarruf sahiplerine karşı sorumludur. Bankalar aldıkları bu risk ve taraflarla ilgili bilgi sahibi olma karşılığında fon arzedenerlerden sağladıkları fonları talep edenlere belirli bir kar (faiz) karşılığında satarlar. Bankaların en önemli araçlarından biri bilgidir. Fon sattığı kişi ve kurumlarla ilgili tasarruf sahibinin elde etmesinin mümkün olmadığı bilgilere sahiptir. Bilgi sistemin çalışabilmesi için gereklidir. Bilgi toplamının bir maliyeti vardır. Bankalar ölçek ekonomileriyle bu maliyeti verdikleri kredi başına oldukça düşürebilirler[13]. Ama yine de verdikleri kredi için istenen faizin bir bölümü bilgi maliyetinden kaynaklanır. Kredi alan içinse faiz önemli bir maliyettir. Finansman maliyetlerini belirleyen kredi miktarı ve faiz oranı bir yatırımın yapılıp yapılmamasını belirleyebilir. Dolaylı finansman yönteminin en önemli dezavantajı işletmelere getirdiği borçlanma maliyeti yüküdür. Özellikle reel faiz oranlarının yüksek olduğu dönemlerde şirketlerin borçlanmaya bağlı büyümelerinin durduğu gözlemlenmektedir. Bunun nedeni borçlanma maliyetinin büyüklüğünün şirketin borçlanmaya bağlı yatırımdan elde edeceği karı olumsuz etkilemesidir. Bu yüzden ortalama piyasa faiz oranı yatırım ortamının en önemli bileşenlerinden biri olarak görülmektedir.

Bu yöntem şirket sahipleri açısından doğrudan finansman yöntemine göre;

- Doğrudan finansman sisteminin yöntemlerinden biri olan halka açılma işleminin gerektirdiği yasal yükümlülüklerden kaçınma,
- Yine halka açılma işleminin sonuçlarından biri olan şirketin yönetimini ve ortaklıktan kaynaklanan diğer hakları başkalarıyla paylaşmaktan kaçınma,
- Diğer ortakların, bağımsız denetim kurumlarının ve bir ölçüde vergi denetim kurumlarının denetiminden kaçınma,
- Halka açıklığın bağımsız denetim, ek ve eğitimli personel ile parasal sonucu olan diğer yükümlülüklerle katlanmama,

avantajlarına sahipmiş gibi görünmektedir. Oysa yukarıda dolaylı finansman sisteminin en önemli girdilerinden birinin bilgi olduğu ve bilginin bir maliyet gerektirdiği vurgulanmıştı. İşte fon arz edenlerle fon talep edenler arasındaki bilgi

köprüsünü kuran bankaların bilgi kaynakları yukarıda sayılan unsurlarla yakından ilgilidir. Diğer bir ifadeyle bankalar kredi talep eden kişi ve kurumların aldıkları krediyi geri ödeme güçlerini araştırırken kullandıkları bilginin güvenilir olmasını beklerler. Bu nedenle sözgelimi kredi talep eden şirketin durumunun bilinmesi gerekir. Bu da standart mali tabloların bankalara kredi talebinin karşılanması için sunulmasını gerektirir. O halde dolaylı finansman yönteminin doğrudan finansman yöntemine göre ilk bakışta sahip olduğu avantajlar görüldüğü kadar fazla değildir. Özellikle küçük ve orta ölçekli işletmeler (KOBİ) bankalardan borçlanma mekanizmasını kullanmakta son derece yetersiz kalmaktadır. Çünkü bankalar kredi talebinde bulunan kurumlardan belli büyüklükte mali yapılar ve gerçeğe uygun mali tablolar talep etmektedir. Ülkemizde faaliyet göstermekte olan KOBİ'lerse gerek aile işletmesi özelliği gösterdiklerinden, gerek ortaklık yapıları belirsiz olduğundan ve gerekse standart mali tablo hazırlanmasını sağlayacak kurumsal kimlik taşımadıklarından bankaların şartlarını yerine getirmekten uzaktırlar[14].

Diğer yandan sermaye piyasası fon ihtiyacı olan kurumlara maliyeti çok daha uygun ve geri ödeme gibi yükümlülükleri olmayan finansman imkanları sunar.

Doğrudan finansman ise şirketlerin kendi özkaynakları ile finanse olmaları anlamına gelmektedir. Bu yöntemde şirket faaliyetleri şirket ortaklarının şirkete tevdi ettikleri sermaye ve varsa faaliyet karı ile finanse edilir.

İşte sermaye piyasası şirketlere menkul kıymet ihracı yoluyla doğrudan finansman sağlama imkanı tanımaktadır. Şirketler bu yöntemi Sermaye Piyasası Kurulu düzenlemeleri uyarınca belirlenen belirli şartları yerine getirerek sağlamaktadırlar. Tezin konusu dışında kalması nedeniyle ayrıntılı olarak değinilmeyecek olan prosedürler son derece ayrıntılı olarak düzenlenmiştir.

Menkul kıymet kavramı çerçeve bir kavram olarak çok çeşitli sayı ve özellikte sermaye piyasası aracını kapsamakla birlikte Tez'in konusunu oluşturan gayrimenkul yatırım ortaklıklarının sermaye piyasalarından sağladıkları kaynak anlamında aşağıdaki bölümde sadece hisse senetlerine değinilmiştir.

## **2.4 Sermaye Piyasası Araçları**

### **2.4.1 Hisse Senetleri**

Sermaye Piyasası Kanunu'na göre hisse senedini de kapsayan menkul kıymetler; Ortaklık veya alacaklılık sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları Kurulca belirlenen kıymetli evrak olarak tanımlanmıştır.

Belirli bir meblağı temsil etmesi nominal değeri olması anlamına gelmektedir. Nominal değer piyasa değeri kavramından farklıdır. Hisse senedinin veya hissenin nominal değeri o hisse senedinin veya hissenin sermayenin ne kadarını temsil ettiğini belirler. Sözelimi 1 YTL nominal değerli bir hisse 5000 YTL lik ödenmiş sermayeye sahip bir şirketin sermayesinde 1/5000 oranında temsil edilir. Bu oran genel kurulda oy hakkını, kardan pay alma hakkını ve kanunlarla şirket ana sözleşmesinde öngörülen diğer hakları etkiler.

Dönemsel gelir belirli periyotlarda hesaplanan gelir anlamına gelmektedir. Bu gelir sözelimi devlet iç borçlanma senetlerinde faiz geliri hisse senetlerinde kardır.

Halka açılma işlemi şirketlerin yukarıdaki tanıma uyan hisse senetlerini genel ilanla çağrı yapmak suretiyle bedelini ödemeyi kabul edene satmaları anlamına gelmektedir.

### **2.4.2 Diğer Sermaye Piyasası Araçları**

Bono, finansman bonosu, tahvil, oydan yoksun hisse senedi, gelir ortaklığı senedi, yatırım fonları, vadeli işlem sözleşmeleri gibi araçlar kanun ve tebliğlerle düzenlenmiş kanunda sayılan şartları taşıyan sermaye piyasası araçlarıdır.

Bono ve tahvile genel olarak devlet iç borçlanma senedi(DİBS) denir. Vadelerinin bir yıldan uzun ya da kısa olmasına göre bono ya da tahvil adını alır. Dövizde endeksli olabilir. Altı ayda bir yılda bir kupon ödemeli olarak çıkarılabilir. Değişken ya da sabit faizli olabilir.

Oydan yoksun hisse senedi ihracı da mümkündür. Adından da anlaşılacağı gibi bu hisse senetleri sahibine genel kurulda oy hakkı tanımaz. Sadece temettü hakkı verir. Sermaye piyasalarından yararlanmak isteyen ancak şirket kontrolünü kaybetmek istemeyen şirket ortakları için tasarlanmıştır.

### **3.TÜRKİYE VE DÜNYADA GYO’LAR**

Bu bölümde GYO’ların ilk düzenlendiği ülke olan Amerika Birleşik Devletleri’nde GYO’ların, düzenlenme nedenleri ile ilgili fikir vermesi açısından kısa tarihçesine, ülkemizdeki gelişmeyle ilgili referans olması amacıyla yıllar itibariyle GYO sayıları ve piyasa değerlerindeki gelişime ve yıllar itibariyle halka arz sayı ve toplam hasılat bilgilerine yer verilmiştir. Yine bu bölümde Dünya’da son yıllarda GYO konusunda gelişme gösteren bazı ülkelere ait şirket değerleri, kaldıraç oranları, işlem hacimleri, getiri oranları, risksiz getiri oranı-temettü getiri ilişkisi gibi veriler Türkiye ile karşılaştırmalı olarak verilmiştir. Bu noktada amaç karşılaştırma kapsamındaki ülkelerdeki yasal düzenlemeler ve sözgelimi faiz oranı gibi ekonomik verilerle, ülkemizdeki düzenlemeler ve ekonomik veriler arasındaki farkların GYO’lar arasındaki gelişmişlik farklarına ışık tutabilmesidir.

#### **3.1 Amerika Birleşik Devletleri’nde Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları**

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları ilk defa Amerika Birleşik Devletleri’nde “Real Estate Investment Trust Act of 1960” isimli yasayla tanımlanmıştır. Bir kurumun vergi yasaları uyarınca REIT olarak kabul edilebilmesi için vergi Federal Vergi Yasası’nın giriş bölümü olan “Internal Revenue Code” da tanımlanan bazı şartları sağlaması gerekmektedir. Bu şartlar;

- Kurumun öncelikle yönetim kurulu tarafından yönetilen anonim şirket, fon ya da benzer bir yapıda örgütlenmiş olması,
- Hisselerinin tamamının transfer edilebilmesi(hisse devrini kısıtlayıcı bir ana sözleşme hükmü ya da özel yasa hükmü olmaması durumu)
- En az yüz ortağı bulunması,



- Mali yılın ikinci yarısında hisselerinin yüzde elliden fazlasının beş ya da daha az ortak tarafından ele geçirilmemiş olması,
- Varlıklarının en az %75'inin gayrimenkul yatırımlarına yöneltilmiş olması,
- Brüt gelirlerinin en az %75'inin gayrimenkul kiralari ya da gayrimenkul üzerine kurulmuş mortgage faizlerinden oluşması,
- Brüt gelirlerinin %30'dan fazlasının dört yıldan daha kısa süre elde edilen gayrimenkul satışından, bir yıldan daha kısa süre elde tutulan menkul kıymet satışlarından oluşmaması,

olarak özetlenebilir[15].

REIT endüstrisi 1960 tarihli yasanın yürürlüğe girmesinden sonra yavaş bir gelişim gösterdi. Öyle ki 1968'de REIT'lerin toplam portföy büyüklükleri yalnızca 1 Milyar Dolar civarındaydı. Oysa 1974'de toplam portföy büyüklüğü 20 Milyar Doları aşmıştı. Fakat yükselen faiz oranları ve ulusal ekonomik durgunluk aşırı ısınmış gayrimenkul sektörüyle birleşince ilk REIT'lerin ekonomik performansları önemli ölçüde sarsıldı. Sorun çözmek için REIT'lerin gayrimenkul işletmeleri veya yönetmeleri yasaklandı. Sadece bir gayrimenkulün sahibi olabiliyor gelirlerinden yararlanabiliyorlardı. Bu durum REIT'leri kendi kurumsal yapılarından tamamen bağımsız ve hatta zaman zaman çatışan çıkarları olan yöneticiler bulmaya yönetti. Bu durumdan hoşlanmayan yatırımcılar REIT'lerden kaçmaya başladılar.[16]

Ancak daha sonra bir yeniden yapılanma ve durulma dönemi geldi. 1986 tarihli vergi reformu yasası gayrimenkul piyasasında vergi tabanlı avantajları azaltarak bu yöndeki yatırım motivasyonunu kırdı. Gayrimenkul yatırımları daha “gelir” merkezli olmaya itildi. Bu refomlar REIT'lerin yeniden gayrimenkul yönetimine izin veren düzenlemelerle birleşince REIT'ler hızla toparlandı. Banka ve diğer finans kurumlarının rekabetçi düşük faizli finansman araçları ile iyice hızlanan büyümeyi yine durgunluk ve küçülme izledi. 1990'ların başlarında hem genel olarak ekonomide hem de gayrimenkul sektöründe yaşanan durgunluk daha muhafazakar yapıdaki REIT'lere yatırımcı ilgisini artırdı. Böylece 1990'ların ortalarından itibaren muhafazakar REIT merkezli yeni bir büyüme yaşandı[15,16].

Bu dönem REIT'ler arasında birleşmeler yaşanmaya başlamasıyla hızlanarak devam etti. Böylece pek çok küçük ve orta ölçekli REIT büyükler tarafından ya yutuldu ya

da piyasa dışına sürüldü. Yatırımları büyük coğrafi bölgeleri dağılmış ve çeşitlenmiş büyük REIT’ler yatırımcılar için daha cazip hale gelmeye başladılar.

**Tablo 3.1:** Yıllara Göre Halka Arz Sayısı ve Toplam Hasılat

| Yıl           | Halka Arz Sayısı | Toplam Hasılat(Milyon Dolar) |
|---------------|------------------|------------------------------|
| 1999          | 205              | 17.214                       |
| 2000          | 114              | 10.376                       |
| 2001          | 127              | 18.752                       |
| 2002          | 187              | 19.768                       |
| 2003          | 228              | 25.562                       |
| 2004          | 266              | 38.773                       |
| 2005          | 259              | 38.179                       |
| 2006          | 204              | 49.018                       |
| 2007          | 119              | 33.397                       |
| <b>Toplam</b> | <b>1709</b>      | <b>251.039</b>               |

Yukarıdaki tabloda 1999-2007 yılları arasında Amerika Birleşik Devletleri’nde gayrimenkul yatırım ortaklıkları tarafından gerçekleştirilen halka arzlar ve halka arzlardan elde edilen hasılat tutarları verilmektedir. Sadece dokuz yıl içerisinde 1709 adet halka arz işlemi gerçekleşmiş ve bu halka arzlardan 251 Milyar dolar kaynak sağlanmıştır. Bu tutar 1996-2007 yılları arasında ülkemizde faaliyet gösteren gayrimenkul yatırım ortaklıklarının bu halka arzlardan elde ettikleri toplam 405.7 Milyon Dolarla karşılaştırıldığında sermaye piyasalarından kaynak sağlamada her ne kadar iki ülkenin ölçekleri aynı değilse de ülkemizin zayıflığının bir göstergesidir. Ancak Amerika Birleşik Devletleri için yapılmış bazı araştırmalar orada da istatistiklerin yanıltıcı olduğunu iddia etmektedirler[17].

Amerika Birleşik Devletleri’nde yukarıda da belirtildiği gibi 1970’lerden sonra gayrimenkul yatırım ortaklıkları sayıca artarken piyasa değerleri de hızla yükselmiştir

**Tablo 3.2:** A.B.D’de REIT Sayısı ve Kapitalizasyon

| Yıllar | REIT Sayısı | Şirket Değeri(Milyon Dolar) | Yıllar | REIT Sayısı | Şirket Değeri(Milyon Dolar) |
|--------|-------------|-----------------------------|--------|-------------|-----------------------------|
| 1971   | 34          | 1,494.30                    | 1989   | 120         | 11,662.20                   |
| 1972   | 46          | 1,880.90                    | 1990   | 119         | 8,737.10                    |
| 1973   | 53          | 1,393.50                    | 1991   | 138         | 12,968.20                   |
| 1974   | 53          | 712.4                       | 1992   | 142         | 15,912.00                   |
| 1975   | 46          | 899.7                       | 1993   | 189         | 32,158.70                   |
| 1976   | 62          | 1,308.00                    | 1994   | 226         | 44,306.00                   |
| 1977   | 69          | 1,528.10                    | 1995   | 219         | 57,541.30                   |
| 1978   | 71          | 1,412.40                    | 1996   | 199         | 88,776.30                   |
| 1979   | 71          | 1,754.00                    | 1997   | 211         | 140,533.80                  |
| 1980   | 75          | 2,298.60                    | 1998   | 210         | 138,301.40                  |
| 1981   | 76          | 2,438.90                    | 1999   | 203         | 124,261.90                  |
| 1982   | 66          | 3,298.60                    | 2000   | 189         | 138,715.40                  |
| 1983   | 59          | 4,257.20                    | 2001   | 182         | 154,898.60                  |
| 1984   | 59          | 5,085.30                    | 2002   | 176         | 161,937.30                  |
| 1985   | 82          | 7,674.00                    | 2003   | 171         | 224,211.90                  |
| 1986   | 96          | 9,923.60                    | 2004   | 193         | 307,894.73                  |
| 1987   | 110         | 9,702.40                    | 2005   | 197         | 330,691.31                  |
| 1988   | 117         | 11,435.20                   | 2006   | 183         | 438,071.10                  |

1971’de borsalarda işlem gören REIT sayısı sadece 34 iken 1993’de 189’a yükselmiştir. Daha sonraki yıllarda sayının bu seviyede dalgalandığı görülmektedir.

2006 yılı itibariyle 183 REIT faaliyette bulunmaktadır[18]. Buna karşılık şirketlerin piyasa değerleri şirket sayısı çok fazla değişmezken artmaya devam etmiş 2006 yılı sonu itibariyle 438 Milyar dolara ulaşmıştır[18]. Bu sayı ülkemizin gayrisafi milli hasıla büyüklüğünden büyüktür.

### 3.2 Dünya’da Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları

Ülkeler arasında yatırımlara ilişkin sınırların giderek belirsizleşmekte olması bir ülkedeki bir sektöre ait gelişmelerin anlaşılabilmesi için aynı sektörün alternatif ülkelerdeki durumunda incelenmesini zorunlu kılmaktadır. Böyle bir karşılaştırma incelenen ülkedeki sektöre ait gelişmelerin nedenleri ile ilgili ipuçları da

verebilecektir. Bu alt bölümde GYO'ların ilk örneklerinin görüldüğü ve son yıllarda gelişme gösterdiği ülkelere ait bazı karşılaştırmalı bilgilere yer verilmiştir.

### **3.2.1 Temel Düzenlemeler**

GYO'lara ilişkin düzenlemeler Ernst&Young'ın "Global REIT Report-REIT Market Review 2007" isimli çalışmasında "organizasyonel" ve "faaliyete ilişkin" olmak üzere iki bölümde incelenmiştir. Organizasyonel düzenlemeler genellikle bir GYO'nun faaliyete geçiş ve faaliyette kalmak için sağlamak zorunda olduğu, asgari sermaye, yönetim yapısı, asgari ortak sayısı gibi doğrudan faaliyetle ilgili olmayan şartlardır. Faaliyete ilişkin düzenlemeler ise kuruluş ve faaliyette kalmak şartlarını sağlayan GYO'ların portföylerinin ve gelirlerinin kompozisyonu, alt-üst sınırları gibi GYO'ların faaliyetlerinin yönünü çizen şartlardır.

Aşağıdaki tabloda çeşitli ülkelerin ilgili mevzuatlarında GYO'lara ilişkin kilit organizasyonel düzenlemeler yer almaktadır[19].

**Tablo 3.3:** Temel Organizasyonel Düzenlemeler

|                                   | <b>Türkiye</b> | <b>A.B.D</b> | <b>İngiltere</b> | <b>Fransa</b> | <b>Almanya</b> | <b>Japonya</b> |
|-----------------------------------|----------------|--------------|------------------|---------------|----------------|----------------|
| <b>Başlangıç Sermayesi</b>        | Var            | Yok          | Yok              | Var           | Yok            | Yok            |
| <b>Borsa Kotasyonu</b>            | Var            | Yok          | Var              | Var           | Yok            | Yok            |
| <b>Faaliyet Alanı Sınırlaması</b> | Var            | Yok          | Yok              | Var           | Yok            | Yok            |
| <b>Sermaye Piyasası</b>           | Var            | Yok          | Yok              | Yok           | Yok            | Yok            |
| <b>İnşaat Faaliyeti İzni</b>      | Var            | Yok          | Yok              | Yok           | Yok            | Yok            |
| <b>Ödenmiş Sermaye Şartı</b>      | Var            | Yok          | Yok              | Var           | Yok            | Yok            |
| <b>Min.Halka Açıklık Oranı</b>    | Var            | Yok          | Yok              | Yok           | Var            | Var            |
| <b>Nakit Sermaye Şartı</b>        | Var            | Yok          | Yok              | Yok           | Yok            | Yok            |
| <b>Min.Ortak Sayısı</b>           | Var            | Var          | Yok              | Yok           | Yok            | Var            |
| <b>GYO Adımı Taşıma</b>           | Var            | Yok          | Yok              | Var           | Var            | Var            |
| <b>Pay Yoğunlaşma</b>             | Var            | Var          | Yok              | Var           | Var            | Var            |
| <b>Yerli/Yabancı Piyasaya Arz</b> | Yok            | Yok          | Yok              | Yok           | Yok            | Var            |

Bu tabloda gelen bazı terimler aşağıda tanımlanmıştır;

**Başlangıç Sermayesi Alt Sınırı:** Faaliyete geçebilmek için gerekli minimum sermaye.

**Borsa Kotasyonu:** GYO'ya ait hisse senetlerinin ilgili borsalarda işlem görmesi, görececek şartları taşıması.

**Sermaye Piyasası Faaliyetleri Sınırlaması:** GYO'nun portföyüne sermaye piyasası araçlarını alamaması veya belirli zaman kısıtlarıyla alabilmesi.

**İnşaat Faaliyeti Yasağı:** GYO'ların projelerine yönelik ya da müteahhit olarak başka projelere ait inşaatları üstlenememesi.

**Ödenmiş Sermaye Şartı:** Şirket için minimum ödenmiş sermaye alt limiti.

**Minimum Halka Açıklık Oranı:** Hisse senetleri halka arz edilen GYO'ların borsada işlem görmekte olan hisse senetlerinin sayısının toplam hisse senetlerine oranı.

**Nakit Sermaye Şartı:** Kuruluştaki şirketin sermayesinin tamamının ya da bir kısmının nakit varlıklardan oluşması.

**Minimum Ortak Sayısı:** Şirketin hisse senetlerini elinde bulunduran özel ya da tüzel kişilerin belirli bir sayının altına düşmemesi.

**GYO Adını Taşıma:** Şirketlerin ticaret ünvanlarında Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı ifadesinin olması.

**Pay Yoğunlaşma Sınırlaması:** Şirket sermayesinin belirli bir oranını temsil eden sayıda hisse senedinin belli sayıda kişinin eline geçmemesi.

**Yerli/Yabancı Piyasaya Arz Sınırlaması:** Hisse senetleri halka arz edilen GYO'ların bağlı bulundukları yasal otorite dışındaki yatırımcılara hisse senedi satışı yapılamaması.

Yukarıdaki tablodan da görüldüğü üzere GYO'lar ülkemizde tablodaki diğer ülkelere oranla daha yoğun organizasyonel düzenlemeye gidilmiştir. Sermaye piyasası faaliyetleri ve inşaat yapma faaliyeti sadece ülkemizdeki GYO'lar için yasaktır. Anglo-Saxon hukuk sistemini benimsemiş ülkelerde minimum halka açıklık oranı düzenlemesi yokken ülkemizin de içinde bulunduğu Kıta Avrupası sistemine dahil ülkelerde minimum halka açıklık düzenlemesi getirilmiştir. Genel olarak yukarıda da değinildiği üzere diğer ülkelerin GYO düzenlemeleri ülkemize oranla daha liberaldir.

### 3.2.2 Gelir ve Portföye İlişkin Düzenlemeler

Yukarı da açıklandığı gibi GYO'lar faaliyete geçtikten sonra faaliyetlerinin yönünü belirleyen bazı portföy ve yatırım sınırlamalarına uymak durumundadırlar. Bu sınırlamalar ya da izinler sektörün büyüklüğünü doğrudan etkileyen, veya bir sektörün ekonomik olarak anlamlı olup olmadığını belirleyen düzenlemeler olduğu için son derece önemlidirler. GYO'ların en önemli teşvik araçlarından biri olan vergisel düzenlemeler de bu bölümde yer almaktadır. Aşağıdaki tabloda çeşitli ülkelerde faaliyet göstermekte olan GYO'lara ilişkin bu yönde yapılan düzenlemeler karşılaştırmalı olarak verilmektedir[18].

**Tablo 3.4:** Temel Faaliyet Düzenlemeleri

|                                    | Türkiye | A.B.D | İngiltere | Fransa | Almanya | Japonya |
|------------------------------------|---------|-------|-----------|--------|---------|---------|
| <b>Portföy Sınırlaması</b>         | Var     | Var   | Var       | Var    | Var     | Var     |
| <b>Yabancı Yatırım Sınırlaması</b> | Var     | Yok   | Yok       | Yok    | Yok     | Yok     |
| <b>Gelir Sınırlaması</b>           | Yok     | Var   | Var       | Var    | Var     | Var     |
| <b>Kira Geliri Alt Limiti</b>      | Yok     | Yok   | Var       | Yok    | Yok     | Yok     |
| <b>Diğer Gelirlere Vergi</b>       | Yok     | Var   | Var       | Var    | Var     | Var     |

Tabloda kullanılan kavramlar aşağıda kısaca tanımlanmıştır;

**Portföy Sınırlaması:** GYO portföyünün belirli varlıklardan sözgelimi sadece gayrimenkullerden ya da belirli oranda gayrimenkullerden oluşması.

**Yabancı Yatırım Sınırlaması:** GYO'nun bağlı bulunduğu yasal otoritelerin denetimi ve izni dışında faaliyet gösteren kurum ve kuruluşlara ait varlıklara yatırım.

**Gelir Sınırlaması:** GYO'nun gelirlerinin belirli bir bölümünün düzenlemelerle öngörülen faaliyetlerden elde edilmesi zorunluluğu. Söz gelimi gayrimenkul satış gelirlerine alt sınır konulması.

**Kira Geliri Alt Limiti:** Şirket gelirlerinin bir bölümünün sadece kira gelirlerinden oluşması.

**Diğer Gelirlere Vergi:** Yasal düzenlemelerle teşvik getirilen gayrimenkul faaliyetleri dışında kalan faaliyetlerden elde edilen gelirlere vergi uygulaması.

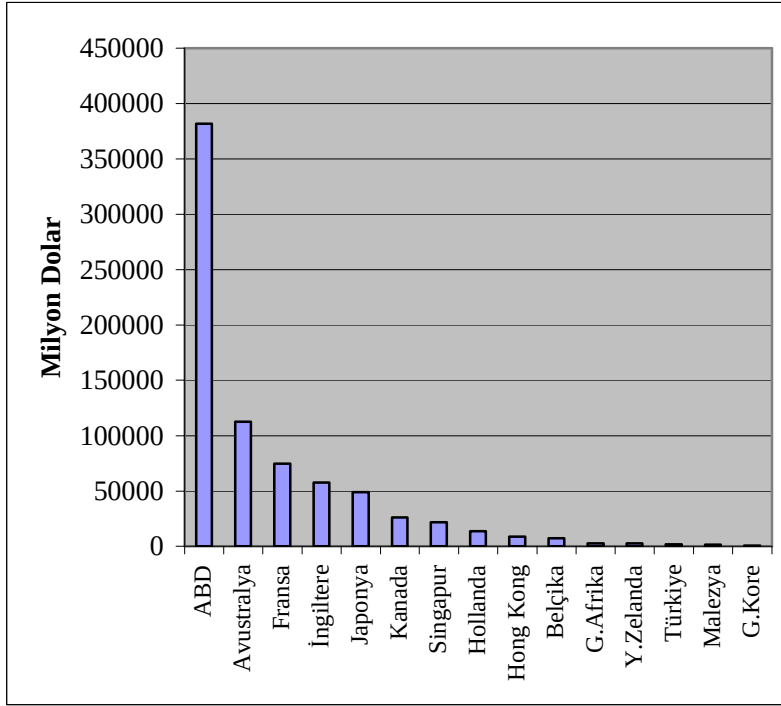
Yukarıdaki tablodan, portföy sınırlamasının inceleme kapsamındaki bütün ülkelerde olduğu görülmektedir. Bu durum, gayrimenkul yatırım ortaklıklarının düzenlenme amacı düşünüldüğünde beklenen bir durum olarak karşımıza çıkmaktadır. Öte yandan yabancı yatırımlara sınırlama düzenlemesi sadece ülkemizde faaliyet gösteren GYO'lara mahsustur.

Diğer gelirlerin vergilenip vergilenmemesine ilişkin düzenleme önemlidir. Yine inceleme kapsamındaki ülkelerden, sadece ülkemizde böyle bir düzenleme olmadığı, diğer bir deyimle ülkemizde GYO olarak faaliyet gösteren şirketlerin tüm gelirlerinin vergiden muaf olduğu, sözgelimi raporlama dönemi sonu itibariyle portföy sınırlamalarına uyduklarını göstermek kaydıyla bütün gelirlerinin devlet iç borçlanma aracı ya da mevduat faizi olması durumunda da kurumlar vergisi istisnasından yararlanabilecekleri görülmektedir. Bu durum, risksiz getiri oranının yüksek olduğu ülkelerde GYO'ların, kuruluş amaçları dışında faaliyette bulunmalarına ya da bu amaçla kurulmalarına neden olabilecektir.

### **3.2.3. Piyasa Değerleri, İşlem Hacimleri ve Diğer Karşılaştırmalar**

Piyasa değeri ve işlem hacmi, finansal derinlikle ilgili bilgi veren iki önemli göstergedir. Halka açık şirketlerin piyasa değerlerinin yüksek olması, gerek bireysel gerekse kurumsal yatırımcıların hisse senetlerine ne kadar yatırım yaptıklarının göstergesidir. Aşağıdaki tabloda uluslararası standartlarda GYO düzenlemesi olan bazı ülkelerin 2007 yılı sonunda GYO şirketlerinin toplam kapitilizasyon tutarları verilmiştir[18].



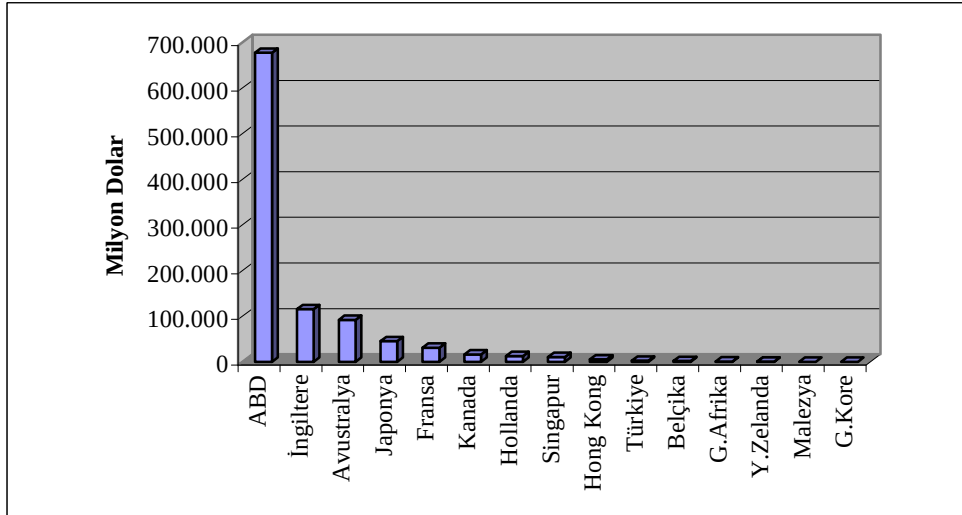


**Şekil 3.1 : Toplam Şirket Değerleri**

Tabloya göre piyasa değeri açısından ABD 350 Milyar doların üzerindeki tutarla açık ara ile birinci konumdadır. Bu ülkeyi 100 Milyar doların üzerindeki piyasa değeriyle son yıllarda GYO sektörü hızlı gelişme gösteren Avustralya izlemektedir. Japonya ve İngiltere’de faaliyet gösteren GYO’lar 50 Milyar dolara yakın piyasa değerlerine sahiptirler.

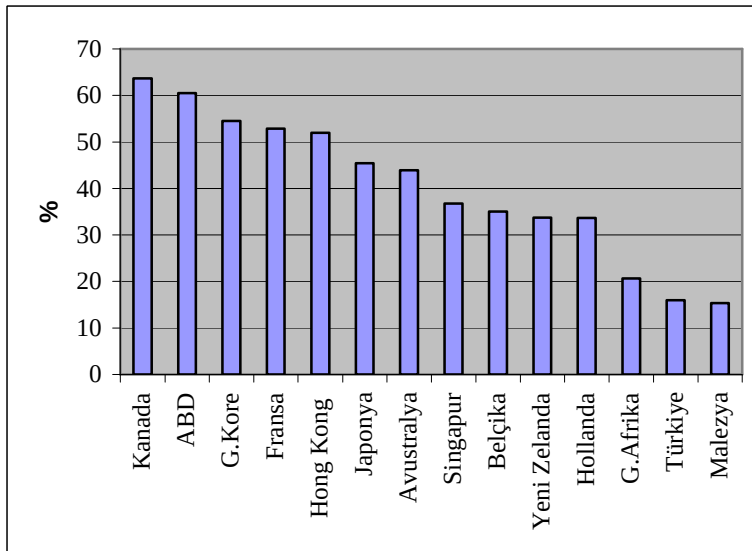
İşlem hacmi ise yukarıda da değinildiği gibi piyasa değeri ile birlikte piyasa derinliğinin en önemli unsurlarından biridir. Herhangi bir hisse senedi ya da hisse senedi grubuna ait işlem hacminin yüksek olması o menkul kıymete ait varlıkların istenildiğinde kolayca satılabileceğini ya da alınabileceğine işaret eder.

Aşağıdaki grafikte 30.07.2007 tarihi itibarıyla bazı ülkelere ait bir yıllık işlem hacmi verileri izlenebilmektedir[18].



**Şekil 3.2 : İşlem Hacimleri**

Aşağıdaki şekilde ise aynı ülkelerin 2007 yılı sonu itibariyle toplam borçlarının toplam varlıklarına oranı bilgileri verilmektedir.

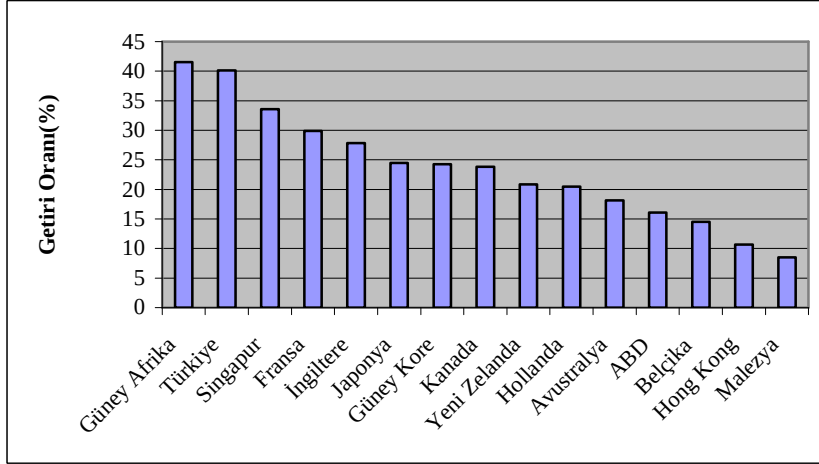


**Şekil 3.3 : Kaldıraç Oranları**

Sözkonusu orana finans terminolojisinde kaldıraç oranı denmekte olup şirketlerin varlıklarının ne kadarını borçlarla finanse ettiklerini gösterir. Yüksek kaldıraç oranı faizlerin uzun vadede öngörülebilirliği ve görece düşüklüğünün bir fonksiyonudur. Diğer bir ifadeyle piyasa faiz oranları ne kadar düşük ve uzun vadede düşük kalma yönündeki belirsizlik ne kadar az ise şirketler ve bireyler daha yüksek borçlanmaya gitmektedirler.

Türkiye tabloda Malezya'dan sonra sondan ikinci durumdadır. Bu durum ülkemizdeki faizlerin düzeyi ve belirsizlik durumu veri olarak alındığında beklentilerle uyusmaktadır.

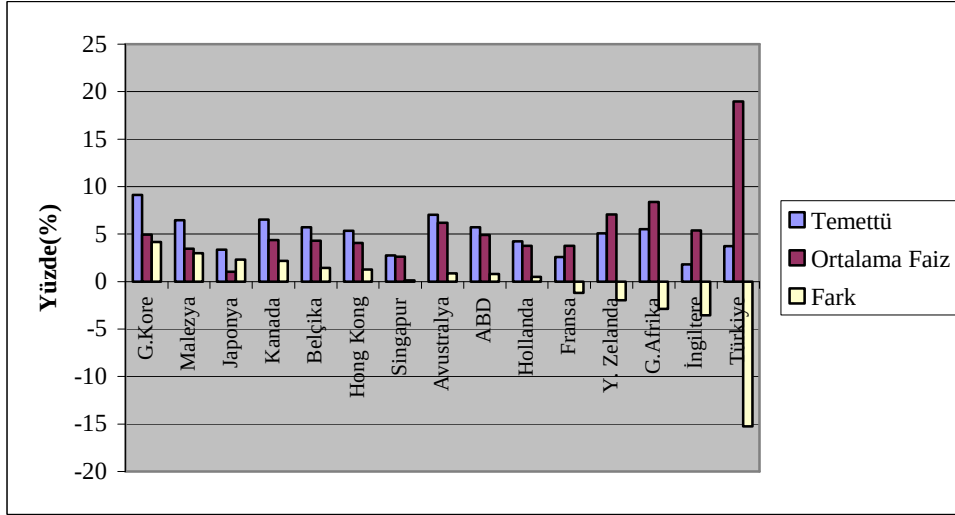
Aşağıdaki tabloda ise inceleme kapsamındaki ülke GYO'larının 30.06.2007 tarihi itibariyle son üç yıllık getirileri(hisse başına kar) bilgileri yer almaktadır[18].



**Şekil 3.4 : Getiri Oranları**

Şekilden de görüldüğü üzere Güney Afrika'dan sonra Türkiye %40 getiri oranı ile ikinci durumdadır. Başka bir ifadeyle Türkiye'de faaliyet göstermekte olan GYO'ların ortalama hisse başına getiri oranları son üç yıl için %40 olarak gerçekleşmiştir. Bu sonuç bir önceki grafikten elde edilen düşük kaldıraç oranı bulgusu ile çelişir görünmektedir. Ancak Ernst&Young'ın "Global REIT Report-REIT Market Review 2007" raporunda ülkelerdeki GYO'lara ait volatilitelerine bakıldığında durum anlaşılmaktadır. Türkiye'de GYO hissesi volatilitesi inceleme kapsamındaki ondört ülke içinde en yüksek üçüncüdür. Diğer bir ifadeyle hisse fiyatları en fazla dalgalanma gösteren üçüncü ülkedir. Ancak İMKB'nin volatilitesi en yüksek borsalardan biri olması göz önüne alınacak olursa yüksek volatilitenin İMKB'de işlem gören GYO hisselerine özel bir durum olmadığı anlaşılabacaktır [19].

Aşağıdaki tabloda ise GYO getirilerinin ülkelerdeki risksiz getiri oranları ile karşılaştırılması yer almaktadır[18].



**Şekil 3.5 : Reel Faiz-Getiri Makası**

Bu en ilginç grafiklerden biri olarak karşımıza çıkmaktadır. Mavi sütunlar temettü verimini göstermektedir. Bordo sütun GYO’ların faaliyet gösterdikleri ülkelerdeki ortalama faiz düzeyi ve sarı sütun aralarındaki aritmetiksel farkı temsil etmektedir. Karşılaştırmaya katılan ülkelerden ortalama faiz oranı en yüksek olan Türkiye’dir. Öyle ki ülkedeki faiz oranı kendinden sonra gelen ülkedeki faiz oranının iki katından yüksektir. Ancak temettü veriminde Türkiye ancak ortalarda yer aldığı için “fark” sütunu negatif yönde en yüksek Türkiye’de oluşmaktadır. “Fark” sütunun negatif bölge olduğu her ülkede temettü kazancı beklentisiyle GYO’lara yatırım yapan yatırımcılar alternatif maliyetlerin gerçekleşen temettü kazançlarından büyük olması nedeniyle zarar etmişlerdir. Bu zarar, grafikten de görülebileceği gibi Türkiye’de en yüksek oranda gerçekleşmiştir.

GYO’ların performansları ile ilgili diğer bir önemli gösterge halka açıklık oranıdır. Bu oran dolaylı olarak şirketlerin halka açılma amacı ile ilgili fikir de verebilir. Sözgelimi piyasa değeri halka açık diğer şirketlerin ortalama piyasa değerine yakın bir şirketin yeterli likidite koşulları olmasına rağmen halka açıklık oranının çok düşük seviyelerde olması şirketin halka açılma işleminin amacının sermaye piyasasından finansman sağlamak olmadığı düşünülebilir. Zira halka açılma gibi

şirketlere yoğun denetimsel ve yasal yük getiren işlemlere katlanırken bir yandan da olabildiğince küçük bir oranda halka arz gerçekleştirmek için ya şirketlerin pek çoğunun sermayeye ihtiyaçları ancak az miktarda halka arz gerektirecek kadar olması ya da halka arzı gerçek bir finansman kaynağı olarak görmemeleri gerekir. Bu açıdan Dünya’da faaliyet gösteren belli başlı GYO’ların halka açıklık oranlarını incelemek ilginç olacaktır.

Teorik olarak hiç bir ülke düzenlemesinde halka açıklık oranına bir üst limit getirilmemiştir. Diğer bir ifadeyle şirket yönetimleri istedikleri takdirde şirketlerini yüzde yüz oranında halka açabilirler. Aşağıdaki tabloda NAREIT tarafından oluşturulan Dünya GYO endeksine dahil şirketlerin piyasa değerleri ve halka açıklık oranları görülmektedir.

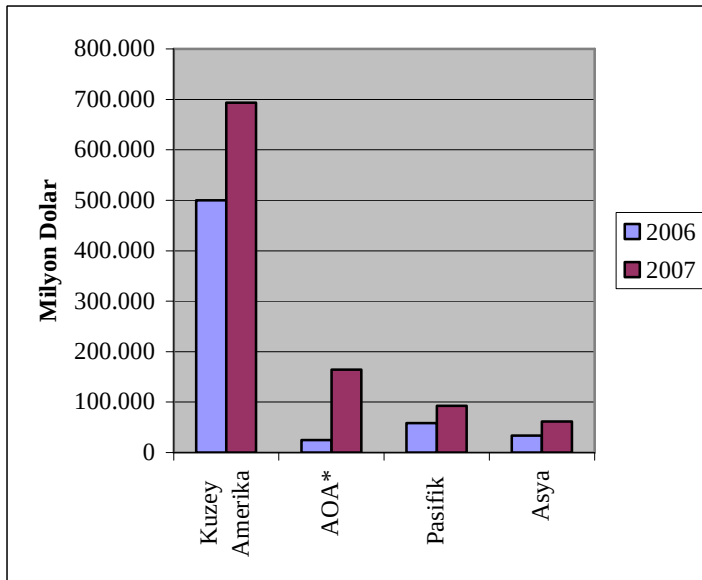
**Tablo 3.5:** Dünya’da Halka Açıklık Oranları

| Şirket                          | Ülke       | Piyasa Değeri(Milyon Dolar) | Halka Açıklık Oranı(%) |
|---------------------------------|------------|-----------------------------|------------------------|
| Mitsubishi Estate               | Japonya    | 31,388.1                    | 75                     |
| Westfield Group                 | Avustralya | 21,246.1                    | 100                    |
| Mitsui Fudosan                  | Japonya    | 20,164.6                    | 100                    |
| Simon Property                  | A.B.D      | 18,855.8                    | 100                    |
| Sun Hung Kai                    | Hong       | 24,329.3                    | 75                     |
| Land Securities                 | İngiltere  | 15,519.3                    | 100                    |
| Starwood Hotels & Equity Office | A.B.D      | 14,817.3                    | 100                    |
| Vornado Realty                  | A.B.D      | 13,445.7                    | 100                    |
| Equity Residential              | A.B.D      | 13,382.5                    | 100                    |
| Sumitomo Realty                 | Japonya    | 13,126.2                    | 100                    |
| Prologis                        | A.B.D      | 12,882.0                    | 100                    |
| General Growth                  | A.B.D      | 11,599.3                    | 100                    |
| British Land Co                 | İngiltere  | 11,130.1                    | 100                    |
| Boston Property                 | A.B.D      | 10,469.3                    | 100                    |
| Archstone-Smith                 | A.B.D      | 10,316.9                    | 100                    |
| Kimco Realty Cp                 | A.B.D      | 9,193.5                     | 100                    |
| Unibail                         | Fransa     | 8,161.8                     | 100                    |
| Avalonbay                       | A.B.D      | 8,004.7                     | 100                    |
| Public Storage                  | A.B.D      | 10,419.4                    | 75                     |
| Host Marriott                   | A.B.D      | 7,527.2                     | 100                    |
| Liberty                         | İngiltere  | 6,881.3                     | 100                    |
| Hong Kong Land                  | Hong       | 9,135.1                     | 75                     |
| Rodamco Europe                  | Hollanda   | 8,968.4                     | 75                     |
| Stockland                       | Australia  | 6,539.0                     | 100                    |

Tablodaki şirketlerin çok büyük bir bölümünün yüzde yüz oranında halka açık oldukları, birkaç şirketin yüzde yetmişbeş oranında halka açık olduğu görülmektedir. Listedeki en küçük piyasa değerine sahip şirket yaklaşık 6.5 Milyar dolarlık değerle Scotland'dır[20].

### 3.2.4 GYO'lardaki Büyüme Trendleri

Gerek GYO'ların ve gerekse bir bütün olarak ekonomiyle ilişkisi sayısal büyüklük içeren bütün kavramların incelenmesi sırasında incelenen periyot, içinde bulunulan eğilimden bağımsız değerlendirilmemelidir. Ekonomik eğilimler zaman zaman bir iki yıl içerisinde bütün ekonomik büyüklükleri anlamlı ölçüde değiştirebilir. Bu bölümde içinde bulunulan dönemle ilgili bir fikir vermesi için 2006 ve 2007 yıllarında GYO'ların Dünya'nın çeşitli bölgelerinde gösterdikleri piyasa değeri artışı performansları bir grafikte yansıtılmıştır[19].



\*Avrupa Ortadoğu Afrika

### Şekil 3.6 : Piyasa Değeri Değişimi

Piyasa derinliği, menkul kıymetlerin likitleşme kolaylığının bir göstergesidir. İlgili menkul kıymetlerin piyasasında işlem hacmi ne kadar yüksekse menkul kıymet o kadar kolay nakit varlıklara çevrilebilir. Birincil halka arzlar işlem hacmi yüksek piyasalarda daha kolay yapılırlar. Bu kolaylık ihracıcının satış fiyatını daha yüksek tutmasına ve daha çok miktarda menkul kıymet ihracı yapmasına yardımcı olur. Çünkü ihracıcının likidite riski yüzünden uzak durma eğiliminde olan yatırımcıyı çekmek için fiyatı düşürme güdüsü yoktur. Yukarıdaki tablodan da görüldüğü gibi

piyasa derinliği Kanada ve Amerika’da diğer bölgelerden oldukça yüksektir. 2007 yılında 2006 yılına göre bütün bölgelerde önemli bir işlem hacmi artışı gerçekleşmiş olmasına rağmen bu artış ülkemizin de içinde bulunduğu Avrupa-Ortadoğu-Afrika(AOA) bölgesinde çok daha şiddetli olmuştur.

#### **4. TÜRK GYO'LARININ SERMAYE PİYASALARINDAN SAĞLADIKLARI KAYNAK VE GELİRLER İLİŞKİSİ**

Tez, giriş bölümünde de belirtildiği gibi ülkemizde faaliyet göstermekte olan GYO'ların sağlanan yasal imtiyazların teşvikiyle düzenleyicilerin planladıkları yönde faaliyet gösterip göstermedikleri sorusundan yola çıkmıştır. Diğer bir deyişle aynı sermaye ile kuruluş, başka bir şirketten dönüşebilme gibi organizasyonel avantajlar ile kurumlar vergisinden muafiyet gibi operasyonel avantajlar kişi ve kurumları GYO kurmaya, kurulan ya da dönüşen GYO'ların hisselerini büyük projeleri finanse etmek için halka arz etmeye ne kadar yönlendirdiği tezin esas sorusudur. İşte bu bölümde ülkemizde faaliyet göstermekte olan GYO'ların oluşturduğu sektöre ve gelişimlerine kısaca bir göz atıldıktan sonra GYO'ların kuruluşlarından 2007 yılı sonuna kadar olan dönemde sermaye piyasalarında gerçekleştirdikleri halka arzlar sonucunda elde ettikleri halka arz hasılatlarının türü ve toplam tutarı ile yine aynı dönemde faaliyetlerinin sonuçları incelenecektir. Böylece GYO'ların sermaye piyasalarından topladıkları fon tutarı ile ilgili bir fikir edinirken, toplanan fon tutarlarının GYO'ların portföylerindeki gayrimenkullerin değeri ile karşılaştırmak mümkün olacaktır. Toplanan fonların gayrimenkullerin değerinin çok altında kalması bu gayrimenkullerin finansmanında halka arzlardan elde edilen fonların kullanılmadığı yönünde kanıt oluşturacaktır. Aksine halka arz hasılatlarının yüksekliği bu şirketlerin sermaye piyasalarından finansman sağlamaları ve büyük gayrimenkul projelerini daha kolay finanse etmeleri için getirilen teşviklerin hedefine ulaştığının işareti olacaktır. Diğer yandan GYO'ların gelir sonuçlarının incelenmesi bu şirketlerin gelirlerini hangi faaliyetlerden elde ettiklerinin anlaşılmasını sağlayacaktır. Esas faaliyet gelirlerinin sözgelimi net esas faaliyet gelirlerinin önemli ölçüde altında kalması GYO'ların gayrimenkul yatırımlarına değil başka faaliyet alanlarına yöneldiklerini ortaya çıkaracaktır. Gelirlerinin büyük ölçüde esas faaliyetlerden, başka bir ifadeyle gayrimenkul işletmeciliğinden sağlanması, bu şirketlerin yasal düzenlemelerin yönlendirmek istediği yolda faaliyet gösterdiklerine işaret edecektir.



Bu bölümde İMKB’de tez tarihi itibarıyla son iki yıldır işlem görmekte olan, ticaret ünvanları ve ana hissedarları değişmemiş sekiz adet gayrimenkul yatırım ortaklığına ait veriler kullanılmıştır. Son iki yıldır işlem görüyor olma kriterinin nedeni GYO faaliyetlerinin eğilimini görmek için en az iki mali tablo gerekiyor olmasıdır. Ticaret ünvanı ve ana hissedarının değişmeme kriteri Sermaye Piyasası Kurulu’nca ticaret ünvanı değişikliğine ancak ana hissedar değişmesi halinde izin veriliyor oluşu ve ana hissedar değişikliğinin inceleme döneminde faaliyetlerdeki değişime etkisi olasılığıdır. Yeni büyük ortak çoğu zaman yeni şirket anlamına geleceğinden her ne kadar aynı şirkete aitmiş gibi görünse de mali tablolar arasında gerçekte bir tutarsızlık olacaktır. Bu kriterlere uyan sekiz adet GYO saptanmıştır. Bunlar;

-Atakule GYO

-Akmerkez GYO

-Alarko GYO

-İş GYO

-Garanti GYO

-Nurol GYO

-Vakıf GYO

-Yapı Kredi GYO

olarak ortaya çıkmaktadır.

Ancak bu bölümde önce yukarıda anılan kriterler dikkate alınmadan bütün GYO’ların 1998 yılından itibaren gerçekleştirdikleri halka arzların sonuçları toplu olarak incelenerek GYO’ların sermaye piyasasından toplam ne kadar nominal fon sağladıkları ortaya çıkarılmıştır. Daha sonra kriterlere uyan her bir şirket halka açıldığı tarihten sonraki ilk mali tablolarından itibaren faaliyet sonuçları açısından incelenerek gelirlerinin türüne ve portföy yapısına ışık tutulmuştur. İlk halka arzdan sonra nakit sermaye artırımını gerçekleştirilmişse bu halka arzlarla ilişkin tablolar her şirkete ilişkin bölümde verilmiştir.

Veriler, söz konusu şirketler tarafından ilgili yasal düzenlemeler uyarında belirli yasal düzenlemelere göre faaliyet göstermekte olan bağımsız denetim şirketlerince denetlenmiş ve Sermaye Piyasası Kurulu ile İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’na

gönderilerek ilan edilmiş mali tablolardan alınmıştır. Yasal düzenlemenin yapıldığı 1998 yılı incelemenin başladığı yıldır. Ancak şirketler bilançolarını yine Sermaye Piyasası Kurulu düzenlemeleri uyarınca karşılaştırmalı olarak açılmak durumundadırlar. Bu yüzden 1998’de halka açılan şirketlerin mali tablolarındaki gelişme 1997 yılından itibaren izlenebilmiştir.

Ancak 1997-2007 yılları arasında ülkemizde ekonomik büyüklüklere ilişkin bir çalışma yapmak belli sorunları da birlikte getirmektedir. Öncelikle yüksek enflasyon döneminin bir kısmı bu dönem içine girmektedir. Mali tablo düzenleme standartları Sermaye Piyasası Kurulu’nca belirlenen gayrimenkul yatırım ortaklıkları, incelenen dönem içinde enflasyonla ilgili iki, konsolide tablolarla ilgili bir kez standart değiştirme yoluna gitmek zorunda kalmışlardır. Yine bu dönemde paradan sıfır atılma işlemi gerçekleşmiş ve yine bu dönemde ülke tarihinin en önemli ekonomik krizlerinden biri yaşanmış ve buna bağlı olarak çok büyük bir devalüasyon gerçekleşmiştir. Bu değişimlerin her biri tek bir mali yıl içinde bile bir şirketin mali durumunun izlenmesini zorlaştırabilir. Aynı ünvanı taşıyalar da birbirinden farklı tarihlere, kurumsal kimliklere, büyüklüklere sahip şirketlere ait on yıllık verilerin homojenleştirilmesi de mümkündür. Ancak yukarıda sayılan bütün etkilerin nötralize edilmesi için gerekli varsayımların sayısı, işlemlerin güvenilirliğini büyük ölçüde zedeleyecektir. Gerek şirket ve veri sayısının azlığı ve gerekse farklı yıllara ait verilerin aynı her zaman aynı anlamı ifade etmeyecek olması istatistiki bir model kurmayı çok zorlaştırmaktadır.

İncelemenin konusu da göz önüne alındığında yukarıdaki sakıncalarla birlikte şirketlerin verilerine her hangi bir müdahalede bulunulmamıştır.

Öncelikle bütün gayrimenkul yatırım ortaklıklarının on yıl içinde elde ettikleri halka arz gelirleri halka arz tarihlerindeki kur kullanılarak dolar cinsinden hesaplanmıştır. Bu sayı on yılda sermaye piyasalarından gayrimenkul yatırım ortaklıklarına aktarılan fonla ilgili fikir vermektedir.

Şirketlerin faaliyetleriyle ilgili birkaç anahtar veri belirlenmiştir. Bu veriler şirketin nakit ve nakde benzer varlıkları, gayrimenkul portföyleri, esas faaliyet karı ve marjı ile net kar ve marjıdır.

Şirket gelirleri esas faaliyet, faaliyet ve faaliyet dışı karlardan oluşur. Esas faaliyet karı şirketin ana sözleşmesinde yer alan faaliyet türlerinden, özelde gayrimenkul

yatırım ortaklıkları için gayrimenkul geliştirme ve işletmeciliğinden elde edilen gelirlerdir. Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının esas faaliyetlerine ilişkin varlıklar şirketin bilançosunda hem “Dönen Varlıklar” bölümünde hem de “Duran Varlıklar” tarafında yer alabilir. “Stoklar” kalemi gayrimenkul yatırım ortaklıkları için kiralama ve satma amaçlı gayrimenkul stoklarının izlendiği kalemdir. “Verilen Sipariş Avansları” da şirketin gayrimenkul yatırımlarının bir bölümünü oluşturur. “Stoklar” ve “Verilen Sipariş Avansları” bilançonun “Dönen Varlıklar” bölümündedir. Diğer yandan gerek şirketin kendi kullandığı ve gerekse kiraya verdiği ya da sattığı gayrimenkuller bilançonun “Duran Varlıklar” kaleminde de izlenebilir. Bu nedenle bu çalışma kapsamında şirket faaliyetleri izlenirken esas faaliyet gelirlerinin yaratıldığı portföyün büyüklüğü için hem stoklar ve verilen sipariş avansları hem de gayrimenkuller toplam olarak alınmıştır. Bu değerler ilgili tebliğler gereği kayıtlı değerleri ile izlenir. Diğer bir deyimle muhasebeleştirmede maliyet değeri kayıtlı değeri oluşturur. Ancak kayıtlı değer cari değerden elbette ki farklılık gösterebilecektir. Çalışmada portföy büyüklüğüne esas olarak bilanço değerleri yani kayıtlı değerler esas alınmıştır. Birbirini takip eden yıllarda gayrimenkul portföylerindeki artışın yeni satın almalarla kaynaklandığı böylece varsayılabilir. Aksi takdirde sözgelimi halka arzlarla elde edilen hasılatın gayrimenkullerin toplam değerine ne kadar yansıdığını bulmak için değer artışının ayrıca çıkartılması gerekecekti.

Öte yandan gayrimenkul yatırım ortaklıkları için esas faaliyet dışında kalan rutin gelir kaynakları bulundurdıkları nakit ve nakde benzer varlıkların cari faiz oranlarından elde ettikleri gelirdir. Bu kategori ülkemizde faaliyet gösteren şirketlerin faaliyetlerinin izlenmesinde özel bir önem arz etmektedir. Özellikle 1980’lerin ikinci yarısından sonra yükselen reel faiz oranları şirketlerin risk alarak girişim karı elde etmek yerine girişim karı motivasyonunu zayıflatacak ya da yok edecek kadar yüksek faiz geliri sağlayan yatırım araçlarını popüler hale getirdi. Şirket bilançolarındaki nakit kasa, bankalardaki vadeli TL ve döviz varlığı ile genellikle hazine bonosu ve devlet tahvili içeren “menkul kıymetler” kalemleri bu nedenle önemlidir. Bunlardan “Kasa” dışında kalanlar risksiz getiri oranı için plase edilebilirler. İnceleme kapsamındaki şirketlerin bu değerleri konsolide olarak alınmıştır.

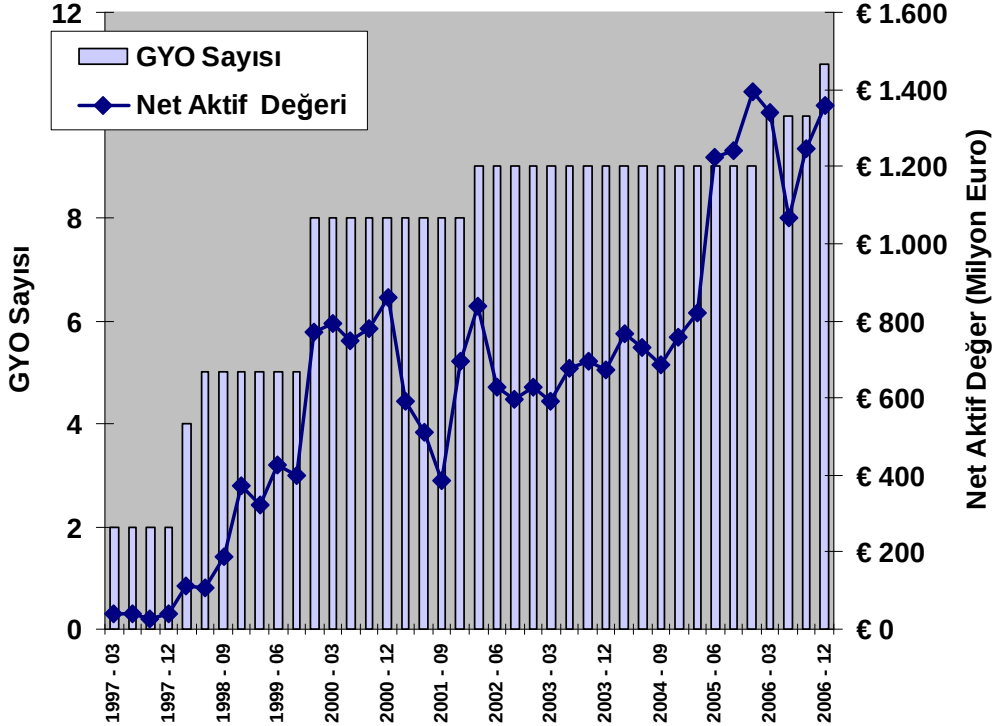
Yine şirket bilançolarına ilişkin İMKB verileri TL öncesi dönemde “Milyon TL” cinsinden, sonrası dönemde YTL cinsindendir. TL’den YTL’ye geçerken altı sıfır atıldığı için YTL öncesi dönemle birlikte bütün bilançolar YTL olarak okunabilecektir. Enflasyonist dönem, devalüasyon ve TL-YTL geçişi gibi nedenlerle trend analizi yerine rasyo analizleri tercih edildiğinden her veri grubunun kendi içindeki tutarlığı yeterli olacak ve bu okuma tarzı bir sakınca oluşturmayacaktır.

#### **4.1 Genel Olarak Türkiye’deki Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları**

GYO’lar ülkemizde ilk olarak 1998 yılında SPK’nın çıkardığı tebliğle birlikte tebliğ kapsamında faaliyette bulunmak üzere başka şirketlerden dönüşmeye başlamışlardır. Söz konusu düzenleme kapsamına giren bütün şirketlerin tebliğ kapsamında kurulmak yerine başka şirketlerden dönüştükleri gözlemlenmiştir[21,22]. İlk düzenleme tarihinden sonra GYO’ların gerek aktif ve gerekse piyasa değerleri açılarından oldukça hızlı geliştikleri gözlemlenmiştir. Bu gelişme toplam net aktif değerleri ve sayılarının zaman içindeki gelişimi açısından bölüm 4.1.1’de izlenebilmektedir. Şirketlerin piyasa değeri ve portföylerinin büyüklükleri bölüm 4.1.2’de verilmiştir. Bu şirketlerin bugünkü halka açıklık oranları ise bölüm 4.1.3.’de incelenmiştir.

#### 4.1.1 Türkiye’deki GYO’ların Sayıları ve Net Aktif Değerleri

İnceleme kapsamındaki gayrimenkul yatırım ortaklıklarının tez tarihi itibariyle portföy ve piyasa değerlerine ilişkin tablo aşağıda verilmiştir[24,25].



Şekil 4.1 :Türkiye’de GYO’ların Gelişimi

Yukarıdaki grafikte düzenlemenin ilk yapıldığı tarihten itibaren GYO sayısının hızla arttığı görülmektedir. 1997 yılında iki olan sayı 1998’de altıya, 2000 yılında sekize, 2002 yılında dokuz, 2006 yılında on bir tırmanmıştır. 1998 yılında 200 Milyon Euro olan toplam net aktif değeri 2000 yılında sekizyüz milyon Euro’ya kadar tırmanmış, 2001 yılında krizle birlikte yarı yarıya değer kaybederek 400 milyon Euro’ya düşmüştür. 2004 yılından sonra hızlanan büyüme ve yeni şirketlerle birlikte değer 2006 yılında 1.4 Milyar Euro’ya kadar yükselmiştir.

#### 4.1.2 Türkiye’deki GYO’ların Portföy ve Piyasa Değerleri

2003 yılından sonra neredeyse kesintisiz büyüyen Türkiye ekonomisinin tetiklediği talep ve gelen yabancı sermayeyle birlikte gayrimenkul ve gayrimenkul projelerinin değeri hızla artmıştır. Aşağıdaki tabloda tez tarihi itibariyle inceleme kapsamındaki şirketlerin portföylerinin ve piyasa değerlerinin ulaştığı tutarlar izlenebilmektedir[23].

**Tablo 4.1:** Gyo'ların Portföy Net aktif ve Piyasa Değerleri

| Ortaklığın Unvanı    | Portföy Değeri<br>(Milyon YTL) | Pay           | Piyasa Değeri<br>(Milyon YTL) | Pay           |
|----------------------|--------------------------------|---------------|-------------------------------|---------------|
| Akmerkez Gyo         | 689                            | 24,97         | 511                           | 24,09         |
| Alarko Gyo           | 214                            | 7,76          | 137                           | 6,46          |
| Atakule Gyo          | 141                            | 5,11          | 93                            | 4,38          |
| Garanti Gyo          | 161                            | 5,84          | 137                           | 6,46          |
| İş Gyo               | 1.104                          | 40,01         | 957                           | 45,12         |
| Nurol Gyo            | 41                             | 1,49          | 32                            | 1,51          |
| Vakıf Gyo            | 66                             | 2,39          | 45                            | 2,12          |
| Yapı Kredi Koray Gyo | 246                            | 8,92          | 121                           | 5,70          |
| <b>Toplam</b>        | <b>2.759</b>                   | <b>100,00</b> | <b>2.121</b>                  | <b>100,00</b> |

Görüldüğü gibi portföy değeri en büyük şirket İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'dır. Şirketin 4.Levent'deki iş merkezi bu portföyün en büyük bölümünü oluşturmaktadır. Akmerkez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'nın portföyünün en büyük bölümünü Etiler'deki Akmerkez adlı alışveriş merkezi oluşturmaktadır. Akmerkez GYO ve İş GYO inceleme kapsamındaki şirketlerin toplam portföy değerlerinin %64'ünü piyasa değerlerinin %69'unu oluşturmaktadır. Portföyleri oluşturan Etiler'deki Akmerkez ve Ankara'daki Atakule'nin şirketler GYO'lara dönüşmeden ve halka arzdan önce inşa edildikleri hususu ilginçtir.

#### **4.1.3 Türkiye'deki GYO'ların Halka Açıklık Oranları**

Ülkemizde faaliyet gösteren gayrimenkul yatırım ortaklıklarının halka açıklık oranları aşağıdaki tabloda verilmiştir.[25]

**Tablo 4.2:** Türkiye’de Halka Açıklık Oranları

| <b>Şirket</b>  | <b>Halka Açıklık Oranı(%)</b> |
|----------------|-------------------------------|
| Atakule GYO    | 49                            |
| Alarko GYO     | 30,8                          |
| Akmerkez GYO   | 49                            |
| Garanti GYO    | 49                            |
| İş GYO         | 41,73                         |
| Nurol GYO      | 49                            |
| Vakıf GYO      | 45,03                         |
| Yapı Kredi GYO | 88,9                          |

Önceki bölümlerde vurgulandığı gibi herhangi bir şirket için veya sektör ortalaması olarak halka açıklık oranı, sermayenin halka ne kadar yayıldığıнын, piyasanın ne kadar derin olduğunun ve sermaye piyasasının o şirket veya sektör için ne ölçüde finansman kaynağı olabildiğinin göstergesidir. Yukarıdaki tablodan da görüldüğü gibi en yüksek halka açıklık oranına sahip şirket olan Yapı Kredi GYO’dan sonra en yüksek oran %49 olarak belirmektedir. Bu oran hatırlanacağı gibi halka gayrimenkul yatırım ortaklıklarının kurulabilmesi için gerekli olan minimum halka açıklık oranıdır. Diğer bir ifadeyle inceleme kapsamındaki gayrimenkul yatırım ortaklıklarından yalnızca biri yasal minimum halka açıklık oranının üzerinde bir halka açıklığa sahiptir. Tablo:3.5 ile karşılaştırıldığında ülkemizdeki GYO’ların halka açıklık oranlarının Dünya ortalamasının çok altında kaldığı görülmektedir.

#### **4.2 Toplulaştırılmış Halka Arz Sonuçları**

Aşağıdaki tabloda 1998-2006 yılları arasında gayrimenkul yatırım ortaklıkları tarafından gerçekleştirilen birincil ve ikincil halka arzlarla ilişkin özet bilgiler verilmiştir. Tablo iki bölüme ayrılmıştır. İlk bölümde halka arzlar sırasında eski ortaklara rüçhan hakkı kullandırılması sonucu elde edilen hasılat, ikinci bölümde rüçhan hakkı kullandırılmaksızın elde edilen hasılat bilgilerine yer verilmiştir. Rüçhan hakkı halka arzdan önce elinde hisse bulunan ortakların yeni arzdan ilk alım

hakkı olduğuna göre “rhan hakkı kısıtlanarak” yapılan halka arzın yeni ortaklar sağlayacağı varsayılabılır. Konsolide halka arz sonuçları aŗađıdaki tabloda zetlenmiŗtir[27].



**Tablo 4.3:** Konsolide Halka Arz Hasılatları

| HİSSE<br>KODU           | YIL  | RÜÇHAN<br>KULLANDIRILARAK HAKKI |                       | RÜÇHAN<br>KULLANDIRILMADAN HAKKI |                       |
|-------------------------|------|---------------------------------|-----------------------|----------------------------------|-----------------------|
|                         |      | Milyon TL                       | ABD \$                | Milyon TL                        | ABD \$                |
| ALGYO                   | 1997 | 110.000,00                      | 1.050.731,21          | 2.009.000,00                     | 19.190.172,80         |
| <b>Toplam</b>           |      | <b>110.000,00</b>               | <b>1.050.731,21</b>   | <b>2.009.000,00</b>              | <b>19.190.172,80</b>  |
| EGYO                    | 1998 | 0                               | 0                     | 15.187.500,00                    | 64.934.370,86         |
|                         | 2000 | 16.000.000,00                   | 24.862.865,76         | 0                                | 0                     |
| <b>Toplam</b>           |      | <b>16.000.000,00</b>            | <b>24.862.865,76</b>  | <b>15.187.500,00</b>             | <b>64.934.370,86</b>  |
| GRGYO                   | 1998 | 5.000,00                        | 21.221,51             | 330.750,00                       | 1.403.802,89          |
|                         | 1999 | 4.200.000,00                    | 10.692.083,28         | 0                                | 0                     |
|                         | 2000 | 12.500.000,00                   | 20.305.788,94         | 0                                | 0                     |
| <b>Toplam</b>           |      | <b>16.705.000,00</b>            | <b>31.019.093,73</b>  | <b>330.750,00</b>                | <b>1.403.802,89</b>   |
| IHGYO                   | 1999 | 0                               | 0                     | 3.940.100,00                     | 7.624.150,53          |
|                         | 2003 | 8.871.603,30                    | 6.301.539,37          | 0                                | 0                     |
|                         | 2005 | 11.054.176,65                   | 8.206.515,70          | 0                                | 0                     |
| <b>Toplam</b>           |      | <b>19.925.779,95</b>            | <b>14.508.055,07</b>  | <b>3.940.100,00</b>              | <b>7.624.150,53</b>   |
| ISGYO                   | 1999 | 0                               | 0                     | 9.100.000,00                     | 17.728.009,48         |
|                         | 2000 | 10.500.000,00                   | 17.056.862,71         | 0                                | 0                     |
|                         | 2001 | 108.290.000,00                  | 76.216.872,86         | 0                                | 0                     |
|                         | 2001 | 18.200.000,00                   | 15.587.503,28         | 0                                | 0                     |
|                         | 2004 | 47.138.000,00                   | 33.402.777,78         | 0                                | 0                     |
| <b>Toplam</b>           |      | <b>184.128.000,00</b>           | <b>142.264.016,63</b> | <b>0</b>                         | <b>17.728.009,48</b>  |
| PEGYO                   | 1992 | 0                               | 0                     | 20.000,00                        | 3.279.941,35          |
|                         | 1993 | 15.000,00                       | 1.220.698,16          | 0                                | 0                     |
|                         | 1994 | 40.000,00                       | 1.107.010,56          | 0                                | 0                     |
|                         | 1995 | 120.000,00                      | 2.824.061,00          | 0                                | 0                     |
|                         | 2002 | 1.776.000,00                    | 1.073.517,19          | 0                                | 0                     |
|                         | 2002 | 1.480.000,00                    | 1.111.400,64          | 0                                | 0                     |
|                         | 2005 | 16.000.000,00                   | 11.892.374,02         | 0                                | 0                     |
|                         | 2005 | 12.004.000,00                   | 8.993.781,37          | 0                                | 0                     |
| <b>Toplam</b>           |      | <b>31.435.000,00</b>            | <b>28.222.842,94</b>  | <b>20.000,00</b>                 | <b>3.279.941,35</b>   |
| VKGYO                   | 1997 | 0                               | 0                     | 250.000,00                       | 2.365.206,86          |
|                         | 1998 | 2.985.750,00                    | 11.105.635,11         | 0                                | 0                     |
|                         | 2005 | 5.000.000,00                    | 3.667.033,37          | 0                                | 0                     |
| <b>Toplam</b>           |      | <b>7.985.750,00</b>             | <b>14.772.668,48</b>  | <b>250.000,00</b>                | <b>2.365.206,86</b>   |
| YKGYO                   | 1998 | 0                               | 0                     | 8.400.000,00                     | 32.495.164,41         |
| <b>Toplam</b>           |      | <b>0</b>                        | <b>0</b>              | <b>8.400.000,00</b>              | <b>32.495.164,41</b>  |
| <b>Genel<br/>Toplam</b> |      |                                 | <b>256.700.273,82</b> |                                  | <b>149.020.819,18</b> |

Tabloya bakıldığında rüçhan hakkı kullanılarak yapılan halka arzlardan elde edilen hasılatın diğer seçenekten çok daha büyük olduğu görülmektedir. Bunun önemli nedenlerinden biri ikincil halka arzlardaki arz fiyatıyla şirket hissesinin piyasa fiyatı arasındaki farktır. Şirket ikincil halka arzını hissenin piyasa değerinin altındaki bir fiyattan gerçekleştiriyorsa, başka bir ifadeyle halka arz iskontoluysa ellerinde halka arzdan daha önce hisse bulunduran ortakların rüçhan haklarını kullanmaları finansal açıdan anlamlı olacaktır. Çünkü rüçhan hakları sayesinde elde ettikleri hisseleri yüksek olan piyasa fiyatından satabileceklerdir. İkincil halka arz fiyatı piyasa fiyatına yakın olarak belirlenmişse finansal olarak eski ortakların yeni halka arza katılmaları ya da katılmamaları arasında fark olmayacaktır. Yukarıdaki tablo GYO'ların gerçekleştirdikleri halka arzların büyük oranda iskontolu yani piyasa fiyatının altındaki fiyattan yapıldığına işaret etmektedir. Bu durum da şirketlerin sermaye piyasasından fon sağlamakta zorlandıkları şeklinde yorumlanabilir.

#### **4.3 Şirketler Bazında Halka Arzlar ve Mali Tabloların Gelişimi**

Yukarı da açıklandığı gibi inceleme döneminde Türkiye ekonomisinde yaşanan büyük çalkantılar, uygulanmakta olan muhasebe standartının iki kere değişmiş olması, devalüasyonlar ve yeni para birimine geçilmesi incelenen dönemin parasal büyüklüklerini belirli bir platforma indirgemeyi zorlaştırmaktadır. Böyle bir homojenleştirme çok sayıda varsayım gerektirecektir. Varsayımların artması gerçekten uzaklaşma anlamına gelecektir. Bu nedenle inceleme kapsamındaki şirketlerin sayısının azlığı da göz önüne alarak her şirketin tek tek incelenmesi yoluna gidilmiştir. Diğer yandan GYO'ların faaliyete geçtikleri yıldan 2007 yılına kadar geçen on yıllık dönemin ekonomik altyapısında önemli bir kırılma sözkonusudur. Bu kırılma 2001 yılında doruk noktasına çıkan ekonomik krizdir. Krizle birlikte uygulanmaya başlayan IMF programı ve bu programın sıkı maliye politikası, düşük enflasyon hedefleri ekonomik ortamı önemli ölçüde değiştirmiştir. Enflasyonla birlikte düşmeye başlayan faizler, artan yabancı yatırımların aşağı yönlü baskıladığı kur, bütün şirketleri olduğu gibi GYO'ları da yeni yatırım stratejileri oluşturma yönünde zorlamaya başlamıştır. Bu nedenle faaliyetleri her iki döneme de yayılan şirketler için incelenen dönem, 2001 yılına kadar olan ve 2001 yılından sonra olmak üzere iki tablo halinde incelenmiştir.

#### 4.3.1 Atakule Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı

Şirket 2002 yılında halka açılmıştır. Halka açılma yöntemi ortak satışlarıdır. 25.357.500 YTL halka arz hasılatı sağlamıştır. Ortak satışı olduğu için bu halka arz şirkete ek bir kaynak sağlamamıştır.

Yine 2002 yılında iç kaynaklardan yaptığı %40 bedelsiz artırım kaynak yaratıcı bir niteliğe sahip değildir. Genel olarak Atakule Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı halka açılma ve sonrasındaki beş yıl boyunca sermaye piyasalarından kaynak sağlamamıştır[27].

**Tablo 4.4:** Atakule GYO Finansal Göstergeleri[28]

| AGYO                                 | 2001       | 2002        | 2003        | 2004       | 2005        | 2006        |
|--------------------------------------|------------|-------------|-------------|------------|-------------|-------------|
| <b>Haz. Değ. Banka ve Mkıy.(YTL)</b> | 6.118.157  | 5.542.300   | 3.282.024   | 4.366.858  | 4.335.780   | 12.955.237  |
| <b>Gayrimenkul Portföyü(YTL)</b>     | 68.146.684 | 104.051.829 | 137.686.738 | 98.935.000 | 115.175.000 | 128.606.417 |
| <b>Net Satışlar(YTL)</b>             | 2.444.095  | 4.289.843   | 5.894.320   | 8.063.258  | 9.468.886   | 13.099.803  |
| <b>Esas Faaliyet Karı(YTL)</b>       | 603.783    | 1.790.189   | 2.968.471   | 3.853.902  | 5.103.199   | 6.762.509   |
| <b>Esas Faaliyet Kar Marjı(YTL)</b>  | 25%        | 42%         | 50%         | 48%        | 54%         | 52%         |
| <b>Net Kar (YTL)</b>                 | 7.332.786  | 1.790.189   | 5.475.399   | 5.123.626  | 17.178.417  | 5.123.626   |
| <b>Net Kar Marjı(YTL)</b>            | 300%       | 42%         | 93%         | 64%        | 181%        | 39%         |

Tablo incelendiği zaman Şirketin gayrimenkul portföyünde önemli bir değişim olmadığı gözlemlenmektedir.

Şirketin nakit ve nakde yakın değerlerinin gayrimenkullerine oranda görece düşük kaldığı, esas faaliyet kar marjının %50’ler civarında değiştiği, başka bir ifadeyle toplam gelirlerinin %50’ye yakın bölümünün gayrimenkul işletmeciliğinden olan gelirler olduğu görülmektedir. Yalnızca 2001 yılında esas faaliyet kar marjı %25’de

kalırken net kar marjı %300 olarak gerçekleşmiştir. 6.1 Milyon YTL civarındaki nakdin 2001 yılındaki olağanüstü faiz oranları ile birleşmesinin etkisi bu oranı yaratmıştır.

Özetle Atakule GYO’nun portföyünü oluşturan Atakule, şirket gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşmeden önce yapılmış ve faaliyete geçmiştir. Net kar marjı yüksek oranda dalgalanmakla birlikte esas faaliyet kar marjının %50-54 bandında seyretmesi oldukça yüksek bir gayrimenkul portföyü verimine işaret etmektedir. İnceleme döneminde Şirketin toplam portföyünün çok az bir kısmı nakit ve nakde yakın değerlerden oluşmuştur. Atakule’nin GYO olarak örgütlenmeden önce faaliyete geçtiği göz önüne alınacak olursa, bu portföyün sermaye piyasalarından topladığı fonları büyük gayrimenkul yatırımlarına aktaran bir GYO şirketine değil işletmekte olduğu bir gayrimenkulu vergi avantajı nedeniyle GYO çatısı altına alan bir şirkete ait olduğu söylenebilir.

#### 4.3.2 Akmerkez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı

Şirketin halka açılışı 2005 yılında gerçekleşmiştir. Yaklaşık halka arz hasılatı 270 Milyon YTL’dir. Ancak bu halka arz türü ortak satışı olduğu için şirket bu arzdan finansman kaynağı sağlamamıştır. Halka açıldığı tarihten itibaren herhangi bir ikincil halka arz da gerçekleştirilmemiştir[27].

**Tablo 4.5:** Akmerkez GYO Finansal Göstergeleri[29]

| Akmerkez GYO                              | 2004        | 2005        | 2006        |
|-------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Hazır Değerler<br/>ve Men.Kıy(YTL)</b> | 46.014.052  | 44.694.265  | 25.370.702  |
| <b>Gayrimenkul Portföyü(YTL)</b>          | 117.904.807 | 110.244.841 | 107.513.519 |
| <b>Net Satışlar(YTL)</b>                  | -           | 64.113.311  | 71.704.348  |
| <b>Esas Faaliyet Karı(YTL)</b>            | -           | 44.705.659  | 52.069.981  |
| <b>Esas Faaliyet Kar Marjı(%)</b>         | -           | 69,73       | 72,62       |
| <b>Net Kar (YTL)</b>                      | -           | 42.685.784  | 57.159.245  |
| <b>Net Kar Marjı(%)</b>                   | -           | 66,58       | 79,72       |

Şirketin gayrimenkul portföyünde son üç yılda önemli bir değişim gözlenmemektedir. Buna karşılık önemli miktarda nakit ya da nakde yakın varlık bulundurduğu izlenmektedir. %25-%50 arasında değişen nakit ağırlığına rağmen son iki yılda şirket gelirlerinin %70'e yakınının gayrimenkul işletmeciliğinden sağlandığı görülmektedir. Bu gelişmede 2003 yılından sonra iyice düşme eğiline giren faiz oranlarının etkisi olduğu düşünülmektedir.

Bu haliyle Akmerkez GYO'da gerek kuruluş süreci ve gerekse faaliyetlerinin niteliği bakımından Atakule GYO ile büyük ölçüde benzeşmektedir. GYO düzenlemelerinden önce kurulan Akmerkez, vergi avantajı nedeniyle GYO şeklinde örgütlenmeye gitmiş gibi görünmektedir.

#### **4.3.3 Alarko Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı**

Şirket ilk halka arzı 1996 yılında gerçekleştirmiş ve sermaye artırımını yoluyla halka arz olduğu için yaklaşık 19 Milyon USD kaynak sağlanmıştır.

Şirket tez tarihine kadar yalnızca bir kez bedelli sermaye artırımına 1997 yılında gitmiş ve 1 Milyon USD hasılat elde etmiştir.

Alarko Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'nın halka arzlarında sağladığı toplam kaynak 20 Milyon USD tutarına ulaşmaktadır.

Mali tablolarındaki gelişme iki ayrı tabloda özetlenmiştir. İlk tabloda 1997-2001 yılları arasındaki bazı büyüklükler yer almakta ikinci tabloda kriz sonrası dönem yani 2002-2006 yıllar incelenmektedir.

**Tablo 4.6:** Alarko GYO Finansal Göstergeleri(1997-2001)[31]

| <b>ALARKO</b>                         | <b>1997</b> | <b>1998</b> | <b>1999</b> | <b>2000</b> | <b>2001</b> |
|---------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Hazır Değerler ve Men.Kıy(YTL)</b> | 5.115.116   | 11.371.048  | 31.443.845  | 61.112.419  | 90.010.462  |
| <b>Gayrimenkul Portföyü(YTL)</b>      | 3.411.791   | 3.411.791   | 5.065.455   | 11.270.718  | 34.809.410  |
| <b>Net Satışlar(YTL)</b>              | 275.680     | 215.152     | 299.834     | 1.784.262   | 1.084.680   |
| <b>Esas Faaliyet Karı(YTL)</b>        | 193.741     | 113.697     | 75.479      | 966.066     | -89.843     |
| <b>Esas Faaliyet Kar Marjı(%)</b>     | 70,28       | 52,84       | 25,17       | 54,14       | -8,28       |
| <b>Net Kar(YTL)</b>                   | 3.377.822   | 6.562.740   | 16.838.762  | 20.384.232  | 38.185.108  |
| <b>Net Kar Marjı(%)</b>               | 1225,27     | 3050,28     | 5616,03     | 1142,45     | 3520,40     |

1997-2001 yılları arasında şirketin hazır değerler portföyünün hızla arttığı görülmektedir. 1997 yılında yaklaşık 5.1 Milyon YTL olan şirket nakit ve menkul kıymetlerinin toplamı 2001 yılında 90 Milyon YTL'ye kadar tırmanmaktadır. Buna karşılık gayrimenkul portföyündeki artış oransal olarak düşük kalmaktadır. Üstelik bu dönem boyunca nakit ve menkul kıymet portföyü gayrimenkul portföyünün çok üzerinde seyretmiştir. Örneğin 2000 yılında nakit ve menkul kıymet portföyünün gayrimenkul portföyünün neredeyse altı katına ulaşması dikkat çekicidir. Esas faaliyet kar marjı 1997 yılında %70 olarak gerçekleşirken 2001 yılında esas faaliyet zararı oluşmuştur. Ancak sözgelimi 1997 yılında %1225 olarak gerçekleşen net kar marjı 1998'de %3050 1999'da %5616 2000 yılında %1142 ve 2001 yılında %3510 olmuştur. Faaliyet dışı gelir ve karlar bu noktada etkili olmuştur. Söz konusu dönemde portföy kompozisyonları nakit lehine oluşan bütün şirketler gibi Alarko Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı da gelirlerinin çok önemli bir bölümünü esas faaliyetlerinden değil devlet iç borçlanma senetlerine yaptığı yatırımdan sağlamış gibi görünmektedir. 2002 yılından sonraysa resmin değişmekte olduğu görülmektedir.

**Tablo 4.7:** Alarko GYO Finansal Göstergeleri(2002-2006)[31]

| ALARKO                           | 2002        | 2003       | 2004       | 2005       | 2006       |
|----------------------------------|-------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Hazır Değerler ve Men.Kıy</b> | 105.585.447 | 97.902.708 | 65.616.771 | 85.684.585 | 71.758.603 |
| <b>Gayrimenkul Portföyü</b>      | -           | 13.950.989 | 70.542.003 | 68.155.566 | 98.582.782 |
| <b>Net Satışlar</b>              | 40.216.376  | 756.221    | 7.194.951  | 12.170.157 | 6.312.457  |
| <b>Esas Faaliyet Karı</b>        | 2.730.979   | -848.238   | 3.189.880  | 5.826.483  | 3.350.582  |
| <b>Esas Faaliyet Kar Marjı</b>   | 6,79%       | -112,17%   | 44,33%     | 47,88%     | 53,08%     |
| <b>Net Kar</b>                   | 18.477.192  | 5.863.765  | 3.092.128  | 10.183.740 | 4.916.479  |
| <b>Net Kar Marjı</b>             | 45,94%      | 775,40%    | 42,98%     | 83,68%     | 77,89%     |

Alarko GYO nakit portföyünü yüksek oranda tutma stratejisini sürdürüyor görünmekle birlikte net satışlarında kayda değer artışlar gerçekleşmiştir. Bu artış özellikle 2004 ve 2005 yıllarında daha belirgin bir şekilde görülmektedir. Esas faaliyet kar marjı 2002 yılında %6.8’ken 2003 yılında esas faaliyetler zararlı sonuçlanmış (faaliyet dışı gelirler ve karlar nedeniyle net kar marjı %775) 2004,2005 ve 2006 yıllarında bu oran %50’ler seviyesinde oluşmuştur. Ancak bu oran reel faiz oranlarının çok daha düşük olduğu ülkelerde faaliyet gösteren gayrimenkul yatırım ortaklıklarının oranlarına göre yüksek olup burada da hızla büyümekte olan gayrimenkul sektörünün etkisi görülebilmektedir. Faaliyetlerin düşen faizlerle birlikte normal dönme eğilimine girmesiyle birlikte yine de şirketin nakit ve menkul kıymet portföyü çok fazla küçülmemiştir. 2002 ve sonrası yıllardan sadece iki tanesinde şirketin gayrimenkul portföyünün büyüklüğü nakit varlıkları geçebilmiştir.

#### 4.3.4 İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı

1999 yılında halka açılan şirket halka açılma sırasında hem ortak satışı hem de sermaye artırımı yöntemlerini kullanmıştır. Halka arz edilecek hisse senetlerinin ortaklardan gelen kısmı şirkete kaynak yaratmamaktadır. Artırılan sermayeden kaynaklanan hasılat 17.631.934 dolar olarak hesaplanmaktadır.

Buna karşılık halka arzdan sonra İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'nın ikincil halka arzlar da yaptığı izlenmektedir. Aşağıdaki tabloda bu halka arzlarla ilişkin olarak özet sonuç bilgiler yer almaktadır.

**Tablo 4.8:** İş GYO Sermaye Artırımları[27]

|                    | ORTAKLARA RÜÇHAN HAKKI KULLANDIRILARAK |                    | ORTAKLARA RÜÇHAN HAKKI KULLANDIRILMADAN |        |
|--------------------|----------------------------------------|--------------------|-----------------------------------------|--------|
| Yıllar             | Milyon TL                              | ABD \$             | Milyon TL                               | ABD \$ |
| 2000               | 10.500.000,00                          | 17.056.862         | -                                       | -      |
| 2001               | 108.290.000,00                         | 76.216.872         | -                                       | -      |
| 2001               | 18.200.000,00                          | 15.587.503         | -                                       | -      |
| 2002               | 0,00                                   |                    | -                                       | -      |
| 2003               | 0,00                                   |                    | -                                       | -      |
| 2004               | 47.138.000,00                          | 33.402.777         | -                                       | -      |
| <b>Toplam(USD)</b> |                                        | <b>125.207.153</b> | -                                       | -      |

Şirket 2000-2004 yılları arasında dört kez bedelli sermaye artırımı yoluyla halka arza gitmiş ve bu arzlardan 125.207.153 Dolar gelir elde etmiştir. Halka arzların hepsinde ortaklara rüçhan hakkı kullanılmıştır.

Halka arzlardan elde ettiği gelir yukarıda verilen şirketin mali performansına ilişkin özet bilgileriye aşağıdadır.

**Tablo 4.9:** İş GYO Finansal Göstergeleri(1999-2001)[35]

| İŞGYO                                 | 1999       | 2000        | 2001        |
|---------------------------------------|------------|-------------|-------------|
| <b>Hazır Değerler ve Men.Kıy(YTL)</b> | -          | 4.261.788   | 15.587.282  |
| <b>Gayrimenkul Portföyü(YTL)</b>      | 82.627.056 | 112.400.614 | 327.074.526 |
| <b>Net Satışlar(YTL)</b>              | 1.668.678  | 5.052.859   | 24.151.491  |
| <b>Esas Faaliyet Karı(YTL)</b>        | 261.923    | 2.085.375   | 15.896.258  |
| <b>Esas Faaliyet Kar Marjı(%)</b>     | 15,70      | 41,27       | 65,82       |
| <b>Net Kar (YTL)</b>                  | 687.743    | 3.474.889   | 20.463.474  |
| <b>Net Kar Marjı(%)</b>               | 41,21      | 68,77       | 84,73       |

1999-2000 yılları arasında şirketin gayrimenkul portföy değerinin hızla arttığı görülmektedir. 1999 yılında nakit ve nakit benzeri varlıklar portföyde yer almazken



2001 yılında 15.5 Milyon YTL tutarında bir nakit ve menkul kıymet varlığı görülmektedir. Şirketin net satışlarının da bu yıllar arasında önemli derece artmış olması dikkat çekicidir. Yine aynı dönemde esas faaliyet kar marjı kararlı ve hızlı bir şekilde %15.7'lerden %65.8'lere yükselmektedir. Faizlerin çok yüksek olduğu bu dönemde şirket gelirlerinin diğer gayrimenkul yatırım ortaklıklarına oranla daha yoğun olarak gayrimenkul işletmeciliğinden kaynaklandığı söylenebilir. Aslında bu gelişim Atakule ve Akmerkez örneklerini andırmaktadır. İş GYO tıpkı anılan örnekler gibi var olan bir gayrimenkulün işletmesini üstlenmiş, İş Bankası kompleksindeki binaları bu süre içerisinde bünyesine alarak işletmeye başlamıştır.

**Tablo 4.10:** İş GYO Finansal Göstergeleri(2002-2006)[35]

| <b>İŞGYO</b>                          | <b>2002</b> | <b>2003</b> | <b>2004</b> | <b>2005</b> | <b>2006</b> |
|---------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Hazır Değerler ve Men.Kıy(YTL)</b> | 26.272.780  | 38.173.985  | 59.305.784  | 61.450.074  | 23.678.815  |
| <b>Gayrimenkul Portföyü(YTL)</b>      | 500.562.156 | 641.483.742 | 617.182.331 | 620.132.386 | 782.614.790 |
| <b>Net Satışlar(YTL)</b>              | 31.618.291  | 37.556.561  | 37.647.008  | 39.535.502  | 59.058.099  |
| <b>Esas Faaliyet Karı(YTL)</b>        | 22.970.216  | 26.848.117  | 14.019.060  | 13.486.903  | 5.654.499   |
| <b>Esas Faaliyet Kar Marjı(%)</b>     | 72,65       | 71,49       | 37,24       | 34,11       | 9,57        |
| <b>Net Kar(YTL)</b>                   | 30.671.858  | 35.682.378  | 22.182.957  | 34.094.657  | 48.750.382  |
| <b>Net Kar Marjı(%)</b>               | 97,01       | 95,01       | 58,92       | 86,24       | 82,55       |

Tablodan da görüldüğü gibi 2002-2006 yılları arasında hazır değerler kalemi artmaya devam etmiştir. Diğer yandan şirketin gayrimenkul portföyünün değerinde de artış gözlemlenmektedir. Bu artışta satın alınan varlıkların değeri etkili olmuştur. Gayrimenkul işletmeciliğinden doğan gelirlerde düzenli bir artış görülmekle birlikte esas faaliyet karı tam tersi bir eğilim göstererek artan brüt satışlara rağmen

azalmıştır. Buna paralel olarak esas faaliyet kar marjı düşmüştür. Bu düşüşte bu dönemde işletme giderlerinde görülen artış etkin olmuştur. Ancak net kar düzeyinde 2006 yılı hariç çok belirgin bir değişim olmamış her yıl için ortalama 30 Milyon YTL düzeyinde gerçekleşmiştir. Görünen odur ki halka arzlardan elde edilen tutarlar daha çok nakit ve nakde benzer varlıklara plase edilmiş toplam karın kompozisyonu diğer faaliyetlerden gelirler lehine (esas faaliyetlerden gelirler aleyhine) bozulmuştur.

#### 4.3.5 Garanti Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı

Halka arzı 1998 yılında gerçekleşen şirket bu halka arzdan 1.4 Milyon Dolar hasılat elde etmiştir. Sonraki yıllarda gerçekleştirilen bedelli sermaye artırımları ile yapılan hisse senedi satışlarından elde edilen kaynak yaklaşık olarak 31.5 Milyon Dolardır[27]. Aşağıdaki tabloda bu halka arzlara ait özet veriler bulunmaktadır.

**Tablo 4.11:** Garanti GYO Halka Arz Hasılatı

|               | <b>ORTAKLARA RÜÇHAN HAKKI KULLANDIRILARAK</b> |               | <b>ORTAKLARA RÜÇHAN HAKKI KULLANDIRILMADAN</b> |              |
|---------------|-----------------------------------------------|---------------|------------------------------------------------|--------------|
| <b>Yıllar</b> | Milyon TL                                     | ABD \$        | Milyon TL                                      | ABD \$       |
| <b>1998</b>   | 5.000,00                                      | 21.221,51     | 330.750,00                                     | 1.403.802,89 |
| <b>1999</b>   | 4.200.000,00                                  | 10.692.083,28 | -                                              | -            |
| <b>2000</b>   | 12.500.000,00                                 | 20.305.788,94 | -                                              | -            |

Şirketin nakit ve menkul kıymet ile gayrimenkul portföyleri ve kar ilişkilerini gösteren tablo Şirketin son altı yıllık dönemini içermekte olup 2001 yılı öncesinde tek bir faaliyet yılı olduğundan veriler aynı tabloda gösterilmiştir.

**Tablo 4.12:** Garanti GYO Finansal Göstergeleri[32]

| GARANTİ                        | 2000       | 2001       | 2002       | 2003       | 2004       | 2005        | 2006        |
|--------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|
| Hazır Değerler ve Men.Kıy(YTL) | 17.248.284 | 5.018.551  | 14.690.716 | 18.792.646 | 22.136.334 | 28.684.874  | -           |
| Gayrimenkul Portföyü(YTL)      | 20.423.401 | 22.904.581 | 24.871.583 | 30.031.050 | 68.389.402 | 105.667.867 | 156.460.575 |
| Net Satışlar(YTL)              | 933.291    | 2.731.014  | 4.577.052  | 953.347    | 938.963    | 941.503     | 24.026.387  |
| Esas Faaliyet Karı(YTL)        | -133.654   | 988.917    | 2.617.256  | -557.343   | -2.126.610 | -3.391.117  | 4.258.866   |
| Esas Faaliyet Kar Marjı(%)     | -14,32     | 36,21      | 57,18      | -58,46     | -226,48    | -360,18     | 17,73       |
| Net Kar (YTL)                  | 4.692.495  | 2.819.286  | 7.573.756  | 7.595.016  | 2.470.737  | 5.185.134   | 25.032.352  |
| Net Kar Marjı(%)               | 502,79     | 103,2      | 165,47     | 796,67     | 263,13     | 550,73      | 104,19      |

2001 yılı hariç Şirketin nakit ve nakde benzer varlıklarında sürekli artış eğilimi gözlemlenmektedir. 2001 yılında nakit benzeri varlıkların en düşük düzeye ulaştığı, Şirketin ilginç bir şekilde reel faizlerin rekorlar kırdığı yılı diğer yıllara oranlar düşük bir nakit ve nakde benzer varlıkla kapattığı görülmektedir. Bu salt karlılık açısından şanssız sayılabilecek bir durumdur. Nitekim 2000 yılında Şirketin esas faaliyetlerinden zarar etmesine rağmen faiz gelirleri nedeniyle net kar marjının %502 gibi bir oranda gerçekleştiği görülmektedir. 2001 yılında esas faaliyetlerinden yaklaşık 988.000 YTL kar elde etmiş ancak bu, Şirket karlılığının yalnızca %36'sını oluşturmuştur. Aynı yıl Şirket incelenen dönemde en düşük net kar marjı olan %103'ü yakalamıştır. 2003, 2004 ve 2005 yıllarında Şirket esas faaliyetlerinden zarar etmeye devam etmiş ancak aynı yıllar sırasıyla %796, %263 ve %550 gibi net kar marjlarına ulaşabilmiştir.

Halka arz gelirleri ile Şirketin menkul kıymet ve nakit portföyündeki hareket paralel değildir. Halka arz gelirlerinin önemli bir kısmının gayrimenkul portföyü yatırımlarını finanse ettiği anlaşılmaktadır.

#### 4.3.6 Nurol Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı

Şirket 1999 yılında halka açılmıştır. Sermaye artırımını yoluyla yapılan halka arzdan elde edilen hasılat 11.786.689 Dolardır. Şirket daha sonra herhangi bir bedelli sermaye artırımını gerçekleştirilmemiştir[27].

**Tablo 4.13: Nurol GYO Finansal Göstergeleri[33]**

| NUGYO                                 | 1999      | 2000       | 2001       | 2002       | 2003       | 2004       | 2005       | 2006       |
|---------------------------------------|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Hazır Değerler ve Men.Kıy(YTL)</b> | 6.074.341 | 3.014.484  | -          | 119.508    | -          | -          | 477.561    | 2.801.828  |
| <b>Gayrimenkul Portföyü(YTL)</b>      | 4.858.551 | 16.319.899 | 30.688.420 | 36.096.458 | 16.854.732 | 32.397.792 | 38.184.199 | 37.605.000 |
| <b>Net Satışlar(YTL)</b>              | 548.002   | 765.821    | 903.136    | 3.417.648  | 7.612.053  | 6.139.295  | 18.539.169 | 7.536.185  |
| <b>Esas Faaliyet Karı(YTL)</b>        | -225.252  | 77.837     | -361.697   | -637.837   | 923.018    | -3.075.984 | -682.005   | 1.401.215  |
| <b>Esas Faaliyet Kar Marjı(%)</b>     | -41,10    | 10,16      | -40,05     | -18,66     | 12,13      | -50,10     | -3,68      | 18,59      |
| <b>Net Kar(YTL)</b>                   | 866.477   | 2.680.208  | 4.232.957  | 901.713    | -7.477.474 | -5.021.064 | 3.982.373  | 3.840.895  |
| <b>Net Kar Marjı(%)</b>               | 158,12    | 349,98     | 468,70     | 26,38      | -98,23     | -81,79     | 21,48      | 50,97      |

Nurol Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı 1999 ve 2000 yıllarında görece yüksek bir nakit varlık oranına sahipken krizin derinleştiği yıl olan 2001’de menkul kıymet ve nakit portföyü hemen hemen yoktur. Faaliyetlerinden de zarar etmiştir. Ancak yine 4.2 Milyon YTL kar elde ettiği ve %349’luk bir net kar marjı yakaladığı görülmektedir. Gelir tablosu ve gelir tablosu dipnotları birlikte incelendiğinde bu geliri yaratan hareketin aynı yıl gerçekleşen devalüasyon olduğu ve Şirketin sahip olduğu döviz pozisyonu nedeniyle yaklaşık 15 Milyon YTL döviz pozisyonu gelirini “faaliyetlerle ilgili diğer gelirler ve karlar” kaleminde gösterdiği görülmektedir.

Şirketin genel yatırım tarzının gayrimenkul olduğu portföy pozisyonundan görülebilmektedir. İncelenen yıllar içinde nakit ve benzeri varlıklar pozisyonunda önemli bir artış olmazken gayrimenkul portföyü neredeyse düzenli bir şekilde artmıştır. Bu artışta yaklaşık 11.7 Milyon Dolarlık ilk halka arzın payının olduğu görülmektedir.

#### 4.3.7 Vakıf Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı

Faaliyette bulunan en eski gayrimenkul yatırım ortaklıklarından biridir. 1997 yılında halka arz edilmiştir. Halka arz sonrası elde edilen toplam hasılat yaklaşık olarak 2.9 Milyon YTL’dir[27].

**Tablo 4.14:** Vakıf GYO Halka Arzları[27]

| Yıllar | Milyon TL    | ABD \$        | Milyon TL  | ABD \$       |
|--------|--------------|---------------|------------|--------------|
| 1997   | -            | -             | 250.000,00 | 2.365.206,86 |
| 1998   | 2.985.750,00 | 11.105.635,11 | -          | -            |
| 2005   | 5.000.000,00 | 3.667.033,37  | -          | -            |

Şirket daha sonra bir kere 1998’de ve sonra 2005’de bedelli sermaye artırımına gitmiş ve sırasıyla 3.701.878 ve 3.667.033 Dolarlık halka arz gerçekleştirmiştir.

Şirketin mali tablolarındaki gelişim yine 1997-2001 ve 2002-2006 yılları arasını kapsamak üzere iki ayrı bölümde incelenmiştir.

**Tablo 4.15:** Vakıf GYO Finansal Göstergeleri(1997-2001)[36]

| VAKIFGYO                              | 1997    | 1998      | 1999      | 2000      | 2001      |
|---------------------------------------|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>Hazır Değerler ve Men.Kıy(YTL)</b> | 458.576 | 3.716.070 | 5.121.758 | 3.185.067 | 1.050.605 |
| <b>Gayrimenkul Portföyü(YTL)</b>      | 378.385 | 1.155.654 | 2.808.268 | 6.028.748 | 9.907.827 |
| <b>Net Satışlar(YTL)</b>              | 90.745  | 166.865   | 469.218   | 469.218   | 798.406   |
| <b>Esas Faaliyet Karı(YTL)</b>        | 3.894   | -37.100   | -202.707  | -202.707  | 22.614    |
| <b>Esas Faaliyet Kar Marjı(%)</b>     | 4,29    | -22,23    | -43,20    | -43,20    | 2,83      |
| <b>Net Kar (YTL)</b>                  | 257.918 | 1.057.950 | 1.254.988 | 1.254.988 | 1.772.432 |
| <b>Net Kar Marjı(%)</b>               | 284,2   | 634,02    | 267,46    | 267,46    | 222,00    |

Şirketin 1997 yılında gerçekleştirdiği halka arzın gelirinin nakit ve nakit benzeri varlıklara plase edildiği görülebilmektedir. 2000 yılı sonunda gayrimenkul portföyünde menkul kıymetlerdeki azalışla birlikte artış görülmektedir. Şirket bu dönemde esas faaliyetlerinden genel olarak zarar etmiştir. Ancak 1997-2001 yılları arasında net kar marjı %200’ün üzerinde seyretmiş 1998 yılında bu oran %634 olarak oluşmuştur. Şirketin reel faizlerin çok yüksek olduğu dönemde bu getiriden yararlandığı görülmektedir.

**Tablo 4.16:** Vakıf GYO Finansal Göstergeleri(2002-2006)[36]

| VAKIFGYO                   | 2002       | 2003       | 2004       | 2005       | 2006       |
|----------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Hazır Değerler ve          | 1.191.027  | 2.473.949  | 7.701.075  | 13.536.141 | 18.039.775 |
| Gayrimenkul Portföyü(YTL)  | 10.001.702 | 11.915.271 | 34.229.696 | 39.679.852 | 39.729.812 |
| Net Satışlar(YTL)          | 1.011.915  | 1.345.485  | 10.427.624 | 2.927.737  | 3.341.683  |
| Esas Faaliyet Karı(YTL)    | -193.535   | 266.770    | 920.295    | 1.130.036  | 1.339.637  |
| Esas Faaliyet Kar Marjı(%) | -19,13     | 19,83      | 8,83       | 38,60      | 40,09      |
| Net Kar(YTL)               | 185.853    | 964.926    | 1.437.257  | 6.144.755  | 4.522.192  |
| Net Kar Marjı(%)           | 18,37      | 71,72      | 13,78      | 209,88     | 135,33     |

Yukarıdaki tablodan da görüldüğü üzere bu durum 2002 yılından sonra değişmeye başlamış, Şirketin hazır değerler portföyü neredeyse hız kesmeden artmaya devam etmesine rağmen net kar marjında düşme gözlenmiştir. Diğer yandan Şirketin esas faaliyetleri karla sonuçlanmaya başlamış ve nihayet 2006 yılında esas faaliyet kar marjı %40'a kadar tırmanmıştır. Ancak 2006 yılı sonunda bile Şirketin gayrimenkul portföyünün neredeyse yarısı kadar nakit ve menkul kıymet portföyü olduğu ve %40 esas faaliyet kar marjına karşılık %135.3 net kar marjı elde ettiği dikkati çekmektedir.

#### 4.3.8 Yapı Kredi Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı

Sektörde faaliyet göstermekte olan en eski şirketlerden bir diğeri Yapı Kredi Gayrimenkul yatırım ortaklığıdır. Şirket 1998 yılında halka arz edilmiş olup bu arzdan 8.4 Milyon YTL gelir elde edilmiştir. Daha sonra Şirkete nakit girişi sağlayacak herhangi bir nakit sermaye artışı olmamıştır[27].

Aşağıdaki tabloda Şirketin 1997-2001 yılları arasındaki faaliyetlerin ilişkin olarak özet bilgiler verilmiştir.

**Tablo 4.17: Yapı Kredi GYO Finansal Göstergeleri(1997-2001)[37]**

| <b>YKGYO</b>                   | <b>1997</b> | <b>1998</b> | <b>1999</b> | <b>2000</b> | <b>2001</b> |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Hazır Değerler ve Men.Kıy(YTL) | -           | 6.646.206   | 18.528.749  | 16.093.087  | 16.076.542  |
| Gayrimenkul Portföyü(YTL)      | 2.608.674   | 8.797.737   | 11.894.580  | 33.746.758  | 26.912.465  |
| Net Satışlar(YTL)              | 310.643     | 531.754     | 887.171     | 1.511.977   | 31.714.454  |
| Esas Faaliyet Karı(YTL)        | 208.643     | 223.550     | 150.215     | 405.345     | 2.743.045   |
| Esas Faaliyet Kar Marjı(%)     | 67,16       | 42,04       | 16,93       | 26,81       | 8,65        |
| Net Kar(YTL)                   | 318.638     | 2.579.266   | 12.950.882  | 7.075.275   | 8.890.969   |
| Net Kar Marjı(%)               | 102,57      | 485,05      | 1459,80     | 467,95      | 28,03       |

Mali tablolardan bu arza ait hasılatın hazır değerler olarak plase edildiği görülmektedir. Ancak bu dönemde diğer gayrimenkul yatırım ortaklıklarına oranla Şirketin esas faaliyetlerinin karla sonuçlandığı dikkat çekicidir. Yine de Şirket elindeki nakit varlıkların gelirinden yararlanmayı bilmiştir. Nitekim 1999 yılında net kar marjı %1459 gibi rekor bir seviyeye ulaşmıştır. 2001 yılında “Net Satışlar” kaleminde görülen büyük sıçramanın nedeni tamamlanan İstanbul-İstanbul projesi birinci etap satışlarıdır.

**Tablo 4.18: Yapı Kredi GYO Finansal Göstergeleri(2002-2006)[37]**

| <b>YKGYO</b>               | <b>2002</b> | <b>2003</b> | <b>2004</b> | <b>2005</b> | <b>2006</b> |
|----------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Hazır Değerler             | 8.825.303   | 14.849.799  | 13.318.763  | 47.365.276  | 3.845.147   |
| Gayrimenkul Portföyü       | 42.874.097  | 32.635.238  | 130.522.356 | 134.468.259 | 247.485.532 |
| Net Satışlar               | 3.942.827   | 22.651.472  | 14.658.658  | 23.864.663  | 60.105.032  |
| Esas Faaliyet Karı         | 626.722     | 1.362.372   | -3.218.609  | -4.412.939  | 2.418.875   |
| Esas Faaliyet Kar Marjı(%) | 15,90       | 6,01        | -21,96      | -18,49      | 4,02        |
| Net Kar                    | 849.692     | 181.958     | -5.280.724  | 5.179.121   | 6.216.680   |
| Net Kar Marjı(%)           | 21,55       | 0,80        | -36,02      | 21,70       | 10,34       |

Şirketin karlılığı 2002 yılından sonra her açıdan düşmeye başlamıştır. Şirketin satışlarında bu dönemde dalgalanma görülmektedir. Esas faaliyetleri de 2004 ve 2005 yılları hariç düşük oranlı faaliyet karlılıklarıyla sonuçlanmıştır. Şirketin net kar marjı da büyüyen nakit ve menkul kıymet portföyüne rağmen düşen faiz oranlarının da etkisiyle en çok %21 olarak gerçekleşmiştir.

#### 4.4 Portföylerin Gelişimi

Bu alt bölümde GYO'ların portföylerinin gelişimine toplu olarak bakılacaktır. Bu analiz yılları itibarıyla GYO'ların gayrimenkul portföylerinin değerleri ile bu değerlerin toplam portföy içindeki yerini göstermesi bakımından önemlidir. GYO'ların faaliyet konularının gayrimenkul yatırımları olduğu göz önüne alıncak olursa beklenen tüm varlıklar içerisinde gayrimenkul varlıklarının en büyük payı oluşturmasıdır.

Aşağıdaki tablo inceleme kapsamındaki GYO'ların toplam gayrimenkul portföyü değerlerinden, İş GYO, Atakule GYO ve Akmerkez GYO'nun sırasıyla İş Kuleleri, Atakule ve Akmerkez isimli gayrimenkullerinin portföy değerlerinin çıkarılmasından sonraki değerlerinin yıllar içindeki gelişimi verilmektedir. Bu işlemin nedeni sözkonusu gayrimenkullerin ilgili GYO'ların halka arzından önce inşa edilmesidir.

**Tablo 4.19:** Gayrimenkul Portföyü/Toplam Portföy İlişkisi[29-37]

|      | Gayrimenkul<br>Portföyü(YTL) | Toplam<br>Portföy(YTL) | Gayrimenkul<br>Portföy/Toplam<br>Portföy(%) |
|------|------------------------------|------------------------|---------------------------------------------|
| 1997 | 6,398,850                    | 11,972,542             | 53                                          |
| 1998 | 13,365,182                   | 35,098,506             | 38                                          |
| 1999 | 13,365,182                   | 74,533,875             | 18                                          |
| 2000 | 200,190,138                  | 305,105,267            | 65                                          |
| 2001 | 63,205,814                   | 197,067,413            | 32                                          |
| 2002 | 113,843,840                  | 276,070,921            | 41                                          |
| 2003 | 105,387,280                  | 280,862,391            | 37                                          |
| 2004 | 336,081,249                  | 488,924,115            | 68                                          |
| 2005 | 386,155,743                  | 672,384,299            | 57                                          |
| 2006 | 579,863,701                  | 738,313,808            | 78                                          |

Tablodan da görüldüğü gibi ilk yıllarda gayrimenkul portföylerinin toplam portföy içindeki payı oldukça küçüktür. Oran 1999'da %18'e kadar düşmekte, 2001 yılında



%31 olarak gerçekleşmekte ve izleyen yıllarda artarak 2006 yılında %78'e kadar yükselmektedir. Düşen faiz oranı ve enflasyonla birlikte özellikle 2001'den sonra şirketlerin daha çok gayrimenkul yatırımı yapma eğiliminde olduğu görölmektedir.

## 5.SONUÇ

Bu çalışmaya başlanırken yasal düzenlemelerin var olan bir ihtiyacı gidermek ya da belirli bir ortamı oluşturmak amaçlı yapıldığı varsayımından bahsedilmişti. Ülkemizde yasal bir düzenleme olarak gayrimenkul yatırım ortaklıkları mevzuatının oluşturulma nedenleri, diğer bir ifadeyle ülkemizde faaliyet göstermekte olan gayrimenkul yatırım ortaklıklarına ilişkin yasal düzenlemelerin, “Giriş” bölümünde de tespit edildiği gibi bir ekonomik ihtiyaca mı dayandığı yoksa geliştirici düzenleme niteliği mi taşıdığı, hangi nedenle yapılmış olursa olsun düzenlemelerin amacına ulaşıp ulaşmadığı çalışma boyunca belirginleşmiştir.

GYO'lara ilişkin düzenlemeler, hem düzenlenme amaçlarının “okunması” ve hem de “gerçekleşmeler” bazında amaca ulaşıp ulaşılmadığının test edilmesi için önemlidir. Amerika Birleşik Devletleri bu noktada düzenlemelerin ilk yapıldığı ülke olarak bir referans noktasıdır. Bu ülkede 1999 ve 2007 yılları arasında gerçekleşen 1709 halka arz işlemi sonucu toplanan yaklaşık 251 Milyar dolar, GYO'lar için sermaye piyasalarından fon sağlama fonksiyonunun hangi hacme kadar çıkabileceğinin ilginç bir göstergesidir. Gerek Amerika Birleşik Devletleri ve gerekse GYO'lara ilişkin düzenlemelere konu olan diğer ülkelerin yasal düzenlemelerine mali büyüklüklerin karşılaştırılmasını anlamlı kılmak amacıyla bakıldığında;

- Ülkemizdeki mevzuatın gerek organizasyonel açıdan ve gerekse faaliyetler açısından inceleme kapsamındaki diğer ülkelerden daha yoğun olduğu,
- Vergi istisnasına konu olan gelir türleri açısından ülkemizdeki düzenlemelerin GYO'lar lehine daha geniş olduğu, faaliyet dışı gelirleri yine diğer ülkelerdeki düzenlemelerden farklı olarak vergiye tabii olmadığı,

ortaya çıkmıştır. Bu yasal düzenlemelerin çerçeve olduğu ülkelerde GYO faaliyetlerinin mali sonuçları ise;

-GYO'ların piyasa değerleri, GYO şirketlerinin ilgili borsalardaki işlem hacimleri, GYO başına dūřen ortalama kapitilizasyon, varlıkları özkaynaklarla finanse etme sıralamalarında Türkiye'nin sonlarda yer aldığı,

-Son üç yıllık getiri oranında  lkemizdeki GYO'ların en yüksek sıralarda yer almasına rağmen bunun GYO hisselerine özel bir durum değil İMKB'deki yüksek volatiliteden kaynaklandığı, ülkemizin içinde bulunduğu bölge GYO'larının piyasa değerlerinin 2006-2007 yıllarında yüzdesel olarak en çok büyüyen GYO'lar olduğu,

-İnceleme kapsamındaki ülkeler arasında faiz oranları ve temettü getirileri arasındaki farkın en yüksek olduğu ülkenin Türkiye olduğu,

görülmektedir.

Piyasa derinliğinin incelenmesi amacıyla yapılan karşılaştırmada ise ülkemizde faaliyette bulunan GYO'lardan sadece birinin yasal halka açıklık sınırının üzerine çıktığı, oysa dünyada GYO'lar için halka açıklık ortalamasının %75-%100 arasında olduğu anlaşılmıştır.

Ülkemizde faaliyette bulunan GYO'ların toplulaştırılmış portföy durumuna bakıldığındaysa;

-GYO'ların piyasa değerlerinin %70'ini

-Porf y değerlerinin %65'ini

sadece iki GYO'nun oluşturduğu, bu şirketlerin portföylerinin hemen hemen tamamını ise halka arz edilmeden önce yapılmış gayrimenkul yatırımlarının oluşturduğu ve söz konusu gayrimenkullerin halka arzdan önce işletilmeye başlandığı görülmektedir.

Ülkemizdeki GYO'ların düzenlemenin yapıldığı yıldan itibaren geçen on yıl içinde sermaye piyasalarından topladıkları kaynak miktarının yaklaşık 405 milyon dolar olduğu,

-Bu tutarın %63'ünün rüçhan hakkı kullandırılarak yapılan halka arzlardan kaynaklandığı, dolayısıyla ikincil halka arzların büyük bölümünün piyasa değerinin altındaki değerlerden gerçekleştiği,

-Halka arzı bir finanman kaynağı olarak kullanmadıkları, daha çok yasal bir zorunluluğu yerine getirmek için halka arza gittikleri,

-Biri hariç hepsinin halka açıklık oranının yasal alt sınır olan %49 olmasının bunu teyit ettiği;

ortaya çıkan diğer hususlar olmuştur.

Şirketlerin ilgili dönemde gelir tabloları ve bilançoları incelendiğinde ise;

-Halka arz gelirleri ile portföyleri arasında önemli bir ilişki olmadığı (toplam gayrimenkul portföyü değerinin %70'ini sadece iki gayrimenkul projesinin oluşturması ve bu projelerin halka arzlardan önce bitirilmiş olması)

-Şirketlerin hemen hepsinin ilgili dönemde yüksek nakit barındırdığı(1997 ve 2000 yılı hariç 2004 yılına kadar her yıl gayrimenkul portföyü/toplam portföy oranının %50'nin altında kalması)

-Esas faaliyet kar oranlarının net karlarına göre çok düşük olduğu, esas faaliyetlerin zaman zaman zararla sonuçlandığı(Alarko GYO'nun 1999'da esas faaliyet kar marjının %25, net kar marjının %5616 olması)

-Net karları içinde en önemli bileşenin faaliyet dışı gelirler ve karlar olduğu,

-Nominal faizleri düşmeye başlamasıyla birlikte net kar/esas faaliyet karı oranının ikincisi lehine değişmeye başladığı(Alarko GYO'nun 2006 yılında esas faaliyet kar marjının %53 net faaliyet kar marjının %78 olması)

görülmüştür.

Ülkemizde faaliyette bulunan GYO'ların hiç biri gayrimenkul yatırım ortaklığı şeklinde kurularak halka açılmamıştır. Hepsi portföylerinde gayrimenkuller olan ya da gayrimenkul geliştirme faaliyetinde bulunmakta olan şirketler olarak halka açılmadan önce de vardılar. Ancak yasal düzenlemeden sonra gayrimenkul yatırım ortaklıklarına dönüşmüşlerdir. Yine şirketlerin önemli bölümünün grup şirketleri olduğu da dikkati çeken bir başka husustur. Aynı sermayenin ödenmiş sermaye olarak kabul edilmesi, kurumlar vergisinden muaf olmak gibi avantajlar bir araya geldiğinde özellikle nakit fazlası olan gruplar için gayrimenkul yatırım ortaklığı kurmak ya da bir şirket dönüştürmek özellikle faizlerin yüksek olduğu dönemlerde vergi yönetimi açısından çekici olarak değerlendirilmiş gibi görünmektedir.

Bu şirketler elbette ki gayrimenkul yatırımları da yapmışlardır. Ancak özellikle faizlerin yüksek olduğu dönemlerde gayrimenkul yatırımlarının iç verim oranlarının risksiz faiz oranına göre oldukça düşük kalması sonucu gayrimenkul yatırım ortaklıkları yasal düzenlemelerin gerektirdiği portföy sınırlamaları içinde kalmak şartıyla yatırımlarını daha yoğun olarak risksiz getiri alanlarına kaydırmışlardır.

Bu durum yapısal bir bozukluğa işaret etmektedir. Yüksek faiz ortamlarında vergi teşviki gibi teşvikler, gayrimenkul finansmanını tetiklemek yerine yüksek faiz

gelirinden yararlanmak isteyen fonlar ve vergisel ayarlama yapmak isteyen farklı iş dallarında faaliyet gösteren gruplar için uygun bir manevra alanı yaratmıştır. Diğer yandan tıpkı diğer şirketlerde olduğu gibi gayrimenkul yatırım ortaklıklarında da halka arz bir finansman yöntemi olarak görülmemektedir. İnceleme kapsamındaki yalnızca bir şirketin tebliğde öngörülen minimum halka açılmak oranı olan %49'u geçmesi bunun bir işareti olarak yorumlanmaktadır. Diğer bir ifadeyle şirketlerin gayrimenkul yatırım ortaklığı ünvanı almak için halka arz oranı da dahil düzenlemelerin gerektirdiği şartların minimumunu yerine getirme eğilimi içinde olduğu gözlemlenmektedir. Ayrı bir çalışmanın konusu olmakla birlikte bu durumun nedeninin ülkemizde sermaye piyasalarının henüz yatırımcılar tarafından tam tanınmaması, buna bağlı olarak hisse senedi yatırımlarının dönemsel getiri getirebilen uzun vadeli yatırımlar olarak değil daha çok kısa süreli spekülasyon kazanç sağlayabilen çok riskli araçlar olarak görülmesi, karlılık garantisi olmayan şirketlerin şeffaflığının hala tam olarak sağlanamaması, yatırımcı haklarının korunmasında etkinlik olmaması gibi sadece gayrimenkul yatırım ortaklıklarına değil bütün halka açık şirketlere ve genel olarak sermaye piyasasına ilişkin sorunların olduğu düşünülmektedir.

Yukarıda bahsedilen duruma ülkemizdeki gayrimenkul piyasasının ilginç şartları da eklenmektedir. Gayrimenkul yatırımı yapan şirketlerin yaptıkları yatırımları fonlamakta benzerine başka ülkelerde çok da rastlanmayan bir yöntem uyguladıkları basından takip edilebilmektedir. Henüz yatırıma başlanmamış projelerin gazete ilanlarıyla kolaylıkla satıldığı dönemler özellikle 2003 yılı sonrasında yaşanmıştır. Şirketler büyük miktarda fonları ilan yoluyla toplayabilmekte, toplanan paralar karşılığında müşterisine gayrimenkule ilişkin herhangi bir yasal belge vermemektedir. Böylece şirketler sermaye maliyeti olan banka kredisi alma ya da yasal yükümlülük ile kar ve yönetsel hakların bir kısmının devri anlamına gelen sermaye piyasası araçlarının ihracı yöntemlerini kullanmadan, daha açık bir ifadeyle **Bölüm 2.2.**'de kısaca açıklanan, borçlarla ya da özkaynaklarla finansman adı verilen iki finansman yolunu da kullanmadan finansman kitaplarında görülmeyen bir yöntemle yatırımlarını finanse edebilmektedirler. İzinsiz para toplama Bankalar Kanunu'nda izinsiz mevduat toplama sayılır ve suçtur. Aynı şekilde herhangi bir şirkete ya da projeye ortak olma vaadini içeren ilan verme de Sermaye Piyasası Kanunu'nda izinsiz halka arz faaliyeti olarak tanımlanır ve suçtur. Ancak ülkemizde

var olduğu gözlemlenen ve bir konut sahibi olma isteği olarak adlandırılabilir. güçlü motivasyonun da kullanılarak hiçbir hukuksal hak yaratmayan işlemlerle fon toplamak inşaat şirketleri için mümkün ve etkin olarak çalışan bir yol olarak kullanılmaktadır.

Parasal ve yasal maliyetten kaçınma neredeyse evrensel bir eğilim olduğu için yasal boşluklar sağlıklı bir sistemin çalışması için gerekli basıncın kaçtığı delik fonksiyonu görmektedir. Genelde sermaye piyasasında faaliyet gösteren tüm şirketler için ve özelde gayrimenkul yatırım ortaklıkları için yatırımcı alışkanlıklarının değışmesi, faizlerin girişim riskini alınabilir hale getirecek kadar düşmesi ve görünür gelecekte bu durumun sürdürülebilir olması, şirket şeffaflıklarının artması, şirket yönetimlerinin kar dağıtımını, şirketin hisse değerini düşüren değil artıran bir unsur olarak görmeye başlaması, tek başına sermaye piyasasının bir fon kaynağı olarak sağlıklı çalışır hale gelmesine yetmeyecek gibi görünmektedir. Basında “Maketten ev alma” olarak ad verilen ve konut yatırımı yapanların mağduriyetlerinin gitgide artmasına neden olan, en azından ne paralarını ne de evlerini alamama durumuna gelenlerin herhangi bir hak iddia etmelerinin önüne geçen, güvene ya da bilinçsizliğe dayalı bu yöntemin de ortadan kalkması, bunun için yasal düzenlemelerin yapılması ve denetim mekanizmalarının kurulması gerekmektedir.

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının Amerika Birleşik Devletleri, İngiltere ve Japonya gibi ülkelerdeki fonksiyonlarına bakıldığında gayrimenkul finansmanı denen kavramın sadece konut ve alışveriş merkezi finansmanını içermediğı, büyük altyapı ve teknoloji yatırımları gerektiren sözelimi liman, teknopark, havaalanı, sanayi bölgeleri projelerinin de GYO projelerine konu olduğu görülecektir. Ülkemizde bu anlamdaki gayrimenkul projelerinin azlığı, yukarıda değinilmeye çalışılan yapısal sorunların giderilmemesinin alternatif maliyeti olabilir.

## KAYNAKLAR

- [1] **Hayek Friedrich A.**, 1993. Kanun, Yasama Faaliyeti ve Özgürlük, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları.
- [2] **Çolak E. ve Alıcı A.**, 2001. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları: A'dan Z'ye, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara.
- [3] Sermaye Piyasası Kurulu, 2007. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği.
- [4] Sermaye Piyasası Kurulu, 2001. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçığı.
- [5] **Gündüz E.**, 2001. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları'nda geliştirme projeleri, yapılabirlik etüdleri ve ekspertiz değerlendirmesi'nin pay başına etkisi, *Yüksek Lisans Tezi*, İ.T.Ü. Fen Bilimleri Enstitüsü, İstanbul.
- [6] Real Estate Investment Trust Act of 1960, 1960.
- [7] NAREIT, **Industry Data**, 2007. National Association of Real Estate Investment Trusts News Room
- [8] **İMKB**, 2007. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Aylık Bülten, Eylül 2007.
- [9] **Brealey R., Myers Stewart C., Allen F.**, 2000. Principals of Corporate Finance, Mc Graw Hill Companies, New York.
- [10] **SPK Araştırma Dairesi**, 1991. Türkiye'de Kaynak Aktarım Sürecinde Sermaye Piyasalarının Rolü: 1980 Sonrası Dönemin Bir Değerlendirmesi, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara.
- [11] **Sanayi ve Ticaret Bakanlığı**, 2007. Türk Ticaret Kanunu, Umumi Hükümler, Madde 269, Ankara.
- [12] **Maliye Bakanlığı**, 2007. 5520 Sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu, İstisnalar, Madde 5, Ankara.
- [13] **Akerlof G.**, 1970. Market for Lemons, Quarterly Journal of Economics, University of California, Berkeley.
- [14] **ERDOĞAN S.**, 1997. Tezgaüstü Hisse Senedi Piyasaları ve KOBİ'ler, Sermaye Piyasası Kurulu araştırma raporu, Ankara.
- [15] **Garrigan Richard T., Parsons John F.C.**, 1997. Real Estate Investment Trusts: Structure, Analysis and Strategy, R.R. Donneley&Sons Company

- [16] **Chan S.H., Erickson J., Wang K.**, 2003. Real Estate Investment Trusts: Structure, Performance, and Investment Opportunities, Oxford University Press.
- [17] **Graff Richard A.**, 2001. Economic Analysis Suggests That REIT Investment Characteristics Are Not as Advertised, Journal of Real Estate Portfolio Management.
- [18] **Psaltis E., Chubb S.**, 2007. Ernst&Young Global REIT Report, REIT Market Review, Sydney.
- [19] **Bildik R. and Elekdag S.**, 2002. Effects of Price Limits on Volatility: Evidence from the Istanbul Stock Exchange Harvard University - Kennedy School of Government.
- [20] **REIT Watch, 2007.** National Association of Real Estate Investment Trusts, November Issue, 18.
- [21] **Ergen E.**, 2001. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Türkiye Uygulaması, *Yüksek Lisans Tezi*, İ.T.Ü. Fen Bilimleri Enstitüsü, İstanbul.
- [22] **Özkul S.**, 2001. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve Türkiye değerlendirmesi, *Yüksek Lisans Tezi*, İ.T.Ü. Fen Bilimleri Enstitüsü, İstanbul
- [23] **NAREIT**, 2007. Historical Index Data; Monthly Index Values & Returns, 1972-2007.
- [24] **SPK**, 1997-2006. Araştırma Dairesi Faaliyet Raporu, , Ankara.
- [25] **SPK**, 2007. Araştırma Dairesi Aylık Bülten, Ekim 2007, Ankara.
- [26] **İMKB**, 2006. Şirketler Yıllığı, İstanbul.
- [27] **İMKB**, 2007. Değerleme ve İstatistik Müdürlüğü, Kaynak Sağlamada İMKB, İstanbul.
- [28] **İMKB**, 2007. Değerleme ve İstatistik Müdürlüğü, Mali Tablolar, “AGYO”, İstanbul.
- [29] **İMKB**, 2007. Değerleme ve İstatistik Müdürlüğü, Şirket Mali Tabloları, “AGYO”, İstanbul.
- [30] **İMKB**, 2007. Değerleme ve İstatistik Müdürlüğü, Şirket Mali Tabloları, “AKMZGYO”, İstanbul.
- [31] **İMKB**, 2007. Değerleme ve İstatistik Müdürlüğü, Şirket Mali Tabloları, “ALGYO”, İstanbul.



- [32] **İMKB**, 2007. Değerleme ve İstatistik Müdürlüğü, Şirket Mali Tabloları, “GRGYO”, İstanbul.
- [33] **İMKB**, 2007. Değerleme ve İstatistik Müdürlüğü, Şirket Mali Tabloları, “NUGYO”, İstanbul.
- [34] **İMKB**, 2007. Değerleme ve İstatistik Müdürlüğü, Şirket Mali Tabloları, “EGYO” İstanbul.
- [35] **İMKB**, 2007. Değerleme ve İstatistik Müdürlüğü, Şirket Mali Tabloları, “ISGYO” İstanbul.
- [36] **İMKB**, 2007. Değerleme ve İstatistik Müdürlüğü, Şirket Mali Tabloları, “VKGYO” İstanbul.
- [37] **İMKB**, 2007. Değerleme ve İstatistik Müdürlüğü, Şirket Mali Tabloları, “YKGYO” İstanbul.

## **ÖZGEÇMİŞ**

### **Selim ERDOĞAN**

1970 yılında İzmit’de doğdu. İlk, orta ve lise eğitimini İzmit ve Ankara’da tamamladıktan sonra 1994 yılında Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi İktisat Bölümü’nden mezun oldu. 1995-1999 yılları arasında Sermaye Piyasası Kurulu’nda denetçi olarak çalışan Erdoğan 1999-2007 yılları arasında çeşitli aracı kurumlarda yöneticilik yaptı. Halen Park Elektrik A.Ş.’de Yatırımcı İlişkileri Müdürlüğü görevini sürdürmektedir.