

TÜRKİYE CUMHURİYETİ
ÇUKUROVA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANA BİLİM DALI

GENEL OLARAK GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI ve İMKB'DE BİR
ARAŞTIRMA

Seda TURNACIGİL

YÜKSEK LİSANS TEZİ

ADANA/2012

TÜRKİYE CUMHURİYETİ
ÇUKUROVA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANA BİLİM DALI

GENEL OLARAK GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI ve İMKB'DE BİR
ARAŞTIRMA

Seda TURNACIĞİL

DANIŞMAN: Prof. Dr. Hatice DOĞUKANLI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

ADANA/2012

Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğüne,

Bu çalışma, jürimiz tarafından **İŞLETME** Anabilim Dalında **YÜKSEK LİSANS TEZİ** olarak kabul edilmiştir.

Başkan : Prof. Dr. Hatice DOĞUKANLI
(Danışman)

Üye : Doç. Dr. Hatice DÜZAKIN

Üye : Yrd. Doç. Dr. Hüseyin GÜLER

ONAY

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim elemanlarına ait olduklarını onaylarım.

...../...../.....

Prof. Dr. Azmi YALÇIN

Enstitü Müdürü

Not: Bu tezde kullanılan özgün ve başka kaynaktan yapılan bildirişlerin, çizelge, şekil ve fotoğrafların kaynak gösterilmeden kullanımı, 5846 Sayılı Fikir ve Sanat Eserleri Kanunu'ndaki hükümlere tabidir.

ÖZET

GENEL OLARAK GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI ve İMKB’DE BİR ARAŞTIRMA

Seda TURNACIGİL

Yüksek Lisans Tezi, İşletme Anabilim Dalı

Danışman: Pof. Dr. Hatice Doğukanlı

Aralık 2012, 86 sayfa

Gayrimenkuller pek çok ülkede en çok tercih edilen yatırım araçlarından biri olmuştur. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO), gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçları arasında önemli bir yere sahiptir. Bu çalışmada GYO’ların Türkiye’de ve dünyada ortaya çıkışı, gelişimi, hukuki boyutları ve şimdiki durumu incelenmiştir. Çalışmanın uygulama bölümünde, GYO endeksi getirisi Ocak 2003-Aralık 2011 dönemleri için Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli (SVFM) ve Vektör Otoregresif Model (VAR) kullanılarak analiz edilmiştir. Çalışmadaki ampirik bulgular, GYO’ların incelenen dönemde pazar endeksi ile hemen hemen birebir ilişki içinde olduğunu göstermektedir.

Anahtar Kelimeler: Gayrimenkule Dayalı Sermaye Piyasası Araçları, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli, Vektör Otoregresif Modeller

ABSTRACT**GENERALLY REAL ESTATE INVESTMENT TRUSTS and A RESEARCH IN ISE****Seda TURNACIGİL****Master Thesis, Department of Business Administration****Supervisor: Prof. Dr. Hatice DOĞUKANLI****December 2012, 86 pages**

In many countries, the real estates has been the most preferred investment instruments. Real Estate Investment Trusts (REIT), among the real estate oriented capital market investments, has a prominent position. In this study the REIT's in Turkey and in the world, coming into existence, its improvement, legal position and its present state is analyzed. In empirical section, the income of REIT stock index for the period between January 2003 and December 2011 is analyzed using Capital Assets Pricing Model (CAPM) and Vector Autoregressive Model. Empirical findings for the period being analyzed of the study show that the REIT's have a direct relevant with market index

Key words: Capital Market Investment Tool Based on Real Estate, Real Estate Investment Trusts, Capital Assets Pricing Model, Vector Autoregressive Models

ÖNSÖZ

Gayrimenkule yapılan yatırımların pek çok avantajı olmasına karşın, ekonomik sisteme katılamayan ölü yatırımlar olarak değerlendirilmektedir. Türkiye’de gayrimenkullerin likidite kazandırılmasına yönelik pek çok sermaye piyasası aracı düzenlenmiştir. Fakat gerek nitelik eksikliği gerekse teşvik edici ve yönlendirici düzenlemelerin yapılmaması nedeniyle başarılı olunamamıştır. Gelişmiş ülkelerde, özellikle ABD’de gayrimenkul yatırım ortaklığı şeklinde kurulan şirketler, önemli bir yatırım aracı haline gelmiş ve gayrimenkul yatırımlarına ilişkin sorunların çözümüne katkı sağlamıştır. Bu ortaklıklar 1990’lı yılların sonunda Türkiye’de de ortaya çıkmış ve kısa zamanda sermaye piyasalarının önemli yatırım araçları haline gelmiştir. GYO’lar halka açılmak suretiyle toplanan fonları gayrimenkul sektörüne yönlendirmekte, ayrıca kısıtlı tasarruflarıyla gayrimenkul yatırımı yapamayan yatırımcılara değer artışlarından gelir sağlamaktadır. Yatırımcılar GYO’ların hisse senetlerini satın almakta ve istedikleri an borsada satabilmektedir. Böylece yatırımlar menkul kıymet olarak satılarak bir satış kolaylığı sağlanmaktadır. Bu çalışmada başta Türkiye olmak üzere dünyanın çeşitli bölgelerindeki GYO’lar incelenmiş ve Türkiye’deki GYO endeksi SVFM ve VAR modeliyle analiz edilmiştir.

Bu tez çalışmasında öncelikle attığım her adımda yanımda ve arkamda olan aileme, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının tez konusu olarak seçilmesinde ufkumu açan danışmanım ve hocam Prof. Dr. Hatice DOĞUKANLI’ya, jüri üyesi olmayı kabul edip beni onurlandıran Doç. Dr. Hatice DÜZAKIN’a ve Yard. Doç. Dr. Hüseyin GÜLER’e sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

İÇİNDEKİLER

ÖZET.....	i
ABSTRACT.....	ii
ÖNSÖZ.....	iii
KISALTMALAR.....	vii
TABLolar LİSTESİ.....	viii
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	ix

BÖLÜM I

GİRİŞ

1.1.Çalışmanın Amacı ve Kapsamı.....	2
1.2. Çalışmanın Önemi ve Literatüre Katkısı.....	2
1.3.Çalışma Planı.....	3

BÖLÜM II

GAYRİMENKULE DAYALI SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI

2.1.Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler.....	5
2.2.Gayrimenkul Sertifikası.....	10
2.3.KonutSertifikası.....	13
2.4.İpotekli Borç ve İrat Senetleri.....	15

BÖLÜM III

GENEL OLARAK GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI, TÜRKİYE VE DÜNYADAKİ GELİŞİMİ

3.1.Yurt Dışında Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları.....	18
3.1.1. ABD’de GYO’lar	18

3.1.1.1 Tarihsel Gelişimi ve Performansı.....	19
3.1.1.2. ABD’de GYO Türleri.....	23
3.1.2. Avrupa’da GYO’lar.....	25
3.1.3. Asya Ülkeleri’nde GYO’lar.....	27
3.2 Türkiye’de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları.....	29
3.2.1.Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Tanımı, İşlevi ve Kapsamı.....	30
3.2.2.Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Ana unsurları.....	34
3.2.3.GYO’ların Portföyleri.....	34
3.2.3.1.Gayrimenkuller	35
3.2.3.2.Gayrimenkul projeleri.....	36
3.2.3.3.Gayrimenkule Dayalı Haklar	36
3.2.3.4.Gayrimenkule Dayalı Sermaye Piyasası Araçları.....	36
3.2.3.5.Diğer Sermaye Piyasası Araçları.....	37
3.2.4. GYO’ların Vergisel Boyutu.....	37
3.2.5. GYO’ların Kurumsal Çevresi.....	38
3.2.5.1. Lider Sermayedar	38
3.2.5.2. Müteahhit	38
3.2.5.3. İşletmecî Şirket.....	39
3.2.5.4. Danışman Şirket.....	39
3.2.5.5. Gayrimenkul Değerleme Şirketi.....	39
3.2.6.GYO’ların Ortaya Çıkmasındaki Etkenler.....	39
3.2.6.1.Hukuki Düzenlemeler	40
3.2.6.2. Gayrimenkul Finansmanı Sıkıntısı.....	40

3.2.6.3. Menkul Kıymetleştirme Amacı.....	41
3.2.6.4. Farklı Yatırım Arayışları	41
3.2.6.5. Sermaye Piyasalarını Geliştirme Amacı	42
3.2.7. GYO'ların Faydaları.....	43
3.2.7.1. GYO'ların Ülke Ekonomisine Faydaları.....	43
3.1.7.2. GYO'ların Yatırım Yapanlara Faydaları.....	44
3.2.8. Türkiye'de GYO'ların Gelişimi ve Mevcut Durumu	46
3.2.9. Yabancı Yatırımcıların Türkiye'deki GYO'lara İlgisi.....	49
3.3. Global Olarak GYO'lar ve Ülkelerin Karşılaştırılması.....	49
3.4. GYO'lar hakkında Türkiye ve Yurt Dışında Yapılmış Çalışmalar.....	52

BÖLÜM IV

GYO ENDEKSİ İLE İMKB 100 ENDEKSİ ARASINDAKİ İLİŞKİNİN İNCELENMESİ

4.1.Araştırmanın Amacı ve Kapsamı.....	62
4.2.Araştırma Verileri.....	62
4.3.Araştırma Yöntemi.....	63
4.3.1.SVFM Modeli.....	63
4.3.2.VAR Modeli	64
4.3.3. Birim Kök Testleri	66
4.3.4.VAR'da Granger Nedensellik Testleri	68
4.3.5. Etki Tepki Fonksiyonları	69
4.3.6. Varyans Ayrıştırması.....	69
4.4.Analiz Bulguları.....	69

BÖLÜM V**SONUÇ VE ÖNERİLER**

5.1.Sonuç.....	77
5.2.Öneriler.....	79
 KAYNAKLAR.....	 80
ÖZGEÇMİŞ.....	86

KISALTMALAR LİSTESİ

FTSE	:Financial Times Stock Exchange 100 Index
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
GYO	: Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları
IRC	: Amerika Milli Gelir Yasası
İBS	: İpotekli Borç Senetleri
İMKB	:İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
İS	: İpotekli İrat Senetleri
NAREIT	: Ulusal Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Birliği
NASDAQ	:National Association of Securities Dealers Automated Quotations
REIT	:Real Estate Investment Trusts
SPK	: Sermaye Piyasaları Kurumu
SVFM	: Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli
TOKİ	: Toplu Konut İdaresi
T.T.K.	: Türk Ticaret Kanunu
VAR	: Vektor Autoregressive Model
VDMK	: Varlığa Dayalı Menkul Kıymet

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo1: VDMK sistemindeki Kurumla ve Görevleri.....	7
Tablo2: Emlakbank Gayrimenkul Sertifikası İhraç Bilgileri.....	12
Tablo3: Emlakbank Gayrimenkul Sertifikası Fiyat Ve İşlem Hacimleri.....	13
Tablo4: FTSE REIT Endeksinin Diğer Bazı Endeks Getirileri İle Karşılaştırılması.....	22
Tablo5: Yıllar İtibariyle ABD'deki GYO Türlerinin Sayısı	25
Tablo6: Bazı Avrupa Ülkelerindeki GYO'ların 2011 Yılı Sonu İtibariyle Piyasa Değerleri...	27
Tablo7: Bazı Asya Ülkelerindeki GYO'ların 2011 Yılı Sonu İtibariyle Piyasa Değerleri	29
Tablo8: Çeşitli Kesimlerin GYO'lara Bakışı	33
Tablo9: Ülkeler Bazında GYO'ların Ortaya Çıkış Yılları.....	50
Tablo10: 2004-2010 Yılları Arasında Global Olarak GYO'ların Büyüme Performansları	50
Tablo11: 2011 Yılı İtibariyle Bölgelerin GYO Piyasa Değerlerinin Karşılaştırılması	51
Tablo12: 2001-2011 Yılları Arası Bölgelerin GYO Hisse Senedi Getirileri	52
Tablo13: ADF Birim Kök Testi Sonuçları.....	71
Tablo14: SVFM Modeli Sonuçları	72
Tablo15: VAR Modeli İçin Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi	73
Tablo16: Block Dışsallık Wald Testi Sonuçları	74
Tablo17: GMYO İçin Varyans Ayrıştırması.....	76

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil1: Enflasyon Oranlarının Zaman Serisi Grafiği.....	70
Şekil2: İMKB'nin Zaman Serisi Grafiği.....	70
Şekil3: GMYO'nun Zaman Serisi Grafiği.....	71
Şekil4: GMYO'nun İMKB 100 Endeksine Tepkisi.....	75
Şekil5: GMYO'nun Enflasyona Tepkisi.....	75
Şekil6: GMYO'nun GMYO'ya Tepkisi.....	76

BÖLÜM I

GİRİŞ

Türkiye’deki sermaye piyasası 1980’li yılların başına kadar yeterince düzenlenememiş, kontrolsüz bir piyasa konumunda olmuştur. 1980’li yıllarda Sermaye Piyasası Kanunu’nun çıkarılması, Sermaye Piyasası Kurulu’nun kurulması ile serbest piyasa düzenine geçilmiştir. Bu dönem Türk parasının serbestçe dövize çevrilmesinin sağlandığı, rekabet gücünün arttığı, ihracatta olumlu gelişmeler yaşandığı, piyasanın denetim ve disiplin içine girdiği dönem olmuştur.

Sermaye piyasalarının gelişmesi ve ekonomiye katkıda bulunabilecek bir ölçeğe kavuşturulabilmesi için yapılan düzenlemelerin bir kısmı da gayrimenkul sektörüne yönelik olmuştur. Gayrimenkul finansmanında kullanılan araçlar diğer gelişmiş ülkelerde çok önceleri kullanılmaya başlansa da, ülkemizde henüz yaygınlık kazanmaya başlamıştır. Amacına ulaşamayan konut sertifikası ve arsa sertifikası ihracına izin veren düzenlemelerden sonra, 1995 yılına kadar bu konuda herhangi bir gelişme olmamıştır. 1995 yılı ise Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının (GYO) kuruluşuna ilişkin yasal düzenlemelerin yapıldığı ve bu alanda önemli gelişmelerin yaşandığı bir yıl olmuştur.

GYO her türlü gayrimenkule finansman sağlayan veya bir gayrimenkulün elde edilmesinde pek çok küçük yatırımcının tasarruflarını bir araya getiren anonim ortaklıktır. Bir yatırım aracı olarak GYO, gayrimenkul ve menkul kıymet yatırımlarının en iyi yönlerini birleştirip, bir uzman yönetimindeki portföyde gayrimenkullerin profesyonelce yönetilmesini sağlamaktadır. GYO, sermaye piyasası kurumları arasında “Yatırım Ortaklığı” başlığı altında yer almakta, gayrimenkuller ve gayrimenkul dışında kalan sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilmektedir.

GYO getiri potansiyeli yüksek gayrimenkullere, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına, gayrimenkul projelerine ve gayrimenkule dayalı haklara yatırım yapmayı, portföyündeki gayrimenkullerden kira geliri elde etmeyi ve bu şekilde kira ve alım satım kazançları yoluyla gayrimenkullerin yüksek gelirine ulaşmayı amaçlamaktadırlar. GYO, gayrimenkul sektöründe gayrimenkulleri menkul kıymetleştirme ve gayrimenkul finansmanı sağlama işlevini yerine getirmektedir.

1.1.Çalışmanın Amacı ve Kapsamı

Bu çalışmanın amacı, yatırımcılar için küçük tasarrufları ile büyük ölçekli gayrimenkul projelerine yatırım yapabilecekleri, gayrimenkullerin uzun dönemde yüksek getirilerinden faydalanabildikleri, enflasyona karşı en iyi korunma aracı olan GYO'ların önemini anlatmakla beraber, GYO endeksi ile İMKB 100 arasındaki nedensellik ilişkisini açıklamaktır.

Bu çalışmada 2003-2011 döneminde İMKB 100 ve GYO arasındaki nedensellik ilişkilerinin belirlenmesinde SVFM ve VAR analizlerinden yararlanılmıştır. Çalışmada 2003-2011 yılları arasında aylık endeks fiyat verileri kullanılmıştır. Başlangıç yılının 2003 olarak seçilmesinin sebebi ülkemizde yaşanan 2001 krizinin etkilerini elimine etmektir. Ülkemizde 2001 krizinden sonra, 2002 yılındaki seçim ve hükümetin enflasyon ve faiz oranlarını düşürme girişimleri 2002 yılı sonu ve 2003 yılının başına doğru ekonomide olumlu hava estirmiştir. 2003 yılından günümüze gelindiğinde hem GYO şeklinde kurulan veya GYO'ya dönüşen şirketlerin sayısının hem de mevcut GYO'ların halka arzının arttığını gözlemlenmektedir.

1.2.Çalışmanın Önemi ve Literatüre Katkısı

Sermaye piyasaları incelendiğinde hem finans kesimi, hem yatırımcılar hem de hükümet açısından yeni yatırım araçlarına duyulan ihtiyacın arttığı görülmektedir. GYO'lar bu üç kesimin de çıkarlarını gözetten bir yatırım alternatifi olmaktadır. Finans kesimi açısından bakıldığında GYO, piyasalardan ucuz fon toplayabilecek, vergi avantajları olan bir şirket tipidir. Bu nedenle GYO, büyük yatırımcı grupların, bankaların, inşaat şirketlerinin ilgisini çekmiştir. Diğer taraftan GYO yatırımcıları en az risk taşıyan yatırımcılardır. Çünkü yatırımcı, GYO'ları portföyüne ekleyerek proje riskini ve sektör riskini elimine etmektedir. Ayrıca GYO, yatırımcıları araştırma yapma külfetinden kurtarıp, onlara profesyonelce yönetilen bir portföy imkanı sunmaktadır. Hükümetler açısından bakıldığında, konut sorunu kamusal bir olgudur. Ülkemizde de konut finansmanı sağlamak veya konut üretimini arttırmak için doğrudan ve dolaylı müdahalede bulunulmuştur. Hükümetlerce mücadelesi verilen kayıt dışılık, çarpık yapılaşma, depreme dayanıklı bina yapımında ve kentsel dönüşüm programlarında GYO'lar önemli görevler üstlenmektedir.

Bu şekilde GYO'lar Türkiye'de son on beş yıldır faaliyette olan ve on yıldır da büyük gelişme gösteren anonim şirketlerdir. Fon toplama yöntemleri hisse senedi ihraç etmek

olan GYO'ların yatırımcı ile ilişkisini anlamada ve yatırımcı açısından karlılığını değerlendirmede hisse senetleri getirisinin analizi önem arz etmektedir. Türkiye'de GYO'ların getirilerini ölçmeye yönelik çalışmalara son birkaç yılda rastlanmaktadır. Bu çalışmanın SVFM ve VAR analizi yöntemiyle elde ettiği bulguların finans yazınına katkı sağlaması beklenmektedir.

1.3.Çalışma Planı

Bu tez çalışması beş ana bölümden oluşmaktadır. İlk bölüm olan giriş bölümünde çalışmanın amacı, önemi, literatüre katkısı ve planı hakkında açıklamalara yer verilmiştir.

İkinci bölümde gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçları Türkiye uygulamaları ile anlatılmıştır.

Üçüncü bölümde Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının ortaya çıkışı, Türkiye'de ve dünyadaki gelişimi ve mevcut durumu üzerinde durulmuştur.

Dördüncü bölüm olan tezin uygulama kısmında ise GYO endeksi ile İMKB 100 arasındaki nedensellik ilişkileri analiz edilmiştir.

Beşinci bölümde sonuç ve öneriler yer almaktadır. Burada, GYO'ların gelişimi ve şimdiki durumu hakkında özet bilgilere yer verilmiştir. Bunun yanında çalışmada kullanılan değişkenlerden ve çalışmanın analizi sonucu elde edilen bulgulardan da kısaca bahsedilmiş ve önerilerde bulunulmuştur.

BÖLÜM II

GAYRİMENKULE DAYALI SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI

Türkiye’de gayrimenkul yatırımları, tüm yatırımlar arasında önemli bir paya sahiptir. Son yıllarda yapılan araştırmalara göre ülkemizde toplam yatırımların yaklaşık %70’inin gayrimenkul üzerine olduğu tahmin edilmektedir (Göktepe, 2003, s.127). Finans piyasalarında gayrimenkul yatırımları, ekonomik sisteme girememesi nedeniyle ölü yatırımlar olarak adlandırılmaktadır. Gayrimenkul değerlerinde hareketlilik ancak gelişmiş bir sermaye piyasası oluşturulup, gayrimenkullerin ekonomik sisteme dâhil edilmesi ve finansal olanaklarının artırılması ile sağlanabilmektedir.

Ülkemizde gayrimenkule yatırım yapmak isteyen kişi veya kuruluşlar, genellikle gayrimenkulün tamamını karşılayacak nakde sahip olmamaktadır. Gayrimenkulün pahalı bir ürün olması sebebiyle, gayrimenkul maliyetinin %5’i veya %10’u yapılan tasarruflarla karşılanmakta, geri kalanında ise borçlanılmaktadır (Kömürlü ve Önel, 2007, s.90). Gayrimenkul sahiplerinin, ellerinde bulunan gayrimenkulleri likit hale getirmek istemeleri ve yatırımcıların en az riskle en yüksek getiri elde etme arayışları yeni yatırım alternatiflerini gerekli kılmaktadır. Bu nedenle gayrimenkul finansmanı için yeni yatırım araçları yaratılmıştır. Son yıllarda makro düzeyde yaşanan iyileşmeler, ülkemizdeki istikrarlı büyüme ve öngörülebilirlik ile gayrimenkul yatırımlarında ciddi gelişmeler yaşanmıştır. Gayrimenkul projelerindeki bu hızlı artış ve bu projelerin sadece banka temelli kaynaklarla finanse edilmesi çeşitli tereddütlere yol açmıştır. Bu nedenle ülkemizde gayrimenkul projelerinin sadece bankacılık kesimi ile finanse edilmesinin yerine diğer sermaye piyasası araçlarından da faydalanılması böylece bir yandan yurt içi tasarrufların harekete geçirilerek yeni kaynaklar yaratılması diğer yandan da sermaye piyasasına yeni yatırım araçları kazandırılması açısından son derece öneme sahip olmaktadır. (Vurgun, 2011, s.36).

Gayrimenkullerin finanse edilmesi ve ekonomiye kazandırılmasında iki nokta önem kazanmaktadır. İlki kurumsal yöntemlerle konut finansmanının sağlanması, ikincisi işletmelerin bilançolarında durgun bir yatırım olarak kalan gayrimenkullere tedavül kazandırılmasıdır. Her iki noktanın başarılı olabilmesi için hem makroekonomik dengelerin sağlıklı kurulmuş ve finansal piyasaların gelişmiş olması hem de gayrimenkul piyasalarının sermaye piyasaları ile bağlantısının güçlü olması gerekmektedir (Yılmaz, 2000, s.2).

Gayrimenkul yatırımlarının ekonomiye kazandırılması için sermaye piyasası araçları olarak geliştirilmiş ve hukuk sistemimizde düzenlenmiş mali araç ve kurumlar şu şekildedir (Gökçe, 1998, s.4):

- Varlığa dayalı menkul kıymet
- Gayrimenkul sertifikaları
- Konut sertifikaları
- İpotekli borç ve irat senetleri
- Gayrimenkul yatırım ortaklıkları

Bu bölümde yukarıda sayılan yatırım araçlarından varlığa dayalı menkul kıymet, gayrimenkul sertifikaları, konut sertifikaları ve ipotekli borç ve irat senetlerinin tanımı ve Türkiye uygulamaları üzerinde durulacak, gayrimenkul yatırım ortaklıkları ise ikinci bölümde ayrıntılı olarak incelenecektir.

2.1.Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler

Varlığa dayalı menkul kıymetler (VDMK), genel finans ortaklıkları, bankalar, finansman şirketleri, finansal kiralamaya yetkili kuruluşlar ve gayrimenkul yatırım ortaklıklarının ticari işlemlerinden doğmuş olan veya devralacakları alacakları ile duran varlıkları karşılığında SPK tarafından kayda alınıp ihraç edilen kıymetli evraktır (<http://www.belgeler.com>, Erişim Tarihi: 10.04.2012). SPK, her ne kadar alacaklar ve duran varlıklar karşılık göstermek suretiyle çıkarılabileceğini hükme bağlasa da, kurul yalnızca alacaklar karşılığında çıkarılabilecek VDMK'leri düzenlemiştir. Duran varlıklar karşılığı çıkarılabilecek sermaye piyasası araçları düzenlemelerine göre çıkarılacak araçlar ipotekli borç ve irat senetleridir (Ünal, 2004, s.3). VDMK'nin diğer sermaye piyasası araçlarından farklı tarafları vardır. VDMK'de varlıklar bilançoda yer alan aktif değerlerdir. Yani önce varlık vardır, sonra bu varlığa göre borç bulup pasif oluşturulmakta ve VDMK ihraç edilmektedir (Alptekin, 2009, s.11).

VDMK, dar anlamda menkul kıymetleştirme uygulaması anlamına gelmektedir. Bu, bir finansal kurumun bilançosundaki aktiflerde gelir getirecek varlıkların nakit akımlarını teminat gösterip, yatırımcılara pazarlanabilir menkul kıymet satma yoluyla fonları arttırma sürecidir. Bu süreçte yatırımcılara ihraç edilen menkul kıymetler VDMK'dir. Kısaca VDMK, bilançoyu likit hale getirmek amacıyla bilançonun aktifindeki varlıkların menkul kıymetlere dönüştürülmesidir (Vatansever, 2000, s.260).

VDMK, gayrimenkul teminatı gösterilerek kredi veren mali kuruluşların (bankaların) kredi limitlerindeki sınırları bertaraf etmekte, orta ve uzun vadeli ipotekli kredilere bağlanmış fonlara yeniden yatırım imkânı sunmaktadır (Ekren ve Gürbüz, 1999, s.7).

VDMK ihraç edildiğinde piyasaya düşük riskli menkul kıymetler arz edilmiş olmaktadır. Konut finansmanından doğan alacaklar menkul kıymete dönüştürülerek hem küçük ölçekli şirketlerin sermaye piyasalarından düşük maliyetle kaynak sağlamaları hem de büyük ölçekli şirketlerin sermaye piyasası kaynaklarından etkin bir şekilde istifade etmeleri sağlanmaktadır (Ekren ve Gürbüz, 1999, s.7).

VDMK sisteminin her aşamasında işlemler farklı kurumlarca yürütülmekte ve bu kurumlar sistem içerisinde birbirlerini tamamlamaktadır. Geleneksel kredilendirme yönteminden farklı olarak, menkul kıymetleştirme sürecinde hukuksal olarak yapılandırılmış ve konusunda uzman farklı kurumların birbirleriyle ilişkisi söz konusudur. Yapılandırılmış finansman olarak da ifade edilen VDMK yapısı içindeki kurumlar ve görevleri Tablo 1’de açıklanmaktadır.

Tablo 1

VDMK Sistemindeki Kurumlar ve Görevleri

Kurumlar	Görevleri
Kredi Veren Kurum (Kaynak Firma)	VDMK'nin teminatı olan alacak havuzlarını oluşturur. Alacak havuzuna dayalı menkul kıymet ihraç etmesi için havuzu özel amaçlı kuruma satar veya devreder.
Özel Amaçlı Kurum	Kaynak Firmanın oluşturduğu alacak havuzunu satın veya devralır. Yatırımcılara ihraç etmek için alacak havuzuna dayalı menkul kıymet yaratır.
Yatırım Bankaları	VDMK'nin halka arzında özel amaçlı kurumdan satın alıp tekrar satar. VDMK doğrudan satılıyorsa özel amaçlı kurum ile yatırımcılar arasında aracı olur.
Hizmet Veren Firma	Menkul kıymet teminatı olan alacakların anapara ve faiz ödemelerini vadesinde toplar. Zamanında ödenmeyen hesapları takip eder ve ilgili taraflara rapor sunar.
Derecelendirme Kuruluşları	VDMK'yi derecelendirerek, menkul kıymetlerin güvenilirliği konusunda kamuoyunu bilgilendirir.
Güvence Mekanizmaları	VDMK ihracında kredi riskini azaltır. Menkul kıymetin pazarlama gücünü arttırır fiyatını yükseltir.
Güvenilir Kişi (Yediemin)	Yatırımcıları korur ve bilgilendirir. Varlıkların satın alınması ve ihracına ilişkin sorumlulukları yerine getirir.
Yatırımcılar	VDMK'ye yatırım yaparak menkul kıymet pazarlarının gelişmesine katkı sağlarlar.

Kaynak: Hepşen, A., “Gayrimenkul Piyasaları ve Finansmanı”, 2010, s.53-67

Menkul kıymetleştirme süreci kısaca şöyledir: Öncelikle kredi veren kurum menkul kıymetleştirmeye konu olacak alacaklarını alacak havuzunda toplamaktadır. Daha sonra kredi veren kurum bu alacak havuzunu özel amaçlı kuruma satmakta veya devretmektedir. Özel amaçlı kurum satın veya devraldığı alacak havuzu karşılığında menkul kıymet ihraç edip yatırımcılara satmaktadır. Yediemin, alacak havuzu ile ilgili satın alma ve menkul kıymet ihraç etme sürecinden sorumludur.

Modern anlamda menkul kıymetleştirme uygulamaları 1970 yılında ABD’de başlamış ve hükümetin desteğiyle 1980’li yılların ortalarına kadar ipotekli konut kredileri şeklinde gelişimini sürdürmüştür. Menkul kıymetleştirme, ilk defa 1970 yılında Amerikan Hükümetine bağlı olan ‘Hükümet Ulusal İpotek Kurumu (Ginnie Mae)’ tarafından ipotekli konut kredilerine dayalı menkul kıymet ihracı şeklinde görülmüş, gelişen ekonomilerde gayrimenkule olan talebin finansmanına ilişkin sorunlara çözüm getirme amacıyla ortaya çıkmıştır. Amerikan halkının refah seviyesi arttıkça, gayrimenkule olan talep de artmış, bunların finansmanına çözüm olarak ipotek karşılığı borçlanma yaygın olarak kullanılan bir yöntem haline gelmiştir (Hepşen, 2010, s.58-60).

1970 yılında ipoteğe dayalı olarak başlayan VDMK uygulamaları; ticari ipotek kredileri, otomobil kredileri, kredi kartı alacakları, ticari krediler ve faktöring alacaklarının menkul kıymetleştirmeye konu olmasıyla, 1985 yılında geniş bir uygulama alanı bulmuştur (Vatansever, 2000, s.261). Aynı yıllarda kredi kurumları, bankalar ve mevduat kabul etmeyen pek çok finans şirketi menkul kıymetleştirdikleri alacak ve kredi kapsamını genişletmiştir.

Avrupa’da, ilk olarak 1985 yılında İngiltere’de ipotek destekli tahvillerin satılması şeklinde menkul kıymetleştirme uygulamaları görülmektedir. Fransa’da ise 1998 yılında kabul edilen kararla beraber yürürlüğe girmiş, böylelikle banka ve mali kurum kredileri alınıp satılabilir menkul kıymet haline gelmiştir (Hepşen, 2010, s.58).

Türkiye’de VDMK, ABD ve Avrupa ülkelerindeki uygulamalardan farklı şekilde gelişmektedir. Daha çok bankacılık kesiminin kullandığı VDMK sadece Sermaye Piyasası Kurulu’ndan izin alınarak ihraç edilmektedir. Bunun yanında, yasal düzenlemeler finansal kiralama ve faktöring şirketleri ile genel finans ortaklıkları gibi banka dışı kuruluşların da VDMK ihracını banka garantisine tabi tutmaktadır. Bu da bankalara diğer VDMK ihraç kurumları karşısında rekabet üstünlüğü kazandırıp, VDMK uygulamasında temel rol oynamalarını sağlamıştır.

Ülkemizde VDMK 1990'lı yılların ikinci yarısından itibaren kullanılmaya başlansa da günümüzde pek rağbet görmemektedir. 1992-1997 yılları arasında VDMK ihracının toplam menkul kıymet ihracına oranı %55 olmasına rağmen ikinci el piyasa işlem hacmine oranı ise %0,4 olmuştur. İkincil piyasalarda istenilen başarıyı gösteremeyen VDMK'in bu başarısızlığın nedeni olarak kısa vadeli ihraç edilmeleri ve organize piyasalarda işlem görememeleri sayılabilir. Yatırımcıların kısa vadeli menkul kıymetleri elde tutma arzusu ve ikinci el işlemlerin ihraç eden banka tarafından yapılması sonucunda ikinci el piyasa işlemleri sınırlı kalmıştır (Karşlı, 2004, s.417).

VDMK ihracının avantajları olmakla beraber dezavantajları da mevcuttur VDMK ihracının bazı avantajları şu şekilde sıralanabilir (<http://www.belgeler.com>, Erişim Tarihi: 22.11.2012):

- Kredi veren kurum, alacaklarını menkul kıymetleştirerek sağladığı fonlar ile yeniden kredi açabilmektedir. Ayrıca bu süreçte verdiği hizmetler için getiri elde etmektedir.
- Yatırımcılara hazine bonosu tahvil gibi diğer yatırım araçlarına kıyasla daha iyi bir getiri sağlamaktadır. Bunun yanında yatırımcıların önem verdiği likidite riski de iyi bir ikincil piyasanın varlığı durumunda azalacaktır.
- Alacakların varlıklarının büyük kısmını oluşturan kurumlar için bu alacaklar vadelerinden önce nakde çevrilip likiditeyi artırma imkânı kazanmaktadır.
- Menkul kıymetleştirme sayesinde banka ve tasarruf kurumları diğer yöntemlere kıyasla daha ucuz fon bulabilmektedir.

Bunun yanında VDMK'nin dezavantajlı tarafları şunlardır:

- Kredi veren kurumların, satacağı düşüncesiyle açmış olduğu krediler hakkında yeterli düzeyde analiz yapmaması kurum için sakıncalı olmaktadır.
- Kredi veren kurum, menkul kıymetleştirme sürecinde düşük riskli alacaklarını kendi bilançosunda tutup, yüksek riskli alacaklarını satabilmektedir. Bunun aksi de söz konusudur. Yani kredi kurumu düşük riskli alacakları satarak alacak havuzunu kaliteli göstermeye çalışabilir. Bu durumda kredi veren kurumun bilançosu bozulabilmektedir.

Ülkemizde bankaların dışında bu sistemden asıl yararlanması gereken kurumlar hem sistemin karışık ve formaliter yapısı hem de banka garantisine gerek bulunması yüzünden bu

enstrümandan yeterince yararlanamamaktadır. Fakat sistemin bu gibi aksaklıkları giderildikçe asıl işlevlerini yerine getirmesi mümkün olacaktır (Karşı, 2004, s.421).

2.2.Gayrimenkul Sertifikası

Gayrimenkul sertifikası belirli bir gayrimenkul projesini gerçekleştirmeyi üstlenenler tarafından, inşa edilecek veya edilmekte olan gayrimenkul projelerinin finansmanında kullanılmak üzere ihraç edilen menkul kıymetlerdir (Sermaye Piyasaları Kurulu [SPK], 2010, s.12). Burada söz konusu gayrimenkul projesi, sertifika ihracı ile finansmanı planlanan konut veya işyeri projeleridir. Gayrimenkul sertifikaları, nominal değerleri eşit ve hamiline yazılı olarak ihraç edilmektedir.

Gayrimenkul sertifikası bir varlığa dayalı menkul kıymet türüdür ve 1995 yılında Resmi Gazetede yayımlanarak yürürlüğe giren Seri: III, No: 19 “Gayrimenkul Sertifikalarının Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği” ile düzenlenmiştir. Gayrimenkul sertifikası, ihraççıların bedellerini inşa edilecek veya edilmekte olan gayrimenkul projelerinin finansmanında kullanılmak üzere ihraç ettikleri, nominal değeri eşit, Kanun'un 3'üncü maddesinin (b) bendinin 2'nci fıkrasındaki nitelikleri haiz, hamiline yazılı menkul kıymettir (Sermaye Piyasaları Kanunu Madde: 3). SPK'nın tanımındaki ihraççılar belli bir gayrimenkul projesini gerçekleştirmeyi üstlenen ve gayrimenkul sertifikasının edimleri yerine getirmekle yükümlü anonim ortaklıklardır. Gayrimenkul sertifikası ihraç etmek isteyen anonim ortaklıkların;

a) Gayrimenkul sertifikası ihracına konu olacak projeye eşdeğer büyüklükteki en az bir projeyi, sözleşmesi ve teknik şartnamelerine uygun olarak Kurula başvuru tarihinden önceki 5 yıl içerisinde tamamlamış olması,

b) Üstlendiği gayrimenkul projesini gerçekleştirebilecek mesleki ve teknik donanımına sahip olduğunu belgelendirmesi şarttır (Seri: III, No: 19, Madde 5).

Gayrimenkul sertifikası ihraç edenlerin yükümlülükleri ve bu yükümlülüklerin yerine getirilmemesi durumunda ortaya çıkacak cezai şartlar bir banka tarafından garanti altına alınmak zorundadır. Sertifika karşılığında elde edilen para, bankanın açtığı özel bir hesapta toplanmakta ve bu para vekilin borcu çerçevesinde bankaca gelir elde edilecek biçimde ihraççı adına değerlendirilmektedir (SPK, 2010, s.12).

Gayrimenkul sertifikası, konut veya işyeri projelerinin bir yatırımcı tarafından proje bedelinin finansmanını sağlama amacıyla kullanılmaktadır (Göksu, 2003, s.10). Gayrimenkul sertifikasına sahip olanlar, ellerinde yeterli sayıda sertifika olması durumunda, sertifikada

belirtilen tarihte inşa edilen gayrimenkulün bağımsız bir bölümünü satın alabilmektedir. Bu hakkı kullanmak istemeyenlerle yeterli sayıda sertifikaya sahip olmayanlar izahnamede belirtilmiş oranda faiz ya da sertifika sahibi tarafından talep edilmeyen bölümünün banka tarafından açık arttırma ile satılması sonucu elde edilen gelirden payları oranında hesaplanan tutarı da talep edebilmektedir (SPK, 2010, s.12).

Gayrimenkul sertifikalarını ellerinde bulunduranlar birtakım haklara sahip olmaktadır. Bu haklar Kanun'un ilgili maddesinde asli edim, tali edim ve cezai şart olarak açıklanmıştır. Asli edim, gayrimenkul sertifikasında belirtilen süre içinde, mülkiyetin sertifika sahibine geçmesi yükümlülüğünü ifade etmektedir. Tali edim, gayrimenkul sertifikası sahiplerince talep edilmeyen bölümünün banka tarafından açık arttırma ile satılıp sertifika sahiplerine dağıtılması ya da sertifika sahiplerine belirtilen oranda faiz ödenmesini ifade etmektedir. Cezai şart ise sertifikaya konu olan projenin gerçekleşmemesi durumunda yerine getirilmesi gereken yükümlülüğü ifade etmektedir.

Türkiye'de gayrimenkul sektörünün sermaye piyasaları ile birleşmesini sağlamak ve gayrimenkule dayalı projelerin menkul kıymetleştirilmesi yoluyla finansmanının temini amacıyla oluşturulan gayrimenkul sertifikalarının borsada işlem görmesini düzenlemek amacıyla Tahvil ve Bono Piyasası bünyesinde Gayrimenkul Sertifikası Pazarı kurulmuştur. Gayrimenkul Sertifika Pazarlarının kurulması ile gayrimenkul projelerinin yatırım ve finansmanı sermaye piyasaları kararlarıyla desteklenebilmiş, gayrimenkul sertifikaları borsada işlem gördükçe atıl kaynaklar sermaye piyasaları ve ekonomiye kazandırılmış, yatırımcılar organize bir pazarda tasarruflarını değerlendirebilme ve diledikleri takdirde gayrimenkul edinme imkânına kavuşmuş, kaynak sıkıntısı nedeniyle hayata geçirilemeyen büyük gayrimenkul projeleri gerçekleştirilerek gayrimenkul üretimi hızlandırılabilmiştir (Gökçe, 1998, s.51).

Gayrimenkul ihracına konu olan gayrimenkuller 382 adet İstanbul Ataşehir Emlakbank konutlarından oluşmaktadır. Toplam 382 konut için ihraç edilen beheri 10 TL nominal değerli gayrimenkul sertifikaları halka arz edilmiş ve halka arz sonrası 03.06.1996 tarihinden itibaren halka arz fiyatı baz alınarak "311097 ATS EMK" tanımıyla İMKB Tahvil ve Bono Piyasası bünyesindeki Gayrimenkul Sertifikaları Pazarında işlem görmeye başlamıştır. Daha sonra vade bitim tarihi olan 31.12.1997 tarihinden takas süresi kadar önce 28.10.1997 tarihinde işleme kapatılmıştır (Vurgun, 2011, s.37). Tablo 2'de Emlakbank'ın ihraç ettiği gayrimenkul sertifikaları hakkında özet bilgiler sunulmuştur.

Tablo 2

Emlakbank Gayrimenkul Sertifikası İhraç Bilgileri

İhraççı	T.Emlak Bankası A.Ş.
İhraç Tutarı	2.713.790 TL
Ekspertiz Değeri	2.713.790 TL
Satış Tarihleri	22-24/05/1996
Halka Arz Fiyatı	10TL (nominal)
Satılan Kişi Sayısı	2.268
Asil Edim Tarihleri	1/8/1997-30/11/1997
Tali Edim Tarihleri	31/10/1997-30/11/1997
İşlem Hacmi	4.340.443 TL

Kaynak: Vurgun, K., “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında Kurumsal Yönetim ve Vergileme Uygulamaları”, 2011, s.38

Emlakbank, gayrimenkul sertifikaları borsada işlem gördüğü süre boyunca aylık olarak konutların tamamlanma oranları, dolaşımdaki günlük sertifika sayısı gibi projeye ilişkin kamuoyuna duyurularda bulunmuştur (Vurgun, 2011, s.38).

T. Emlakbank A.Ş. tarafından Ataşehir projesine ilişkin olarak halka arz edilen nominal değerli gayrimenkul sertifikalarının Gayrimenkul Sertifika Pazarındaki fiyat ve işlem hacimleri Tablo 3’de gösterilmiştir.

Tablo 3

Emlakbank Gayrimenkul Sertifikası Fiyat ve İşlem Hacimleri

Aylar	Ortalama Fiyat (TL)	İşlem Hacmi (Adet)
May.96	10 (ihraç fiyatı)	
Haz.96	10,064	390.853
Eyl.96	11,727	136.646
Ara.96	13,208	72.289
Oca.97	14,047	157.019
Mar.97	16,288	47.865
May.97	19,149	142.740
Haz.97	20,820	796.661
Ağu.97	22,355	238.082
Eyl.97	23,338	721.377
Eki.97	29,934	717.280
Kas.97	25,363 (kapanış fiyatı)	

Kaynak: Gökçe, G.,(1998),”Gayrimenkul Yatırım Fonları, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Gayrimenkul Sertifikaları ve Hazine Taşınmaz Mallarının Bu Yollarla Değerlendirilmesi”, s.61

Görüldüğü gibi, ilk ihraç tarihinde 10 TL olan gayrimenkul sertifikalarının fiyatı, Kasım 1997’den itibaren 25 TL’ye yükselmiştir. Bu 15 TL’lik yükseliş yaklaşık %150’lik bir artış anlamına gelmektedir.

2.3.Konut Sertifikası

Konut sertifikaları, devlet garantisiyle Toplu Konut İdaresi olarak (TOKİ) çıkarılan bir menkul kıymettir. Türkiye’deki tek uygulaması 1989 yılında TOKİ tarafından İstanbul-Halkalı’da konuta endeksli olarak çıkarılan sertifikalardır. Bu sertifikalar, tasarrufları teşvik etmek, konut maliyeti artışlarına karşı korunmak ve toplu konut projelerine finansman sağlamak amacıyla ihraç edilmiştir.

Konut sertifikaları, ikinci piyasada alım satımı serbest olan ve hamiline yazılan menkul kıymettir. Konut edinmeye veya konuta yatırım yapmaya gücü yetmeyen kişilerin tasarruflarını gayrimenkul fiyat artışlarına karşı korumak için çıkarılmıştır. Tamamen TOKİ tarafından ihraç edildiği için, sertifikanın miktarı, nominal değeri, ihraç programı ve süresi

TOKİ tarafından belirlenmektedir. Her zaman nakde çevrilme imkânı vardır ve konutların inşaatı devam ederken, yatırımcılara peşinat biriktirme olanağı tanımaktadır.

Konut sertifikalarının bir önceki bölümde anlatılan gayrimenkul sertifikaları ile bazı benzeyen yönleri olmakla beraber onlardan farklı uygulamalardır. Öncelikle gayrimenkul sertifikaları bir anonim şirket tarafından ihraç edilirken, konut sertifikaları kamu kuruluşları tarafından ihraç edilmektedir. Diğer farklılıklar şu şekilde belirlenmiştir (Akçay, 1993, s.30) :

- Gayrimenkul sertifikaları ile konut sertifikaları farklı yönetmeliklerde düzenlenmiştir. Konut sertifikaları 1989 tarihli Resmi Gazetede yayımlanan “Konut Sertifikaları Uygulama Yönetmeliği” ile düzenlenirken gayrimenkul sertifikaları 1995 tarihli Resmi Gazetede “Gayrimenkul Sertifikalarının Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği ” ile düzenlenmiştir.
- Gayrimenkul sertifikalarında, sertifika sahipleri gayrimenkulün mülkiyetini veya belirli oranda faiz ve anapara ödemelerini talep etmektedir. Ancak konut sertifikaları bu türden yatırım amacıyla kullanılmamakta, sadece konut edinme amacıyla kullanılmasına müsaade edilmektedir.
- Gayrimenkul sertifikalarında, doğan zorunluluklar ve cezai şartlar bir banka tarafından garantiye alınmalıdır. Konut sertifikalarında ise TOKİ’nin anlaştığı banka sadece sertifikaların alım satımını sağlayarak başka hiçbir yükümlülüğün altına girmemektedir.

Ülkemizde konut sertifikalarının tek örneği 1989 tarihinde yönetmeliğe uygun olarak beş yıl vadeli çıkarılan ve 250.000 adet olan İstanbul-Halkalı toplu konut sertifikasıdır. Bu dönemde sertifika karşılığı konut satışlarına alıcılar tarafından talep olmamıştır. 1989 yılında ihraç edilen sertifikalarla, 1990 yılında konut satışlarına başlanması, sertifika biriktirmeye başlayan dar gelirlinin bu kısa zamanda konut almasını zorlaştırmıştır. 1989 dönemindeki memur maaşları ve konut sertifikalarının nominal değerlerinin karşılaştırıldığı çalışmalarda en yüksek kademedeki memur dışındakilerin sertifika biriktirmelerinin mümkün olmadığı ortaya konmuştur. Sonuç olarak bu uygulama konut sahibi olmak isteyen orta gelirliilere hitap edememiş, yüksek gelirli kesim hariç, kişilerin yeterli sayıda sertifika biriktirmekte zorlandıkları tespit edilmiştir. Konut alıcılarının, sertifika biriktirerek konut edinebilmesi için vadelerin beş yıldan uzun bir süreyi kapsamaması gerektiği görülmüştür.

Türkiye’de en fazla Marmara bölgesinde satılan konut sertifikalarına yapılan yatırımın, diğer yatırım araçları ile karşılaştırıldığında fazla cazip olmadığı görülmektedir. Yapılan çalışmalar belli bir miktardaki konut sertifikalarının 4 yıl sonraki getirisinin banka faizleri, devlet tahvili getirisinin ve enflasyonun altında kaldığını göstermiştir (Gökçe, 1998, s.70-71). Sonuç olarak konut sertifikası uygulamaları hem ihraç edilme amaçları açısından hem de küçük tasarrufların konut piyasasına aktarılması açısından etkin bir uygulama olmamıştır. Bu yatırım aracı sadece TOKİ’nin Halkalı konutlarına bir ölçüde finansman desteği sağlamıştır.

Konut sertifikalarının günümüz gelişmelerine bakıldığında kentsel dönüşüm projeleriyle yeniden canlandırılmaya çalışıldığı görülmektedir. Henüz 31 Mayıs 2012’de Kentsel Dönüşüm Yasası’nın yürürlüğe girmesiyle konut sertifikaları, gayrimenkul karşılığı olarak verilecektir. Dileyen imar hakkı için bu sertifikayı paraya çevirebilecek dileyen de devam eden bir TOKİ projesinden sertifika karşılığı konut teslim alabilecektir. Mülk sahibi dilerse de sertifikasında yazan bedeli devletten tahsil edebilecektir.

2.4.İpotekli Borç Senetleri ve İrat Senetleri

İpotekli borç senetleri (İBS) ve irat senetleri (İS) ipotekle teminat altına alınmış menkul kıymet türleridir ve henüz Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından tebliğ ile düzenlenmemiştir (Karşlı, 2004, s.392). Bu iki menkul kıymet türü esasen Medeni Kanun’un madde 898-929 hükümlerinde düzenlenmiştir. Medeni Kanun her iki tür senedin tariflerini yapmakta ve hukuki vasıflarını açıklamaktadır (Ünal, 2004, s.4).

İpotekli borç senetleri kitle senedi olarak ihraç edildiği ve tıpkı bir tahvil gibi ipoteğe bağlandıkları için bunlara ipotekle teminat altına alınmış tahviller de denilebilmektedir. SPK mevzuatında henüz yeterince düzenlenemediğinden Medeni Kanun çerçevesinde bir menkul kıymet türüdür ve uygulamada olmasa da hukuk sistemimizde eskiden beri mevcuttur (Karşlı, 2004, s.392).

İpotekli irat senetleri için Medeni Kanun bir tarif yapmaktan ziyade, hukuki vasıflarını açıklamaktadır. Kanuna göre irat senetleri, ancak tarım arazisi, konutlar ve üzerinde bina yapılabilecek arsalarla güvence altına alınabilen, kişisel bir borç doğurmayan ve borcun sebebini de göstermeyen, bir taşınmaz üzerinde taşınmaz yükü şeklinde kurulmuş bir alacak hakkının (Medeni Kanun, Madde: 903) tecessüm ettirildiği kıymetli evrak niteliğine haiz bir tür menkul kıymettir (Ünal, 2005, s.2). İpotekli irat senetlerinde borçlu söz konusu taşınmazın

maliki olmakta ve senet şahsi bir borç doğurmamaktadır (Medeni Kanun, Madde: 903-907). Buna karşın İBS eşyaya bağlı bir borç ilişkisi doğurmakta ve borçlu borçtan tüm malvarlığı ile sorumlu olduğundan taşınmaz maliki olması şart değildir.

İpotekli borç senedi ya mevcut bir borç için düzenlenir ya da ortada herhangi bir borç yokken ipotekli borç senedi çıkarılıp satılarak borçlanılır. Eğer mevcut bir borç için ipotekli borç senedi düzenlenirse eski borç tüm sonuçlarıyla ortadan kalkmakta ve ipotekli borç senedi ile temsil edilen borç yeni borç olmaktadır (Medeni Kanun, Madde: 824). Medeni Kanuna göre ipotekli borç senedi ipotekli gayrimenkulün değeri kadar çıkarılmaktadır. Bu değer tapu memuru tarafından Tapu Sicil Nizamnamesindeki esaslara göre düzenlenmektedir (Medeni Kanun, Madde: 813). Eğer bu değer hatalı belirlenmişse doğacak zarardan devlet sorumlu olmaktadır (Medeni Kanun, Madde: 917). İpotekli borç senetleri ortada belli bir borç veya alacak yokken de düzenlenebilmektedir. Bir projeye finansman sağlamak isteyen müteşebbis, fabrika arazisini ipotek ederek ipotekli borç senedi çıkarıp bunları aracı kurum vasıtasıyla pazarlayabilmektedir.

İpotekte sadece alacaklar bir gayrimenkulün rehini ile teminat altına alınmışken, ipotekli borç senedinde görevin yanında gayrimenkulün değerini tedavül ettirme görevi ön plana çıkmıştır. Bir gayrimenkulün sahibi kuşkusuz gayrimenkulü ipotek etme karşılığı kredi bulabilecektir. Fakat bu durumda önce kredi bulunacak daha sonra bu krediyi temin etmek için ipotek yoluna gidilecektir. Buna karşılık ipotekli borç senetlerinde gayrimenkul sahibi önceden gayrimenkulü ipotek etmek suretiyle ipotekli borç senedi çıkarabilmektedir. Üzerinde belli değer ve faiz oranı bulunan ve seri halinde hamiline çıkarılan tapu memuru ve hâkimin imzasını taşıyan bu senetleri halka satmak suretiyle istediği parayı küçük tasarruflara hitap ederek bulabilmektedir.

Batı ülkelerinde ipotekli borç senetleri kitle senetleri halinde ihraç edilmekte ve toplu konut projelerinin finansmanında kullanılmaktadır. Bir toplu konut şirketinden konut edinen kişi kalan borcu için uzun vadeli ve tek tip senetler imzalamakta, ayrıca kalan borcu için satın aldığı evi ipotek etmektedir. Fakat ipotegin lehdarı evi satan şirket değil, alıcının imzaladığı senet sahibi olmaktadır. Böylece senet kime devredilirse hem alacağın hem de ipotegin lehdarı olmaktadır. Toplu konut şirketleri bu senetleri ipotek bankası veya ipotek kurumuna devrederek likidite sağlamaktadır. Banka ve kurumlar da hamiline yazılı bu senetleri sermaye piyasalarında veya borsada pazarlamakta, böylece halkın tasarrufları ile büyük konut projeleri finanse edilmiş olmaktadır (Karşlı, 2004, s.393).

İpotekli borç senedi kıymetli evrak niteliğinden ve kanunun öngördüğü şartlar nedeniyle diğer kıymetli evraklara nazaran önemli avantajlar sağlamaktadır. Bu avantajları şu şekilde sıralamak mümkündür:

- İpotekli borç senedi ancak teminat altına alınan gayrimenkulün değeri kadar çıkarılabilmektedir.
- İpotekli borç senedini tapu memuru düzenlemekte ve tapu memurunun yanında hâkimin de imzasını taşıdığına onu daha güvenli kılmaktadır.
- İpotekli borç senetleri hamiline yazılı olarak çıkarılmakta ve borç senetlerinin devri kolay olmaktadır.

İpotekli borç senetleri ve irat senetleri tüm bu avantajlarına rağmen ülkemizde işlerlik kazanmasını engel kılan mevzuat tikanıkları olduğundan gelişmiş ülkelerde olduğu gibi başarıyla uygulanan bir menkul kıymet tipi değildir (Karşlı, 2010, s.399). Türkiye’de toplu konut finansmanında çok etkin olabilecek bir menkul kıymet türü olan ipotekli borç ve irat senetleri, çıkarılmasındaki formalitelerin güç ve uzun olması, senetlerin ağır şekil şartlarına sahip olması, senetlerle ilgili hükümlerin bağımsız olmayıp, ipotek, tapu siciline tescil, gayrimenkul mükellefiyeti ve gayrimenkul rehini ile ilgili hükümlerle bağlantılı olduğundan gelişme ve uygulama şansı bulamamıştır (Ünal, 2002, s.17). Bu nedenle öncelikle M.K.’daki hükümler düzeltilmeli ipotek işlemlerindeki zorluklar ortadan kaldırılmalıdır. Bundan sonra SPK’nun çıkaracağı tebliğler de bu yararlı araca işlerlik kazandırma konusunda yardımcı olacaktır.

Çalışmanın bundan sonraki bölümünde gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarından biri olan GYO’nın dünyanın çeşitli bölgelerinde ve Türkiye’de tarihi, gelişimi ve mevcut durumu ele alınacaktır.

BÖLÜM III

GENEL OLARAK GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI, TÜRKİYE VE DÜNYADAKİ GELİŞİMİ

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (Real Estate Investment Trusts, REIT), genel olarak tanımlanırsa; gayrimenkullere sahip olan ve onları işleterek para kazanmayı amaçlayan kuruluşlardır. İlk olarak 1960'lı yıllarda Amerika Birleşik Devletleri'nde (ABD) ortaya çıkan Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, şu an otuzdan fazla ülkenin gayrimenkul finansmanı ve sermaye piyasalarına hizmet etmektedir. Çalışmanın bu bölümünde ilk olarak bütün dünyada GYO'lara örnek oluşturan ABD'deki GYO incelenen daha sonra Avrupa, Asya ve Türkiye uygulamalarına yer verilecektir. Son olarak küresel açıdan GYO'nun gelişimine değinilecek ve bölgeler arası benzerlik ve farklılıklar ortaya konulacaktır.

3.1.Yurt Dışında Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları

ABD, GYO'ların anavatanı durumundadır. Bu nedenle global piyasada en likit pazar ABD'ye aittir. Bunun yanında Avrupa ve Asya'da 1970'li yıllardan sonra GYO şeklinde kurulan veya GYO'ya dönüşen işletmeler oluşmaya başlamıştır. Bu bölümde yurt dışında GYO'nun gelişimi ve şimdiki durumları incelenmiştir.

3.1.1. ABD'de GYO

Yarım yüzyılı aşkın bir süredir, ABD'deki GYO endüstrisi ABD ekonomisi ve yatırım pazarı içinde oldukça önemli yer tutmaktadır. GYO'lar, sermaye piyasasındaki yerini son 10 yılda, 90 milyon \$'dan 200 milyon \$'a kadar çıkarmışlardır. Bu süreç, dünya genelindeki gayrimenkul yatırımlarında GYO'ların benimsenmesinde önemli yer tutmaktadır (<http://www.reit.com>, Erişim Tarihi: 12.02.2012).

GYO'ların bir araya gelerek oluşturdukları, GYO'ların temsilcisi ve sözcüsü konumundaki Ulusal Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Birliği (National Association of Real Estate Investment Trust-NAREIT) GYO'ları; gelir getiren gayrimenkullere sahip olan ve çoğu durumda bunları işleten ortaklıklar şeklinde tanımlamaktadır (<http://www.reit.com>, Erişim Tarihi: 12.02.2012).

ABD’de bir şirketin GYO olarak nitelendirebilmesi için Milli Gelir Yasası’ndaki (Internal Revenue Code-IRC) bazı temel kurallara uyması gerekmektedir. Buna göre (Susar, 2004, s.23) ;

- ABD’deki bir GYO yıllık brüt gelirlerinin %75’i gayrimenkul satışı, ipotek faizleri ve hisselerin satışı veya elden çıkarılması yoluyla sağlanan kar payı veya kazançlardan oluşmak zorundadır.
- Bir GYO’nun gelirinin en az %75’i gayrimenkule dayalı kaynaklardan, %25’i gayrimenkule dayalı olmayan kaynaklardan oluşabilmektedir.
- GYO’lar dönem karının %90’ını temettü olarak ortaklarına dağıtmak zorundadır.
- ABD’de kurulmuş bir yurt içi anonim ortaklık olarak vergilendirilebilmelidir.
- Sigorta şirketi, banka veya finans kuruluşu olmamalıdır.

3.1.1.1. Tarihsel Gelişimi ve Performansı

GYO temel kavramı, 19. yy ortalarında, sanayi devriminin neden olduğu zenginliğin sonucunda gayrimenkul yatırım fırsatlarına artan taleple beraber oluşmaya başlamıştır. ABD’de GYO ilk olarak Massachusetts eyaletinde iş ortaklığı (Business Trusts) şeklinde doğmuştur. O dönemde anonim şirketlerin gayrimenkul edinmelerini sınırlayan ve gayrimenkulün bir yatırım aracı olarak kullanılmasını, özellikle gayrimenkulde ticari işlem yapılmasını imkânsız kılan eyalet kanunları yürürlükteydi (Impreiale, 2006, s.17). İş ortaklıkları ise şirket kapsamında değerlendirilmeyen ve tüzel kişiliği bulunmayan birlik konumundadır ve bunun sonucu olarak şirketlerin tabi oldukları kurallara tabi değillerdir. Bunun şirketlere en önemli faydası vergilendirmede ortaya çıkmıştır. İş ortaklıklarında ortaklığın kendisi ayrıca vergilendirilmemekte, sadece dağıtılan kar payları, pay sahipleri düzeyinde vergiye tabi olmaktadır (Susar, 2004, s.9).

Massachusetts gayrimenkul ortaklığı 1935 yılına kadar vergi yasaları tarafından korunmuş ve anonim şirketlerden farklı şekilde vergilendirilmiştir. Bu ortaklık, 1935 yılında ABD Yüksek Mahkemesi’nin (Supreme Court) vergi avantajını kaldırmasına kadar gayrimenkul yatırımlarında güveni yükselten bir unsur olmuştur. Mahkemenin, iş ortaklıklarının da anonim şirketler ile benzer olduğuna ve kurumlar vergisi ödemelerine karar verince, bu ortaklıkların sayısında önemli düşüşler gözlemlenmiştir (Chan, Erickson ve Wang, 2003, s.14).

Vergi düzenlemesinden sonra kapanmayıp hala iş ortaklığı olarak faaliyet gösteren birkaç GYO, hükümete eşit vergi konusunda kulis çalışmaları başlatmışlardır. Bu kulis çalışmaları sonuçlarını 1960 yılında vermiş ve Ulusal Gelir Kanununda değişiklik yapılarak yasa kabul edilmiştir. Böylece yeni GYO doğmuştur. Yatırımcılar açısından düşük maliyet, daha az riskli bir araç ile gayrimenkule yatırım yapmaya fırsat tanınmıştır. Yasal düzenlemelerle GYO'ların lehine vergi korumaları getirilmiş ve vergi mevzuatı GYO'lar için yumuşatılmıştır. Diğer yandan ise GYO'ların bizzat bir projeyi veya işi yönetmesine de yasaklar konulmuştur. Buna göre GYO gayrimenkul ve kiracı hizmetlerini bağımsız bir kuruluşa yaptırmak zorundaydılar. Bu kısıtlamalar nedeniyle GYO'lar sadece kira gelirlerinin toplayıcısı durumuna düşmüş ve bankaların ipotek işlerine yardımcı olan kiralama bölümlerinden bir farkı kalmamıştır (Susar, 2004, s.11).

İlk GYO 1961 yılında piyasaya çıktığı zaman bunun altında yatan düşünce aslında 100 yılı aşkın bir süredir mevcuttur. 1960 yılında çıkarılan yasa GYO'ları birden çok yöneticisi olan devredilebilir hisse senetlerine sahip ve tüzel kişiliği olmayan bir kurum olarak tanımlamıştır. Boston modeli üzerine inşa edilen bu GYO başlarda gayrimenkule yatırım yapmışlardır. Öncekilerin popülaritesine rağmen GYO 1962 yılında borsanın aşırı düşüşü sebebiyle çok geniş rağbet görememiştir. 1965 yılında ABD'de mevcut GYO sayısı 65'dir ve bunların birçoğu 1962 yılındaki pazar sıkıntısından önce kurulmuştur. 1963-1968 yılları arasına bakıldığında toplam sermaye miktarının daha yavaş büyüdüğü sadece az sayıdaki GYO'nun 10 milyon dolardan fazla büyüdüğü görülmektedir. GYO'lar öncelikle öz sermayelerini kullanarak geleneksel gayrimenkul yatırımlarına odaklanmışlardır. Fakat 1960'lı yılların sonunda yeni kurulan GYO'ların büyük bir kısmı direkt gayrimenkul yatırımlarından ziyade ipotek yatırımları üzerine odaklanmıştır. 1968-1970 yılları arasında kurulan neredeyse tüm GYO'lar ipotekli (mortgage) GYO türündedir (Block, 2006, s.110-113).

GYO, 1960'lı yıllara kadar yatırım aracı olarak popüler olmamıştır. 1968-1970 yılları arasında GYO'ların sayısı hızlı bir şekilde artarak 61'den 161'e kadar yükselmiştir. Bu dönemde bankaların, tasarruf ve sigorta şirketlerinin düzenlemeler ve yasal kısıtlamalar sebebiyle doğrudan inşaat geliştirme ve kredilendirme faaliyetleri mümkün olmamıştır. Bu da kamu tarafından finanse edilen GYO'ların inşaat geliştirme gibi aktiviteleri yerine getirebilmesi için teşvik edici bir unsur olmuştur. Bu dönemde kurulan GYO ipotekli ve öz sermayeli türden olsa da aynı zamanda üçüncü bir tür olan karma (Hybrid) GYO'lar ortaya

çıkmiştir. Karma GYO'lar öz sermayeli ve ipotekli GYO'ların bileşimi niteliğindedir (Imperiale, 2006, s.30).

1970'li yıllar borsa, ekonomi ve GYO için negatif seyirli yıllar olmuştur. Enflasyonun artması ve inşaat sektöründeki durgunluk pek çok GYO'nun borçlanmasına neden olmuştur. Kötü ekonomik koşullar altında artan faiz oranları banka ve kredi kurumlarını olumsuz etkilemiştir. Özellikle, yatırımlarını daha çok kısa vadeli kredilerle sürdüren GYO kredi bulmakta zorluk çekmiştir. Borçlarını ödeyemeyen GYO'ların bazıları tasfiye edilmiş, bazıları devredilmiş bazıları da GYO statüsünü iptal ettirmiştir. Yine de ayakta kalabilen çoğu öz sermayeli GYO, yatırımcıları için belirli oranda getiri sağlamışlardır. Fakat ipoteye dayalı GYO'ların kötü performansı diğer GYO'ları da etkilemiş, bu dönemde GYO ciddi tanıtım ve yatırımcıya kendini kabul ettirme problemiyle karşılaşmışlardır (Göktepe, 2003, s.24).

Gayrimenkul yatırımlarına ve gayrimenkul sahiplerine vergi koruması getiren 1981 yılındaki kanuni düzenleme (The Economic Recovery Act of 1981) sonucunda gayrimenkul yatırımları ve alımları aşırı şekilde yükselmiştir. Gayrimenkule olan yoğun talep fiyatları arttırmış ve çok sayıda yeni yatırımlar yapılmıştır. Gayrimenkul piyasasındaki arz ve talep dengesini sağlamak için 1986 yılında Vergi Reformu Kanunu yürürlüğe girmiştir. Bu kanun ile GYO büyük ve hızlı bir gelişme göstermişlerdir. Yapılan değişiklikle GYO'lara özellikle yönetimlerinde esneklik kazandırılmıştır. Bu yasa ile GYO yönetimine hakim olan "bağımsız yüklenici" kuralı değişmiş ve GYO'lara belli müşteri hizmetlerinin sağlanmasında serbestlik verilmiştir. Değişim aynı zamanda GYO'lara operasyonel kararlarının etkinliğini geliştirme fırsatı sunmuş ve tam entegre olmuş GYO'ların oluşturulmasında büyük bir adım atılmıştır (Block, 2006, s.114-116).

1990 yılında gayrimenkul fiyatlarının düşmesiyle GYO endüstrisi tekrar yapılanmaya başlamıştır. 1990 yılının sonu ile 1995 yılının sonu arasında GYO getiri indeksi %149 oranında artmış ve GYO hisselerinin toplam piyasa değeri 8.5 milyon dolardan 56 milyon dolara kadar yükselmiştir. Aynı dönemde halka açık GYO sayısı da 117'den 223'e çıkmıştır. Bu büyüme, en çok öz sermayeli GYO'ların artmasından ileri gelmektedir. Anılan dönemde öz sermayeli GYO sayısı 67'den 179'a yükselmiş, ipotekli ve karma GYO sayısı ise 50'den 44'e düşmüştür.

Değer yatırımlarının tekrar popüler olduğu 2000'li yıllara girildiğinde GYO'ların performansları iyileşmeye başlamıştır. 2000 yılının sonuna gelindiğinde öz sermayeli

GYO'ların toplam getirisinin %26,4 arttığı görülmüştür. GYO hisselerinin yükselişi, piyasanın geleceği hakkındaki iyimser düşüncenin sürdüğü 2004 yılı boyunca da devam etmiştir (Block, 2006, s.126).

Tablo 4

FTSE REIT Endeksinin Bazı Endeks Getirileri ile Karşılaştırması (%)

	FTSE NAREIT	S&P 500	DOW JONES	NASDAQ
2003	37,13	28,68	25,32	50,01
2004	31,58	10,88	3,15	8,59
2005	12,16	4,91	-0,16	1,37
2006	35,6	15,79	16,29	9,52
2007	-15,69	5,49	6,43	9,81
2008	-37,73	-37	-33,84	-40,54
2009	27,99	26,46	18,82	43,89
2010	27,95	15,06	11,02	16,91
2011	8,28	2,11	5,53	-1,8

Kaynak : <http://www.reit.com/DataAndResearch/IndexData/FNUS-DailyReturns.aspx>

Erişim Tarihi: 7.04.2012

FTSE (Financial Times Stock Exchange), global endeks ve analiz konusunda hesaplamalar yapmaktadır. FTSE NAREIT ise ABD'deki tüm GYO'ların performansını gösteren endekstir. S&P, 500 büyük Amerikan şirketini kapsamaktadır ve Amerikan hisse senedi piyasasının %75'ini oluşturmaktadır. Dow Jones, ABD'nin en önemli hisse senedi endeksidir ve en büyük otuz şirketin hisse senetlerini içerir. NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotations) ise New York'da kurulmuş, tezgah üstü piyasalarda (resmi düzenleyicisi olmayan) işlem gören bir teknoloji borsasıdır. Bu üç önemli endeks ABD GYO endeksiyle karşılaştırıldığında 2003, 2007 ve 2009 yılları hariç diğer yıllarda, GYO endeksinden daha düşük getiri yüzdeleri elde ettiği görülmektedir. 2007-2008 döneminde patlak veren ABD tabanlı küresel ekonomik kriz dönemlerinde GYO endeksinin ağır kayıplar verdiği görülmektedir. Fakat bu dönem sadece GYO endüstrisinin değil diğer üç endeksin de düşüş yaşadığı bir dönem olmuştur. 2008 yılından sonra GYO endeksi ve diğer endeksler hızlı bir toparlanma sürecine girmişlerdir.

Son 50 yıl içinde GYO'ları düzenleyen vergi yasası değişiklikleri GYO sektörü üzerinde karma etkiler yaratsa da çoğu, GYO'ların kendi pazarlarında hareketlerini kısıtlayan vergi sınırlamalarını elimine ederek veya düzelterek faaliyetlerinin artmasını sağlamıştır.

GYO'ların belli gayrimenkul sektörlerindeki artan uzmanlaşması, yapısal organizasyonlarının değişmesi, kurumsal yatırımcıların gözünde cazibesinin artması, ortalama karlılığının ve verimliliğinin artmasında önemli katkıları olmuştur. Daha fazla şeffaflık ve daha düşük borç düzeyleri küçük yatırımcılar için de GYO'ları cazip bir yatırım aracı haline getirmiştir.

3.1.1.2. ABD'de GYO Türleri

ABD'deki GYO'ları örgütlenme biçimine göre ayırt ettiğimizde üç tip GYO karşımıza çıkmaktadır. Bunlar:

- Klasik GYO
- Tam Şemsiye GYO (UPREIT)
- Eksik Şemsiye GYO (DOWNREIT)

Klasik GYO yapısında, sadece GYO'nun kendisi olup kiracılara verilen olağan hizmetleri kendileri üstlenmekte, başka hizmet sunmamaktadır. Alışılmış hizmetleri sunmak için GYO'ların vergilendirilebilir iştirakleri de bulunmamaktadır. Bu tip örgütlenmede GYO'lar, halktan hisse senedi karşılığında kaynak toplamakta ve bunu hisse senedi yatırımlarında kullanmaktadır (Hayta, 2009, s.20). Yatırımlardan elde edilen kazançlar da ortaklara kar payı olarak dağıtılmaktadır.

Tam şemsiye GYO 1990 yıllarının başında ortaya çıkan farklı bir örgütlenme biçimidir. Bu tür yapılanmada GYO, portföyündeki gayrimenkullerin mülkiyetini bir işletmeci şirkete (Operating Partnership-OP) devretmektedir ve bu şirketin en büyük ortağı GYO'dur. Böylece işletmeci şirket, GYO çatısı altındaki yan kuruluştur. Gayrimenkul sahibi şirket ya da şahıs, taşınmazını işletmeci şirkete devrettiğinde devir karşılığı hisse senedi alıp vergi ödememektedir. Gayrimenkul sahibi, elindeki işletmeci şirket hisse senetlerini bir süre sonra GYO hisse senetleriyle belirli bir oran karşılığında değiştirebilmektedir. Bu işlem karşılığında vergi tamamen yok olmamakta; fakat ertelenebilmektedir. GYO'lar vergi erteleme imkanıyla gayrimenkul piyasasında rekabet edebilmek için UPREIT modeline yöneldiği görülmüştür.

Eksik şemsiye GYO modelinde tüm mülkiyet işletmeci şirkete devredilmemekte, gayrimenkullerin bir kısmı GYO mülkiyetinde kalmaktadır. Böylece GYO ortağı hem GYO'nun hem işletmeci şirketin gayrimenkulleri üzerinde hak sahibi iken, işletmeci şirketin ortağı sadece işletmeci şirketin gayrimenkulleri üzerinde hak sahibi olmaktadır.

GYO, aktiflerindeki gayrimenkullerin mülkiyetine sahip olup olmadıklarına göre üçe ayrılmaktadır:

- Öz sermayeye Dayalı GYO (Equity Reits)
- İpoteğe Dayalı GYO (Mortgage Reits)
- Karma GYO (Hybrid Reits)

Öz sermayeye dayalı GYO, portföylerindeki gayrimenkullerin mülkiyetine sahiptir. İş merkezleri, alışveriş merkezleri gibi gayrimenkullerin başlıca alıcısıdırlar. Hisse senetleri karşılığında halktan topladıkları paralarla gayrimenkulün kendisine ya da gayrimenkule dayalı projelere yatırım yapmaktadırlar. Portföy kazancı çoğunlukla kira gelirlerinden ve sahip oldukları gayrimenkullerin satışından sağlanan gelirlerden oluşmaktadır (Göktepe, 2003, s.37).

İpoteğe dayalı GYO, portföylerindeki gayrimenkullere sahip değillerdir ve bu yönleri onları öz sermayeye dayalı GYO'lardan ayırmaktadır. Daha çok ipotek ile teminat altına alınmış menkul kıymetlere yatırım yaparak faiz geliri elde etmektedir.

Karma GYO, öz sermayeye dayalı ve ipoteye dayalı GYO'ların avantajlı taraflarının birleştirilmesiyle oluşmaktadır. Hem gayrimenkul ve gayrimenkul projelerine hem de ipoteye dayalı menkul kıymetlere yatırım yapabilmektedirler.

Tablo 5

Yıllar İtibariyle ABD'deki GYO Türlerinin Sayısı

Yıllar	Toplam	Öz Sermayeye Dayalı GYO (Equity REITs)	İpotekli GYO (Mortgage REITs)	Karma GYO (Hybrit REITs)
1971	1,494.3	332	570,8	591,6
1975	899,7	275,7	312	312
1980	2,298.6	942,2	509,5	846,8
1985	7,674.0	3,270.3	3,162.4	1,961.7
1990	8,737.1	5,551.6	2,549.2	636,3
1995	57,541.3	49,913.0	3,395.4	4,232.9
2000	138,715.4	134,431.0	1,632.0	2,652.4
2005	330,691.3	301,491.0	23,393.7	5,806.6
2010	389,295.4	358,908.2	30,387.2	--
2011	450,500.6	407,528.9	42,971.7	--

Kaynak: <http://www.reit.com/DataAndResearch/US-REIT-Industry-MarketCap.aspx>

Erişim Tarihi: 27.04.2012

Tablo 5'e göre, 1970'li yılların ortalarına kadar İpotekli GYO'ların piyasaya hâkim oldukları görülmektedir. 1990'lı yıllarda ekonomideki olumlu havanın etkisiyle gayrimenkul sayısında artış meydana gelmiştir. Bu dönemde kurulan GYO'ların büyük bölümü Öz sermayeli GYO türündedir ve sayıca artışlarına bağlı olarak piyasa değerleri de hızlı bir şekilde artmıştır. Tabloda görüldüğü üzere 2011 yılında ABD pazarına hâkim olan GYO türü öz sermayeli GYO'dur.

3.1.2. Avrupa'da GYO

Avrupa'da GYO ilk kez Hollanda'da (1969) ortaya çıkmıştır. Ardından Belçika (1995), Fransa (2003), İngiltere (2007), Almanya (2007) ve İtalya'da (2007) GYO'lar kurulmuştur. ABD'deki GYO'ların, 1990'lı yıllarla birlikte gayrimenkul piyasalarındaki önemlerinin anlaşılmasına başlamasıyla ve büyük piyasa değerlerine ulaşmaları, Avrupa'daki bazı ülkeleri GYO'larla ilgili düzenlemeleri yapmaya yöneltmiştir. Her ülkenin kendi özerk özelliklerinin olmasının yanında aynı tip yatırımcılar için rekabet ettiklerinden ortak özellikleri de mevcuttur. Avrupa'da GYO gayrimenkule uzun vadeli yatırım yapan ve kurumlar vergisinden muaf tutulan halka açık yatırım araçlarıdır Avrupa'da GYO'ların özellikleri 2011 yılı sonu itibariyle şu şekilde özetlenmiştir (<http://www.law-now.com>, Erişim Tarihi: 16.10.2012):

Fransa, 43 adet GYO'ya sahiptir ve küresel GYO pazarının %8.8'ini elinde bulundurmaktadır. Fransa'daki GYO'ların esas faaliyetleri gayrimenkul edinme ve kira gelirleri elde etme olarak belirlenmiştir. GYO'lar toplam varlıklarının %50'sini aşmamak koşulu ile finansal kiralama faaliyetinde, %20'sini aşmamak koşuluyla da diğer faaliyetlerde bulunabilmektedir. GYO'lara yatırım yapan kişi veya gruplar borsaya kayıtlı şirketin sermaye ve ortaklık haklarının %60'ını elinde bulunduramamaktadır. Fransa'daki GYO gelir vergisinden muaftır ve esas faaliyet dışındaki kazançları standart düzeyde vergilendirilmektedir. GYO vergiden muaf karlarının en az %85'ini yıllık olarak dağıtmak zorundadırlar.

İngiltere, 18 adet GYO şirketine sahiptir ve bu küresel pazarın %5,4'ünü oluşturmaktadır. İngiltere'de GYO yasal form olarak kapalı uçlu kurulmalıdır. Ortaklık kurmada herhangi bir kısıtlama yoktur. Hissedarlar, %10'dan daha fazla hisse ve oy hakkına sahip olamamaktadır. GYO'ların kazançlarının en %75'ini kira faaliyetlerinden elde etmelidir. İngiltere'deki GYO'lar net gelirlerinin %90'ını hissedarlara dağıtmalıdır. GYO'lar gayrimenkul kazançlarından vergilendirilmemektedir.

Almanya'da 4 adet GYO mevcuttur ve bu dünyadaki tüm GYO'ların %0.2'sini oluşturmaktadır. Yasalara göre GYO varlıklarının en az %75'i gayrimenkullerden oluşmalıdır ve kazançlarının da en az %75'ini sahip oldukları gayrimenkullerin kira gelirlerinden elde etmelidirler. GYO, net gelirlerinin %90'ını iş yılı sonunda kar payı olarak dağıtmak zorundadır. Vergilendirmede, kurumlar vergisinden muaf tutulmakta, faaliyet dışı gelirleri standart vergi oranlarına tabi olmaktadır. Yabancı GYO tüm gelirleri üzerinden Almanya'nın vergi kanunlarıyla vergilendirilmektedir.

İtalya'da GYO anonim ortaklık şeklinde kurulmakta ve İtalya ticaret kanunlarına göre düzenlenmektedir. GYO hisselerinin en az %35'i halka açık olmalıdır. Tek bir hissedarın oy hakkının %51 ve fazlasına sahip olmasına izin verilmemektedir. GYO varlıklarının en az %80'i gayrimenkullerden oluşmalıdır. GYO kazançlarının en az %80'i sahip oldukları gayrimenkullerden kira ve finansal kiralama geliri olması zorunludur. İtalya'da GYO normal faaliyetlerinden elde ettiği gelirlerin en az %85'ini hissedarlara dağıtmakla yükümlüdür. GYO faaliyetlerinden kaynaklanan gelirden kurumlar vergisine tabi değildir. Fakat leasing ve gayrimenkul kiralalarının dışında diğer faaliyetleri yerel vergi hükümlerine tabi olmaktadır.

Yunanistan, küresel GYO pazarının %0,1'ini oluşturan 2 GYO'ya sahiptir. İşletme faaliyetleri, gayrimenkul edinmek ve gayrimenkul portföyünü yönetmek olarak

tanımlanmıştır. Bir GYO, işletim lisansı alabilmek için yatırım politikası ve sermaye kullanımının tanımını eksiksiz olarak Sermaye Piyasası Komisyonuna sunmalıdır. Yunanistan’da kurulan bir GYO, kuruluşundan sonraki bir yıl içinde halka açılmak için Atina Borsasına veya AB menkul kıymetler borsasına başvurmak zorundadır. GYO’ların toplam varlıklarının en az %80’i gayrimenkullerden oluşmalıdır. GYO’ların yatırımları, Yunanistan’daki yerli bir emanetçi banka tarafından denetlenmektedir. GYO yıllık faaliyet karlarının en az %35’ini dağıtma yükümlülüğündedir. Yunan hukukunda yönetimi yurt dışında yapılan yabancı şirketlerin tanımlandığı bir madde olmadığından, GYO’ların tümü yurt içi kaynaklı olmalıdır.

Tablo 6

Bazı Avrupa Ülkelerindeki GYO’ların 2011 Yıl Sonu İtibariyle Piyasa Değerleri

Ülkeler	Piyasa Değerleri (Milyar €)
Belçika	5,5
Bulgaristan	0,2
Fransa	50,3
Almanya	1,3
Yunanistan	0,4
İtalya	0,4
Hollanda	8,4
İngiltere	30,9

Kaynak: <http://www.epra.com/regulation-and-reporting/taxation/reitsurvey/> Erişim Tarihi: 5.03.2012

3.1.3. Asya Ülkelerinde GYO

Asya bölgesi Amerika’dan sonra dünyanın ikinci büyük GYO pazarıdır. Avustralya’nın dışında Asya’daki GYO pazarı henüz çok yenidir. Asya-Pasifik ülkelerinde GYO şirketleri kapalı uçlu yatırım şirketi olarak kurulmaktadır.

Asya-Pasifik ülkelerindeki GYO’ların, yatırımcı sayısı, asgari ödenmiş sermaye tutarı gibi kotasyon koşulları bulunmadığından ve sermaye kazançları vergilendirilmediğinden diğer bölgelere kıyasla daha bağımsız kuruluşlar olarak nitelendirilmektedir. Asya ülkelerindeki GYO’ların özellikleri ve 2011 yıl sonu itibariyle bazı değerleri şu şekilde özetlenebilir (Asia-Pacific REITs, 2011, s.10-30):

Avustralya, hem Asya bölgesinde en fazla GYO’ya sahiptir hem de ABD’den sonra dünyanın en büyük ikinci GYO pazarıdır. GYO sayısının 57 olduğu ülke, küresel GYO

piyasasının %9,9'unu oluşturmaktadır. Esas faaliyet alanları kira geliri elde etmek için gayrimenkullere yatırım yapmaktır. GYO'lar mutlaka Avustralya borsasında işlem görmekte ve her yıl net karlarının tamamını kar payı olarak dağıtmaktadır. Faaliyetlerinden doğan kazançları vergiden muaftır. GYO'ların borçlanma oranlarında bir sınır bulunmamaktadır.

Japonya'da GYO anonim şirket veya ortaklık olarak kurulabilmektedir. Japonya 34 adet GYO'ya sahiptir ve bu tüm pazarın %5,2'sini oluşturmaktadır. GYO'lar, gayrimenkullere ve diğer sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilmektedir. Dağıtılabilir kazançlarının %90'ını ortaklarına dağıtmak zorundadırlar. GYO'ların borsalarda işlem görebilmesi için 1000'den fazla ortağının olması gerekmektedir. Japonya'da GYO'lara vergi indirimleri uygulanmaktadır.

Hong Kong'da faaliyet gösteren 8 adet GYO vardır ve bunlar dünya piyasasının %2,1'ini oluşturmaktadır. GYO'ların gayrimenkullere yatırım yapıp kira geliri elde etmeleri zorunludur. Ayrıca ortaklıklar gayrimenkullerini en az 2 yıl bünyelerinde bekletmelidir. GYO sahibi oldukları gayrimenkuller üzerinden emlak vergisine tabidir; fakat sermaye kazançları vergilendirilmemektedir. Ortaklıklar, vergiden sonraki net kazançlarının %90'ını kar payı olarak dağıtmak zorundadır.

Singapur'da GYO yatırım ortaklığı veya anonim şirket şeklinde kurulmaktadır. GYO'ların fonlarının en az %70'i gayrimenkullere ve gayrimenkule dayalı varlıklara yatırılması gerekmektedir. GYO vergiye tabi kazançlarını ortaklara dağıttıkları sürece vergiden muafırlar. Vergiye tabi kazançlarının %90'ı kar payı olarak dağıtılmak zorundadır.

Tablo 7

Bazı Asya Ülkelerindeki GYO'ların 2011 Yıl Sonu İtibariyle Piyasa Değerleri

Ülke	Piyasa Değeri(%)
Avustralya	56,4
Japonya	29,5
Singapur	22,5
Hong Kong	11,8
Malezya	2,8
Yeni Zelanda	2,4
Güney Kore	0,2

Kaynak: [http://www.cfasociety.org/japan/publications/Asia-Pacific%20REITs\(E\)ccb.v2011.n4.1.pdf](http://www.cfasociety.org/japan/publications/Asia-Pacific%20REITs(E)ccb.v2011.n4.1.pdf) Erişim Tarihi: 22.04.2012

Japonya'da 2001 yılında kurulduğundan beri Asya'daki GYO'lar uluslar arası fonların portföy çeşitlendirmesi için çekici bir yatırım aracı olmuştur. GYO'ların gelişen piyasaları olan Japonya Avustralya ve Singapur'daki başarısından ayrı, son 10 yıl, Malezya ve Yeni Zelanda'daki yükselişlere şahit olunmuştur (Pham, 2012, s.79-80).

Pazarın düşüş yaşadığı 2007-2010 periyodunda Singapur ve Hong Kong'un toplam piyasa değerlerinde büyük yükseliş yaşanmıştır. Bu iki ülkede GYO yapılanması daha geleneksel ve riski düşüktür. Bunun aksine Asya'daki en ileri GYO pazarı olan Avustralya'da 2007-2009 yılları arasında pazar değerinde %40'luk bir düşüş gözlemlenmiştir. Bunun nedeni Avustralya'daki GYO'ların geleneksellikten uzak fon yönetimi ve offshore gibi daha riskli gelir akışı modelinin olmasına bağlanmaktadır. Asya bölgesi 2009'un ikinci yarısından itibaren yeniden yükselişe geçmiş, Hong Kong, Singapur ve Avustralya'daki GYO'lar bilançolarının sermaye yapısını yeniden düzenlemişlerdir. Daha güçlü bilanço ve yükselen kredi durumları GYO'ları gelişen fırsatlara karşı iyi pozisyonda tutmayı sağlamıştır (Asia-Pacific REITs, 2011, s.8-9).

3.2.Türkiye'de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları

Gelişmekte olan ülkeler arasında olan Türkiye'de yatırımların %70'i gayrimenkul sektörüne yapılmaktadır (Göktepe, 2003, s.127). Tasarrufların bu şekilde doğrudan gayrimenkule aktarılması sermaye piyasaları açısından atıl fon anlamına gelmektedir. Bu atıl fonların sermaye piyasalarında dolaşımını sağlamak ve likit bir duruma getirmek için, küçük tasarrufların bir araya getirilip büyük projelere yatırımların yapıldığı GYO'lar kurulmuştur.

3.2.1. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Tanımı, Amacı, İşlevleri ve Kapsamı

Sermaye Piyasası Kanunu'nda gayrimenkul yatırım ortaklıklarına ilişkin detaylı hükümler mevcut olmamakla birlikte bu tanım "Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Tebliğinde verilmiştir. Buna göre GYO; *"Sermaye Piyasası Kanunu çerçevesinde, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından düzenlenen gayrimenkul yatırım ortaklıkları, 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 tanımlanmaktadır (SPK, 2010, s.4). Bu tanım çoğu yazar tarafından yeterli bulunmayıp literatüre farklı ve genişletilmiş tanımlar kazandırılmıştır. Örneğin bir başka tanım GYO'ları; *"Ortaklıkların tasarruflarını gayrimenkullere ilişkin değerlere yatırarak bir portföy oluşturmak ve işletmek suretiyle, bir yandan riskin dağılmasını diğer yandan uzman ve güvenilir yöntemle tasarrufların nemalandırılmasını sağlayan kayıtlı sermayeli anonim ortaklıkları"* olarak nitelendirmiştir (Bahtiyar, 1999, s.14). Diğer bir tanıma göre ise GYO'lar; *"Amaçlı ağırlıklı olarak gayrimenkul üzerindeki haklardan, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarından ve gayrimenkullerle ilgili projelerden oluşan portföyü işletmek olan yatırım ortaklıklarıdır"* (Nomer, 2003, s.77). Bu tanımlara göre GYO'lar sermaye piyasası kurumları arasında "Yatırım Ortaklığı" başlığı altında yer almakta, gayrimenkuller ve gayrimenkul dışında kalan sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilmektedir. GYO'ları kurumsal yatırımcılardan saymak yanlış olmamaktadır. GYO'lar geleceğin gayrimenkul sektörünü şekillendirecek profesyonel yatırım şirketleridir.

Avrupa Ulusal GYO Birliği de GYO'ları; her türlü gayrimenkule finansman sağlayan veya bir gayrimenkulün elde edilmesinde pek çok küçük yatırımcının tasarruflarını bir araya getiren anonim ortaklıklar olarak tanımlamıştır. Bir yatırım aracı olarak GYO, gayrimenkul ve menkul kıymet yatırımlarının en iyi yönlerini birleştirip, bir uzman yönetimindeki portföyde gayrimenkullerin profesyonelce yönetilmesini sağlamaktadır (<http://www.reit.com>, Erişim Tarihi: 16.03.2012).

GYO'ları bir iş ortaklığı olarak tanımlamak mümkündür. Gayrimenkul elde etmek ya da gayrimenkule finans sağlamak amacıyla birçok yatırımcının sermayelerini içermektedir. GYO, bir veya birden fazla gayrimenkülü tamamen veya kısmen satın alır, satın alınan

gayrimenkul tam bitmemiş ise tamamen satar veya kiralar. Bir kısmını satın aldığı binanın amacına uygun tadilinden sonra binayı kiralayabilir ve satabilir (Yelgen, 2010, s.69).

Mevduat toplamayan finansal araçlar olan GYO'lar, görece olarak küçük yatırımcıların, büyük ölçekli gayrimenkul yatırımlarına katılmalarını sağlayan araçlardır. Yatırımcılardan toplanan paralar bir havuzda toplanarak değerli ve yüksek tutardaki gayrimenkul ve ipoteklere yatırım yapılmaktadır. GYO'ların ana finansman kaynakları ise sattıkları hisse senetleridir. Borsada ve borsa dışı piyasalarda hisse senetleri işlem görmekte, sağladıkları finansmanla büyük çapta gayrimenkul yatırımları yapabilmekte ve arazi geliştirme projelerini fonlamaktadır (Akçay, 2000, s.8). GYO, halka arz yoluyla yurt içi ve yurt dışı sermaye temin edebilecekleri gibi, son üç aylık portföy tablosunda yer alan aktif değerlerinin üç katına kadar kredi kullanabilmektedir.

GYO getiri potansiyeli yüksek gayrimenkullere, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına, gayrimenkul projelerine ve gayrimenkule dayalı haklara yatırım yapmayı, portföyündeki gayrimenkullerden kira geliri elde etmeyi ve bu şekilde kira ve alım satım kazançları yoluyla gayrimenkullerin yüksek gelirine ulaşmayı amaçlamaktadırlar. GYO'lar gayrimenkul sektöründe gayrimenkulleri menkul kıymetleştirme ve gayrimenkul finansmanı sağlama işlevini yerine getirmektedir. GYO; XYZ alış veriş merkezi gibi belli bir projeyi gerçekleştirmek amacıyla süreli, turizm, sağlık vb. alanlarda yatırım yapmak amacıyla süreli veya süresiz, belirli bir proje veya yatırım alanına yatırım yapmak gibi amaçlarında sınırlama olmaksızın süreli veya süresiz olarak kurulabilirler (SPK, 2010, s.7).

GYO likit olmayan gayrimenkul piyasası için pazar yaratmaktadır. Konut, iş merkezi veya alışveriş merkezi gibi gayrimenkullerin hisse senetleri GYO aracılığı ile kurumsal ve bireysel yatırımcılar tarafından satın alınabilmektedir. Böylece, Akmerkez, Atakule gibi iş merkezlerine bireysel olarak sahip olmak mümkün olmasa da İMKB'de hisse senetlerini satın alarak gayrimenkul gelirlerine ortak olmak mümkün olmaktadır (Üreten, 2007, s.121).

Ülkemizde GYO modeli ile, gayrimenkule yatırım yapamayan tasarruf sahiplerinin, yaratılan değer artışından faydalanmalarını sağlamanın yanı sıra, kurumsal ve profesyonel bir yatırımcı tabanı oluşturulması amaçlanmıştır. Bunun yanı sıra GYO ile bugüne kadar çeşitli imkânsızlıklar yüzünden devam eden yetersiz kat karşılığı kooperatif ve benzeri oluşumlara alternatif şeffaf bir model yaratmak da amaçlanmaktadır.

GYO şirketleri, yatırımcılarına hisse senetlerinin değeri artışı ve temettü dağıtımını şeklinde fayda sağlamaktadır. Bu şirketler portföylerinden gayrimenkul satış geliri, kira geliri ve menkul kıymetlerden elde edilen faiz geliri gibi farklı vade ve risk yapılarında gelir elde etmektedirler (Teker, 2000, s.92). GYO şirketleri farklı yönetim stratejilerine uygun olarak bitmiş ve kiralık gayrimenkullere veya geliştirme projelerine veya bunların bir kombinasyonuna yatırım yapabilirler. Şirketlerin portföylerindeki gayrimenkuller Sermaye Piyasası Kurulu tarafından lisans verilmiş gayrimenkul eksperleri tarafından değerlendirilerek kamuya açıklanır. Böylece yatırımcılar şirketlerin portföylerindeki varlıkların değerini kolayca ve güvenli bir şekilde öğrenebilirler. GYO şirketleri SPK ve Borsa'nın denetimi yanında mali açıdan bağımsız denetime de tabidirler.

GYO farklı kesimler tarafından farklı şekilde nitelendirilmektedir. Bu kesimlerin GYO'lara bakışları Tablo 8'de özetlenmiştir.

Tablo 8

Çeşitli Kesimlerin GYO'lara Bakışı

Yatırımcılar Açısından GYO	Enflasyona karşı en iyi yatırım aracı olan gayrimenkulün kendisine değil de hisse senetlerine yatırım yaparak, daha likit ve daha yüksek getiriler elde edilmektedir.
Finans Kaynağına İhtiyacı Olanlar Açısından GYO	Projesini finanse etmek isteyen inşaat şirketleri, bu projelerini GYO'lara satarak finansman sorununu çözecektir. Halka hisse senedi satarak kaynak yaratan GYO'lar bu projeleri, pahalı olan kredi yoluyla finanse edilmekten kurtaracaktır.
Finans Kesimi Açısından GYO	İnşaat yapmak dışında hemen hemen tüm gayrimenkul yatırımlarını yapabilen GYO'lar, pek çok avantajıyla büyük holdinglerin ve bankaların dikkatini çekmiştir.
Hükümetler Açısından GYO	Gayrimenkul finansmanı hükümetler için kamusal bir olgudur. Araştırmalar gayrimenkule yapılan doğrudan müdahalelerin başarısız olduğunu göstermiştir. Bu noktada dikkat çeken GYO, gayrimenkul finansmanı ve menkul kıymetleştirme konusunda iyi bir çözümdür. Ayrıca kayıt dışılığın arttığı ülkelerde GYO buna son verecek bir enstrümandır.

Kaynak: Susar Ö., "Tüm Yönleriyle Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları", 2004, s.41-48

GYO sektörü, konut piyasası, hizmet sektörü ve buna bağlı diğer sektörler için önemli bir sermaye oluşturmaktadır (Akkaya, 2005, s.40). Özellikle büyük kentlerdeki gayrimenkul fiyatlarını tayin etmekte ve rantın küçük yatırımcı kitlesi tarafından paylaşımını mümkün kılmaktadır (Teker, 2000, s.92). GYO, gayrimenkul finansmanına yeni bir yöntem sunarak, sermaye piyasası aracılığı ile kaynak transferine imkân sağlamakta ve halka arzlar sayesinde sermayeyi tabana yaymaktadır (Şarkaya, 2007, s.189).

3.2.2. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Ana Unsurları

SPK'nın ve Tebliğler ile Ticaret Hukuku sistemine dâhil edilen yeni kavramlarla GYO'ların ana unsurlarını şu başlıklar altında toplamak mümkündür:

- GYO anonim ortaklık şeklinde kurulmalıdır.
- GYO halka açık olmalıdır.
- GYO'nın kurulabilmesi veya mevcut bir ortaklığın GYO'ya dönüşebilmesi için kayıtlı sermaye sistemi içinde kurulmuş olması gerekmektedir.
- GYO unvanlarında GYO ibaresi bulunmalıdır.
- GYO'nın ana faaliyet konusu gayrimenkullerdir.
- GYO'nın hukuki altyapısı, ortaklık olmaları ve örgütlenme biçimleri açısından Türk Ticaret Kanunu'nda (TTK) açıklanan anonim ortaklıklara dayanmaktadır.
- GYO, Sermaye Piyasaları Kanunu'nun 36. Maddesi ve GYO'lara ilişkin Tebliğ'deki kuruluş şartları esas alınarak kurulmalıdır. GYO'ların başlangıç sermayesi 20.000.000 TL'den az olmamalı ve çıkarılmış sermayesinin asgari %25'i halka arz edilmelidir.

3.2.3. GYO Portföyleri

Portföy kelimesinin kelime anlamı para cüzdanıdır. Portföy kelimesi sermaye piyasasında farklı bir anlam taşımaktadır. Buna göre portföy; banka, simsar veya bir aracı kuruluşun kendi elinde tuttuğu, istediği gibi tasarruf ettiği menkul değerler toplamıdır. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları için ise portföy; gayrimenkule, gayrimenkule dayalı haklara, gayrimenkullere dayalı projeler ve çeşitli menkul değerlerden oluşan bir varlığı ifade eder.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, gayrimenkul ve gayrimenkul sertifikası gibi gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarından oluşan bir portföy oluşturmak ve portföy çeşitlendirmesi yaparak riski en aza indirerek bu portföyü yönetmek amacındadırlar. Prensipte menkul kıymet yatırım ortaklıkları ile aynı olan GYO'nun bunlardan ayrılan özelliği, portföyünde menkul kıymet yerine gayrimenkullerin ve bunlara dayalı menkul kıymetlerin olmasıdır. Esasen portföyde bulunan yatırım araçları, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçları, bina, arsa, arazi, gayrimenkule dayalı projeler, gayrimenkuller üzerinde kurulan intifa hakları ve kira gelirleri elde etmek amacı ile yapılan gayrimenkul yatırımları şeklindedir. Hisse senetlerinin halka arzı yoluyla yatırımcılardan toplanan paralar bir havuzda

toplanarak, gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı menkul kıymetlere yatırım yapılmakta ve GYO, portföylerinden elde ettikleri gelirleri ortaklarına aktarmaktadır.

Portföyler bizzat GYO tarafından işletilmeli, bir başkasına bırakılmamalıdır. Bu hususun gereği SPK tarafından hükme bağlanmıştır. GYO'nın yapamayacakları işleri düzenleyen madde uyarınca ortaklıklar; “Bu Tebliğ’de izin verilen yatırım alanları ile sınırlı olmak üzere kendi adına portföy işletmeciliği faaliyeti dışında sermaye piyasası faaliyetinde bulunamazlar” (SPK, seri VI, Madde: 24).

GYO portföyleri, gayrimenkullerden ve menkul kıymetlerden oluşan karma portföyler olduğundan, portföydeki gayrimenkuller niteliği gereği enflasyona karşı güçlü bir koruma sağlamakta, diğer yatırım araçlarıyla ters yönde hareket ederek yatırım riskinin düşük olmasını sağlamaktadır.

GYO’ların faaliyet alanındaki varlıklar iki gruba ayrılabilir. Bunlardan biri gayrimenkuller, diğeri sermaye piyasası araçlarıdır. Bu grup içindeki gayrimenkuller GYO’ların esas faaliyet alanını oluştururken, sermaye piyasası araçları diğer faaliyet alanını oluşturmaktadır. Bu nedenle GYO’lar pek çok kaynaktan, ağırlıklı olarak gayrimenkul yatırımlarına yönelen özel bir portföy yönetim şirketi olarak anılmaktadır. (Susar, 2004, s.145) .

3.2.3.1. Gayrimenkuller

Gayrimenkul, bir yerden başka bir yere götürülemeyen eşya türüdür ve bir eşya hukuku kavramıdır. Fiziksel özelliği bakımından sabit oluşu nedeniyle taşınmaz mallar da denmektedir.

GYO portföyünde yer alacak en önemli değerler gayrimenkuller olmaktadır. GYO 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 alabilmekte ve satabilmektedir. Otel, hastane veya buna benzer faaliyete geçirilebilmesi için belirli asgari donanım ihtiyacı duyan gayrimenkullerin kiraya verilmeden önce donanımını yapabilmektedirler (SPK, seri VI, Madde: 25). Mülkiyetlerini edinmek kaydıyla yurt dışındaki gayrimenkulleri alıp satabilirler ve yabancı sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilirler.

3.2.3.2. Gayrimenkul projeleri

GYO portföyünde yer alacak diğer değer, arazi üzerine yapılacak olan konut, iş merkezi gibi inşaat projeleridir. Gayrimenkul projesi ile gayrimenkulün değeri arttırılmakta ve hukuki işlemlerle ortaya yeni bir kıymet çıkmaktadır. Tebliğ md.25/e uyarınca GYO ilgili mevzuat uyarınca gerekli tüm izinleri alınmış, projesi hazır ve onaylanmış, inşaat başlanması için yasal gerekliliği olan tüm belgelerinin tam ve doğru olarak mevcut olduğu, bağımsız gayrimenkul değerlendirme şirketleri tarafından onaylanmış, hasılat paylaşımlı projeler dâhil 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. Aynı maddenin (g) bendinde ise GYO ‘na yap-işlet-devret modeliyle geliştirilecek projelere (e) bendinde sayılan şartları sağlamak şartı ile kendisi veya başkaları lehine üst hakkı tesis ettirmek suretiyle gerçekleştirebilirler. Yine aynı maddenin (ı) bendi, (e) bendindeki şartları taşıyan 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. GYO bu yatırımları, söz konusu projeleri portföylerine dâhil etmek suretiyle yaparlar.

3.2.3.3. Gayrimenkule Dayalı Haklar

GYO’nın gayrimenkule dayalı haklara yatırım yapabileceği tebliğin 4/a maddesinde gayrimenkul yatırım ortaklığının genel tanımında verilmiştir. Bu haklar gayrimenkul kavramı içine girmeyen muğlak bir kavram olarak kalmıştır. Tebliği bir bütün olarak göz önünde bulundurduğumuzda bu hakların başta mülkiyet hakkı olmak üzere, bir takım sınırlı ayni hakları ve bu hakların sağladığı yetkileri ve bazı kişisel haklardan bahsedildiğini anlamak mümkündür.

3.2.3.4. Gayrimenkule Dayalı Sermaye Piyasası Araçları

Sermaye piyasası araçlarını, SPK menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçları olarak belirtmiştir. Menkul kıymetler, en basit anlamda şartları sermaye piyasası kurulunca belirlenen kıymetli evraktır. Menkul kıymet dışında kalan ve şartları Kurul’ca belirlenen diğer evraklar da diğer sermaye piyasası araçlarını oluşturur.

Hangi sermaye piyasası aracının gayrimenkule dayalı olduğunu belirten açık bir hüküm sermaye piyasası mevzuatında bulunmamaktadır. Buna karşın esaslar tebliği hükümlerinde gayrimenkul sertifikaları, konut kredileri karşılığı ihraç edilen varlığa dayalı

menkul kıymetler örnek olarak sayılmakta ve GYO'ların bu tip nitelikteki menkul kıymetleri alıp satabilecekleri ifade edilmektedir.

3.2.3.5. Diğer Sermaye Piyasası Araçları

GYO'nun istisnai yatırım faaliyetlerinden birisi olan ve portföyüne alabileceği değerlerden bir tanesi de gayrimenkule dayalı olan sermaye piyasası araçları dışında kalan sermaye piyasası araçlarıdır. Bu ifade ile Tebliğ herhangi bir değeri belirlemeden sermaye piyasası mevzuatı içerisinde yer alan tüm menkul kıymetleri kastetmiştir. Böylece diğer sermaye piyasası araçlarını alınıp-satılmasına ve ters repo işlemlerine olanak tanımış ancak Tebliğ md.27/b, 25. maddenin (a) bendinde yazılı varlıklar ile 32/A maddesinde belirtilen 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 yapabileceklerini öngörerek yatırımlara sınırlama getirmiştir. Sonuç olarak GYO, SPKn madde 3'de tanımlanan menkul kıymetlere ve diğer sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilecektir.

3.2.4. GYO'ların Vergisel Boyutu

Türkiye'de GYO ilgili ortaklığın statüsünü kazandığı tescil tarihinden itibaren ve GYO statüsünü koruduğu sürece kazançları kurumlar vergisinden müstesna tutulmaktadır. GYO'ların kurumlar vergisinden istisna tutulan kurum kazançları, ortaklara dağıtılsın ya da dağıtılmasın %15 oranında kurumlar vergisi kesintisine tabidir (Yılmaz, 1996, s.87). GYO'ların sermaye piyasası araçları, borsa para piyasası ve ters repo işlemleri, Türk Lirası ya da yabancı para cinsinden vadesiz ve vadeli mevduat hesabı işlemlerinden elde ettiği kazançlar gelir vergisi kanunu hükmüne göre vergilendirilmektedir. GYO'lar sahip oldukları gayrimenkuller için emlak vergisi oranları binalarda %0,2, meskenlerde ve arazilerde %0,1, arsalarda %3 olarak belirlenmiştir. GYO portföyüne alınabilecek hisse senedi, tahvil ve kira sertifikalarında KDV istisnası tanınmıştır. Fakat bu sadece GYO'lara özel değil, genel bir istisnadır (Bacacı, 2006, s.48).

GYO'lara yatırım yapan yatırımcılar açısından değerlendirildiğinde; gerçek kişilerin hisselerin alım satımından doğan kazançları Gelir Vergisi Kanunu'nun 67. Maddesi kapsamında değerlendirilmektedir. Tam mükellef tüzel kişilerin GYO hisse senetlerini satarak kazanç elde etmeleri durumunda elde edecekleri kazanç, kurum kazancına dâhil edilerek %20 oranında vergiye tabi tutulması gerekmektedir (Oy ve Güngöler, 2010, s.163). GYO kar payı

dağıtım sırasında, bu kar payları üzerinden herhangi bir stopaj yapılmamaktadır. Ancak tam mükellef gerçek kişilerin GYO'lardan elde ettikleri kar paylarının yarısı gelir vergisinden istisnadır. Tam mükellef tüzel kişilerin ise GYO'lardan elde ettikleri kar payları kurumlar vergisine tabidir (Bacacı, 2006, s.49).

3.2.5. GYO'ların Kurumsal Çevresi

GYO'ların faaliyetlerinden etkilenen ve aynı zamanda faaliyetlerine yardımcı olan birtakım kişi ve kurumlar mevcuttur. Bunlar GYO'ların kurumsal çevresi başlığı altında toplanmış ve açıklanmıştır.

3.2.5.1. Lider Sermayedar

Lider sermayedar, ortaklıkta tek başına veya bir araya gelerek sermayenin asgari %20'si oranında pay sahibi olan ortak ya da ortaklardır. Lider sermayedar gerçek kişiler olabildikleri gibi, kamu tüzel kişilikler de olabilir. Gerçek kişi lider sermayedar taahhüt ettiği sermaye miktarını karşılayabilecek maddi güce sahip olmalıdır. Devlete, anayasa düzenine, milli savunmaya karşı suçlar işlememiş; casusluk, rüşvet, hırsızlık, dolandırıcılık, kaçakçılık gibi suçlardan mahkûm olmamış gibi şartları yerine getirmelidir. Tüzel kişi lider sermayedarın ise en az 3 yıllık faaliyet geçmişine sahip olması, son hesap dönemine ait konsolide ve konsolide olmayan mali tablolarının bağımsız denetimden geçmiş olması, öz sermayesinin en az kurulacak ortaklığın çıkarılmış sermayesi tutarında; aktif toplamının ise kurulacak ortaklığın çıkarılmış sermayesinin en az 2 katı olması, eğer ortaklık dönüşecek ise öz sermayesinin en az dönüşecek ortaklığın öz sermayesi tutarında; aktif toplamının ise dönüşecek ortaklığın öz sermayesinin en az 2 katı olması gibi zorunlulukları vardır.

SPK'da bu ve buna benzer niteliklerin lider sermayedarda aranmasından da anlaşılıyor ki, lider sermayedar, sadece belli bir oranda pay sahibi olmasının dışında, küçük yatırımcı için GYO'ları değerlendirirken bir güven unsuru olabilmektedir (Oy ve Güngöler, 2010, s.71).

3.2.5.2. Müteahhit

Ortaklık ile yaptığı bir sözleşme çerçevesinde, ortaklığın portföyünde yer alan gayrimenkul projelerinin inşaat işlerini gerçekleştirmeyi taahhüt eden gerçek ya da tüzel kişilerdir (SPK, seri VI, no 11).

Müteahhitler, ortaklığın yürüttüğü proje inşaatlarını, tarafların inşaat işlerinden doğan hak ve yükümlülüklerini içeren bir sözleşmeyle yapması zorunludur. Sözleşmenin kapsamı

tarafarla belirlenmektedir. Ancak sözleşmeye asgari olarak müteahhit borçlarının, sözleşmeden rücu şartlarının, iş sahibinin tazminat isteme hakkının ve sözleşmenin sona ermesi şartlarının dahil edilmesi zorunludur (Oy ve Güngöler, 2010, s.71).

3.2.5.3. İşletmeci Şirket

Ortaklık ile yaptığı bir sözleşme çerçevesinde ortaklığın mülkiyetinde bulunan veya kiralamış olduğu otel, hastane, alış veriş merkezi, iş merkezi, ticari parklar, ticari depolar, konut siteleri, süper marketler ve bunlara benzer nitelikteki gayrimenkulleri ticari maksatla işleten şirketlerdir (SPK, seri VI, no 11).

3.2.5.4. Danışman Şirket

Ortaklık ile yaptığı bir sözleşme çerçevesinde ortaklığa proje geliştirme ve kontrol hizmetleri de dâhil olmak üzere ortaklık portföyünün geliştirilmesi ve alternatif yatırım imkânlarının araştırılmasına yönelik hizmetleri sunabilen şirketlerdir (SPK, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, Madde:4).

3.2.5.5. Gayrimenkul Değerleme Şirketi

Gayrimenkul Değerleme Şirketi, ortaklıkla yaptığı bir sözleşme çerçevesinde, ortaklık portföyünde yer alan gayrimenkullerin, gayrimenkul projelerinin ve gayrimenkule dayalı hakların rayiç değerlerini ve kira rayiçlerini tespit etmek konusunda hizmet veren ve “Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde Değerleme Hizmeti Verecek Şirketlere ve Bu Şirketlerin Kurulca Listeye Alınmalarına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ” çerçevesinde faaliyet gösteren gayrimenkul değerleme şirketleridir. SPK denetime tabi ve halka açık olan GYO’lar, gayrimenkul alım satımlarında ve ipotek kabullerinde, SPK tarafından belirlenen bir gayrimenkul değerleme şirketine (ekspertiz şirket) değerleme yaptırmak zorundadır (Tatoğlu, 2008, s.123).

3.2.6.GYO’ların Ortaya Çıkmasındaki Etkenler

GYO’ların ortaya çıkışında pek çok etkenin rol oynadığı söylenebilir. ABD’deki hukuki düzenlemelerden, gayrimenkulleri ekonomiye kazandırmak için gösterilen çabalara kadar örnekler çoğaltılabilir. Bu bölümde GYO’ların ortaya çıkmasında rol oynayan etkenler başlıklar halinde incelenecektir (Susar, 2004, s.30).

3.2.6.1.Hukuki Düzenlemeler

GYO'ların ilk ortaya çıkışında ABD'deki dönemin hukuki düzenlemeleri etkili olmuştur. Amerika'daki hukuki yapı anonim ortaklıklara gayrimenkul edinme ve gayrimenkule yatırım yapma konusunda bazı kısıtlamalar getirdiğinden, yatırımcılar bu engelleri aşmak için iş ortaklığı şeklinde ortaklık kurmak zorunda kalmışlardır. Bu şekilde ortaklık kurmanın en önemli avantajı, gayrimenkule yatırım yapmaktan başka, anonim ortaklık sayılmadıkları için anonim ortaklıkların ödemekle yükümlü oldukları vergileri ödememek olmuştur. Bu itibarla, o dönemin hukuki düzenlemeleri GYO'ların ilk formlarının ortaya çıkışında etkili olmuştur (Susar, 2004, s.31).

3.2.6.2. Gayrimenkul Finansmanı Sıkıntısı

Gayrimenkul sektörünün en önemli sıkıntısı finansman kaynağı bulmaktır. Konut, otoyol, alışveriş merkezi, baraj gibi büyük çaplı gayrimenkul inşası faaliyetlerinde bulunan kişi ve kurumlar projelerini geliştirmek için kaynağa ihtiyaç duymaktadır. Yine aynı şekilde şahsi ihtiyacı için konut veya büro edinmek isteyen bireyler de gelirlerine paralel ek kaynağa gereksinim duymaktadırlar. Finansmanda kullanılacak kaynaklar genellikle öz sermaye ve birikimlerden daha büyüktür.

Gayrimenkul finansmanı uzun vadeli bir finansman şeklidir. Çünkü gayrimenkul yatırımları pahalı yatırımlar olduğundan ancak uzun vadeli olursa yatırımcılar ve bireysel tüketiciler için cazip hale gelmekte ve geri ödemesi kolay olmaktadır. Girişimciler ve yatırımcılar fonları doğru yatırımlara aktarmak suretiyle ucuz kaynak sağlayan kuruluşlara ihtiyaç duymaktadır. Ucuz fon toplama biçimlerinden biri de halka açık anonim şirket şeklinde kurularak halktan hisse senedi satışı yoluyla kaynak toplamaktır.

Halka açık ortaklık olarak örgütlenerek ucuz fon toplayan, toplanan fonları doğrudan gayrimenkul yatırımına yönlendiren, arz ve talep vadeleri arasındaki uyumsuzluğu gideren bir araca gereksinim GYO yapısını ortaya çıkarmıştır. GYO gayrimenkul piyasasındaki finansman sıkıntısını mümkün olduğunca azaltacak şekilde tasarlanmıştır. Hukuki düzenlemeler ile hem halka açık şekilde kurulmakta, hisse senetlerini halka arz ederek halktan kaynak toplayıp bu kaynağı doğrudan gayrimenkul yatırımlarına aktarmaktadır. Ayrıca GYO'ların hisse senetleri borsada işlem gördüğünden ve serbestçe alınıp satıldığından fon arz ve talebi arasındaki uyumsuzluk ortadan kalkmış olmaktadır. GYO'lar sahip olduğu bu

özelliklerle gayrimenkul finansmanındaki sıkıntıyı gidermede etkili bir araç konumundadır (Güven, 2006, s.26).

3.2.6.3. Menkul Kıymetleştirme Amacı

Gayrimenkulün yatırımcılar için psikolojik bir güven unsuru olduğu yadsınamaz bir gerçektir. Dünyada ve Türkiye’de gayrimenkul yatırımları önemli yer tutmaktadır. Gayrimenkul piyasasında çözülmesi gereken sorun duran varlıklar olan gayrimenkullerin hareketli varlıklar haline getirilip piyasada likit duruma sokulmasıdır. Daha açık bir ifadeyle gayrimenkul sahiplerinin sorunu, sahip olduğu gayrimenkulleri piyasanın özelliği gereği istedikleri zaman nakde çevirememektir.

Özellikle tam rekabetin oluşmadığı piyasalar ve yerel piyasalarda satış talebi ile uyumlu bir alış talebi bulmak çoğu zaman mümkün olmamaktadır. Gayrimenkulü satmak isteyen ile gayrimenkul alıcısı arasındaki fiyat, vade, ödeme şekli gibi çeşitli konulardaki anlaşmazlık gayrimenkul sahibi açısından vakit kaybına neden olmakta ve acil nakit ihtiyacı gerektiren dönemlerde yatırımcı aleyhine sonuçlar doğurmaktadır. Bunu sonucunda gayrimenkul yatırımcıları genelde, gayrimenkulün rayiç değerinden daha az bir fiyata razı olup zarar etmektedir (Susar, 2004, s.18).

Halka arz edilen hisse senetleri borsada kolaylıkla alınıp satılmakta ve likidite sorunu yaşanmamaktadır. Menkul kıymetleştirme GYO’ların ortaya çıkışında önemli bir etkindir ve dolaylı olarak gayrimenkul finansmanına katkı sağlamaktadır. Bu yolla menkul kıymet haline gelen gayrimenkul değerler, gayrimenkul piyasalarını aşip çok sayıda yatırımcıya ulaşmış olmaktadır. Bu sayede fon arzı hane halkına da ulaşmakta, toplanan kaynak miktarı çoğalmaktadır (Güven, 2006, s.28).

3.2.6.4. Farklı Yatırım Arayışları

Yatırımcılar birikimlerini her zaman en az riskle en yüksek getiriye sağlayacak şekilde değerlendirmek istemektedir. Gayrimenkul yatırımları da kanunla sağlanan güvence, riskin düşük olması, psikolojik bir güven unsuru oluşturması, değer artış oranının yüksek olması, menkul yatırımlardan daha az değişken olması, uzun dönemde enflasyonun üzerinde getiri sağlaması, amortisman avantajı gibi faktörler nedeniyle en cazip yatırım aracı haline gelmiştir.

Gayrimenkul yatırımları cazip yatırımlar olmasına karşın bazı dezavantajlara da sahiptir. Bu dezavantajlar şu şekilde sıralanabilir (Tuncel, 1997, s.5) :

- 1)Gayrimenkul yatırımları, menkul kıymet yatırımlarına nazaran daha az likit yatırımlardır.
- 2)Yatırım yapılan gayrimenkul, doğal afetlerden zarar görebilmekte bu da anapara kaybına neden olabilmektedir.
- 3)Yatırımcılar sadece gayrimenkul yatırımları yapmak isterse, bunu çeşitlendirme imkânları sınırlıdır. Yatırımlarını çeşitlendirmeyen yatırımcı da gayrimenkul yatırımlarının taşıdığı sektör riskini maruz kalabilmektedir.

GYO'lar bu noktada hem gayrimenkul yatırımlarının avantajlı yönlerini taşıyan hem de dezavantajlarını ortadan kaldıran alternatif bir yatırım aracı olmaktadır. GYO'ların yatırımları gayrimenkule ve gayrimenkule dayalı varlıklara dayanmakta ve böylece hisse senetleri de gayrimenkul yatırımlarının avantajını tümüyle taşımaktadır.

GYO hisse senedine sahip yatırımcı, bir uzman denetimindeki çeşitlendirilmiş portföye yatırım yapma imkânına sahip olmaktadır. Yatırımcı, GYO'ların portföy çeşitlendirmesi ile proje riskinden gayrimenkul sektörü dışındaki sektörlerde de yatırım yapabildiğinden sektör riskinden korunmaktadır. GYO yatırımcısı sadece bütün yatırımları etkileyebilecek piyasa riskine maruz kalmaktadır.

3.2.6.5. Sermaye Piyasalarını Geliştirme Amacı

Sermaye piyasaları, orta ve uzun vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı ve menkul kıymetlerin el değiştirdiği piyasalardır. Gayrimenkul yatırımlarında karşımıza çıkan fon arz ve talep edenlerin vade uyumsuzluğu sorunu sermaye piyasalarında çözülebilmektedir. Şöyle ki; sermaye piyasasında fon arz edenlerin kısa vadeli finansman imkânları korunurken aynı fonlar orta ve uzun vadeli yatırımlara kaydırılabilmektedir.

Sermaye piyasalarının derinliğini ve etkinliğini artırmak için öncelikle piyasadaki kurumsal yatırımcıların sayısı arttırılmalı ve piyasada işlem gören araçlar çeşitlendirilmelidir. Kurumsal yatırımcılar, küçük tasarruf sahiplerinin birikimlerini bir araya getirerek verimliliği yüksek yatırımlara yöneltmekte, dünyada sermaye piyasalarının gelişimine katkı sağlamaktadır. GYO'lar da sermaye piyasalarının bir kurumu olarak düzenlenmiştir. GYO'ların yatırımcıya sağladığı avantajlarla sermaye piyasalarının gelişimini sağlaması

amaçlanmıştır. Böylece, GYO'ların ortaya çıkmasında ve şekillenmesinde sermaye piyasalarının etkinliğinin ve derinliğinin artırılması çabaları da etkili olmuştur (Susar, 2004, s.21).

3.2.7 GYO'ların Faydaları

GYO'ların gayrimenkul sektörünün dışında pek çok alana hizmet vermekte ve paydaşlarına katkı sağlamaktadır. GYO'ların işlevlerinin yararları bu bölümde başlıklar halinde incelenmiştir.

3.2.7.1. GYO'ların Ülke Ekonomisine Faydaları

GYO'ların gayrimenkul sektöründeki kayıt dışılığı azaltmada önemli etkileri mevcuttur. Ülkemizdeki gayrimenkullerin gerçek değerleri çok büyük rakamlarken, resmi belge ve işlemlerdeki esas alınan değeri oldukça düşük olmaktadır. Gerçek değer ile geçerli değeri aynı olmayan gayrimenkuller, gayrimenkul alım satımlarında devlete ciddi bir emlak vergisi ve tapu harcı kaybı anlamına gelmektedir. Oysa GYO'lar portföylerindeki tüm gayrimenkullerin değerlemesini bağımsız şirketlere yaptırmaktadır. Bu işlem her yılsonu periyodik olarak yapılmakta ve gayrimenkullerin rayiç değerleri hesaplanmaktadır. Bu da devletin vergi kaybını azaltmaktadır.

Ülkemizde, özellikle 1999 Gölçük depreminden sonra, inşaat kalitesinin denetim çalışmaları hız kazanmıştır. 1 Ocak 2012 tarihinde yürürlüğe giren yeni imar kanununda güvensiz ve sağlıksız yapıların düzenlenmesi de amaçlanmıştır. Dolayısıyla, yapıların ilgili mevzuatla belirlenen standartları sağlayıp sağlamadığı daha sıkı kontrollere bağlanmaya çalışılmaktadır. GYO'ların bu konudaki en önemli işlevi en güvenilir müteahhitlik hizmetini alma avantajlarıdır. Kaldı ki GYO'lar zaten yapılarında mevzuatta belirtilen standartları yakalamak zorundadır ve denetime tabidir. GYO'lar böylece gerçekleştirdikleri projelerde yapı kalitesindeki standartlarda kayıt dışılığın önüne geçmiş olmaktadır.

Ülkemiz nüfusunun %70'den fazlası şehirlerde yaşamaktadır. Türkiye'de 1950'li yıllarda başlayan hızlı şehirleşme süreci beraberinde çarpık kentleşme, çevre kirliliği ve gecekondü sorunlarını da getirmiştir. Türkiye'de hayata geçirilemeyen arazi kullanım planlamasının bir alt ölçeği şehir planlamasıdır (Susar, 2004, s.185). Şehirlerin daha düzenli ve yaşanabilir hale gelmesi için kentsel dönüşüm projeleri hızlandırılmalı, yeşil alan dengesi kurulmuş, ulaşım altyapısı oluşturulmuş, ekolojik mimari tasarımı yapılmış, enerji tasarrufu sağlayan, karbondioksit salınımını azaltan kentlerin oluşturulması hedeflenmelidir (Gökkaya,

2011, s.7). Ülkelerin Gayri Safi Milli Hâsıla (GSMH) büyüklüğü, eğitim ve sağlık düzeyi internet kullanım miktarı vb. her ne kadar kalkınmışlık düzeyini ifade etse de planlı yapılaşma, modern kentleşme ve metropolleşme de en az bunlar kadar kalkınmışlık düzeyini göstermektedir. İşte bu noktada, marka kentlerin oluşturulmasında ve şehirleşmede, ofis, konut alışveriş merkezi gibi yapıların planlamasında GYO'lar fonksiyon üstlenebilmektedir. GYO'lar imarlı arsa üretebilecek ekonomik güce sahiptir. Özellikle yerleşime açık bölgelerde yukarıda sayılan ofis, konut vb. yatırımları yapması teşvik edilerek imarlı arsa üretimi yapabilecek veya bunları yapacak şirketlere finans kaynağı sağlamış olabileceklerdir.

Gayrimenkul piyasası, ülkemizin genel ekonomik ve demografik değişimlerinden direkt olarak etkilenen bir yapıya sahiptir. Artan nüfus ve iç göçler belirli bölgelerde piyasayı hareketlendirirken, ekonomideki dalgalanmalar genel olarak daralmalara neden olmaktadır. Tek kullanıcıya yönelik konutlar, çok kullanıcıya yönelik konutlar, ofis ve iş merkezleri, alışveriş merkezleri, turistik tesisler ve oteller, sanayi tesisleri gayrimenkul sektörünün alt segmentleri arasında yer alır. GYO'ların gelişimi, çarpan etkisiyle gayrimenkulle ilgili diğer bazı sektörlerin gelişmesine de katkıda bulunur. İnşaat, sağlık, turizm, mobilya vb. sektörlerdeki canlanma ve istihdam gelir etkisi oluşturarak ekonominin de canlanmasına ivme kazandıracaktır.

GYO hisse senetlerinin borsada işlem görmesi ve portföy yoluyla yatırımın çeşitlendirilmesi, diğer yatırımcıların da sermaye piyasalarına çekilmesine büyük katkı sağlar. Özellikle yabancı sermayenin ülkeye girişinin sağlanmasında GYO'lar elverişli olup, uzun vadeli yatırımlar yapmak isteyen büyük çaplı yabancı fonlardan ülkenin yararlanması sağlanabilmektedir (Oy ve Güngöler, 2010, s.164).

3.2.7.2. GYO'ların Yatırım Yapanlara Faydaları

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, ağırlıklı olarak gayrimenkuller ve gayrimenkule dayalı değerlerden oluşan bir portföye sahiptir. Yani GYO hisse senetleri gayrimenkul değerine dayalı menkul değerlerdir. GYO hisse senetlerinin menkul kıymet haline getirdiği gayrimenkuller borsada işlem görebilmektedir. GYO hisse senedini satın alan yatırımcı, satın aldığı bu senetle GYO portföyüne hissesi oranında sahip olmaktadır. Yatırımcı bu hisse senetlerini istedikleri anda nakde çevirebilmekte, nakit sıkıntısı çekmemektedir. Ayrıca menkul kıymetleştirme ile çok büyük miktardaki atıl kaynaklar ekonomiye kazandırılmakta, gayrimenkul piyasaları tam rekabetin olduğu genel piyasalara dönüşmektedir. Böylece

GYO, hem gayrimenkul hem de menkul piyasalarında kurumsal yatırımcı sıfatıyla etkin rol oynamaktadır (Susar, 2004, s.179).

Ülkemizde gayrimenkul yatırımlarının psikolojik bir güven unsuru oluşturduğu tartışmasız bir gerçektir. GYO'lar portföylerinde, gayrimenkulleri, bir anlamda yatırımcılar açısından güveni, yatırım yaparken alınabilecek riski barındırmakta, böylece küçük yatırımcının bütünüyle mülkiyetini hiçbir zaman elde edemeyeceği değerlere ulaşmasını sonuçlandıran önemli bir işlevi yerine getirmektedir (Belen, 2002, s.1).

Sağlam esaslara dayalı olarak kurulup çalıştırıldığında GYO ekonomiye çok yönlü fayda sağlayan ekonomik kurumlar haline gelmektedir. GYO yoluyla gayrimenkul finansmanı sağlamak diğer yollara kıyasla daha ucuzdur. Fon arz edenler ve fon talep edenler arasında aracı kurum girmediğinden toplanan fon doğrudan gayrimenkul yatırım ortaklığına aktarılmaktadır. Kredi yolu ile karşılaştırılacak olursa, kredi yolunda kişi veya şirkete faiz yükü söz konusudur. Çeşitli finans sektörleri halktan kaynak toplayıp yatırımcılara transfer etmektedir. Bu transferde de finansal kuruluşlar kar elde etmek için belirli bir orandaki faizi girişimci veya yatırımcılardan talep etmektedir. Bu da fon talep edenler arasında kaynak maliyetini yükselten unsurdur (<http://www.ankarabaros.org.tr>, Erişim Tarihi: 11.11.2012).

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları fon arz edenler ve fon talep edenlerle arasındaki vade uyumsuzluğunu ortadan kaldırmaktadır. Yatırımcılar genel olarak kısa vadeli yatırımlar yapıp kar sağlama isteği duyarlar. Buna karşın gayrimenkul yatırımları uzun vadede karlı fakat kısa vadede getiri sağlamayan yatırımlardır. Bu durumda fon arz eden ve fon talep edenler uyuşmamaktadır. Bu noktadaki çözüm GYO'ların hisse senedi çıkararak her an nakde çevirme imkânını yaratması olmaktadır. Böylece gayrimenkul yatırımlarındaki fon arz ve fon talepleri arasındaki uyumsuzluk giderilmekte ayrıca gayrimenkul değerler yatırımcılara ulaşmaktadır (<http://www.hukukiboyut.com>, Erişim Tarihi: 15.11.2012).

Gayrimenkul değerler ekonomik sistem içine katılamamakta ve gayrimenkule yapılan yatırımlar ölü yatırım olarak kalmaktadır. GYO'lar finansman problemi yaşayan gayrimenkul sektörüne kaynak yaratmaktadır. Normal şartlarda iş merkezi veya alışveriş merkezi gibi projeleri gerçekleştirmeye hedefleyen şirketin tüm finansman yükünü üstlenmesi gerekmektedir. Bu durum öz kaynak sıkıntısı çeken şirketler için kredi yoluyla finansman anlamına gelmekte bu da şirketlere faiz yükü demektir getirmektedir. Ayrıca şirketin öz kaynakları yeterli olsa bile şirket için bir öz kaynak maliyeti söz konusudur. Bu tür projeler halktan gayrimenkul yatırım ortaklığı hisse senedi karşılığında finanse edilebilmekte, böylece

finansman yükü inşaatçı şirketin üzerinden alınmış olmaktadır. Sektördeki likidite problemi kurumsal birliktelik ve sermaye gücü ile çözümlenmektedir (<http://www.ankarabarasu.org.tr>, Erişim Tarihi: 11.11.2012).

Yatırımcılar, GYO'lara, hisse senetlerinin diğer hisse senetleri ile düşük korelasyona sahip olması nedeniyle portföylerini çeşitlendirme ve bunun sonucu olarak portföyün toplam riskini azaltma gibi nedenlerle ilgi duymaktadır. GYO'ların riski düşürme avantajlarının yanında diğer yatırım araçlarına göre getiri konusunda da üstünlükleri olduğu yapılan akademik çalışmalarla kanıtlanmıştır. Ayrıca, GYO portföylerinin gayrimenkul alanında uzman kişiler tarafından yönetilmesi, bir kişinin kendi başına yatırım yapmasından, daha etkin sonuçlar elde edebilmesini sağlamaktadır.

3.2.8. Türkiye’de GYO’ların Gelişimi ve Mevcut Durumu

Türkiye’de 1980 öncesi dönemde finansal piyasalar katı bir denetleme sistemi altında bulunduğundan sermaye piyasaları yeterince gelişme gösterememiştir. Ülkemizde 24 Ocak 1980 yılında birtakım serbestleşme politikalarına gidilmiş ve bu yapısal kararlar finans kesimini de etkilemiştir. Bu liberalizasyon hareketinin en önemlisi 1989 yılında sermaye hareketlerinin serbestleşmesinin sağlanmasına ilişkin çıkarılan kanundur. Buna göre, her türlü menkul değer ve borç senedi alınıp satılması serbest hale getirilmiş ve portföy yatırımlarında konvertibiliteye geçilmiştir (Karşlı, 2004, s.15). Bu kararlarla birlikte diğer piyasaların yanında sermaye piyasasının gelişimine ve dolayısıyla ekonomiye katkı sağlayabilmesi için GYO'lara önem verilmeye başlanmıştır.

Dünyadaki birçok ülkenin aksine Türkiye’de GYO’lar geçmişi çok kısadır ve gelişmekte olan piyasalardır. İlk olarak 1992 yılında Sermaye Piyasası Kanunu’ndaki değişikliklerle yatırım ortaklıklarının faaliyet kapsamı belirlenmiş ve "Yatırım Ortaklıkları sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler portföylerini işletmek amacıyla kurulan anonim ortaklıklardır." ibaresiyle GYO’ların kurulmasına olanak sağlanmıştır. 1995 yılında Resmi Gazete’ de yayımlanan “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği” ile GYO’ların kuruluşlarına, faaliyet ilke ve kurallarına, hisse senetlerini halka arz etmelerine ilişkin esasları düzenlenmiştir. Bu düzenlemelerden sonra hukuki altyapısı oluşturulan Türkiye’nin ilk GYO şirketi 1996 yılında kurulup 1997 yılında borsada işlem görmeye başlayan Vakıf GYO olmuştur. Uygulamada görülen bazı aksaklıklar ve piyasadan gelen talepler nedeniyle mevcut düzenlemeler tekrar gözden

geçirilmiş ve 1998 yılında Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliğ’inde yapılan bazı temel değişikliklerle gelişim süreci hızlandırılmıştır (Kaçira, 2009, s.8).

Türkiye’de 2000’li yıllara yaklaşıldığında mevcut GYO sayısının 8’e yükseldiği görülmektedir. İlk yıllarında şirketler tebliğ kapsamında kurulmak yerine başka şirketlerden GYO’lara dönüşmüştür. GYO’ların piyasada geçirdikleri birkaç yıllık dönemde net aktif değerlerinin oldukça hızlı arttığı görülmüştür. Bu dönemdeki GYO’ların tümü gayrimenkul mülkiyetini elinde tutan, öz varlığa dayalı GYO’lar grubundadır. 1999 yılı itibariyle henüz dört yıllık geçmişe sahip olan GYO’ların portföyleri tam olarak tanımlanamamıştır. Bu dönemde GYO’lar faaliyet olarak daha çok arsa ve arazi geliştirmeye ve kira geliri elde etmeye dayanan örgütsel kuruluşlardır. Bu dönemde kurulan yatırım ortaklıklarının daha çok büyük holdinglerin bünyesinde olduğu görülmektedir. Özellikle inşaat şirketleri kendi projeleri için kaynak sağlama amacıyla vergi avantajlarından yararlanmada, bankalar da aktiflerinde sahip oldukları yüksek değerli gayrimenkulleri bilanço dışına çıkarmak için GYO’lardan faydalandıkları gözlemlenmektedir (Bozkurt, 2007, s.22). Bu kurumlar gayrimenkulleri ortaklığın portföyüne dahil ederek daha sonra holding bünyesindeki diğer şirketlere kiralama yoluna gitmişlerdir. Bu nedenlerle yatırımcılar açısından GYO’ların beklenen yararları ortaya çıkamamıştır.

Ülkemizde 2002 seçimlerinden sonraki hem ekonomik hem politik istikrar GYO’ların gelişimine katkı sağlamıştır. Gayrimenkul sektöründe kurumsallaşmayı teşvik etmek amacıyla tanınan Kurumlar Vergisi Kanunu’nun sağladığı istisna ile de bu finansman modeline ilgi hızla artmıştır. Ekonomideki olumsuz durum 2002 yılında başlayan enflasyonu düşürme ve sabitleme çalışmaları çerçevesinde değişmeye başlamıştır. 2000 yılı krizinden beri ertelenen pek çok proje hayata geçirilmeye başlanmıştır. Bu dönemde GYO’lar için çok önemli iki konuda gelişme sağlanmıştır. Birincisi, faiz oranları ve bono getirileri düşmeye başladığından bireysel yatırımcı yeni yatırım arayışına girerek borsalara yönelmiş ve bundan GYO’lar da faydalanabilmiştir. İkincisi bu süreç içerisinde bankalar uzun vadeli kredi yollarını açmış, bu durum gayrimenkul sektörü dolayısıyla GYO’lar için de önemli fırsat olmuştur.

Başlangıç yıllarında daha çok kiralık gayrimenkul portföylerine yatırım yaparak büyüyen GYO şirketleri zaman içinde daha çok gayrimenkul geliştiriciliği fonksiyonuna kaymış; bunun sonucunda da portföy yapılarında geliştirme projelerinin oranı yükselmiştir. 2006 yılı itibariyle halen ticari gayrimenkuller ağırlıklı bir portföy yapısına sahip olan GYO

şirketleri, giderek artan bir şekilde konut ve alışveriş merkezi yatırımlarına yönelmeye başlamışlardır.

2007 yılı, GYO'lar açısından parlak bir yıl olmuştur. Ernst&Young tarafından hazırlanan küresel GYO raporunda Türkiye, %24.33'lük getiri oranıyla 15 ülke içerisinde 9. sırada yer almıştır. Bu getiri oranıyla Türkiye, ABD, Hollanda, Belçika ve İngiltere gibi ülkeleri geride bırakmıştır. Ayrıca yine aynı yıl GYO sayısı ile Türkiye dünyada 8. Sırada yer almıştır (Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Sektör Raporu, 2007, s.10).

2006 yılından sonra 2008 yılına kadar GYO'ların kesintisiz büyümesi devam etmiştir. 2008 yılına gelindiğinde İMKB'de işlem gören 14 adet GYO'nun toplam portföy değeri 4.269.388 Bin TL'ye ulaşmıştır. Bu 14 GYO içinden vakıf GYO kamu kesimi tarafından diğerleri özel kesim tarafından kurulmuştur. EGS GYO'nun kontrolü ise 17 Mayıs 2002 tarihinde TMSF'ye geçmiştir (Özdemir ve Türker, 2007, s.2).

Küresel ekonomik krizin patlak verdiği 2008 yılı ile 2009 yılı arasında iptal edilen konut projelerine rağmen GYO'ların net aktif değerinde erime yaşanmaması faizlerde yaşanan düşüşün yarattığı talep beklentisinden kaynaklanmıştır (Oy ve Güngüler, 2010, s.68).

2009 yılından 2010 yılına geçerken GYO'lar arasında net aktif değeri ve piyasa değerinde sıçrama görülmektedir. Bu dönemde GYO sayısı 21'e yükselmiştir. Ayrıca mevcut ortaklıkların özellikle projelere yeniden ağırlık verdikleri görülmektedir. Bunun nedeni sektördeki en önemli sorunlardan biri olarak gösterilen uzun vadeli kredi temininin istikrar ortamında sağlanabilmesidir. Projeler genellikle orta ve uzun vadeli kara dönüşebilen, büyüme hedefleyen şirketler için caziptir. Şirketlerin projelere ayırdıkları oranlara bakıldığında yine çoğunluğun büyümeyi hedeflediği görülmektedir (Özdemir ve Türker, 2007, s.4).

2010 yılında GYO sektörünün cari piyasa değerine göre İMKB'deki payı % 2,5'i seviyesinde seyretmiştir. ABD'de ise New York Borsası S&P endeksi kapsamında GYO şirketlerinin payı % 1,5, Japonya Tokyo borsasında ise % 1,2 seviyesinde gerçekleşmiştir (Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Sektör Raporu, 2010, s.5).

SPK düzenlemelerine göre Türkiye'de GYO'lar halka açılmak zorundadır. Yapılan düzenleme değişikliği ile asgari halka açılma oranı %49'dan %25'e indirilmiş ve bu özellikle son 2 yılda halka açılan GYO sayısının artmasında etkili olmuştur. 2011 yılı sonu itibarıyla

Türkiye’de 23 adet GYO bulunmakta ve İMKB’nin toplam piyasa değerinin %3’ünü oluşturmaktadır (<http://www.tspakb.org.tr>, Erişim Tarihi: 10.10.2012).

3.2.9. Yabancı Yatırımcıların Türkiye’deki GYO’lara İlgisi

Türkiye’de 2003 yılında çıkarılan yasayla yabancıların gayrimenkul alımı kolaylaştırmıştır. Yabancı yatırımcılar direkt gayrimenkul satın alarak, inşaat geliştirme şirketleriyle ortaklıklar kurarak, satın alma veya birleşmeler yoluyla ve bunların dışında gayrimenkul hisselerine ilgi göstermektedir (Hayta, 2009, s.16).

Türkiye’deki GYO’lar yabancı yatırımcılar açısından uygun şirket biçimine sahiptir. Bugün borsada işlem gören GYO hisselerinin hemen hemen hepsinde yabancıların yatırımı bulunmaktadır. Yabancı yatırımcı ve fonların GYO hisse senetlerinde aldığı pozisyonlar sonucu yabancı payı %30’lara yükselmiştir. Akmerkez GYO, 2005 yılında halka arz olmuş ve %46’sı Hollanda şirketi Corio tarafından satın alınmıştır. Yabancı yatırımcılar ilk kez 2006 yılında GYO’ların ana hissedarları olma yönünde girişimlerde bulunmuşlardır. ABD’li fon yöneticileri, İhlas GYO’nun %13.35’ini alarak ismini Y&Y olarak değiştirmişlerdir. Alarko GYO’nun halka açık hisselerinin %27.4’ü, Atakule GYO’nun halka açık hisselerinin %14,65’inin, Yapı Kredi Koray GYO’nun da %14.91’inin sahibi New Europe Property fonudur. Bunun yanı sıra Vakıf GYO’nun borsadaki en büyük ortağı İsveç menşelidir. Universal Management Overseas’e bağlı fonlar da Nurol GYO’nun ortakları arasındadır. Şirket sermayesindeki payının %5’in altında olması nedeniyle hisse açıklama zorunluluğu bulunmayan pek çok yabancı yatırımcı GYO hisselerine yatırım yapmıştır (Gökkaya, 2007, s.26).

3.3. Global Olarak GYO’lar ve Ülkelerin Karşılaştırılması

ABD’de GYO pazarı 1961 yılında borsada işlem görmeye başladığından beri dünyanın hem en eski hem en büyük GYO pazarı olmasına rağmen diğer Avrupa ve Asya ülkelerinin birçoğu bu yatırım aracıyla 2000’li yılların başında tanışmıştır. Piyasalara girdiği andan itibaren GYO’lar hem kendi coğrafyalarında hızlı bir şekilde yükseliş göstermiş hem de küresel olarak GYO pazarının büyümesine katkı sağlamışlardır. Bugün otuzdan fazla ülkenin GYO mevzuatı vardır ve diğer ülkeler de bu yatırım aracını keşfetme aşamasındadır (<http://www.reit.com>, Erişim Tarihi: 12.06.2012).

Tablo 9

Ülkeler Bazında GYO'ların Ortaya Çıkış Yılları

1960	1970	1980	1990	2000	2010	2011-
ABD Hollanda	Avustralya		Kanada, Belçika,Türkiye,Yeni Zelanda	Japonya,Fransa, Yunanistan,Singapur Tayvan, Almanya,Hong Kong,Bulgaristan, Tayland	Meksika,Filipinler Hindistan	Çin

Kaynak:[http://www.cfasociety.org/japan/publications/AsiaPacific%20REITs\(E\)ccb.v2011.n4.1.pdf](http://www.cfasociety.org/japan/publications/AsiaPacific%20REITs(E)ccb.v2011.n4.1.pdf)

(Erişim Tarihi: 10.07.2012)

Global GYO pazarı özellikle son 20 yılda 20 ülkenin GYO mevzuatını oluşturmasıyla önemli büyüme deneyimi yaşamıştır. 2010 yılında Hindistan ve Çin dâhil olmak üzere diğer pek çok ülkede, GYO pazarları kurmak için çalışmalar başlatılmış, Hindistan ve Filipinler'in 2010 yılının sonunda resmi onayları tamamlanmıştır.

Tablo 10

2004-2010 Yılları Arası Global Olarak GYO'ların Büyüme Performansı

Yıllar	Pazar Değeri (Milyar Dolar)	Büyüme (%)	
		Beklenen	Gerçekleşen
2004	1,015		
2005	1,179.5	27,9	16,2
2006	1,675.7	18,9	42,1
2007	1.366.3	15,9	-18,5
2008	799.2	12,8	-41,5
2009	568	11,6	-28,9
2010	795	14,5	40

Kaynak: Datamonitor, Global Real Estates Investment Trusts, 2004-2011

GYO'ları küresel olarak incelerken, ülkeler arası bireysel farklılıkların daha az, küresel eğilimlerin ise daha fazla üzerinde durmak gerekecektir. 2006 yılına kadar beklenenin üstünde büyüme gösteren GYO sektörü, ABD tabanlı krizin 2007 yılından itibaren kendini hissettirmesiyle düşüşe geçmiştir. Küresel mali kriz hem GYO yapısının bazı zayıf yanlarını ortaya çıkarmış hem de bu yapının önemli avantajlarını ortaya koymuştur. Öncelikle GYO'ların kazançları üzerinden hissedarlara her yıl kar payı dağıtmak zorunda olması, nakitleri kendi bünyelerinde tutup büyümelerini zorlaştırmıştır. Bunun yanı sıra daha likit bir

gayrimenkul yatırımı olan GYO'ların bazı faydalı yönleri de yine ekonomik kriz sırasında kendini göstermiştir. Hisse senedi fiyatı oynaklığına rağmen yatırımcılar gerektiğinde çok kısa bir zaman diliminde pozisyonlarını kapatabilmiştir. Gayrimenkule dayalı diğer yatırımlarda bu avantaj söz konusu olmamaktadır (Ernst&Young, 2010, s.3).

Yapılan istatistik çalışmaları sonucu dünyanın bazı bölgelerindeki GYO'lar borçlanma nedeniyle zayıf performans göstermezlerse, 2015 yılında global GYO pazarının piyasa değerinin 1,375 milyar dolar olması ve aynı yıl %12 büyümesi beklenmektedir. 2010-2015 yılları arasında ise global GYO endüstrisinin toplam %11,6 büyümesi öngörülmüştür (Datamonitor, 2010, s.7)

Global GYO pazarında bölgelerin piyasa değeri yüzdeleri şu şekildedir:

Tablo 11

2011 Yılı İtibariyle Bölgelerin Piyasa Değerlerinin Karşılaştırılması

Bölge	Piyasa değeri Oranı (%)
Amerika	45
Asya-Pasifik	39.5
Avrupa	15.4
Diğer	0.1
Toplam	1

Kaynak: Datamonitor, Global Real Estate Investment Trusts,2011,s.12

GYO'ların dünyada tanınmasını sağlayan ABD'nin pazardaki ilk sırayı alması olağan karşılanmaktadır. ABD gayrimenkul piyasası dünyanın en likit piyasasıdır ve GSMH'nin yaklaşık %40'ına eşit bir büyüklüğe sahip (4.945 milyar \$) gayrimenkul piyasası ile dünyadaki en büyük gayrimenkul piyasasına sahiptir (Şarkaya, 2007, s.4). Amerika'dan sonra gelen Asya'da en büyük GYO piyasası Avustralya'dadır. Bölgedeki GYO pazarının %56'sını elinde tutan Avustralya'dan sonra, son yıllarda gelişme gösteren Japonya ve Singapur da bölgenin bu anlamda canlanmasını sağlamıştır. Asya-Pasifik ülkelerinden sonra gelen Avrupa bu yatırım aracıyla nispeten daha geç tanışmasına rağmen, özellikle küresel krizin etkilerinin azaldığı 2008-2011 dönemleri arasında büyük ilerleme kaydetmiştir.

GYO endeks getirileri incelendiğinde, her bölge yatırımcısına farklı oranlarda kazanç sağlamış ya da kayıplara neden olmuştur. Fakat bölgelerin genellikle küresel trend ile

doğrusal ilişki içinde olduğu gözlemlenmiştir. Tabloda hem küresel hem bölgesel tabanlı GYO'ların toplam hisse senedi getirileri incelenmiştir.

Tablo 12

2001-2011 Yılları Arası Bölgelerin GYO Hisse Senedi Getirileri

Yıl	Toplam Getiri(%)			
	Global	Amerika	Asya	Avrupa
2001	-3,81	9,98	-17,21	-6,12
2002	2,82	2,42	-7,15	21,69
2003	40,69	37,7	44,83	44,68
2004	37,96	33,51	36,85	52,73
2005	15,35	13,21	23,37	9,43
2006	42,35	36,26	36,49	66,99
2007	-6,96	-14,92	14,8	-24,5
2008	-47,72	-40,63	-52,48	-51,13
2009	38,26	32,22	43,43	40,45
2010	20,4	28,65	17,21	9,23
2011	-5,82	8,19	-19,61	-12,34

Kaynak: <http://returns.reit.com/returns/GlobalReturns.pdf> Erişim Tarihi: 13.06.2012

Daha önce de belirtildiği gibi piyasa global olarak yükseldiğinde veya düştüğünde farklı bölgeler de aynı seyrinde ve farklı oranlarda tepkiler göstermiştir. Yükselişlerin daha çok Amerika ve Avrupa arasında yaklaştığı görülmektedir. Avrupa GYO pazarı pek çok açıdan ABD pazarıyla aynı özellikleri göstermektedir. ABD'deki bazı yatırımcıların Avrupa'daki gayrimenkul pozisyonları elde etse de şimdiye dek Avrupa GYO piyasasına yüklü bir para akımı olmamıştır. Son yıllarda ABD, Avrupa GYO faaliyetlerini yavaşlattığı izlenimi vermiştir (<http://www.reit.com>, Erişim Tarihi: 21.07.2012).

3.4. GYO'lar Hakkında Türkiye ve Yurt Dışında Yapılmış Çalışmalar

GYO'larla ilgili çalışmaların büyük bir bölümünün yurt dışında, özellikle ABD piyasaları üzerine yapıldığı gözlemlenmektedir. Bu durumun nedeni, GYO'ların geçmişinin ABD'de yaklaşık elli yıla dayandığı ile açıklanabilir. GYO'lar hakkında yapılan akademik çalışmalara bakıldığında, araştırmacılar daha çok GYO'lardan oluşturdukları portföy performanslarını açıklamaya çalışmışlardır.

Han ve Liang (1995), çalışmalarında GYO'ların performanslarını incelemişlerdir. Araştırmanın üç mutlak amacı; GYO'ların uzun dönem performanslarını değerlendirmek,

GYO performansının istikrarını incelemek ve belli performans ölçüm yöntemlerinin hassaslığını açıklamak, olarak belirlenmiştir. Çalışmada performans ölçütü olarak bilinen Jensen endeksi GYO performanslarını açıklamada, Chow testi ise performans istikrarını ölçmede kullanılmıştır. Toplam 225 adet GYO araştırmaya dahil edilmiş ve 1970-1993 yılları arasındaki dönem incelenmiştir. Sonuç olarak 1970-1993 döneminde piyasa doğrusu ile GYO portföy performansının aynı yönde olduğu görülmüştür. Bunun yanı sıra tüm GYO'lar aynı performans çizgisine sahip değildir. Örneğin öz sermayeli GYO'lar mortgage GYO'lara göre daha iyi performans göstermiştir. Ayrıca her periyotta GYO performansları durağan olmayıp altı yıllık kısa dönemli ölçümlerde istatistiki olarak önemli değişiklikler görülmüştür. Bu nedenle kısa döneme dayanan performans araştırmaları ile farklı sonuçlara ulaşılabilmektedir. Bu çalışma ayrıca pazar temsilcisi olarak S&P 500'ün kullanılması GYO performansının abartılı sonuçlanmasına neden olduğunu ortaya çıkarmıştır. S&P 500 ile tahmin edilen Jensen endeksi, CRSP eşit ağırlıklı endeks ile tahmin edilenden daha yüksek sonuçlar vermiştir. Bunun nedeni olarak S&P 500'ün küçük hisse senetlerini hesaba katmaması gösterilmiştir.

Peterson ve Hsieh (1997), tahvil ve hisse senedi getirilerindeki risk faktörlerinin GYO getirilerini açıklamadaki rolünü araştırmışlardır. NYSE'de işlem gören 168 adet Mortgage (80 adet) ve öz sermaye (88 adet) GYO'lar üzerinde yapılan çalışma 1976-1992 dönemini kapsamaktadır. Araştırmada hisse senedi ve tahvil getirilerinin GYO getirileri üzerindeki hassasiyeti ölçülmüştür. Bu ölçüm için GYO getirilerine uygulanan zaman serisi regresyon modelleri hisse senedi ve tahvil piyasası faktörleri ile karşılaştırılmıştır. Önce GYO getirilerini açıklamada pazar faktörünün rolü açıklanmış daha sonra ilave edilen açıklayıcı değişkenlerin, GYO getirileri üzerindeki gücü incelenmiştir. Sonuçlar incelendiğinde öz sermayeli GYO'ların getirileri hisse senedi faktörleri ile yakından ilişkiliyken mortgage GYO'ların getirileri hem hisse senedi hem tahvil piyasasıyla güçlü ilişki içinde olduğu saptanmıştır.

Buttimer, Hyland ve Senders (2001) çalışmalarında, 1980'dan 1999'a kadar halka ilk arzlarından başlayarak GYO'ların uzun vadeli performanslarını Fama ve French'in üç faktör modelini temel alarak incelemişlerdir. GYO'lardan oluşturdukları portföylerin eşit ağırlıklı ve değer ağırlıklı getirilerini 1980-1989, 1990-1994, 1990-1999 alt dönemleri için incelemişlerdir. Bu çalışmaya Fama ve French'den farklı olarak Carhart'ın 1997 yılındaki çalışmasında kullandığı momentum faktörünü de modele eklemişlerdir.

Çalışmanın sonunda, 1980-1999 döneminde yeni halka arz olmuş GYO'ların uzun vadeli anormal getiri sağladıklarına yönelik herhangi bir kanıt elde edilememiştir. Ancak araştırma kapsamındaki GYO'ların özellikle 1990'lı yılların başında önemli getiri

performansları gösterdikleri gözlemlenmiştir. Özvarlığa Dayalı GYO'lar ve İpotekli GYO'lar ayrı ayrı incelendiğinde; 1990'larda Özvarlığa Dayalı GYO'lar için uzun vadede anormal getiri performansı gösterdiklerine yönelik herhangi bir bulguya ulaşılmazken, İpotekli GYO'ların anormal performans gösterdikleri belirlenmiştir.

Chen ve diğerleri (1998) çalışmalarında, NYSE, AMEX ve NASDAQ borsalarında işlem gören Özvarlığa Dayalı GYO'ları incelemişlerdir. Temel amacının, Özvarlığa Dayalı GYO'lara ait aylık getirileri en iyi açıklayan faktörleri bulmak olan çalışmada 1978-1994 arasındaki zaman periyodu kullanılmıştır. Araştırma kapsamındaki GYO'ları dört ayrı regresyon modeli kullanarak incelemişlerdir. Bunlardan FVM (firm-specific variable model) firma büyüklük faktörü ve B/M oranı faktörünün hisse senedi getirilerini açıklamada kullanıldığı regresyon modeli olarak kullanılmıştır. MVM'de (macroeconomic variable model), getirileri açıklamada bazı makroekonomik değişkenler açıklayıcı değişken olarak kullanılmıştır. Çalışmada kullanılan son model olan CM (Combined Model) ise üç modelde kullanılan değişkenlerin, kombinasyonu ile oluşturulmuştur. Örneklem dahilindeki hisse senetleri kurulan bu regresyon modelleri kullanılarak incelenmiştir. Çalışmanın sonunda SVFM'nin GYO hisse senetlerini açıklamada yeterli olmadığı; fakat piyasa değerinin hisse senedi getirisi açıklamada önemli bir etken olduğu belirlenmiştir.

Shelor ve Anderson'un çalışmasında (1998) halka arzı takip eden dönemde GYO'ların faaliyet başarısındaki değişiklikler incelenmiştir. Amacı, halka arzın şirket değerinde bir gelişmeye neden olup olmadığını belirlemek olan bu çalışmada öz sermayeli, ipotekli ve çeşitlendirilmiş GYO'lar incelenmiştir. Sanayi kuruluşlarındaki birçok analizin aksine GYO'ların finansal performanslarında ve varlık karlılıklarında önemli artışlar tespit edilmiştir. Önceki çalışmalar, endüstriyel firmalar arasında varlık karlılığının ölçülmesinde bir düşüş olduğunun düşündürmektedir. GYO'lar içinde 1976 ve 1995 yılları arasında varlık ve satış karlılıklarında genel bir artış gözlemlenmiştir. Bununla birlikte sadece bir önceki yıl ile kıyaslandığında halka arzı takip eden yıllarda aktif devir hızlarında düşüş görülmüştür. Son analiz alanı, halka arzdan altı ay sonrası boyunca Pazar getirisi alanıdır. Bulgulara göre ortalama kümülatif getirinin negatif olduğu bir başlangıç dönemi sonunda, halka arzdan sonraki 2-6 ay boyunca geri dönüş karlılığı yüksek olmaktadır.

Burns ve Epley (1982) çalışmalarında, GYO'ların getirisi ile portföy çeşitlendirmedeki etkisini incelemişlerdir. Araştırmada etkin sınır yaklaşımı kullanılmış, GYO hisse senetleri ve adi hisse senetlerinden oluşturdukları portföy performansı ile S&P 500 endeksinin getiri performansı ile karşılaştırılmıştır. Sonuçta, GYO hisse senetlerinin bulunduğu portföyün daha iyi getiriler elde ettiği belirlenmiştir. Aynı portföyde GYO ve diğer

hisse senetlerinin düşük korelasyonu olduğundan GYO'lar portföy çeşitlendirmesini artırmaktadır.

Hartzell ve diğerlerinin (2002) yaptıkları çalışmada şirketlerin ilk halka arzında kurumsal yönetimin ve izleme mekanizmalarının rolü, GYO'lar üzerinden araştırılmıştır. Çalışmada 1991-1998 yılları arasında yüz on altı GYO şirketin verileri kullanılmıştır. Ortaklıkların ilk halka arz sırasında Tobin q hesaplamaları dikkate alınmıştır. Varılan sonuçlara göre halka arz sırasındaki kurumsal yönetim gücü ve firma değeri arasındaki negatif ilişki, şirket içindekilerin nakit aktivitelerini izlemedeki gevşek politikalar ile tutarlı olmaktadır. GYO'ların halka arz sırasındaki yönetim yapısının analizi ve güçlü bir kurumsal yönetimin varlığı firma etüdleri ile ilgili problemleri hafifletmektedir. Ayrıca sonuçlara göre GYO'ların yönetim yapısı halka arz sırasında başlangıç değeri ve performans belirlemede önem arz etmektedir.

Bley ve Olson (2001), çalışmalarında öz sermayeli ve ipotekli GYO'ların kar davranışları incelemiştir. İncelemede 1972-2001 yılının verileri dikkate alınmış ve aynı dönemin S&P verileriyle karşılaştırılmıştır. Araştırmanın amacı; ipotekli ve öz sermayeye dayanan GYO'ların her birinin pazar karşısındaki getiri biçimini tanımlamak, endekslerin momentum davranışlarını incelemek ve bu üç varlık sınıfının mevsimsel etkilerini araştırmak olarak belirlenmiştir. İlk bulgulara göre öz sermayeli ve ipotekli GYO hisse senetleri pazar karşısında düşük korelasyona sahiptir. Fakat öz sermayeli GYO'nun, ipotekli GYO'dan çok önemli farkı vardır. Öz sermayeli GYO, ipotekli GYO'lara göre daha uygun risk getiri oranı sağlamaktadır. İkinci bulgular momentum etkisine yönelik olmuş ve fiyatlardaki aylık büyük düşüşleri takip eden altı aylık dönemde yatırımcıların ortalamanın üzerinde getiriler elde edebileceği sonucuna ulaşılmıştır. Üçüncü bulguya göre her varlık türü için yapılan regresyon analizi sonucunda üç endeks üzerinde de önemli mevsimsel etkiler gözlemlenmiştir. Özellikle GYO endeksinde birçok alt dönemde (Ocak ayında pozitif, Kasım ve Aralık ayında negatif) aşırı getiriler gözlemlenmiştir.

Araştırmanın bulguları yatırım için bazı öneriler taşımaktadır. Buna göre öz sermayeli GYO'lar genel hisse senedi portföyünün risk-getiri ilişkisini yükseltebilmektedir. İyi getiri sağlaması nedeniyle yatırımcıların portföyünde bulunması gereken hisse senedi arasındadır. İpotekli GYO'lar ise getiri avantajı için değil fakat çeşitlendirme amacıyla yatırımcıların portföylerinde yer almalıdır.

Derwall, Huij ve diğerlerinin çalışması (2009), GYO getirilerinde momentum etkisinin tanımlama gücünü analiz etmektedir. Çalışmada Ocak 1980-Haziran 2008 döneminde 282 adet GYO'nun aylık getirileri incelenmektedir. Araştırmanın yöntemi SVFM,

Fama ve French'in 3 faktörlü modeli olarak belirlenmiştir. Çalışmanın bulguları, GYO'ların momentum hareketlerinin diğer hisse senetlerinin momentum hareketlerinden daha güçlü olduğu yönündedir. Ayrıca momentum etkisini incelemeye kullanılan yöntemlerin açıklamada yeterli olmadığı; Fama ve French'in 3 faktörlü modeline momentum etkisi de eklendiğinde GYO portföy performanslarını tanımlamada daha etkili olduğu görülmüştür. Çalışma bulgularına göre momentum faktörü GYO'ların getiri performanslarında önemli bir açıklayıcıdır.

Fei, Ding ve Deng (2010), GYO'ların, tahvillerin ve direkt gayrimenkul yatırımı getirileri arasındaki koşullu korelasyonlar açıklanmaya çalışılmıştır. Ayrıca bu çalışma ile kredi marjları, enflasyon ve kısa vadeli faiz oranları gibi makroekonomik faktörlerin GYO getirilerini açıklamada yeterli olup olmadığı da incelenmiştir. Araştırmada, değişkenlerin aylık getirileri 1987-2008 dönemi için asimetrik dinamik koşullu korelasyon modeli olan AG-DCC modeli ile hesaplanmıştır. Elde edilen bulgulara göre literatürün aksine GYO, tahvil ve direkt gayrimenkul yatırımları getirileri arasında düşük dinamik koşullu korelasyona rastlanmıştır. GYO getirileri incelenen makroekonomik faktörler ile açıklanabilmektedir. Gelecekteki GYO getirilerinin, GYO ve tahvil arasındaki korelasyondan etkilenip etkilenmediğinin araştırmasında, şimdiki koşullu korelasyonlar ile gelecekteki getiriler arasında güçlü bir ilişki bulunmuştur. Ayrıca bulgulara dayanılarak GYO'lar eklendiğinde optimal portföyler yaratıldığı da söylenebilmektedir.

Haynes (2010), çalışmasında 1999 yılında Amerika'da çıkarılan modernizasyon yasasının ardından öz sermayeli GYO'ların risk ve getiri değişimleri incelenmiştir. Ocak 1993 Aralık 2005 yılı arasındaki dönemde 239 öz sermayeli GYO'yu kapsayan çalışmada aylık getiriler ile hesaplama yapılmıştır. Son satış fiyatı belli olmayan hisse senetleri için ortalama alış/satış fiyatı esas alınmıştır. Aylık getiriler aylık hisse senedi elde tutma getirisidir. Veriler 1993-1999 ve 2000-2005 olmak üzere iki alt gruba ayrılmıştır. Bunun sebebi modernizasyon yasası öncesi ve sonrası GYO risk ve getirilerini karşılaştırmaktır.

Araştırma yöntemi olarak Sharpe ve Jensen performans ölçüm yöntemleri kullanılmıştır. Çalışma sonucunda iki periyotta da genel olarak tüm GYO sektörlerinin Sharpe oranlarında yükseliş vardır. Öz sermayeli GYO'ların özellikle modernizasyon yasasının ardından yüksek riskli getirilerinde artışlar gözlemlenmiştir.

Brent, Kelly ve diğerleri (2011), çalışmalarında bir varlık değerlendirme ölçüsü olan net çalışma sermayesini (NAV) öz sermayeli GYO'lar üzerinde incelemişlerdir. 1996-2003 yılları

arasında 122 adet öz sermayeli GYO üzerinde yapılan çalışmada, Fama ve French modelindeki B/M faktörü yerine NAV/M ölçüsü kullanılmıştır. Fama ve French 3 faktör modeliyle değerlendirilen NAV/M risk faktörü ve performansı arasındaki ilişkide sadece HML faktörü HMLNM faktörü ile değiştirilip modele eklenmiştir. Araştırma sonucu olarak Fama French ve Chart modeli kullanılarak bir NAV/M fiyatlandırma modeli oluşturulmaya çalışılmıştır. HMLNM faktörünün HML faktörü yerine geçmesi üç faktörlü modelde alfa'yı artırırken beta ve büyüklük primini azaltmıştır. HMLNM'nin eklenmesi GYO risk priminde %0.1'lik değişme yaratırken orijinal modeline benzer katsayılar üretmiştir. Sonuç olarak bu faktörün modele minimal etkileri olmuştur.

Zhou ve Andrews (2012) çalışmalarında parametrik ve parametrik olmayan risk tahmin yöntemlerinin performansının yanında genel borsa ve GYO pazarları arasındaki risk profilleri karşılaştırılmıştır. Araştırmaya konu olan veriler EPRA/NAREIT kuruluşlarında yayımlanan günlük global GYO getirileridir. Araştırma dönemi olarak 1993-2009 yılları arasındaki dönem seçilmiştir. Çalışma bulguları, GYO'lar için tanımlanan aşırı riskin genel hisse senedi pazarından daha yüksek olduğu sonucuna ulaşmıştır. Günümüzde yaşanan kriz hem genel hisse senedi hem GYO yatırımcılarını yükselen bir aşırı riske maruz bırakmaktadır. Borsa ve GYO'lardaki risk tahmin dinamikleri birbirlerini çok yakından benzemekte ve risk düzeyleri her iki pazarda da iyi senkronize olmaktadır.

Yang ve Yıldırım (2012), araştırmalarında iki riskli varlık sınıfı olan GYO hisse senetleri ve borsa arasındaki korelasyon dinamiğini açıklamaktadır. Araştırma dönemi olarak 1972-2008 yılları arasındaki dönem incelenirken, GYO endeksini FTSE NAREIT-All REIT endeks, borsa performansını ise CRSP eşit ağırlıklı endeks temsil etmiştir. Çalışmada korelasyon dinamikleri Dynamic Conditional Correlation (DCC-GARCH) modeli kullanılarak araştırılmıştır. Araştırma üç döneme ayrılmış ve üç dönem bazında yorumlanmıştır. İlk dönem başlangıç yılından 1991 yılına kadarki modern GYO çağı öncesi dönemdir. Bu dönemde korelasyon oldukça yüksek seviyelerde ölçülmüş olup, %59'dan aşağı düşmediği gözlemlenmektedir. İkinci dönem olan ve GYO'ların genel borsa endeksine dahil edilmesinden önce, Eylül 1991 ve sonrasında GYO hisse senedi korelasyonunun keskin düşüşü gözlemlenmektedir. Bu durum 2001 yılına kadar devam etmekte olup korelasyonlar ancak üçüncü dönem olan 2008 yılının sonlarında %59'a çıkabilmiştir. Optimal portföy hakkında yapılan araştırmada, GYO'ların borsa ile aynı yönlü yüksek korelasyon halinde iken, tahviller ile ters yönlü bir korelasyona sahiptir. GYO hisse senetlerinden beklenen getiriler ise modern GYO çağı öncesi döneme göre oldukça yüksek seviyelerdedir.

Hepşen (2012) çalışmasında, GYO endeksi üzerindeki takvim anomalilerinin (ocak ayı etkisi ve haftanın günü etkisi) varlığını incelemektedir. Araştırma dönemi olarak 2000-2010 yılları arasındaki on yıllık dönem belirlenmiş ve günlük gözlem değeri üzerinden aylık getiri yüzdeleri hesaplanmıştır. Çalışmada metot olarak en küçük kareler (EKK) tekniği kullanılmıştır. EKK modelinin ampirik sonuçları GYO endeksi için Ocak ayının diğer aylara göre farklı olduğunu ortaya koymaktadır. İstatistiki sonuçlar Salı, Çarşamba ve Perşembe günlerinin GMYO getirileri pazartesi getirilerinden daha fazladır. Bu da GYO getirilerinden haftanın günü etkisi olduğuna kanıt oluşturmaktadır.

Tsai ve diğerleri (2012), GYO beta yapısını açıklamak için günlük ve aylık fiyat getiri sürecini anlatan kuramsal bir model oluşturmaya çalışmışlardır. Çalışmanın başında oluşturulan üç farklı hipotezin doğruluğu her biri için ayrı ayrı kurulan regresyon modelleri ile sınanmıştır. Oluşturulan hipotezler şu şekildedir:

- GYO getiri tahmininde kullanılan SVFM modelinin veri frekansı, SVFM’de sistematik riski anlatan beta tahminin sonuçlarını etkileyecektir.
- Borsa ve gayrimenkul piyasalarından gelen benzer haberler GYO aylık betalarını yükseltecektir.
- Borsanın temel şoklarını yansıtan GYO fiyat derecesi zamanla değişen bir betaya neden olmaktadır.

Çalışmada dönemi 2000-2003 ve 2003-2006 yılları arasındaki üç yıllık iki alt dönemdir. Kurulan üç farklı hipotezi test etmek amacıyla iki farklı regresyon modeli kurulmuştur. Araştırmada sonuç olarak GYO betasını açıklamak için GYO’ların günlük ve aylık fiyat serilerini tanımlayan teorik bir model sağlanmıştır. Tahmin edilen beta değerine karar verebilecek dört faktör bulunmuş, bunlar; borsa performansı ekonomik büyüme ve onun istikrarlı performansı, piyasa koşulları ve piyasa performansı olarak açıklanmıştır. Çalışmanın ampirik sonuçları beta tahmininde kullanılan verilerin, beta tahminini etkilediği sonucuna ulaşmıştır. Buna ek olarak GYO’lar aynı derecedeki diğer hisse senetleri gibi borsanın temel şoklarını yansıtmakta, GYO’ların fiyat derecesi zamanla azalmaktadır. Bu da betanın neden temel değişiklikleri gösterdiği ve neden bir zaman serisi olduğunu açıklamaktadır.

Yurt içinde yapılmış çalışmalara bakıldığında çok fazla çalışma olmamakla beraber, mevcut çalışmaların çoğunda GYO’ların işleyişi ve hukuki yapılarının incelendiği

görülmektedir. Ancak 2000’li yıllarda itibaren GYO sayısının artışı ve hisse senetlerinin performansı yurt içindeki pek çok araştırmacının dikkatini çekmiştir.

Özdemir ve Türker (2007) çalışmalarında enflasyon ve faiz oranlarının Türkiye’deki GYO’lara etkisini incelemişlerdir. Araştırmada dönem olarak, gayrimenkul sektörünü etkileyen bir faktör olan yüksek enflasyon ve faiz oranlarının düzelmeye başladığı ve olumlu seçim havasının yaşandığı 2002-2006 dönemidir. Araştırmanın uygulama bölümünde Türkiye’de faaliyet gösteren GYO’ların 2002-2006 dönemleri arasındaki toplam portföy değerleri ve portföy varlık grupları ayrıntılı ve karşılaştırmalı olarak incelenmiştir. Çalışmanın sonunda incelenen portföylerin varlık grubunu 2002 yılında bina, arsa ve araziler oluşturmaktadır. Bunun nedeni ise, bu varlık gruplarının enflasyon ve faiz oranlarına karşı dirençli olmasıdır. 2006 yılına gelindiğinde ise GYO’ların varlıklarını çeşitlendirme yoluna gittikleri gözlemlenmiştir. Para ve sermaye araçlarına yatırım yapıp, gayrimenkul projelerine ağırlık vermelerinin nedenini araştırmacılar, azalan faiz oranları ve enflasyona bağlamaktadır.

Akçay (2000), yaptığı çalışmada Türkiye’deki GYO’ların özelliklerini ve mevcut yapısını değerlendirmiştir. Uygulama bölümünde Türkiye’de GYO’ların ilk halka arzının gerçekleştiği 1997 yılından 1999 yılı Haziran ayına kadar gerçekleşen performanslarını diğer yatırım araçlarının performanslarıyla kıyaslayarak incelemiştir. Çalışma bulgularına göre ekonomik koşullara bağlı olarak GYO hisse senetlerinin getirilerinin de değişme gösterdiği gözlemlenmiştir. GYO’lar 1997 yılında yüksek getiriler sağlarken küresel ekonomik krizin yaşandığı 1998 yılında ise büyük kayıplarla karşılaşmışlardır. 1999 yılı ilk çeyreğinde yatırımcılarına, diğer yatırım araçlarına göre oldukça yüksek getiri olanakları sunan GYO’ların, yılın ikinci çeyreğinde ise ekonominin reel kesiminde yaşanan büyük durgunluk ve siyasi istikrarsızlığın etkisiyle Yapı Kredi Koray GYO dışında negatif performans sergiledikleri görülmüştür.

Yetgin (2003) çalışmada Türkiye’deki GYO’ların performansını ölçmüştür. Bu ölçümü, pek çok büyük firmanın kullandığı performans ölçüm ve yönetim modeli olan Balanced Scorecard (BSC) yöntemini kullanmıştır. Geleneksel performans ölçüm modellerinin aksine BSC modeli işletmenin sadece finansal değil tüm organizasyonu inceleyen bir sistemdir. BSC performans ölçüm ve yönetim modelinin esasını oluşturan dört ana performans alanı bulunmaktadır ve bu alanların her biri için amaçlar, ölçüm yöntemleri, aksiyon planı belirlenmelidir.

Bu alanlar;

- Finansal Perspektif,
- Müşteri perspektifi,
- İç işleyiş perspektifi,
- Öğrenme ve Gelişme perspektifidir.

Yetkin, çalışmasının sonunda GYO'ların BSC yöntemini kullanarak daha etkin performans yönetimi sağlayabilecekleri kanısına varmıştır. Ayrıca BSC modeli kullanılarak elde edilen raporların yatırımcıya sunulması sermaye piyasalarının daha sağlıklı işlemesine katkıda bulunacağını belirtmiştir.

Altınsoy, Erol ve Yıldırak (2010), çalışmalarında Türkiye'deki GYO'lar ile genel borsa piyasası arasındaki korelasyonu açıklamaya çalışmışlardır. Örnek dönem olarak belirlenen 2002-2009 yılları arasındaki 8 yıllık dönemde İMKB'de işlem gören GYO'ların zamanla değişkenlik gösteren betaları incelenmiştir. İncelemeye GYO'ların haftalık ve günlük verileri dahil edilmiş ve beta araştırmasında MGARCH modelinin Diagonal BEKK kovaryans açıklaması kullanılmıştır. Çalışmaya önce serilerin durağanlığı ölçülerek başlanmış, bunu için serilere ADF, PP ve KPSS birim kök testleri uygulanmış sonuçta günlük ve haftalık serilerde birim köke rastlanmamıştır. Daha sonra MGARCH modeli ile beta incelemesi gerçekleştirilmiştir. Çalışmanın diğer konusu zamanla değişen asimetric betaların Türkiye GYO'larında varlığını araştırmaktır. Bunun için çalışma dönemi ikiye bölünmüş; GSYİH 'nin yüksek olduğu 2002-2005 dönemi ile akabinde keskin düşüşlerin yaşandığı 2005-2009 dönemi ayrı ayrı incelenmiştir. Sonuçta Türk GYO endüstrisinin diğer GYO pazarlarıyla benzer hareket ettiği sonucuna ulaşılmıştır. Beta trendinin ABD ve diğer ülkelerde düşüşe geçmesinin etkileri Türk GYO'larda da görülmektedir. Düşük beta, GYO ve borsa arasında düşük korelasyon anlamına gelmektedir. Betalar düşerken GYO pazarı borsaya daha az hassaslaşmış, sonuçta portföy riskini azaltarak yatırımcı portföyleri için önemli konuma gelmiştir. Asimetric değişim de değişik ekonomik büyüme şartları altında Türk GYO'larında rastlanmamıştır.

Türkmen, araştırmasında (2011), İMKB'ye kayıtlı GYO'ların parametrik bir yöntem olmayan Veri Zarflama Analizi (VZA) ile etkinliklerini değerlendirmiştir. Araştırma dönemi olarak 2007-2010 yılları arasında halka arz olmuş GYO'ları incelenmiş ve 2007 yılı için 12, 2008 yılı için 14, 2009 yılı için 14, 2010 yılı içinse 21 adet GYO araştırmaya dâhil edilmiştir.

Çalışmada kullanılan VZA, girdi ve çıktı olmak üzere iki yönlü kullanılabilen bir yöntemdir. Girdiye yönelik VZA, belli bir çıktıyı en iyi şekilde elde etmek için en uygun girdi

bileşimini; çıktıya yönelik VZA ise belli bir girdi bileşimi ile ne kadar çıktı elde edebileceğini ortaya koymaktadır. Tüm karar modelleri için uygulanan modelde karar birimlerinin her biri için girdi ve çıktı değerlerinde etkin olmayanlar ve etkin olamama dereceleri belirlenmektedir.

Araştırmada GYO'ların performansları, 3 girdi ve 2 çıktı değişkeni olmak üzere toplam beş değişken ile ölçülmüştür. Modelin girdileri; “Genel Yönetim Giderleri”, “Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri”, (Toplam Borç-Alınan Sipariş Avansları)/Net Aktif Değeri olarak; çıktı değişkenleri ise “Net Aktif Değer” ve “Net Dönem Karı” olarak belirlenmiştir.

Analiz sonucunda amaç fonksiyonu 1'e eşit olan karar birimleri “etkin”, 1'e eşit olmayanlar ise “etkin olmayan” karar birimleri olarak değerlendirilmektedir. Buna göre, 2007-2010 yılları arasında sürekli etkin olan herhangi bir GYO tespit edilmemiştir. İş GYO 2007, 2008, 2010 yıllarının en etkin işletmesi olurken, Vakıf GYO 2009 yılının en etkin işletmesi olmuştur. Etkin olmayan işletmelerin daha etkin olabilmeleri için potansiyel iyileştirme oranları hesaplanmıştır. Buna göre etkin olmayan firmalar girdi değerlerini azaltmalı, başka bir deyişle borç ile ilgili oranları azaltarak, referans alınan etkin seviyeye gelebileceklerdir.

BÖLÜM IV

GYO ENDEKSİ İLE İMKB 100 ENDEKSİ ARASINDAKİ İLİŞKİNİN İNCELENMESİ

Çalışmanın uygulama kısmını oluşturan bu bölümünde GYO endeksi ile İMKB 100 endeksi arasındaki ilişki Sermaye Varlıkları Fiyatlandırma Modeli (SVFM) kapsamında incelenecek, daha sonra Vektör Otoregresif (VAR) modeli kullanılarak değişkenler arasındaki ilişkiler açıklanacaktır. Bu amaçla; öncelikle çalışmanın amacı ve kapsamı daha sonra araştırma yöntemi ve kullanılan veriler hakkında ayrıntılı bilgiler verilecek, ardından analize dair bulgular yorumlanacaktır.

4.1.Araştırmanın Amacı ve Kapsamı

Bu çalışmanın amacı; GYO'ların hisse senetleri için SVFM'nin geçerliliğini araştırmak ve VAR modeli ile GYO'ların diğer değişkenlerle ilişkisinin derecesini belirlemektir. Araştırmanın diğer bir amacı, GYO endeksinin, açıklayıcı değişken olarak kullanılan diğer değişkenlere olan duyarlılığını ölçmektir.

4.2.Araştırma Verileri

Çalışmada üç farklı veri setinden yararlanılmıştır. Bunlar; GYO günlük fiyat endeksi, İMKB 100 günlük fiyat endeksi ve TÜFE aylık verileridir. GYO endeksine ait günlük veriler İMKB veri setinden elde edilmiş ve aşağıdaki dönüştürme işlemi uygulanarak, aylık veriler elde edilmiştir;

GYO ve İMKB endeksi getirisi: $(\text{Dönem Sonu Fiyat} - \text{Dönem Başı Fiyat}) \div \text{Dönem Başı Fiyat}$

Yukarıdaki eşitlik, analiz dönemi boyunca her ay için ayrı ayrı uygulanmış ve sonuç o aya ait GYO endeks getirisini göstermiştir. Bu eşitlik, GYO endeksinin aylık verilerini elde etmenin dışında İMKB 100 endeksi günlük verilerine de uygulanmış ve bu sayede günlük fiyat verilerinden aylık getiri verileri analize dâhil edilmiştir.

TÜFE verileri Merkez Bankası 2003-2011 yılları arasında yayımlanan, aylık ham verilerdir. TÜFE verileri, her aya ait değişimi belirttiği için verilere herhangi bir dönüştürme işlemi uygulanmamıştır.

4.3.Araştırma Yöntemi

Çalışmanın bu kısmında SVFM ve VAR modeli hakkında bilgi verilecektir.

4.3.1.SVFM Modeli

Sermaye varlıkları fiyatlandırma modeli J. Treynar (1961-1962), W. Sharpe (1964), J. Lintner (1965) ve J. Mossin (1966) tarafından birbirlerinden bağımsız olarak H. Markowitz'in varlık çeşitlendirmesi ve modern portföy teorisi üzerine yaptığı çalışmalara dayanarak geliştirilen bir modeldir. SVFM'nin hareket noktası hisse senetlerinin pazar portföyü ile doğrusal bir ilişki içinde olduğu varsayımdır. Bu varsayıma göre pazar portföyü, piyasada işlem gören tüm hisse senetlerini etkisi altına alan tek faktördür (Şahin, 2006, s.56). SVFM; dünyanın karmaşık bir yapıya sahip olması nedeniyle tüm yatırımcıları benzer kılmak için, çok sayıda kısıtlayıcı varsayım içermektedir. Bu varsayımları aşağıdaki gibi sıralanabilir (Yolsal, 2005, s.181-182):

- Tüm yatırımcıların beklentisi özdeşdir.
- Herhangi bir işlem maliyeti ve enflasyon yoktur.
- Tüm yatırımcılar portföylerini, bir dönemlik beklenen getiriler ve standart sapmalara bakarak değerlendirirler.
- Yatırımcılar, beklenen getirileri hariç her şeyi aynı olan iki portföyden yüksek getirili olanı seçerler
- Tüm yatırımcılar risksiz oranda sınırsız düzeyde borç alma ve borç verme faaliyeti gerçekleştirebilirler.
- Tüm yatırımcılar benzer zaman periyodu çizgisine sahiptir.
- Kişisel gelir vergisi yoktur; yatırımcılar sermaye kazancı ve kar payı arasında kayıtsızdır.
- Tüm varlıklar pazarlanabilir ve bölünebilir yapıya sahiptir. Bir varlığın herhangi bir parçasını satmak veya almak olasıdır. Bu varsayım yoluyla çeşitli yatırım seçenekleri kesintisiz bir eğri olarak düşünülebilir.
- Tüm yatırımcılar bütün alternatif yatırım araçlarını bilmektedir ve bilgi maliyeti yoktur.
- Çok sayıda alıcı ve satıcı vardır. Yatırımcıların hiçbiri alım ve satım kararları ile tek başlarına piyasayı etkileyemezler.

Bu varsayımlar altında geliştirilen SVFM şu şekilde ifade edilebilir:

$$E(R_a) = R_f + \beta_a [E(R_m) - R_f]$$

Bu eşitlikte;

$E(R_a)$ = a finansal varlığının beklenen getirisi,

R_f = Risksiz faiz oranı,

β_a = a finansal varlığının betası,

$E(R_m)$ = Pazar portföyünün beklenen getirisidir.

Kurulan bu modelde amaç, sistematik riskin ölçüsü β_a 'yı tahmin etmektir. Bu tahmin yapılırken, hisse senetlerinin ham getirileri (R_i), veya gerçekleşen getirilerinden ($R_a - R_f$) yararlanılmaktadır. SVFM modeli uygulanırken hisse senedinin ham getirilerini mi yoksa aşırı getirilerinin mi kullanıldığı, kullanılan veri sıklığı ve zaman dönemi, piyasa portföyünü hangi endeksin temsil ettiği önem arz etmektedir (Yolsal, 2005, s.10).

SVFM genel olarak tek bir değişkene dayalı bir modeldir. Bu modelde bağımsız değişken olarak pazar portföyü kabul edilmektedir. Tüm riskli finansal varlıkların getirileri pazar portföyünün getirileri ile açıklanmaya çalışılmaktadır. Pazar portföyü temsilcisi olarak genellikle ilgili ülkedeki borsa bileşik endeksleri seçilmektedir. Modelde önemli olan diğer bir nokta beta (β) katsayısıdır. Beta katsayısı kısaca, bir finansal varlığın getirisinin pazar portföyü getirisi ile olan ilişkisidir.

SVFM ile tahmin yapılırken, incelenecek dönemin mümkün olduğunca uzun olmasına yani gözlem sayısının artırılması önerilen bir noktadır. Fakat betayı tahmin etmede dönemin uzunluğu arttıkça, tahmin dönemi içinde gerçek betada meydana gelecek değişimler tahmine yansıtılamayacak, bu da tahminin sapmalı olmasına yol açacaktır. Bunu engellemek için tahmin dönemini kısaltma yoluna gidilse de bu kez gözlem sayısı azalacaktır. Bu sakıncayı gidermek amacıyla veri sıklığı artırılmaktadır (Yolsal, 2005, s.11).

4.3.2.VAR modeli

Zaman serileri üzerine yapılan ekonomik çalışmalarda kullanılan VAR modeli, öncelikle makro değişkenler arasındaki ilişkilerin incelenmesi ve rassal şokların değişkenler üzerindeki dinamik etkisinin belirlenmesinde kullanılmaktadır (Sarı, 2008, s.4). Yapısal model üzerine herhangi bir kısıtlama getirmeden dinamik ilişkileri gösterebildiği için VAR

modeli zaman serilerinde çok sık tercih edilmektedir (Keating, 1990, s.454). Bu model herhangi bir teoriden yola çıkarak değişkenleri içsel ve dışsal ayırımına sokmamaktadır. Ayrıca bu modelde bağımlı değişkenin gecikmeli değeri yer aldığından geleceğe yönelik güçlü tahminler de yapılabilir. VAR analizinde, sistemdeki her değişkenin hem kendi gecikmeli değerinin hem de diğer değişkenlerin gecikmeli değerlerinin bir doğrusal fonksiyonudur. Bu nedenle bu model gecikme uzunluğuna karşı oldukça duyarlıdır. VAR analizinde gecikme, değişkenler arası dinamik ilişkiyi yansıtabilecek uzunlukta belirlenmelidir (Çiftçi, 2007, s.38).

İki değişkenli VAR (p) modelinin standart gösterimi şu şekildedir:

$$y_t = a_1 + \sum_{i=1}^p b_{1i} y_{t-i} + \sum_{i=1}^p b_{2i} x_{t-i} + v_{1t} \quad (3.1)$$

$$x_t = c_1 + \sum_{i=1}^p d_{1i} y_{t-i} + \sum_{i=1}^p d_{2i} x_{t-i} + v_{2t} \quad (3.2)$$

Denklem (3.1) ve (3.2)'de, (p) gecikme uzunluğunu, (v) ise varyansları sabit normal dağılıma sahip rassal hata terimlerini temsil etmektedir. Bu modeldeki her bir denklem klasik en küçük kareler yöntemiyle tahmin edilmektedir.

VAR modeli şu adımlarla özetlenmektedir; öncelikle serilerin analize uygun olup olmadığı araştırılır. Zaman serisi analizleri için geliştirilen teoriler genellikle durağan serilere uygulanabildiğinden, serinin durağanlığı sorgulanır, değilse durağanlaştırılır. Çünkü durağan olmayan zaman serisine dayalı hipotez testleri kuşku barındırabilmektedir. Durağan zaman serilerinde sisteme verilen rassal bir şokun etkisi zamanla kaybolurken durağan olmayan serilerde şoklar kalıcıdır. Daha sonra uygun gecikme değeri seçilir ve nedensellik testi yapılır. Son olarak sisteme şoklar verilerek değişkenlerin tepkileri ölçülür (Işık ve Acar, 2006,s.5).

VAR yönteminin avantajları kısaca özetlenecek olursa;

- VAR modelinde tüm değişkenler içseldir. Bu nedenle değişkenlerin içsel veya dışsal olduğu ile ilgili karar vermek gerekmemektedir.
- Her denklem için ayrı ayrı en küçük kareler tekniği uygulanabildiği için kestirim yapmak basittir.
- VAR yöntemiyle yapılan tahminler, daha karmaşık olan eşanlı diğer yöntem sonuçlarıyla yapılan tahminlerden çoğu zaman daha iyidir.

Yöntemin avantajları dışında dezavantajları da vardır;

- VAR modelleri diğer eşanlı denklemlerin aksine daha az önsel bilgi içermektedir. Bu nedenle model kuramdan bağımsız olabilmektedir.
- VAR modellerinde önemli olan esas konu kestirim yapmak olduğu için bu model politika çözümlemelerine pek uygun olmamaktadır.
- VAR modelindeki en önemli sorun, uygun gecikme uzunluğunun doğru belirlenmesidir. Bu sorunu çözmek için AIC ve SIC kullanılarak optimal gecikme süresinin tespiti amaçlanır.

VAR modelinin uygulanması sonucunda elde edilen parametreleri yorumlama yerine, sistem tahmini sonucu elde edilen artıklar analiz edilmekte ve geleceğe dönük yorumlar yapılmaktadır. Modeldeki değişkenlere verilen şokların diğer değişkenler üzerindeki etkileri Etki-Tepki analizi ile ölçülmektedir. Artıkların ölçülmesinde kullanılan diğer teknik, modelin tahmini ile belirlenen ve hata varyansını ölçen Varyans Ayrıştırması'dır (Enders, 1995, s.306). Bu teknikler yardımı ile istatistiki şokların değişkenler üzerindeki etkileri görülmektedir.

4.3.3.Birim Kök Testleri

Birim kök testleri zaman serilerinin durağan olup olmadığını araştırmak için kullanılmaktadır. Zaman serilerinin durağanlığı olarak ifade edilen, zaman için varyans ve ortalamanın sabit olması ve gecikmeli iki zaman periyodundaki değişkenlerin kovaryansının zamana bağlı değil de, değişkenler arasındaki gecikmeye bağlı olmasıdır. Zaman serilerinin durağan olmaması durumunda sahte regresyon benzeri problemler ortaya çıkacaktır.

Serilerin birim köke sahip olup olmadığı, uygulamalarda en fazla Dickey-Fuller (DF), Adjusted Dickey-Fuller (ADF) ve Phillips Perron (PP), testleri ile araştırılmaktadır. DF testi, serinin birim kök içerdiği sıfır hipotezine karşı birim kök içermediği alternatif hipoteze karşı sınanmasıdır (Harris, 1995, s.28). Testin 1979'da duyulmasının hemen ardından modele pek çok eleştiri getirilmiş ve yardımcı yöntemler geliştirilmiştir. Fakat günümüze kadar yapılan çalışmalarda serilerin birim kök taşıyıp taşımadıkları, DF testinin mutlak suretle uygulanmasını gerektirmiştir. Bir zaman serisinin özelliği, önceki dönemde aldığı değer bu dönemi nasıl etkilediği ile ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle serilerin süreçlerini anlamak için, serilerin önceki dönem değerleri ile regresyonunun bulunması gerekmektedir.

Y_t değişkeninin bir önceki dönem olan Y_{t-1} ile ilişkisi;

$$Y_t = pY_{t-1} + u_t$$

Burada ;

u_t : ortalaması sıfır hata terimi (kalıntı terim)

Y_t : Y 'nin t zamanda aldığı değer

Y_{t-1} : Y 'nin $t-1$ zamanda aldığı değer

Şeklindedir.

Model, birinci dereceden otoregresif AR(1) modelidir. Regresyonda $P=1$ olarak bulunursa Y_t olasılıklı değişkenin birim köke sahip olduğu anlamına gelir ve model;

$$Y_t = Y_{t-1} + u_t \quad \text{şeklini alır.}$$

DF testinin içerdiği kabul edilen otoregresif süreç sayısı AR(1) kabul edilmekte; ancak her zaman serisinde bu geçerli olmamaktadır. Bundan dolayı denkleme 1980 yılında yeni bir boyut kazandırılmıştır. ADF olarak adlandırılan bu modelin en geniş gösterimi şöyledir:

$$\Delta Y_t = \beta_1 + \beta_2 t + \delta Y_{t-1} + \sum_{i=1}^m \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t$$

Eşitlikte,

ΔY_t : Durağanlığı test edilen değişkenin birinci farkı

t : Trend değişkeni

ΔY_{t-i} : Gecikmeli fark terimidir.

ADF testi için kullanılan denklemde amaç, δ katsayısının sıfıra eşit olup olmadığını test etmektir. δ katsayısının istatistiki olarak anlamlı olması, serinin durağan olduğunu gösterir ve sıfır hipotezi reddedilir. δ katsayısının istatistiki olarak anlamlı olmaması ise serinin birim kök taşıdığı ve durağan olmadığı anlamına gelmektedir. Bu noktada seri durağan hale gelinceye kadar farkının alınması gerekmektedir (Sayın, 2011, s.45). Bu modelde hata terimlerinin korelasyonsuz olmasını sağlayacak kadar gecikmeli fark ilave edilmektedir. Denklemdaki m gecikme sayısına Akaike ve Schwarz kriterleri dikkate alınarak karar verilebilmektedir.

4.3.4.VAR'da Granger Nedensellik Testleri

Granger testinde amaç; bir değişkenin geçmiş değerlerinin sistemde yer alan diğer herhangi bir değişkenin Granger nedeni olup olmadığını belirlemektir. Başka bir deyişle sistemde yer alan değişkenler arasındaki nedensellik yapısı Granger nedensellik testi ile ortaya çıkarılmaktadır

Granger 1969 yılında nedensellik ve dışsallık kavramlarını ortaya atmıştır. Bu kavrama göre eğer x değişkenine ait bilgiler modele eklendiğinde bu y değişkeninin öngörüsüne katkı sağlıyorsa x değişkeni y 'nin nedeni olmaktadır (Özgen ve Güloğlu, 2004, s.6). Granger testi (3.1) ve (3.2)'deki VAR (p) sistemi için aşağıdaki hipotezlerle gerçekleştirilmektedir:

$$H_1 : b_{21}=b_{22}=\dots=b_{2p} = 0$$

H_1 hipotezi kabul edilirse x, y 'nin Granger nedeni değildir.

$$H_2 : d_{11}=d_{12}=\dots=d_{1p}=0$$

H_2 hipotezi kabul edilirse y, x 'in Granger nedeni değildir.

Buradaki hipotez testleri Wald testiyle sınanabilmektedir:

$$F = [(KHKT - KMHKT) / r] \div [c / (n - k)]$$

KHKT= kısıtlanmış modelin hata kareleri toplamı

KMHKT= kısıtlanmamış modelin hata kareleri toplamı

r = kısıt sayısı

n = gözlem sayısı

k = modeldeki parametre sayısı

Bu denklemde hesaplanan F değerleri, F tablo değerinden büyükse H_1 ve/veya H_2 hipotezleri reddedilmektedir.

4.3.4.Etki-Tepki Fonksiyonları

Değişkenler arasındaki dinamik ilişkileri anlayabilmek için kullanılan en önemli araç VAR analizinin hareketli ortalamalar bölümüdür. Buradan elde edilen etki tepki fonksiyonu, değişkenlerden birine gelen şokun, sistemdeki değişkenlerin şimdiki ve gelecekteki değerleri üzerindeki etkilerini yansıtmaktadır. VAR analizinde değişkenler arasındaki simetrik ilişkiyi ve dinamik etkileşimi belirlemede etki-tepki fonksiyonlarının rolü büyüktür. Bir makroekonomik birimin üzerinde hangi değişkenin ne oranda etkili olduğu varyans ayrıştırmasıyla, etkili değişkenin politik bir araç olarak kullanıp kullanılamayacağı ise etki tepki fonksiyonlarıyla belirlenmektedir (Özgen ve Güloğlu, 2004, s.114).

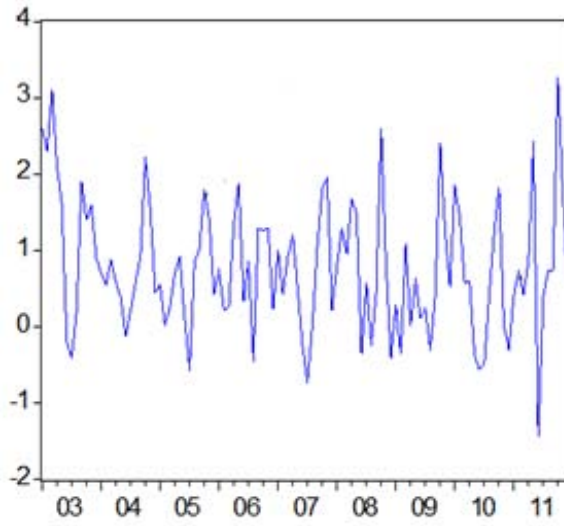
4.3.5.Varyans Ayrıştırması

VAR modelinin hareketli ortalamalar bölümünden elde edilen diğer bir bilgi de varyans ayrıştırmasıdır. Bu analiz, değişkenlerin kendilerinde ve diğer değişkenlerde meydana gelen şokların etkilerini yüzde olarak ifade etmektedir. Varyans ayrıştırmasının kullanım nedeni, değişkenlerin herhangi birinde meydana gelen bir şok üzerinde, diğer değişkenlerin ne oranda etkisi olduğunun belirlenmesidir.

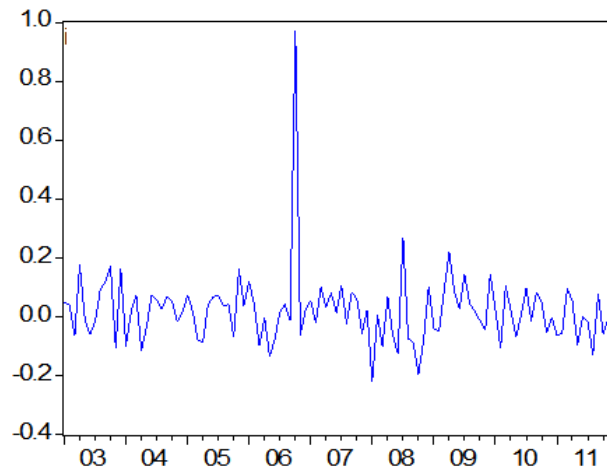
4.4.Analiz Bulguları

Zaman serileri için geliştirilen teoriler, genellikle durağan zaman serilerinde geçerli olduğu için, çalışmaya serilerin durağan olup olmadığı araştırılarak başlanmıştır. İstatistiksel özellikleri zaman için aynı kalan seriye durağan seri denmektedir. Ekonomik zaman serileri genellikle durağan olmayan bir seyir izlediklerinden öncelikle zaman serilerinin grafikleri incelenmiştir. Daha sonra serilere ADF birim kök testi uygulanmış ve hangi düzeyde durağan oldukları tabloda özetlenmiştir.

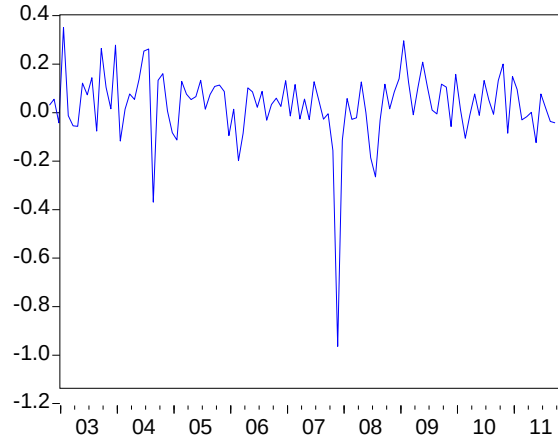
TÜFE, İMKB ve GYO değişkenlerine ait zaman serisi grafikleri Şekil1-Şekil3’de olduğu gibidir.



Şekil 1. Enflasyon oranlarının zaman serisi grafiği



Şekil 2. İMKB 100 endeksinin zaman serisi grafiği



Şekil 3. GYO endeksinin zaman serisi grafiği

Bundan sonraki bölümde serileri ADF birim kök testi uygulanmıştır. ADF test sonuçları Tablo 13’de verildiği gibidir.

Tablo 13

ADF Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	t istatistikleri	
	Sabit Terimli*	Sabit Terim ve Trendli*
TÜFE	-7,4898	-7,4953
İMKB	-11,1573	-11,2096
GYO	-8,793	-8,8131

*Her iki modelde de $p=5\%$ anlamlılık düzeyinde test istatistiği anlamlıdır.

Tüm değişkenler sabit ve trend eklenerek Schwarz kriteri eşliğinde ADF testine tabi tutulmuştur. TÜFE, İMKB ve GYO değişkenlerine ait ADF test istatistiklerinin mutlak değerleri, her üç değişkende de çeşitli anlamlılık düzeylerinde (1%, 5%, 10%) kritik değerlerin mutlak değerlerinden daha büyük çıkmıştır. Ayrıca tabloda da görüldüğü gibi değişkenlerin orijinal değerlerine ait p değerleri %5 düzeyinde anlamlı sonuçlar vermiştir. Bu durum, serilerin durağan olduklarını ifade etmektedir. Bu sonuçlara göre her değişken, durağan olduğu mertebeye modele dâhil edilmiştir.

Çalışmada, serilere öncelikle tek değişkenli model uygulanmıştır. GYO'ların ham verilerini açıklamada, açıklayıcı değişken olarak pazar portföyünün kullanıldığı modelin sonuçları Tablo 14'de verilmiştir.

Tablo 14

SVFM modeli sonuçları

$R_i = a_i + b_i R_m + e_i$						
Dönem	a*	b*	t(a)	t(b)	R ²	p
2003-2011 arasındaki 108 aylık dönem	-0,11	0,968	-0,872	7,05	0,319	0.000

*p=%5 anlamlılık düzeyinde a ve b değerleri istatistiki olarak anlamlıdır.

Modelde R_i GYO endeksini, R_m ise İMKB 100 endeksini temsil etmektedir. Modelin sonuçlarına bakıldığında GYO endeksi için, regresyonun keşişim katsayısı olan ve GYO'ların performansını açıklamada kullanılan alfa değerinin istatistiki olarak anlamlı olmadığı görülmüştür. GYO endeksi için pazar değişkeni eğim katsayısı olan beta değerine bakıldığında, istatistiki olarak anlamlı olduğu ve değer 1'e yakın olduğu anlaşılmaktadır. Bu da endeksin pazar portföyüne duyarlı olduğu anlamına gelmektedir. GYO endeksi getirisi pazar endeksi getirisiyle aynı yönde ve hemen hemen birebir ilişki içindedir.

SVFM modeli kullanılarak yapılan araştırma ile 2003-2011 yılları arasındaki 108 aylık dönemde GYO endeksinin başarılı performans sergilediğine dair anlamlı sonuçlara ulaşılamamıştır. Ancak GYO'ların pazara karşı duyarlı oldukları bunun da istatistiki olarak anlamlı olduğu belirlenmiştir. GYO endeksinin duyarlılık derecesini ölçmek, değişkenler arasındaki nedensellik ilişkilerini açıklamak ve GYO endeksinin başka hangi değişkenden etkilendiğini belirlemek amacıyla çalışmanın bundan sonraki kısımlarında VAR modelinden yararlanılmıştır. Modelde İMKB 100 endeksinin dışında GYO'ların enflasyon oranlarına olan tepkisi de analiz edilmiştir. Tahmin edilecek VAR modeline geçilmeden önce, model için uygun gecikme uzunlukları belirlenmiştir. Bunun için Tablo 15'de gösterilen kriterler uygulanmıştır.

Tablo15

VAR Modeli İçin Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi

Gecikme Uzunluğu	Akaike	Schwarz
10	0.715114	3.168196
9	0.660209	2.862129
8	0.621696	2.575573
7	0.532848	2.241738
6	0.385855	1.852752
5	0.202318	1.430153
4	0.154521	1.146168
3	0.202082	0.960357
2	0.175101	0.702764
1	0.061185	0.360941

Tablo değerleri incelendiğinde AIC ve SIC değerlerinin aynı yönde olduğu ve 1 dönem gecikme için minimum değer sağlandığı gözlemlenmektedir. Hem tutarlı gecikme seviyesini belirlemek için hem de ele alınan zaman periyodunun çok uzun olmaması sebebiyle, model için uygun gecikme seviyesi 1 dönem olarak belirlenmiştir.

Sistemde yer alan durağan değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisini incelemek amacıyla Granger nedensellik testi uygulanmıştır. Elde edilen sonuçlar Tablo 16’da gösterilmiştir.

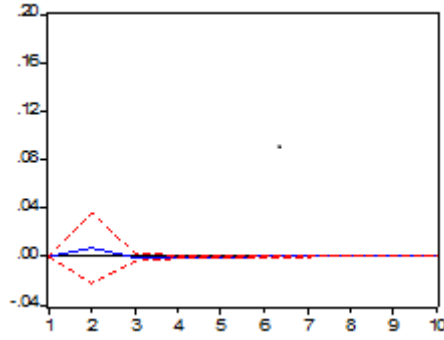
Tablo 16

Granger Nedensellik Testi Sonuçları

Bağımlı Değişken: GYO			
Dışlanan	Ki-Kare	Serbestlik Derecesi	p değeri
İMKB	0,245231	1	0,6205
TÜFE	0,264913	1	0,6068
Tüm	0,505935	2	0,7765
Bağımlı Değişken: İMKB			
Dışlanan	Ki-Kare	Serbestlik Derecesi	p değeri
GYO	0,903913	1	0,3417
TÜFE	7.47E-05	1	0,9931
Tüm	0,913194	2	0,6334
Bağımlı Değişken: TÜFE			
Dışlanan	Ki-Kare	Serbestlik Derecesi	p değeri
İMKB	0,706486	1	0,4006
GYO	0,543351	1	0,461
Tüm	2.107.025	2	0,3487

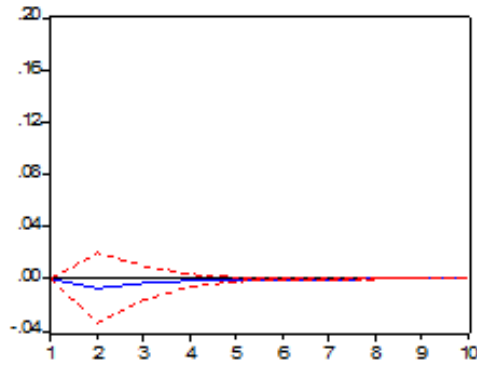
Nedensellik testinden elde edilen bulgulara göre, %5 anlamlılık düzeyinde İMKB 100 ve TÜFE, GYO endeksinin Granger nedeni değildir. Yani İMKB 100, TÜFE ve GYO arasında bir nedensellik ilişkisi gözlemlenmemiştir.

Etki tepki fonksiyonlarının değişkenler arasındaki dinamik ilişkileri ortaya çıkarması bakımından önemli olduğu daha önce de belirtilmişti. Etki tepki grafikleri aracılığı ile GYO'nun değişkenlere ait hangi şoklardan etkilenip hangilerinden etkilenmediği, etkileniyorsa ne kadarlık bir süre boyunca dengeye döndüğü incelenmiştir.



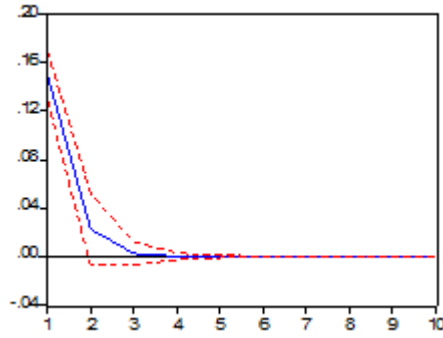
Şekil 4. GYO'nun İMKB 100 endeksine tepkisi

GYO endeksinin, İMKB 100 endeksine olan duyarlılığına bakıldığında, İMKB 100'de meydana gelecek bir standart sapmalılık şoka, GYO endeksinin çok ciddi tepkiler verdiği söylenemez. İMKB'nin yaşadığı şoka GYO endeksi ilk tepkisini ikinci ayda pozitif yönlü küçük bir artışla vermekte, şoktan önceki denge seviyesine üçüncü aydan itibaren girmektedir.



Şekil 5. GYO'nun enflasyona tepkisi

TÜFE oranlarında bir standart sapmalılık şok durumunda ise, GYO endeksi ilk tepkisini ikinci ayda negatif doğrultuda vermektedir. İkinci aydan dördüncü aya kadar denge seviyesinin altında kalan GYO, dördüncü aydan itibaren bu şoktan kurtulmakta ve tekrar dengeye kavuşmaktadır.



Şekil 6. GYO'nun GYO'ya tepkisi

Çalışmada kullanılan değişkenler üzerinde en etkili değişkenin belirlenmesinde Varyans Ayırıştırma Analizi kullanılmıştır. Modeldeki değişkenlerde meydana gelecek değişimin yüzde kaçının kendinden ve diğer değişkenlerden kaynaklandığını gösteren analiz sonuçlarından GYO, İMKB ve TÜFE'ye ait olanlar Tablo 17'de gösterilmiştir.

Tablo 17

GYO için Varyans Ayırıştırması

Dönem	Standart Hata	İMKB100	GYO	TUFE
1	0,149328	17,46922	82,5308	0
2	0,151354	18,11116	81,168	0,208957
3	0,151411	18,09905	81,6479	0,25306
4	0,151416	18,09794	81,6429	0,259145
5	0,151416	18,09787	81,6423	0,259823
6	0,151416	18,09786	81,6423	0,259893
7	0,151416	18,09786	81,6422	0,2599
8	0,151416	18,09786	81,6422	0,2599
9	0,151416	18,09786	81,6422	0,259901
10	0,151416	18,09786	81,6422	0,259901

Tablo 17'de görüldüğü üzere GYO'nun öngörü hatasında meydana gelen değişimlerin en büyük açıklayıcısı kısa dönemde %82 oranında kendisi olurken, %17 oranında pazar endeksine aittir. Uzun dönemde İMKB100, GYO endeksinin %18 oranında açıklayıcısı olurken, endeks kendini %81 oranında açıklamaktadır. Enflasyon oranlarının uzun dönemde de kısa dönemde de GYO endeksinin açıklayıcısı olmadığı gözlemlenmiştir.

BÖLÜM V

5.1. Sonuç

Gelişmekte olan ya da az gelişmiş ülkelerde sermaye yatırımları da yeterince olgunlaşmadığından finans kaynağı bulmada ve alternatif sermaye piyasası araçları geliştirme sorunlar yaşanmaktadır. Oysa bir ülkenin itici gücünü finans sektörü oluşturmakta, tasarruf sahiplerinin birikimleri ekonomiye kazandırılmaya çalışılmaktadır.

Dünyanın her yerinde gayrimenkul ile ilgili sektörlerin ekonomi içindeki ağırlığı çok büyüktür. Bu değerli yatırım araçlarından faydalanabilmek amacıyla, ülkemizde gayrimenkule dayalı finansal araçlar çeşitlendirilmeye çalışılmıştır. Bunların en önemli örnekleri VDMK, gayrimenkul sertifikaları, konut sertifikaları, ipotekli borç irat senetleri ve GYO'lar olmaktadır. GYO'ların dışında kalan diğer gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçları, hem sermaye piyasalarının gerekli nitelikleri sağlayamaması hem de sistemin karışık ve formaliter yapısı nedeniyle bu enstrümanlardan yeterince yararlanılmamıştır. Bu noktada, GYO'lar tasarrufların yatırıma dönüşmesinde önemli rol oynamıştır. GYO sisteminin basit yapısı sayesinde yatırımcılar gayrimenkullere küçük oranlarda iştirak edebilmektedir.

GYO'ların ilk olarak ABD'de ortaya çıkmaya çıkmasından önce, temel kavramı 19. Yüzyıl ortalarında sanayi devriminin neden olduğu zenginlikle gayrimenkul yatırımlarına artan taleple beraber başlamıştır. ABD'de ise ilk kez iş ortaklığı şeklinde doğmuş ve başlarda kısıtlayıcı eyalet kanunları ile faaliyetleri sınırlandırılmıştır. Kanunların düzenlenmesi ve gayrimenkul sektörüne vergi koruması getiren yapı sonunda, gayrimenkul alımlarıyla beraber GYO'lar da büyük ve hızlı bir gelişme göstermiştir. GYO'lar bugün itibariyle dünyanın pek çok bölgesinde ve Türkiye'de çok önemli ilerlemeler kaydetmiştir.

Türkiye'de 1990'lı yıllar sermaye piyasalarının düzenleme ve disiplin altına alınamadığı yıllar olmuştur. Özellikle 1995 yılından sonra GYO'lar SPKn'un ilgili tebliğinde, "Belirlenmiş usul ve esaslar dâhilinde, 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 tanımlanmaktadır.

Türkiye'de GYO'ların gelişimi 2000-2001 krizi ile sekteye uğramış, ardından nispeten kontrol altına alınan ekonomik faktörlerin devreye girmesi ile günümüze kadar

gelişimini sürdürmüştür. Türkiye’de 2000’li yıllara yaklaşırken mevcut GYO sayısı sekiz iken bugün bu sayı yirmi üçe varmakta, piyasa değerleri 12 milyar TL’yi aşmaktadır. GYO’ların bu başarısında, uygulanan teşviklerin ve vergi avantajlarının payı çok yüksektir. Bugün GYO’lar, statülerini korudukları sürece kurumlar vergisinden müstesna tutulmakta ve portföylerindeki hisse senedi tahvil gibi araçlara KDV istisnası tanınmaktadır.

GYO’lar hakkında yapılan pek çok çalışma mevcuttur. Bunların çoğunun da yurt dışında, özellikle ABD piyasaları üzerine yapıldığı gözlemlenmektedir. GYO’lar ile ilgili yapılan akademik çalışmalara bakıldığında, araştırmacılar daha çok GYO’lardan oluşturdukları portföy performanslarını açıklamaya çalışmışlardır. Türkiye’de ise GYO’lar yeni bir oluşum olduğundan çalışmalarda daha çok GYO’ların hukuki yapıları ve işleyişleri üzerinde durulmuştur. Ancak 2000’li yıllardan sonra GYO hisse senetleri performansı araştırmacıların dikkatini çekmiştir.

Tüm dünyada olduğu gibi Türkiye’de de GYO uygulamalarının temelini oluşturan, ABD’deki GYO’lar anlatılmış ardından Asya ve Avrupa’daki GYO oluşumlarına değinilmiştir. En son global olarak GYO’ların gelişimi gösterilmiş ve bölgeler arasında karşılaştırmalar yapılmıştır. Çalışmanın uygulama bölümünde ise, GYO endeksinin performansı ve değişkenler ile arasındaki nedensellik ilişkileri 2003-20011 yılları arasındaki 108 aylık dönemde SVFM ve VAR modelleri ile analiz edilmiştir.

Uygulamaya öncelikle serilerin durağanlıkları test edilerek başlanmış, zaman serileri grafikleri incelenerek kırılma olup olmadığına bakılmıştır. Ardından incelenen serilere ADF birim kök testleri uygulanarak serilerin durağanlığı test edilmiştir. Durağan olduğu belirlenen serilere tek değişkenli SVFM modeli uygulanarak, GYO endeksinin açıklayıcı değişken olan pazar endeksine karşı duyarlılığı ölçülmüştür. Bu analizde, GYO’ların pazar hareketine duyarlılığı tespit edilmiş, endeksin performansını ölçmede kullanılan alfa değerinin istatistiki olarak anlamlı olduğuna dair bir bulguya rastlanamamıştır. GYO endeksinin pazar ile ilişkisini daha detaylı incelenmesi açısından bu noktadan sonra VAR modeline başvurulmuş, İMKB 100’ün yanında enflasyon oranlarının da GYO endeksi ile arasındaki ilişki incelenmiştir.

VAR modeli ile GYO endeksi getirileri incelenirken İMKB 100 ve enflasyon oranları açıklayıcı değişken olarak kullanılmıştır. Durağan olduğu belirlenen serilere VAR modeli bünyesinde Granger nedensellik testi uygulanmış ve seriler arasındaki neden sonuç ilişkileri incelenmiştir. Ardından etki tepki fonksiyonları ile değişkenlere verilen bir standar

sapmalık şoka karşı GYO endeksinin verdiği tepki grafikler yardımıyla açıklanmaya çalışılmıştır. En son Varyans Ayırıştırması testi ile de değişkenlerin birbirinden etkilenme dereceleri ortaya konmuştur.

Sonuçlar incelendiğinde, serilere uygulanan ADF birim kök testine göre seriler durağan çıkmıştır. Durağan olduğu belirlenen serilerin sistemde yer alan değişkenler arasındaki nedenselliğe bakıldığında, İMKB 100, TÜFE ve GYO endeksi arasında herhangi bir nedensellik ilişkisine rastlanmamıştır.

Etki tepki fonksiyonları sonuçları incelendiğinde GYO endeksi, İMKB 100’de meydana gelebilecek bir şoka çok önemli tepki vermemektedir. İMKB 100 endeksine ilk tepki ikinci ayda pozitif yönlü gelmekte denge seviyesine üçüncü ayda girmektedir. Enflasyon oranlarındaki olası şoka GYO endeksi yine ikinci ayda fakat bu kez negatif doğrultuda tepki vermiştir. GYO dördüncü aya kadar denge seviyesinin altında kalmış daha sonra şoktan kurtulmuştur.

Varyans Ayırıştırması analizi sonuçlarına göre GYO endeksinin kısa vadede %17 oranında uzun vadede ise %18 oranında açıklayıcısı İMKB değişkeni olmuş, kısa dönemde %82 uzun dönemde ise %81 oranında GYO endeksi kendinin açıklayıcısı durumundadır. Sonuçlara göre kısa veya uzun dönemde enflasyon oranları GYO endeksinin açıklayıcısı olmamaktadır.

Ülkemizde sermaye piyasası uygulamalarında gözlemlenen tepkiler ile çalışmada elde edilen analiz bulguları aynı doğrultudadır. GYO endeksi pazar değişkeni olan İMKB100 endeksine duyarlıdır ve endeks pazar değişkenine pozitif yönlü tepkiler vermiştir. Bunun yanı sıra GYO endeksi enflasyon oranlarına uzun süren negatif yönlü bir seyirle tepki vermiştir. GYO’ların portföyleri büyük çoğunluğu gayrimenkullerden oluşmakta ve enflasyon oranları da gayrimenkul rakamları üzerinde etkili olabilmektedir.

5.2.Öneriler

Türkiye’de GYO endeksi ile İMKB 100 arasındaki ilişki incelenecekse ve enflasyon oranları dâhil edilmeyecekse, SVFM yöntemi için günlük verilerle de işlem yapılabilir. Bunun yanında, GYO’lar SVFM yöntemi ile analiz edilecekse gerçek betada meydana gelecek değişimleri tahmine yansıtmak için kalman filtre uygulanabilir. Her yıl borsaya kayıtlı GYO şirket sayısı değiştiğinden endeks ile işlem yapmak faydalı olacaktır.

KAYNAKÇA

- Akçay B. (2000). Türkiye’de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Değerlendirilmesi. Şubat-Mart, *Active Dergisi*, ss.1-9.
- Akçay B. (1993). Konut Sertifikası. *Yaklaşım Dergisi*, c.1, ss.11
- Alptekin E. (2009). Menkul Kıymetleştirme ve Küresel Finans Krizindeki Rolü. *AR-GE Bülten*, Nisan, ss.11
- Altınsoy G., Erol I., Yıldırak K. (2010). Time Beta Risk of Turkish Real Estate Investment Trust. *METU Studies in Development*, vol.37, ss. 83-114
- Atilla O.(2011). Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Mevzuat Hükümleri. *Sermaye Piyasası Kurulu*, İstanbul
- Asia-Pasific REITs (2011). *CFA Instittue*
- Bacacı M. (2006). *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Bağımsız Dış Denetimi ve Bir Uygulama*. Yüksek Lisans Tezi, Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kütahya
- Bahtiyar M. (1999).*Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Kuruluş Ve Faaliyete Geçiş Esasları, Erdoğan Moroğlu’na 65. Yaş günü Armağanı*. İstanbul
- Bahtiyar M., <http://www.ankarabarusu.org.tr/siteler/ankarabarusu/tekmakale/1999-2/7.pdf>
Erişim Tarihi: 11.11.2012
- Belen H. (2002)“*Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Faaliyetlerinin Medeni Hukuk Açısından Değerlendirilmesi*”, İstanbul
- Bley J. ve Olson D. (2001). An Analysis of Relative Return Behavior: REITs vs. Stocks, *American University of Sharjah*, ss. 1-13.
- Block R. L.(2006). *Investing in REITs*, USA
- Bozkurt H. F. (2007). *Hazineye Ait Taşınmazlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Yoluyla Değerlendirilebilir Mi?*. Milli Emlak Genel Müdürlüğü, Ankara
- Brent W., Kelly L., Lindsey D. ve Price M. (2011). NAV and Risk: The Case of REITs. *Journal of Business & Economics Research*, vol.9, no.7, ss.31-41
- Burns, W. L. ve D. R. Epley (1982). The Performance of Portfolio of REITs Stocks. *Journal of Portfolio Management*, ss: 37–41
- Buttimer R., D. C. Hyland ve A. B. Sanders (2001). The Long-run Performance of REIT IPOs. *Real Estate Economics*, vol. 33, ss. 51-87.

- Chen Su-Jane, C. Hsieh, T. W. Vines ve S-N Chiou (1998). "Macroeconomic Variables, Firm-Specific Variable and Returns to REITs. *Journal of Real Estate Research*, vol. 16, no. 3, ss. 269-277.
- Çolak E. ve Alıcı A. (2001). Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı: A'dan Z'ye. *Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları*, Ankara
- Çiftçi Ö. (2007). *Türkiye'de Enflasyon Dinamikleri: VAR Analizi*. Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara
- Datamonitor, (2011). *Global Real Estate Investment Trusts*. 2011, s.12
- Derwall J., Huij J., Brounen D., ve Marquering W. (2009). REIT Momentum and The Performance of Real Estate Mutual Funds. *Erasmus Research Institute of Management*.
- Ekren N. Ve Gürbüz O. (1999). Gayrimenkullerin Menkul Kıymetleştirilmesi. *Active Dergisi*, Şubat-Mart, ss 1-9
- Enders W. (1995). *Applied Econometric Time Series: Wiley Series in Probability and Mathematical Statics*, New York
- Ekren N. Ve Gürbüz O. (1997). Gayrimenkullerin Menkul Kıymetleştirilmesi. *Active Dergisi*, Şubat-Mart, ss 1-9
- EPRA (2012), <http://www.epra.com/regulation-and-reporting/taxation/reitsurvey/>
Erişim Tarihi: 5.03.2012
- Erdoğan S. (2008). *Türkiye'de ve Dünyada Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Temel Yasal Düzenlemeleri, Gelir Yapıları ve Sermaye Piyasalarından Sağladıkları Fon*. Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü, İstanbul
- Ergene D. (2009). *Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı*. Yüksek Lisans Tezi, Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul
- Fei P. , Ding L. Ve Deng Y. (2010). Correlation and Volatility Dynamics in REIT Returns: Performance and Portfolio Considerations. *The journal of Portfolio Managment*, winter ss.113-125
- Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına Dair Esaslar Tebliği, Seri VI, No.11, SPK, Erişim Tarihi: 10.12.2011.
- Gökçe G. (1998). *Gayrimenkul Yatırım Fonları, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Gayrimenkul Sertifikaları ve Hazine Taşınmaz Mallarının Bu Yollarla Değerlendirilmesi*. Ankara: Türk Tarih Kurumu Basımevi.

- Gökkaya I. (2011).Gayrimenkul Finansmanı ve Küresel Sermaye. *Gayrimenkul Zirvesi-7*, ss. 10-12
- Göksu F. (2003).Dönüşüm Projelerinin Gerçekleşmesinde Menkulleştirme Yöntemleri. www.kentselyenileme.org/dosyalar/menkul02.doc Erişim tarihi 11.10.2012
- Göktepe H. (2003).*ABD ve Türk Hukuklarında Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları*. Doktora Tezi, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir.
- Güven M. (2006). *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Hisse Senetlerinin Verimini Etkileyen Faktörler Üzerine İmkb’de Bir Araştırma*. Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul
- GYODER (2007). *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Sektör Raporu*. ss.10
- GYODER (2011). *11. Gayrimenkul Zirvesi ve ISTANBUL REstate Panelleri Sonuç Bildirgesi*. ss. 6-7
- GYODER(2012), <http://www.gyoder.org.tr/BrowseContent.aspx?MainCatID=7&SubCatID=44> Erişim Tarihi: 22.09.2012
- Han J. ve Liang Y. (1995).The Historical Performance of Real Estate Investment Trusts. *The Journal of Real Estate Research*, vol. 10, no. 3, ss. 235-262.
- Harris R.I.D (1995).*Using Cointegration Analysis in Econometric Modelling*. Londra
- Hartzell J., Kallberg J. ve Liu C. (2002). The Role Of Corporate Governance In Initial Public Offerings: Evidence From Real Estate Investment Trusts”. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=342700 Erişim Tarihi 13.10.2012
- Haynes H. M. ve Yung (2010). Long Term Performance of Equity REIT sector the REIT Modernization Act of 1999. *Journal of Contemporary Research in Business*, vol.2, no.2, ss. 207-217
- Hayta Ö. (2009) .*Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Performans Değerlemesi: İMKB’de Bir Araştırma*. Yüksek Lisans Tezi, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana
- Hepşen A.(2010). *Gayrimenkul Piyasaları ve Finansmanı*. Literatür yayınları: İstanbul.
- Hepşen A. (2012).Calendar Anomalies and Turkish Real Estate Investment Trust (REIT). *International Journal of Economics and Finance*, vol.4, no.3, ss. 230-236
- Impreiale R. (2006). *Getting Started in Real Estate Investment Trusts*, USA
- Işık N. Ve Acar M. (2006).*Enflasyonla Mücadelede Politika Aracı Seçimi: Bir Vektör Otoregresyon (VAR) Analizi*. Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, S.16, ss.6

- Kaçıra F. B. (2009). *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları*. İstanbul: Beta yayınları
- Karşlı M. (2004). *Sermaye Piyasası Menkul Kıymetle*. İstanbul: Alfa yayınları 1. Basım
- Keating J. W. (1990). Identifying VAR Models Under Rational Expectations. *Journal of Monetary Economics*, vol.25, ss.453-454
- Kömürlü R. ve Önel H. (2007). Türkiye’de Konut Üretimine Yönelik Kaynak Oluşturma Model Yaklaşımları. *YTÜ Mimarlık Fakültesi Dergisi*, c.2, S.2 ss.90
- NAREIT (2011). *REIT watch, A monthly statistical report on Real estate Investment Trust Industry*, December 2011
- Nomer F.(2003). *Yatırım Ortaklıkları*. Beta yayınları: İstanbul 2. basım
- Oy O. ve Güngüler G. (2010). *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO)*. Beta Yayınları: İstanbul
- Özdemir B. ve Türker F. (2007). 2002-2006 Döneminde Türkiye’de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına Enflasyon ve Faiz Oranlarının Etkisi.
http://paribus.tr.googlepages.com/ozdemir_turker.pdf, Erişim Tarihi: 10.07.2012
- Özgen F. ve Güloğlu B. (2004). Türkiye’de İç Borçların İktisadi Etkilerinin VAR Tekniğiyle Analizi. *ODTÜ Gelişme Dergisi*, S.31, ss. 93-114
- Peterson James D. ve Cheng-Ho Hsieh (1997). Do Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds Explain Returns on REITs?. *Real Estate Economics*, Vol. 25, no. 2, ss. 321-345.
- Pham K. A.(2012). The Dynamics of Returns and Volatility in the Emerging and Developed Asian REIT Market. *Journal of Real Estate Literature*, Vol.20, no.1, ss.79-82
- REIT (2012), <http://www.reit.com/REIT101/WhatisaREIT.aspx>, Erişim Tarihi: 12.02.2012
- REIT (2012), <http://www.reit.com/DataAndResearch/IndexData/FTEN-DailyReturns.aspx>, Erişim Tarihi: 15.07.2012
- REIT (2012), <http://www.reit.com/REIT101/HistoryofREITs.aspx>, Erişim Tarihi: 18.07.2012
- REIT(2012), <http://www.reit.com/DataAndResearch/Statistical-Publications/REITWatch.aspx>, Erişim Tarihi: 10.02.2012
- REIT(2012), <http://www.reit.com/AboutREITs/REITFAQs/GlobalRealEstateInvestment.aspx> Erişim Tarihi: 12.06.2012
- REIT(2012) <http://www.reit.com/PolicyPolitics/CrossBorderIssues/CrossBorderIssuesArchive/REITsinEurope.aspx> Erişim Tarihi: 21.07.2012
- REIT (2012), <http://www.reit.com/DataAndResearch/IndexData/FNUS-DailyReturns.aspx> Erişim Tarihi: 27.04.2012-7.04.2012

- REIT (2012) <http://returns.reit.com/returns/GlobalReturns.pdf> Erişim Tarihi: 13.06.2012
- Sarı A. (2008). Parasalcı Görüşe Göre Türkiye’de Ödemeler Bilançosu Dengesinin Sağlanmasında Otomatik Denkleşme Mekanizmalarının Etkinliği. *C.Ü. İktisadi İdari Bilimler Dergisi*, S.2, ss.1-12
- Sayın F.(2011). Türkiye’de 1988-2010 döneminde Eğitim ve Büyümenin Genç İşsizliğe Etkisinin Analizi. *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, C.13, S.14, ss.33-53
- Sermaye Piyasaları Kurulu (2010). *Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-2*. ss.12
- Sermaye Piyasası Kurulu (2011). Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, http://www.spk.gov.tr/mevzuat/pdf/Bolum_4/4_6_1_1_SeriVI_No11.pdf. Erişim Tarihi: 12.12.2011
- SUSAR Ö. (2003). Tüm Yönleriyle Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları. Adalet Yayınevi, Ankara.
- Shelor R. M. ve Anderson D. C. (1998). The Finacial Performance of REITs Following Initial Public Offerings. *Journal of Real Estate Research*, vol.16, no.3, pp.375-387.
- Şahin S. (2006). İMKB’de Yükselen Piyasa ve Düşen Piyasa Dönemlerinde Durumsal İlişki Analizi. *Yüksek Lisans Tezi*, Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kahramanmaraş
- Şarkaya, C. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Üzerine Bir İnceleme Ve Türkiye’ye İlişkin Sektör Analizi”, *Sosyal Bilimler Dergisi*, S. 1, ss.175-190.
- Tekinalp Ü. Yatırım Ortaklıklarının Düzenlenmesinde Temel Alınabilecek İki Model ve Türk Sistemi. *İktisat ve Maliye Dergisi*, C. 17, S. 9, ss. 386–392
- Tatoğlu H. (2008). *Gayrimenkul Değerlemesi ve Eryaman/Ankara Bölgesinde Bir Uygulama*. Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara
- Teker M. B. (1996). *Sermaye piyasası Araçları yoluyla Gayrimenkul Finansmanı ve Yatırımı*. Ankara
- Tuncel K. (1997). *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Türkiye Uygulaması*. Ankara
- Türkmen Y. S. (2011). İMKB’de İşlem Gören Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Finansal Etkinliklerinin Veri Zarflama Analizi ile Değerlendirilmesi. *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, c.31, S.2, ss.273-287
- Tsai C., Sing T., Chen M. ve Ma T., (2012). The Structure of REIT Beta. *Applied Financial Economics*, S.22, ss. 827-836
- TSKB (2012), <http://www.tspakb.org.tr/tr/>, Erişim Tarihi: 29.10.2012

- Üreten A. (2007). *Gayrimenkul Değerleme Yöntemleri ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında Değer Tespiti*. Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara
- Ünal O. (2002).İpotekli Borç Senetleri Ve İrat Senetlerinin Menkul Kıymet Özelliği. *Gazi Üniversitesi Hukuk Dergisi*, c.6, S.12, ss.173
- Ünal O., (2004).Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler. *Gazi Üniversitesi Hukuk Dergisi*
- Ünal O.,(2005).Gayrimenkul Sertifikaları. *Gazi Üniversitesi Hukuk Dergisi*, c.9, S.1-2
- Vatansever N. (2000).Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Uygulaması. *Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, c.1 S.1
- Vural A. E. (2011).*Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında Kurumsal Yönetim Ve Vergileme Uygulamaları*. SPK yayınları
- Vurgun, K. (2011). Yeni Şehirleşme Ve Kentsel Dönüşüm Projelerinin Sermaye Piyasası Yoluyla Finansmanı: Gayrimenkul Sertifikaları. *Künyeder*, ss.38
- Yang Y., Yildirim Y., Case B. (2012).Dynamic Correlations Among Asset Classes: REIT and Stock Returns. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, vol. 44, ss.298-318
- Yelgen E. (2010). *Konaklama İşletmelerinde Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Uygulamaları: Alanya’da Bir Araştırma*. Yüksek Lisans Tezi, Akdeniz Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Antalya
- Yetkin F. (2003). Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Performans Değerlemesi. *ACTIVE*, Mart- Nisan, ss.1-13.
- Yolsal H. (2005).Hisse Senetlerinin Beklenen Getiri Ve Risklerinin Tahmininde Alternatif Modeller. *Maliye Araştırma Merkezi Konferansları*, İstanbul Üniversitesi, İktisat Fakültesi, İstanbul
- Zhou J. ve Andrews R. (2012).Extreme Risk Measures for International REIT Markets. *Real Estate Financial Economics*, vol.45, ss. 152-170
- <http://www.belgeler.com/blg/2tiy/varlia-dayali-menkul-kiymetler-vdmk> Erişim Tarihi: 22.11.2012
- <http://www.hukukiboyut.com/arsiv/d2010127135738.pdf> Erişim Tarihi: 15.11.2012
- <http://www.law-now.com/cmck/pdfs/nonsecured/REITsAComparativeApproach.pdf> Erişim Tarihi: 16.10.2012
- [http://www.cfasociety.org/japan/publications/Asia-Pacific%20REITs\(E\)ccb.v2011.n4.1.pdf](http://www.cfasociety.org/japan/publications/Asia-Pacific%20REITs(E)ccb.v2011.n4.1.pdf) Erişim Tarihi: 10.07.2012

ÖZGEÇMİŞ

KİŞİSEL BİLGİLER

Adı Soyadı: Seda TURNACIGİL

Doğum Tarihi: 22.04.1988

E-Posta: seda.turnacigil@gmail.com

EĞİTİM DURUMU

Yüksek Lisans: Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü (2010-2012)

İşletme Anabilim Dalı

Lisans: Çukurova Üniversitesi İİBF İşletme Bölümü (2008-2010)

Anadolu Üniversitesi İİBF İşletme Bölümü (2006-2008)

Lise: İbni Sina Anadolu Lisesi (2002-2006)

İŞ DURUMU

Garanti Bankası Stajyer (2010)