

**T.C.  
İstanbul Üniversitesi  
Sosyal Bilimler Enstitüsü  
İşletme Anabilim Dalı**

**Doktora Tezi**

**BİST'DE İŞLEM GÖREN GAYRİMENKUL  
YATIRIM ORTAKLIKLARININ HİSSE  
PERFORMANSLARINI ETKİLEYEN FİRMAYA  
ÖZGÜ FAKTÖRLERİN PANEL REGRESYON  
YÖNTEMİ İLE ANALİZİ**

**Mehmet Okan Ünalı  
2502110312**

**Tez Danışmanı  
Prof. Dr. Murat Kıyılar**

**İstanbul 2018**



T.C.  
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ



DOKTORA  
TEZ ONAYI

ÖĞRENCİNİN;

Adı ve Soyadı : MEHMET OKAN ÜNALDI Numarası : 2502110312  
Anabilim Dalı / Anasanat Dalı / Programı : FINANS Danışmanı : PROF.DR.MURAT KIYILAR  
Tez Savunma Tarihi : 06.08.2018 Saati : 12.00  
Tez Başlığı : BİST'DE İŞLEM GÖREN GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ HİSSE PERFORMANSLARINI ETKİLEYEN FİRMAYA ÖZGÜ FAKTÖRLERİN PANEL REGRESYON YÖNTEMİ İLE ANALİZİ.

TEZ SAVUNMA SINAVI, İÜ Lisansüstü Eğitim-Öğretim Yönetmeliği'nin 50. Maddesi uyarınca yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin **KABULÜNE** OYBİRLİĞİ / GYÇOKLUĞUYLA karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATI (KABUL / RED / DÜZELTME)
PROF.DR.MURAT KIYILAR		Kabul
PROF.DR.ALİ HEPŞEN		Kabul
PROF.DR.BELKİS SEVAL		KABUL
DOÇ.DR.SİBEL YILMAZ TÜRKMEN		Kabul
DOÇ.DR.GÜÇLÜ OKAY		Kabul

YEDEK JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATI (KABUL / RED / DÜZELTME)
PROF.DR.AHMET KÖSE		
DOÇ.DR.GÜLCAN ÇAĞIL		

## ÖZ

### BİST’DE İŞLEM GÖREN GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ HİSSE PERFORMANSLARINI ETKİLEYEN FİRMAYA ÖZGÜ FAKTÖRLERİN PANEL REGRESYON YÖNTEMİ İLE ANALİZİ

Mehmet Okan ÜNALDI

Türkiye’de 1992 yılından itibaren sermaye piyasasında faaliyete başlayan Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO)’nın temeldeki kuruluş amaçları, ülkelerin konut ihtiyacını karşılamak ve planlı yapılaşmayı sağlamaktır. GYO’lar bugün tüm dünyada hem ortaklarına gelir sağlamakta hem de ülkelerin konut ihtiyacı, planlı yapılaşma ve kaçak yapılaşma gibi sorunlarına çözüm sağlamaktadırlar. GYO’ların hisselerinin halka arzı ile küçük kaynaklar ile büyük tasarruflara ulaşılabilen, hisse ortaklarına pay aktarılabilir. Böylelikle GYO’lar özeld sermaye piyasasına genelde ülke ekonomisine katkı sağlayabilmektedirler. Ancak diğer sektörlerde olduğu gibi gayrimenkul sektöründe de GYO’ları etkileyen unsurlar ve onların faaliyet alanlarına yön veren değişkenler söz konusudur.

Bu çalışmanın amacı borsada işlem gören GYO’lar içinden işlem hacmi büyük olan 10 tanesi için finansal oranların borsa performansına etkisini panel regresyon analizi ile belirlemektir. Analiz sonucunda, özsermaye çarpanı, duran varlıklar/özsermaye ve özsermaye karlılığı değişkenleri PD/DD üzerinde istatistik anlamlı ve önemli çıkmıştır.

**Anahtar Kelimeler:** Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı, Borsa Performansı, Ekonometrik Analiz

## ABSTRACT

### AN ANALYSIS OF THE FIRM-SPECIFIC FACTORS THAT AFFECT THE SHARE PERFORMANCES OF THE REAL ESTATE INVESTMENT TRUSTS IN BIST BY THE PANEL REGRESSION METHOD

Mehmet Okan ÜNALDI

It began operating in capital markets since 1992 in Turkey Real Estate Investment Trusts (REIT) in the organization's basic objectives is to meet the housing needs of the country and to ensure the planned construction. REITs today provide income to their partners both globally and also provide solutions to the problems of countries such as housing needs, planned construction and illegal construction. With the offering of REITs' shares, large savings can be achieved with small resources and shares can be transferred to shareholders. As a result, REITs can contribute to the national economy in general, especially in the capital market. However, as in other sectors, there are also factors affecting REITs in the real estate sector, as well as variables that shape their areas of activity.

The purpose of this study is to determine the effect of financial ratios on the stock market performance of the 10 REITs with large transaction volume through panel regression analysis. As a result of the analysis, statistical significance on the PD / DD variables, equity multiplier, fixed assets / equity and equity profitability variables became significant.

**Key Words:** Real Estate Investment Trust, Stock Performance, Econometric Analysis



## ÖNSÖZ

Lisansüstü öğrenim hayatımın başından itibaren beni cesaretlendiren, Tez çalışmam süresince benden desteklerini esirgemeyen Sevgili Hocam, Prof. Dr. Murat KIYILAR'a; sabırlarından dolayı başta eşim Nagehan olmak üzere çocuklarım, Ezgi, Poyraz ve Kuzey'e, ayrıca manevi desteğini her zaman hissettiğim Annem'e teşekkür ederim.

Doktora eğitimim boyunca aldığım derslerle akademik gelişimime katkıda bulunan İstanbul Üniversitesi'nin tüm öğretim kadrosuna en içten teşekkürlerimi sunarım.

İstanbul, 2018

Mehmet Okan Ünal

## İÇİNDEKİLER

ÖZ.....	iii
ABSTRACT.....	iv
ÖNSÖZ.....	vi
TABLolar LİSTESİ.....	xiv
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xv
GİRİŞ .....	1

### BİRİNCİ BÖLÜM:

#### GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI

1.1. Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'nın Tanımı.....	3
1.2. Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'nın Türleri.....	4
1.2.1. Özvarlığa Dayalı GYO'lar.....	5
1.2.2. İpotekli GYO'lar.....	7
1.2.3. Karma GYO'lar .....	8
1.3. Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'nın Amacı .....	8
1.4. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Tarihçesi .....	10
1.4.1. ABD'de GYO'ların Tarihçesi.....	11
1.4.2. Almanya'da GYO'ların Tarihçesi.....	12
1.4.3. Türkiye'de GYO'ların Tarihçesi.....	13
1.5. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Hukuki Yapısı.....	17
1.5.1. SPK'ya Göre Hukuki Şartlar ve Kavramlar.....	17
1.5.2. GYO'ları Yeni Kuruluş ve GYO'ya Dönüştürme .....	18

1.5.2.1. Ani Usulde Kurulacak GYO.....	19
1.5.2.2. Dönüşüm Şeklinde Kurulacak GYO.....	20
1.6. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında Portföy.....	22
1.6.1. Gayrimenkul Değerlemesi .....	22

## İKİNCİ BÖLÜM:

### GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ FAALİYETLERİ

2.1. Portföy İşletmeciliği Faaliyetlerine Hakim İlkeler .....	31
2.1.1. Portföy İşletmeciliğine İlişkin Genel İlkeler.....	31
2.1.1.1 Uzman Kişiler Eliyle Yönetim İlkesi.....	31
2.1.1.1.1 Gayrimenkul Yatırım Ortaklığının Bizzat İşletmecilik Yapması.....	32
2.1.1.1.2 Kısmen Portföy Yönetimi Şirketi Aracılığıyla Yönetim .....	37
2.1.1.2 Riskin Dağıtılması İlkesi.....	39
2.1.1.3 Uzun Vadeli Portföy Yönetimi İlkesi .....	43
2.1.2. Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Tebliği'nden Kaynaklanan İlkeler .....	46
2.1.2.1 Yöneticinin Bağımsızlığı İlkesi .....	46
2.1.2.2 Portföy Çeşitlendirilmesinde Tebliğ Sınırlamaları .....	50
2.1.2.2.1 Asgari Oranda Gayrimenkule Dayalı Bir Portföy .....	51
2.1.2.2.2 Gayrimenkule Dayalı Portföyün Likit varlıklar ile Çeşitlendirilmesi .....	52
2.1.2.2.3 Likit Varlıkların Çeşitlendirilmesi .....	53
2.1.2.2.4 Yabancı Varlıklarla Portföy Çeşitlendirmesi.....	55



2.1.2.3 Portföy İşletmeciliği Faaliyetinin Devamlılığı İlkesi .....	55
2.2. Gayrimenkul Portföyü İşletmecisi Olarak Faaliyeti .....	58
2.2.1. Gayrimenkule Dayalı Haklara Yatırım .....	59
2.2.1.1 Gayrimenkule Dayalı Ayni Haklar .....	59
2.2.1.1.1 Gayrimenkul Mülkiyeti.....	61
2.2.1.1.2 Gayrimenkul Üzerinde Sınırlı Ayni Haklar.....	63
2.2.1.2 Gayrimenkule Dayalı Nispî Haklar .....	69
2.2.1.2.1 Alacak Hakları .....	69
2.2.1.2.2 Yenilik Doğurucu Haklar.....	74
2.2.2. Gayrimenkule Dayalı Projelere İlişkin Yatırım.....	75
2.3. Para ve Sermaye Piyasası Faaliyetleri .....	80
2.3.1. Para ve Sermaye Piyasasına Yatırım .....	80
2.3.1.1 Gayrimenkule İlişkin Sermaye Piyasası Araçlarına Yatırım81	
2.3.1.1.1 Menkul Kıymetleştirme Faaliyetlerine Yatırım.....	82
2.3.1.1.2 Kolektif Yatırım Kuruluşlarına Yatırım .....	85
2.3.1.2 Gayrimenkule İlişkin Olmayan Sermaye Piyasası Araçlarına Yatırım .....	88
2.3.1.2.1 Uzun Vadeli Sermaye ve Türev Piyasası Araçlarına Yatırım .....	88
2.3.1.2.2 Nakit Benzeri Kısa Vadeli Yatırımlar.....	94
2.3.2. Sermaye ve Para Piyasası Kuruluşları Aracılığıyla Finansman. 96	
2.3.2.1 Sermaye Piyasası Araçları ile Uzun Dönemli Finansman ...	98
2.3.2.1.1 Gayrimenkul Sertifikası İhracı.....	99
2.3.2.1.2 Varlığa Dayalı Menkul Kıymet İhracı ve Varlık Teminatlı Menkul Kıymet İhracı.....	102
2.3.2.2 Para Piyasası Araçları ile Finansman Sağlama .....	108

2.3.2.2.1 Borsa Para Piyasası Alım İşlemi Vasıtasıyla Finansman	108
2.3.2.2.2 Finansman Sağlamaya Yönelik Para Piyasası İşlemlerinin Sınırları	109
2.4. Sermaye Piyasası Kurulu Denetimi ve Vergilendirme	110
2.4.1. Denetimde Bağlı Olunan Esaslar	111
2.4.1.1 Sermaye Piyasası Kurulu'nun Tabi Olduğu Esaslar	112
2.4.1.1.1 Kanunilik Esası	112
2.4.1.1.2 Denetimde Önleme Amacı Gütme	113
2.4.1.2 Gayrimenkul Yatırım Ortaklığının Denetime Yardımcı Faaliyetlerinde Tabi Olduğu Esaslar	114
2.4.1.2.1 Kamunun Aydınlatılması İlkesi	115
2.4.1.2.2 Ekspertiz Raporlarıyla Bağlılık İlkesi	121
2.4.2. Sermaye Piyasası Kurulu'nun Ortaklık Üzerindeki Denetimi	127
2.4.2.1 Denetimin Niteliği	127
2.4.2.1.1 İdari Denetim	127
2.4.2.1.2 Mali Denetim	130
2.4.2.2 Denetim Sonucunda Ortaklığın Karşılaşabileceği Yaptırımlar	134
2.4.2.2.1 Tedbir Nitelikli Yaptırımlar	134
2.4.2.2.2 Cezai Nitelikli Yaptırımlar	139
2.4.3. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Vergilendirilmesi	143
2.4.3.1. Gayrimenkul Yatırım Ortaklığının Tabi Olduğu Vergiler	143
2.4.3.1.1 Katma değer vergisi	144
2.4.3.1.2. Kurumlar vergisi	145
2.4.3.1.3. Gelir vergisi	147

2.4.3.1.4. Damga vergisi .....	147
2.4.3.1.5. Emlak vergisi .....	148
2.4.3.1.6. Harçlar.....	149

### ÜÇÜNCÜ BÖLÜM:

#### GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARINDA HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIK STATÜSÜNÜN KAZANILMASI

3.1. Hisse Senedi ve Halka Arz .....	151
3.2. Performans Kavramı .....	154
3.3. Hisse Senedi Performansına Etki Eden Faktörler.....	156
3.3.1. Firma İçi Faktörler .....	156
3.3.1.1. Firmanın Mali Yapısı.....	156
3.3.1.2. Firmanın Yönetimi.....	156
3.3.1.3. Kar Payı Dağıtımı .....	156
3.3.2. Firma Dışı Faktörler.....	157
3.3.2.1. Enflasyon .....	157
3.3.2.2. Faiz Oranlarındaki Değişimler.....	157
3.3.2.3. Diğer Faktörler.....	157
3.4. Kurul Kaydının Alınması.....	157
3.5. Hisse Senetlerinin Halka Arzı.....	159
3.6. Halka Arzdan Doğan Sorumluluk.....	160
3.7. Gayrimenkul Yatırım Ortaklığının Hisse Senetlerinin Borsaya Kotasyonu .....	160
3.8. Kotasyon Başvurusu .....	162

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM:

### HİSSE SENEDİ PERFORMANSINI ÖLÇMEYE YÖNELİK YAKLAŞIMLAR

4.1. Kısa Dönem Performans Hesaplamasında Kullanılan Yaklaşımlar	163
4.2. Uzun Dönem Performans Hesaplamasında Kullanılan Yaklaşımlar	165
4.3. Hisse Senedi Performansı Ölçümünde Kullanılan Teknikler	167
4.3.1. Sharpe Oranı	167
4.3.2. $M^2$ Ölçütü	168
4.3.3. Sortino Oranı	169
4.3.4. Treynor Oranı	170
4.3.5. $T^2$ Ölçütü	171
4.3.6. Jensen Endeksi	171

## BEŞİNCİ BÖLÜM:

### MODEL VE AMPİRİK ÇALIŞMA

5.1. Literatür Taraması	173
5.1.1. GYO'ya İlişkin Literatür Taraması	173
5.1.2. Hisse Senedi Performansına İlişkin Literatür Taraması	176
5.2. Araştırmanın Amacı ve Önemi	186
5.3. Araştırmanın Yöntemi	187
5.4. Örneklem Seçimi ve Verilerin Tanıtımı	192
5.5. Analiz Sonuçları ve Yorumları	195

5.5.1. Tanımlayıcı İstatistiklere İlişkin Bilgiler .....	196
5.5.2. Panel Regresyon Analizi Sonuçları .....	196
<b>SONUÇ</b> .....	201
<b>KAYNAKÇA</b> .....	207
<b>ÖZGEÇMİŞ</b> .....	221



## TABLULAR LİSTESİ

<b>Tablo 5.1:</b> Borsada İşlem Gören Verisi Eksik Olmayan GYO Listesi .....	192
<b>Tablo 5.2:</b> Ana Kütleden Örneklem Seçimi.....	193
<b>Tablo 5.3:</b> Analizde Kullanılan Finansal Oranlar .....	195
<b>Tablo 5.4:</b> Tanımsal İstatistikler Tablosu .....	196
<b>Tablo 5.5:</b> Panel Regresyon Tahmin Yöntemi Seçim Test Sonuçları.....	197
<b>Tablo 5.6:</b> Model Tahmin Sonuçları Çıktısı .....	198
<b>Tablo 5.7:</b> Wooldridge Otokorelasyon Testi Sonuçları .....	199
<b>Tablo 5.8:</b> Greene Heteroskedasite Testi Sonuçları.....	199

## ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 2.1: Azami Düzeyde Likitte Kalmayı Amaçlayan Bir GYO'nun Portföyü.....	54
--	----



## GİRİŞ

Gayrimenkul yatırım ortaklığı (GYO), her türden gayrimenkullere finansman sağlayan ya da bir gayrimenkulün alınabilmesi için birçok küçük yatırımcının tasarruflarını bir arada toplayan anonim ortaklıktır. Bir yatırım aracı şeklinde değerlendirildiğinde GYO, gayrimenkul ve menkul kıymet yatırımlarının en iyi yönlerini birleştirip bir uzman yönetiminde bulunan portföyde gayrimenkullerin yönetilmesini sağlamaktadır. Bu şirketler getiri potansiyeli yüksek gayrimenkullere, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına, gayrimenkul projelerine ve gayrimenkule yönelik haklara yatırım yapmayı, portföyündeki gayrimenkullerden kira geliri elde etmeyi ve bu şekilde kira ve alım satım kazançları yoluyla gayrimenkullerin yüksek gelirine ulaşmayı hedeflemektedirler. GYO, gayrimenkul sektöründe gayrimenkulleri menkul kıymetleştirme ve gayrimenkul finansmanı sağlama işlevini yerine getirmektedir.

Ülkelerin ekonomisinde önemli bir yere sahip olan ve gelişmiş ekonomilerde gayrimenkul piyasalarının en önemli kurumsal yatırımcılarından olan GYO'lar, Türkiye sermaye piyasalarına 1990'lı yıllarda girebilmiştir. Türkiye sermaye piyasalarında çok uzun bir geçmişe sahip olmayan GYO'lar, özellikle 2000 ve 2001 yıllarında meydana gelen ekonomik kriz sonrasında kısmen düzelen ekonomik koşullar ve politik istikrar ile beraber önemli gelişmeler kaydetmeye başlamışlardır.

Gayrimenkul yatırımları, Türkiye gibi gelişmekte olan ekonomilerde, diğer yatırım araçlarına oranla daha az risk barındırması ve yatırımcısına uzun vadede yüksek getiri fırsatları sağlamaları gereğince sıklıkla tercih edilen yatırım araçları haline gelmişlerdir. Fakat Türkiye'deki gayrimenkul sektörü incelendiğinde, konut finansmanının ya da daha kapsamlı bir ifade ile gayrimenkul finansmanının çok küçük bir kısmının sermaye piyasaları aracılığı ile gerçekleştiği görülmektedir. Sermaye piyasalarında işlem gören diğer pek çok yatırım aracına nispeten daha az tanınmış bir yatırım aracı olan GYO'lar işlem hacmi çok genişlemeyen yapılar olarak karşımıza çıkmaktadır. Ülkemizdeki insanların tasarruflarının en büyük bölümünün gayrimenkullerden meydana geldiği dikkate alındığında inşaat sektörüne profesyoneller aracılığıyla yönetilen kurumsal sermayenin girebilmesi büyük önem



taşımaktadır. Uzun vadeli konut finansmanının uygulanabilir hale gelmesiyle sektöre kurumsal sermaye girişini sağlayan GYO'ların, yeni sermaye piyasası aracı olarak piyasalarda daha etkin bir rol oynaması öngörülmektedir.

Bu çalışmanın amacı, borsada işlem gören ve sektörde ağırlığa sahip GYO'lar için, borsa performansını etkileyen finansal oranların panel regresyon analizi yardımıyla ortaya konulmasıdır. Buradan hareketle çalışmanın birinci bölümünde GYO'ların kapsamlı tanımı yapılarak türleri açıklanmıştır. Çalışmanın ikinci bölümünde GYO'ların faaliyetlerine ilişkin genel bilgiler verilerek vergilendirme gibi konulara değinilmiştir. Çalışmanın üçüncü bölümünde GYO'ların halka arz açık anonim ortaklık statüsü kazanmaları konusu kapsamında hisse senedi ve halka arz gibi kavramlar kapsamlı olarak ele alınmıştır. Dördüncü bölümde hisse senedi performansını ölçmeye yönelik yöntemler açıklanmıştır.

Çalışmanın uygulama bölümünü oluşturan beşinci bölümde ise ilk olarak GYO ve hisse senedi performansını ölçmeye yönelik olarak yapılan literatür taramasına yer verilmiştir. Daha sonra ise borsada işlem gören GYO'lar için, borsa performansını etkileyen finansal oranların panel regresyon yardımı ile belirlenmesi için gerekli analizler yapılarak sonuçlar yorumlanmıştır.

# BİRİNCİ BÖLÜM

## GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI

### 1.1. Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'nın Tanımı

Türk Dil Kurumu'na göre, gayrimenkul kelimesinin anlamı “taşınmaz” olup Arapça kökenli “ayr” ve “men” kelimelerinden oluşmuştur. Taşınmaz kelimesinin anlamı ise ev, tarla vb. taşınamayan mülk, gayrimenkul olarak ifade edilmektedir ([http://www.tdk.gov.tr/index.php?option=com\\_gts&arama=gts&guid=TDK.GTS.5b09d573d395d0.98996217](http://www.tdk.gov.tr/index.php?option=com_gts&arama=gts&guid=TDK.GTS.5b09d573d395d0.98996217) Erişim tarihi: 04.08.2017).

Taşınmaz ise “taşınamayan bir yerden bir yere götürülmeyen” anlamına gelmekte olup teknik açıdan sınırları belirlenmiş parseller gayrimenkul olarak tanımlanmaktadır. Arazinin temelini oluşturan yer kavramı yaşamı mümkün kılan dünyanın dış yüzeyini oluşturan fiziksel maddedir. Bu sebepten yer toprak başta olmak üzere bitki örtüsünü, yeraltı ile yer üstü sularını ve madenleri kapsamaktadır (Ergin, 2013: 6).

*“Sermaye Piyasası Kanunu çerçevesinde, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından düzenlenen gayrimenkul yatırım ortaklıkları, gayrimenkullere, gayrimenkul projelerine, gayrimenkule dayalı haklara ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilen, belirli projeleri gerçekleştirmek ya da belirli bir gayrimenkule yatırım yapmak amacıyla kurulabilen ve izin verilen diğer faaliyetlerde bulunabilen, gelirleri kurumlar vergisinden istisna tutulmuş (Kurumlar Vergisi Kanunu Md. 5/1-d-4) sermaye piyasası kurumlarıdır.”* (<http://www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/409> Erişim Tarihi: 27.12.2017).

Diğer bir ifadeye göre, gayrimenkul, bir yerden bir başka yere taşınması mümkün olmayan (arsa, tarla, ev, vb.) mallardır. Bununla birlikte gayrimenkulle ilgili bazı haklarda gayrimenkulden sayılmaktadır. Geçit hakkı, üst hakkı, inşaat hakkı vb. hakları örnek olarak gösterilmektedir (Ergin, 2001: 6).

Türk Medeni Kanunu'na göre, taşınmaz mülkiyetinin konusu, arazi, tapu kütüğünde ayrı sayfaya kaydedilen bağımsız ve sürekli haklar ile kat mülkiyeti kütüğüne kayıtlı bağımsız bölümlerdir (Türk Medeni Kanunu, [http://portal.tnb.org.tr/Kanunlar/Medeni%20Kanun%20\(4721\).pdf](http://portal.tnb.org.tr/Kanunlar/Medeni%20Kanun%20(4721).pdf) , md. 704).

“Gayrimenkul, yerin üstünde, üzerinde veya altındaki tüm ilaveleriyle birlikte, görülebilen, dokunulabilen maddi bir “şey”dir. Bireysel mülkiyet en belirgin şekilde gayrimenkul mülkiyetinde ortaya çıkmaktadır. Gayrimenkul mülkiyetinin en önemli özelliği tüketilememesidir” (Ergin, 2001: 6).

Bir başka ifade de, fiziksel olarak bir arsa ve arazi üzerine inşa edilmiş olan gayrimenkul içinde oturulabilen konutlar (ev) ile içinde oturulamayan (alışveriş merkezi, fabrika, hastane, arazi, tarla ibadethane vb.) yapılar olarak iki gruba ayrılmaktadır (Egenhofer ve Frank, 1992: 15-18).

Yukarıdaki tanımlardan gayrimenkulün bir yerden başka bir yere taşınamayan taşınmaz mallar olduğu ve taşınmaz mülkiyetin kapsamında olduğu anlaşılmaktadır.

## **1.2. Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'nın Türleri**

GYO'lar, GYO'nun tanımı çerçevesinde üç ana türde kurulabilmektedirler (Çolak ve Alıcı, 2001: 36);

- Belirli bir projeyi ( alışveriş merkezi gibi) gerçekleştirmek amacıyla süreli; belirli bir projeyi gerçekleştirmek için kurulmuş olan GYO'lar, projelerini tamamladıktan sonra ya sonlanırlar ya da diğer iki türe dönüşebilmektedirler. Diğer türlere dönüşümde esas sözleşmesinin değişmesi gerekmektedir.
- Belirli alanlarda (turizm, sağlık, konut gibi) yatırım yapmak amacıyla süreli veya süresiz; bu türdeki ortaklıklar belirli bir projede yatırım yapmak için kurulmuşlardır. Proje ile elde edilen gelirden fayda sağlandıktan sonra ya sonlanır ya da süresiz olarak devam edebilmektedirler.

- Amaçlarında bir sınırlama olmaksızın süreli veya süresiz. Diğer ki türden farklı olarak bu türdeki GYO'nun kuruluşunun amacında bir sınırlama yoktur. Herhangi bir alanda bir proje belirlenmesine gerek olmadan ve amaçlarında bir sınırlamaya gidilmeden geniş kapsamlı olarak kurulabilmektedirler.

GYO sürelerine, kuruluş amaçlarına ve faaliyet alanlarına göre de sınıflandırılmaktadır. Bu sınıflandırma şu şekildedir (Alp ve Yılmaz, 2004: 5);

- Belirli Süreli Ortaklıklar,
- Sınırsız Süreli Ortaklıklar,
- Genel Amaçlı Ortaklıklar,
- Belirli Bir Yatırım Alanına Odaklanmış Ortaklıklar,
- Tek Bir Projeyi Gerçekleştirmeye Yönelik Kurulmuş Ortaklıklardır.

Bu üç ana türdeki GYO'nun her biri yukarıdaki bölümlerde de ifade edildiği gibi Ani Usul veya Dönüşüm Yolu ile kurulmaktadır.

GYO yatırım alan ve amaçlarına göre üç türde olabilmektedir. Bunlar (Çolak ve Alıcı, 2001: 12);

- Özvarlığa dayalı GYO'lar,
- İpotekli GYO'lar,
- Karma GYO'lardır.

### **1.2.1. Özvarlığa Dayalı GYO'lar**

Öz varlığa dayalı menkul kıymetler 1992'de kanunda yer edinmiştir ve aynı sene içinde Kurul tarafınca düzenleme getirilmiştir. (Şahin, 2010: 24) Öz varlığa dayalı GYO'lar genellikle, içeriği tam anlamıyla ifade edilmemiş ortaklıklar şeklinde örgütlemiştir. Bu durum demek oluyor ki; intifa hakkı sahipleri, belirsiz kar paylarına yatırım yapmak açısından bir araya gelmişlerdir. (Akçay, 1999: 4) Bu yatırımcıların, portföylerinde bulunan gayrimenkullerin mülkiyetleri genellikle kendilerine aittir. Bununla birlikte finansman gereksinimleri, kendi öz kaynakları ve sermaye piyasası

aracılığı ile ihraç ettikleri hisse senetleriyle kazandıkları mevduatlar tarafından karşılanmaktadır.

GYO yatırımcılarının bütün GYO getirilerinin çok büyük bir bölümü kira geliriyle kazanılmaktadır. Bu yatırımcılar, genellikle yatırımlarını gayrimenkule yönelik proje ya da doğrudan gayrimenkule yapmaktadırlar. 1975 ile 1995 seneleri arasında geçen dönem, bu yatırımcılar için oldukça parlak geçmiştir. Söz konusu yıllar arasında öz varlığa dayalı GYO'ların performansları "Standart & Poors 500 Dow Jones sınai endeksi", hisse senedi, tahvil ve Amerika Birleşik Devletleri (ABD)'nde işletmelerin direkt olarak yaptıkları gayrimenkul yatırımlarının ölçülmesini sağlayan "Frank Russel endeksi" ile birlikte değerlendirilmiştir. ABD'de öz varlığa dayalı GYO'ların toplam payı, GYO piyasasında %84,1'lik bir orana sahiptir. Dolayısıyla yatırımcılar açısından oldukça cazip görülmüştür (Susar, 2004: 25).

Özvarlığa dayalı GYO'da doğrudan gayrimenkule yatırım yapılmaktadır. Bu ortaklık türünde genellikle kira gelirinin sağlanabileceği gayrimenkullere yatırım yapılmakta ve böylelikle süresiz bir şekilde nakit akışı sağlanarak temettü geliri olarak yatırımcılara dağıtılmaktadır. Bununla birlikte özvarlığa dayalı GYO, her türlü gayrimenkulün alım ve satış faaliyetlerinde de bulunabilmektedirler. Alımı yapılan gayrimenkulün satışını yapan kişilere kiralanması ile vergi avantajı sağlanabilmektedir. Ayrıca satın alınan gayrimenkulün arsa olması durumunda, arsayı satan kişiye arsanın kiralanması ile arsa üzerine kurulabilecek konutların finansmanı da sağlanmış olmaktadır (Teker, 2000: 60-61).

Öz varlığa dayalı GYO'larının yatırım yaptıkları alanlar genellikle, endüstri ve ofis; alışveriş merkezleri; konut, otel; hastane veya sağlık hizmetleri; depo, ambar yatırımları; hapisane, tiyatro ve golf sahaları vb. gibi sıralanmaktadır (Brueggeman ve Fisher, 2005: 584).

Özvarlığa dayalı GYO'lar örgütlenme şekline göre, yönetim yapıları açısından gelir getiren yönetim şirketleri olarak da değerlendirilmektedir. Bu GYO'lar, geniş bir faaliyet alanına sahip olmalarından dolayı, leasing yapmakta, mülkiyet ve kiralama hizmetlerinin gelişimini de sağlamaktadırlar (Şarkaya, 2007: 179-180).

Öz varlığa dayalı GYO, uzman ve profesyonel yönetim yapısı ile birçok alternatifi olan gayrimenkul portföyüne yatırım yapmayı ve organize piyasalarda ticareti yapılan hisse senedi ve çeşitli menkul kıymetlere yatırım yaparak likidite sağlamakta faydalı bir yatırım ortaklığı türüdür (Brueggeman ve Fisher, 2005: 585).

### 1.2.2. İpotekli GYO'lar

Ülkemizde “mortgage” ya da “ipotek” şeklinde adlandırılmakta olan ipoteğe ilişkin ortaklık, “uzun vadede kira öder gibi gayrimenkul sahibi olma biçimi” şeklinde ifade edilmektedir. Gayrimenkul projelerine yatırım yapmayı arzu eden tasarruf sahipleriyle yatırımcıları bir arada buluşturarak konut gereksinimlerini en uygun biçimde ve bütün kesimlerin gereksinimlerini karşılayabilecek uzun vadedi gayrimenkul sahibi olma sistemi olarak tanımlanmaktadır (Doğan, Üngüren ve Yelgen, 2010: 84).

İpoteğe dayalı GYO'ların getiri sağladıkları ana alan; gayrimenkul sahiplerine borç para verip vermiş oldukları borçların karşılığında kazandıkları faiz getirisidir. İpotekli GYO'lar, gayrimenkullerin sahipleri değildir. Dolayısıyla bu özelliğiyle, yukarıda açıklanan öz varlığa dayalı GYO'lardan ayrılmaktadırlar. Her ne kadar yatırımcılar öz varlığa dayalı GYO'ları tercih ediyor olsalar da ipoteğe dayalı GYO'ların getirisi, öz varlığa dayalı GYO'lardan daha fazla olmaktadır.

İpotekli GYO'ların temel faaliyet yöntemleri, gayrimenkul sahiplerine borç vererek bunun karşılığında faiz geliri kazanılmasına dayanmaktadır. İpoteğe dayalı GYO'lar gayrimenkullerin sahibi değildirler. Bu tür GYO'ların temel yatırım alanı, İpoteğe dayalı menkul kıymetler (mortgage backed securities)'dir. İpotekli GYO'lar, öz varlığa dayalı GYO'lardan daha yüksek kar payı elde etmektedirler (Mert, 2012: 43).

“İpotekli GYO'lar, gayrimenkul sahiplerini ve yöneticilerini doğrudan kredilendiren, ipoteğe dayalı menkul kıymet yatırımlarıyla da dolaylı olarak ipotek kredilerinin genişlemesini sağlayan GYO türüdür. Faiz oranı riskini, menkul kıymetleştirilmiş ipotek yatırımları ve dinamik hedging teknikleri ile etkin olarak yönetmektedir” (Şarkaya, 2007: 179-180).

### 1.2.3. Karma GYO'lar

Karma GYO'lar bir yandan gayrimenkullere ya da gayrimenkul projelerine yatırım gerçekleştirirken, öte yandan da gayrimenkullere dayalı araçlara yatırım yapan ortaklıklardır (Çolak ve Alıcı, 2001: 12). “Karma GYO'lar, kendi mal ve mülklerini yönetirken aynı zamanda gayrimenkul sahiplerine ve yöneticilerine de kredi veren GYO türüdür” (Şarkaya, 2007: 180). Karma GYO'lar, adından da anlaşılacağı üzere hem gayrimenkullere, hem gayrimenkul araçlarına hem de gayrimenkul projelerine yatırım yapmaktadırlar (Mert, 2012: 45). Faaliyetleri bakımından diğer GYO şirketlerinden daha farklı şekilde işleyiş göstermekle beraber sıklıkla karşımıza çıkan bir GYO türü olmamaktadır.

### 1.3. Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'nın Amacı

Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO)'na ilişkin tebliğinde, GYO'ları; “gayrimenkullere, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına, gayrimenkul projelerine, gayrimenkule dayalı haklara ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilen, belirli projeleri gerçekleştirmek üzere adi ortaklık kurabilen ve Tebliğ'de izin verilen diğer faaliyetlerde bulunabilen sermaye piyasası kurumları” olarak tanımlamıştır. Faaliyet alanına göre, GYO'lar, SPK tarafından düzenlenen ve gayrimenkullere dayalı projelere ve gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmak suretiyle faaliyet gösteren özel portföy yönetim şirketleri olarak tanımlanmaktadır (Gültekin, 2008: 21).

GYO'ların görev kapsamına yönelik olarak yapılmış bir tanıma göre; “GYO'lar, ortaklık portföyünü yöneten, gerektiğinde portföylerde değişiklik yapan, portföyü çeşitlendirerek yatırım riskini azaltan, gayrimenkuller ve gayrimenkule dayalı araçlardaki gelişmeleri izleyerek portföy yönetimini devam ettiren, portföyün değerini korumak için gerekli önlemleri alınması için faaliyette bulunan kuruluşlardır” (Tuncel, 1997: 9-10).

GYO'lar sadece gayrimenkule dayalı portföy işletmeciliği kapsamında faaliyet gösterebilmektedirler. GYO'ların sadece gayrimenkule dayalı portföy işletmeciliği faaliyeti yürütmelerine izin verilmiştir. SPK'nın belirtilen faaliyet alanları gereği, GYO'lar inşaat yapamaz, makine, ekipman, personel( inşaat işçisi)

bulunduramazlar. Ancak GYO'lar inşaatını başka şirketin gerçekleştirdiği projelere finansman sağlarlar (Gökçe, 1998: 7).

Diğer yatırım fonları gibi GYO'lar da küçük yatırımcıların az miktardaki yatırımları ile katılabilecekleri organizasyonlardır. Yatırımcılardan toplanan paralar bir havuz şekline getirilerek gayrimenkul ve ticari ipoteklere yatırım yapılmaktadır. GYO'lar ellerinde bulundurdukları gayrimenkullerden elde ettikleri kira, faiz gibi gelirleri, ortaklarına aktarmaktadırlar. GYO'ların çoğunluğu hisse senedi borsalarında işlem görmektedirler. Gayrimenkul yatırımları konusunda uzman kişiler tarafından GYO portföyü oluşturulmaktadır (Teker, 2000: 59).

Hisselerinin bir kısmı halka açık olan GYO, gayrimenkul yatırımlarının en temel dezavantajı olan likidite problemini ortadan kaldırmakta ve aynı zamanda bireysel ve kurumsal yatırımcılarının tasarruflarını ortak bir havuzda bir araya getirerek yüksek gelir elde edebilecekleri büyük gayrimenkul projelerinin gerçekleştirilmesini sağlamaktadır (Gültekin, 2008: 21).

Ayrıca dünyada yatırım alternatifleri içinde en tercih edilebilir olanı gayrimenkul yatırımları olarak değerlendirilmektedir. Bu bağlamda GYO, gayrimenkul yatırımları tek bir yatırımcının katılamayacağı kadar yüksek sermaye gerektirmesi nedeniyle her hangi bir yatırımcının az miktarda gayrimenkule yatırım yapabileceği mali araçlardandır (Gökçe, 1998: 5).

Yukarıda yapılmış olan tanımlamalardan da yola çıkarak GYO'ların amacının getiri potansiyeli yüksek gayrimenkullere ve gayrimenkule dayalı projelere yatırım yapmak, portföyünde bulunan gayrimenkullerden kira getirisi elde etmek ve alım satım kazançları yolu ile gayrimenkullerin rantına ulaşmak şeklinde belirtilebilir. Kısaca GYO'ların, her türlü gayrimenkul yatırımına finansman kaynağı temin etmek veya elde edilmek istenen bir gayrimenkul için pek çok yatırımcının sermayesini bir araya getirerek bir portföyde toplayarak yatırım yapmak amacıyla kurulmuş anonim şirketler olarak ifade edilebilir (Çolak ve Alıcı, 2001: 35).

GYO'ların temel hedefi; "getirisi yüksek olan gayrimenkullere, gayrimenkule dayalı projelere yatırım yapmak, portföydeki gayrimenkullerden kira



geliri ve alım satım kazancı elde etmektir” (<http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/16/2>, Erişim Tarihi: 30.07.2017).

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının amaçlarının temelinde;

-Portföyünü ortaklığı oluşturmak ve yönetmek

-Gerektiğinde portföy işlemlerinde revizeler yapmak

-Portföyü çeşitlendirerek yatırım riskini azaltmak

-Portföy değerinin korunmasına ve artırılmasına ilişkin birtakım araştırmalar gerçekleştirmek (Özkul, 2001: 27) ve

-Gayrimenkul alım-satım kazançları sağlamak, şeklinde sıralanabilir.

GYO'nun hisse senetlerine yatırım yapan yatırımcılar, gayrimenkullerin kazançlarından yararlanmış olacaklardır. Bununla birlikte GYO'lar, portföyünde bulunan gayrimenkullerin alım-satım işlemlerinde kazanılan getirileri yılsonunda yatırımcılarına temettü şeklinde dağıtabilmektedirler. GYO'lara hisse almak suretiyle yatırım yapan kişiler açısından elde edilen başka bir fayda ise, yatırım yaptığı hisselerin işlem gördüğü dönem boyunca değerinin yükselmesidir (Oy ve Güngöler, 2010: 48).

#### **1.4. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Tarihçesi**

Tarihsel olarak GYO'nun ilk defa başlaması 1769 yılında Prusya'da Büyük Frederich tarafından resmi olarak yayımlanan yazılı belgeye (emirname) dayandırılmıştır. Bu belge ile arazi sahiplerinin bir araya gelerek GYO kurmaları sağlanmış ve bu ortaklıkların, ortaklarına verdikleri gayrimenkullerin değerini temsil eden senetlerin sermayedarlara verilmesi yoluyla kredi elde edilmesi sağlanmıştır. GYO'lara vade tarihinde ana para ve faizleri senet alacaklılarına ödeme yükümlülüğü getirilmiştir (Gökçe, 1998: 1-2).

GYO'lar 1960 yılında Amerika Birleşik Devletleri'nde ulusal bir kongrede alınan karar ile yatırım amacıyla kurulmuşlardır. Daha sonra diğer ülkelerde GYO'ları faaliyete başlanmışlardır. Türkiye'de GYO'lar, ilk olarak 1992 yılında Sermaye

Piyasası Kanunu'nda yapılan değişiklik ile Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından 1995 yılında yayınlanan “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği” ile mevzuatta yerini almıştır (Mert, 2012: 1).

GYO'lar, 1970 yılından itibaren diğer ülkelerde güvenli istikrarlı bir yatırım aracı olarak günümüzdeki haline gelmiş ve gayrimenkul piyasalarında tercih edilebilir bir portföy şirketi olarak günümüzde faaliyet göstermektedirler.

#### **1.4.1. ABD'de GYO'ların Tarihçesi**

ABD'de hüküm sürmekte olan hukuk sistemi “Common Law” ismiyle iş ortaklıkları, 19. yy.'da birtakım yatırım faaliyetlerinde kullanılmıştır. Daha sonra gelişen gayrimenkul sektörenden getiri elde etmek açısından “The Massachusetts Trust” ismiyle ilk örgütlenmeler görülmeye başlanmıştır (Kaçira, 2009: 143). Gayrimenkul yatırımlarından ortaya çıkan kaynakları, varlıkları ve zaman içinde kazanacakları getirileri karşılık göstermek, borçlanma senedi ihraç etmelerine yönelik düzenlemeler kapsamında pek çok sektöre yatırım yapan işletmeler ve bireysel yatırımcıların, GYO aracılığı ile gayrimenkul projelerine, sermaye piyasası işlemleri aracılığı ile yatırım yapabilmelerine imkan sağlanmış ve bunun sayesinde sektörün de kaynak ihtiyacı karşılanmıştır (Doğan, Üngüren ve Yelgen, 2010: 85). ABD'de, GYO'lar ilk olarak Massachusetts Eyaleti'nde, anonim şirketlerin gayrimenkul almalarını sınırlandıran eyalet yasalarına karşı tepki göstermek için meydana gelmiştir. Bununla birlikte yatırımcıların, getiri sağlayan gayrimenkullere yatırım yapmalarına imkan verilebilmesi amacıyla kurulmuşlardır.

İlk kez ABD'de örgütlenmeye başlayan GYO'ların kuruluşu ve yapısal şekilleri, dünyanın birçok ülkesinde aynı biçimdedir (Mert, 2012: 47). ABD'de, GYO piyasasının en parlak büyüme dönemi 1960'ların ilk yarısında gözlenmiştir. Söz konusu büyümenin temelinde ise ipoteğe dayalı GYO'ların yaygınlaşması yatmaktadır. İlerleyen yıllarda, dönemin ABD Başkanı Eisenhower tarafından kongreye davet edilerek kabul gören bu yeni kuruluşlar, gayrimenkule ilişkin gelişmeleri teşvik etmek açısından birtakım avantajlar sağlamıştır ve kamuoyu tarafından da bu yeniliklere olumlu tepkiler gelmiştir. Fakat GYO'ların 1973-1974

yıllarında gerçekleşen krizde başarısız olmalarıyla, piyasalardaki ilgileri de büyük ölçüde kaybedilmiştir (Akçay, 1999: 14).

#### **1.4.2. Almanya’da GYO’ların Tarihçesi**

GYO’ların Kıta Avrupası’nda gösterdikleri gelişmeler incelendiğinde, Birinci Dünya Savaşı sonrasında sanayide güç kazanma gayreti içinde olan Almanya’nın gereksinim duyduğu ve dış borç ile karşılamak istemediği büyük sermayeyi sağlayabilmek açısından GYO’lardan faydalanmak istediği görülmektedir. ABD ve İngiltere’de görülen başarılı uygulamalarda örnek alınarak oluşturulan ilk yatırım ortaklığı, 1923 senesinde sermaye birliği biçiminde ortaya çıkmıştır. Bu oluşumun ortaya çıkmasında da temel hedef, aynı ABD’de GYO’ların oluşturulmasında olduğu gibi Kurumlar Vergisi’nden kaçmak olarak değerlendirilmektedir (Susar, 2004).

GYO’lar, Almanya finans piyasaları içerisinde önemli bir yere sahip olması ve gelişmekte olan bir yapı olması nedeniyle yeni bir düzenlemeye gereksinim duymuş ve “Yatırım Ortaklıkları Kanunu” ile birlikte önemli düzenlemeler getirilmiştir. Getirilen düzenlemeye göre ise, GYO’lar, anonim ortaklık veya limitet ortaklık şeklinde kurulabilecek ve portföylerinde menkul veya gayrimenkul değerlere sahip olabileceklerdir. Bu değerde oluşan portföy, ortaklık adına ve yatırımcılar hesabına riskin dağıtılması ilkesiyle yönetilecek ve bu güvenilir olan yönetici ortaklığa bırakılacaktır. Yönetici ortaklığın görevi; riskin dağıtılması ilkesini de göz önünde bulundurarak, gelir elde etme amacına uygun olarak, kazançlı yatırımlar yapmak, gelir getiren bir portföy oluşturmak ve bu portföyü işletmektir. Ortaklığın malvarlığı ise portföyden tamamen bağımsızdır. Bağımsızlıkla amaçlanan, ortaklığın ekonomik olarak zarar görmesinden yatırımcıların etkilenmesini engellenmektir.

Almanya’da kurulan GYO’ların ilginç ve farklılık gösteren bir başka tarafı da, portföyü yöneten ortaklık ile birlikte bir de portföy bankasının bulundurulmasıdır. Güçlü bir devlet bankası şeklinde çalışması gereken bu banka, portföyün denetlemesini gerçekleştirmekte ve bütün yatırım işlemleri için bankanın onayını almak gerekmektedir.

Almanya’da bulunan GYO’lar portföylerindeki gayrimenkullerin en az yılda bir defa değerlemesini gerçekleştirecek bağımsız bir bilirkişi kuruluna sahip olmak zorundadırlar. Söz konusu kurul, gayrimenkullerin alım ve devirler işlemlerinin değerlemesini yapmakla yükümlüdür (Kaçira, 2009).

### **1.4.3. Türkiye’de GYO’ların Tarihçesi**

Türkiye’de gayrimenkul piyasasında finansmanın sağlanmasında, mali piyasanın etkisinin az olduğu görülmektedir. Bunun nedeni ise gayrimenkul piyasasında bir kurumsallaşmanın olmaması ve ülkede daha çok konut finansmanın hane bireyleri tarafından, kooperatifler tarafından sağlanıyor olmasıdır. Bu durum da kayıt dışılık ve çarpık kentleşmeye neden olmaktadır. Ancak GYO gayrimenkul piyasasında kurumsallaşma sağlayan önemli bir yapılaşmadır. GYO ile gayrimenkul piyasasında kurumsallaşma sağlanırken aynı zamanda da çarpık kentleşmenin önüne geçilebilmesi mümkün hale gelmiştir (Çolak ve Alıcı, 2001: 1). Ancak kooperatifleşme 2000’li yıllardan itibaren azalış göstermiş, bunun yerine kurumsal firmaların konut üretimleri artış göstererek, konut piyasasındaki yerini artırmıştır.

Yeni milenyum ile birlikte markalı konut üretimi ve satış ağırlık kazanmıştır. Özellikle büyük şehirlerde, başta İstanbul olmak üzere, Ankara, İzmir, Bursa, Denizli gibi illerimizde, görece olarak daha büyük konut projeleri yapılmış, Emlak GYO ve TOKİ gibi kurumların “Arsa satışı hasıla paylaşımı” modeli ile arsa bedellerinin, konutların tamamlanmalarından sonra elde edecekleri değer artışlarından da pay almalarını sağlamıştır.

Türkiye’de GYO’lar ilk olarak 1992 senesinde Sermaye Piyasası Kanunu (SPK) ve Vergi Kanunu’ndaki düzenlemelerle birlikte kurulmaya başlanmıştır. SPK’ya dayanarak ve yine bu kanunda bulunan maddelere paralel olarak Türkiye’de ilk olarak yatırım ortaklıkları ile ilgili düzenlemeler gerçekleştirilmiştir. 07.1992 tarih ve 21301 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren Seri: VI No:4 sayılı “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği’nin birinci maddesinde bu tebliğin kapsamı belirlenirken, gayrimenkul yatırım ortaklıkları hariç denilerek, GYO kapsam dışı bırakılmıştır. GYO kapsam dışı bırakılmasına rağmen yine de böylece mevzuatta yerini almıştır”. GYO ile ayrıntılı düzenleme ilk olarak 22.07.1995

tarikh ve 22351 Sayılı Resmi Gazete’de yayınlanan “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği” ile yapılmıştır. Bu tebliğe ek olarak 1996 yılında yeni bir tebliğ yayınlanmıştır. Bu tebliğler ile GYO’ların kuruluş, amaç ve faaliyetlerine ilişkin ayrıntılı bilgiler belirlenmiştir (Çolak ve Alıcı, 2001: 34-35).

1998 yılının Kasım ayında aynı isimle çıkarılan tebliğ ile önceki tebliğ yürürlükten kaldırılmıştır. Önceki tebliğin yürürlükten kaldırılmasının amacı, “GYO’ların daha yaygın hale getirilmesi ve o güne kadar karşılaştıkları mevzuat sorunlarının giderilmesi bu ortaklıkların yatırım imkanlarının genişletilmesi, gelişmiş ülkelerdeki düzenlemelerin yapılabilmek için sağlanması, ortaklık yöneticilerinin performanslarının artırılması ve yatırımcılara daha fazla ve daha doğru bilgi akışının sağlanmasıdır” (Çolak ve Alıcı, 2001: 34-35).

ABD’deki National Association of Real Estate Investment Trusts (NAREIT)’e benzer ulusal bir dernek, ilk defa 1999 yılında kurulmuştur. 1999 yılında GYO’ları temsilcilerinin bir araya gelmesiyle Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Derneği (GYODER) kurulmuştur. Ayrıca GYODER uluslararası da platform oluşturan sektörel bir kuruluştur. Derneğin ismi 2013 yılında bünyesine gayrimenkul sektörünü de almak amacıyla değişmiş ve “Gayrimenkul ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Derneği” olmuştur. 2013 yılında 48 üyesi olan GYODER’in amaç ve hedefleri şu şekilde ifade edilmektedir (<http://www.gyoder.org.tr/amac/>, Erişim Tarihi: 18.11.2017);

“Gayrimenkul sektörünün gelişimi için çözümler üretmek ve sektörün kurumsallaşmasını hızlandırmak, Türk Gayrimenkul sektörünün yurtdışına açılan penceresi olmak ve uluslararası platformlarda Türkiye’yi temsil etmek, dış piyasalarda etkinliğimizin artırılması için ihtiyaç duyulan koordinasyonu sağlamak, Sektörün tüm alt bileşenleri ile ilgili konularda standartlar oluşturmak, Gayrimenkul sektörü ile ilgili düzenlemelerin dizayn edilmesinde etkin rol oynamak, Şehirleşme sürecinde çağdaş ve uygar kent unsurlarının oluşmasına katkıda bulunmak, Yerli ve yabancı özel ve resmi kuruluşlar, ticaret ve sanayi odaları, borsalar, meslek kuruluşları, vakıf, dernek, birlikler ile sinerjik işbirliği ve işbölümü ortamları oluşturmak, Sektörde iletişim ve bilgi alışverişini arttırmak ve koordinasyon sağlamak, Sektörün ihtiyaç duyduğu veri

sistemini ve ileri düzey veri havuzunu oluşturmak, güncellemek ve sektörle paylaşmaktır”. Türkiye’de bugün halka açık 34 GYO vardır. Bunlar (<http://www.gyoder.org.tr/gyolarin-listesi/>, Erişim Tarihi: 28.04.2018):

“Akfen Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.; Akiş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.; Akmerkez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.; Alarko Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.; Ata Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.; Atakule Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.; Avrasya Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.; Deniz Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.; Doğuş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.; Emlak Konut Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.; Halk Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.; İdealist Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.; İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.; Kiler Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ; Körfez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.; Martı Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.; Mistral Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş., Nurol Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.; Özak Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ; Özderici Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.; Panora Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.; Peker Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş., Pera Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.; Reysaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.; Saf Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.; Servet Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.; Sinpaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.; Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.; Trend Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş., TSKB Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.; Vakıf Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.; Yapı Kredi Koray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.; Yeni Gimat Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.; Yeşil Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.” dir.

Bu Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarından, Saf GYO A.Ş., Körfez GYO A.Ş. ve İdealist GYO A.Ş. BIST de işlem görmemektedir. Kalan 31 GYO, BIST’ de işlem gören şirketlerdir.

Türkiye’de GYO “portföy değerleri 2011 Aralık ayından 2014 Haziran ayına kadar %56 büyüme kaydetmiş sayıları ise yaklaşık %35 artış” göstermiştir. Piyasa değerlerine göre sıralandığında Emlak Konut GYO A.Ş. ilk sırayı alırken bunu Torunlar GYO, Doğuş GYO, Saf GYO, İş GYO ve Halk GYO izlemektedir” (GYODER, 2014: 32-33).

17 Haziran 2003 tarihinde yürürlüğe giren 4875 sayılı “Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu” ile yabancı yatırımcıların Türkiye’de yatırım yapmalarının önü açılmıştır. Bu Kanun ile “doğrudan yabancı yatırımların özendirilmesine, yabancı yatırımcıların haklarının korunması ile yatırım ve yatırımcı tanımlarında uluslararası standartlara uyulmasına, doğrudan yabancı yatırımların gerçekleştirilmesinde izin ve onay sisteminin bilgilendirme sistemine dönüştürülmesine ve tespit edilen politikalar yoluyla doğrudan yabancı yatırımların artırılmasına ilişkin esasları düzenlemek” amaçlanmıştır (Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu, <http://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.4875.pdf>, md. 1, Erişim Tarihi: 12.08.2017).

4875 sayılı kanundaki düzenlemelerden sonra 2004 yılından itibaren Türkiye’ye yabancı yatırımlarında önemli artışlar olmuştur. Ekonomik koşullardaki düzenlemeler ve likidite oranındaki artışla ülkeye giren yabancı yatırımcıda artış olmuştur. Doğrudan yatırım girişlerindeki en önemli yatırım Avrupa bölgesinden gerçekleşmiştir. 2012 yılında yabancılara gayrimenkul satışı mütekabiliyet yasasının çıkarılması ile yılın sonlarına doğru artmaya başlamıştır. 2012 yılında yabancılara gayrimenkul satışı %30,9 artarak 2,64 milyar dolara yükselmiştir. Yabancı doğrudan sermaye yatırımları ise 2012 yılının sonlarına doğru azalmıştır. 2013 yılının başlarında ise yabancılara portföy yatırımlarında artışla birlikte 2013 Şubat ayı sonunda portföy yatırımları 154,1 milyar dolar olmuştur (Kızılot ve Taş, 2013: 84).

2013 yılında Avrupa bölgesindeki ekonomik sorunlardan dolayı Türkiye’ye gelen doğrudan yatırımlarda düşüş yaşanmıştır. Ancak, “2013 yılının ilk 8 ayında 1,764 milyon Dolar yapılmış olan doğrudan yabancı yatırımlar 2014 yılının ilk 8 ayında %64,7 oranında artarak 2,906 milyon Dolar’a çıkmıştır. 2014 yılı Ocak-Ağustos döneminde en çok ihracat yapılan beş ülke sırasıyla; Almanya, Irak, İngiltere, İtalya ve Fransa, en çok ithalat yapılan ilk beş ülke Rusya Federasyonu, Çin, Almanya, A.B.D. ve İtalya olarak sıralanmaktadır” (Ergin, 2013: 14).

## 1.5. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Hukuki Yapısı

### 1.5.1. SPK'ya Göre Hukuki Şartlar ve Kavramlar

GYO şeklinde kurulan ya da esas sözleşme tadili yolu ile GYO'ya dönüşen ortaklıkların paylarını halka arz yolu ile satabilmek açısından kuruluşların ya da esas sözleşme değişikliklerinin, ticaret siciline tescilini takip eden 3 ay içerisinde faaliyetlerinin gerçekleştirilebilmesi açısından gereken yer, donanım ve personeli temin etmeleri ve işletmeyi kurmaları, GYO şeklinde oluşturulan ortaklıkların genel müdürünün atanmasına ve portföye dahil edilecek varlıklara yönelik taahhütlerini yerine getirmeleri, şekli ve esasları Kurul tarafından belirlenecek halka arz başvuru formunu ve formda ifade edilen belgelerini tamamlayarak çıkarılmış sermayelerinin en az %25'ini oluşturan paylarının halka arzına yönelik izahnamenin onaylanması talebiyle Kurul'a başvurmaları gereklidir (<http://www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/409> Erişim Tarihi: 27.12.2017).

*Esas sözleşme*, ortaklığın kurulmasına yönelik olarak Türk Ticaret Kanunu (TTK) ve SPK mevzuatı kapsamında düzenlenen ve ortaklığın ticari unvanı, hedefi ve faaliyet alanı, süresi, yetkili organları şeklindeki hususları kapsayan bir belgedir. Şirket, esas sözleşmenin tescil edilmesiyle birlikte tüzel kişilik kazanmaktadır.

*İzahname*, halka arz sonrasında şirket paylarından satın alma yoluyla şirketle ortaklık kuracak yatırımcılar için; şirketin hedefi, süresi, ticari unvanı, tescil tarihi ve numarası, halka arz edilecek payların tutarı ve oranı, şirketin faaliyet ve yatırımları, şirketin finansal tabloları, imtiyazlı paylar gibi hususlarda açıklayıcı bilgiler sunmayı hedefleyen bir kamuyu aydınlatma aracıdır.

*Sirküler*, şirket paylarının satın alınması yoluyla şirketle ortaklık kuracak olan yatırımcıların, halka arza çağrılması amacı ile yayınlanan bir bildiridir. İzahname ve sirküler, başvuru alanlarında yatırımcıların incelemelerine açık tutulmaktadır ve bununla birlikte, Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) ([www.kap.gov.tr](http://www.kap.gov.tr)) ile şirketlerin resmi internet sitelerinde de yayınlanmaktadır.



**Finansal tablolar,** GYO'lar SPK'nın finansal raporlama ile ilgili düzenlemeleri kapsamında, bütün finansal tablolarını hazırlarlar ve kamuoyuna sunarlar.

**Yönetim kurulu faaliyet raporları;** GYO'lar, 3'er aylık dönemler itibariyle yönetim kurulu faaliyet raporlarını düzenlemekle yükümlüdürler. Söz konusu raporlarda en az, "portföyde yer alan varlıklara ilişkin olarak hazırlanan değerlendirme raporlarının özetine, son üç aylık döneme ilişkin gelişmelerin özetine, projelere ilişkin mevcut durum, tamamlanma oranı ve süresi, öngörülerin gerçekleşme durumu, sorunlar gibi ilave açıklamalara, portföyde yer alan varlıklardan kiraya verilenler ile ilgili ayrıntılı bilgilere, ortaklığın ilgili hesap dönemine ait karşılaştırmalı finansal tablolarına ve portföy sınırlamalarının kontrolüne" yönelik bilgilerin bulunması gerekmektedir. Yönetim kurulu faaliyet raporları, kurulun finansal raporlama ile ilgili düzenlemelerinde ifade edilen süre içerisinde kamuoyuna sunulur. Bu raporlar, aynı zamanda ortaklık merkezlerinde ve şirketin resmi internet sitesinde de yatırımcıların incelemeleri açısından bulundurulmaktadır. Bununla birlikte arzu etmeleri durumunda, -masrafları ortaklar tarafından karşılanmak üzere- ortaklara da gönderilebilir. Yönetim kurulu faaliyet raporları, en az 10 yıl süre ile ortaklıkların nezdinde saklanmaktadır (<http://www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/409> Erişim Tarihi: 27.12.2017).

### **1.5.2. GYO'ları Yeni Kuruluş ve GYO'ya Dönüştürme**

GYO'ların kuruluşuna yönelik esaslar 8 Kasım 1998 tarihli, 23517 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri: VI No:11 sayılı "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği" ile birlikte belirlenmiştir. Tebliğin "Kuruluş ve Dönüşüme İlişkin Esaslar" başlık ikinci bölümünün 5. Maddesine göre GYO'lar; "Bir amaç için yani bir projenin yapımını üstlenmek için kurulabilirler ve belirtilen proje bitirildikten sonra amacını gerçekleştirmiş olduklarından ortaklık bozulacak veya ana sözleşme değişikliği yoluna gidilerek belirli alanlarda yatırım yapmak amacıyla süreli veya süresiz olarak kurulan GYO'lar turizm, sağlık, konut vb. gibi kendilerine belirli bir alan seçerek bu alanda uzmanlaşmayı ve uzmanlaşmanın sonucu olarak elde edilen

kazançtan faydalanmayı hedeflemektedirler.” Üçüncü türde, diğer bir ifadeyle hedeflerinde herhangi bir kısıtlanma yapılmaksızın GYO’ların kurulması da olasıdır. Fakat söz konusu kısıtsızlık, TTK’nın 137. maddesi kapsamında mutlak olmayıp GYO’ların Sermaye Piyasası Mevzuatı’yla belirlenen faaliyet alanlarıyla sınırlandırılmaktadır. Başka bir ifadeyle; genel amaçlı olan bir GYO da zaman içinde gayrimenkul yatırımlarına yönelecektir.

ABD’de GYO’ların sınıflandırılması açısından kullanılmakta olan kıstaslardan biri olan “aktifinde bulunan gayrimenkullere malik olup olmama” kıstasına göre, ülkemizde kurulan GYO’ların tamamı öz varlığa dayalı GYO’lar kapsamında görünmektedir. Nitekim, GYO türlerinden olan ipotekli ya da karma GYO niteliğinde GYO’ların kurulması mevzuat bakımından olası değildir (Susar, 2004: 103).

#### **1.5.2.1. Ani Usulde Kurulacak GYO**

Ani usulde, şirketin kurucuları anonim şirket sermayesinin tümünü taahhüt etmektedirler. Söz konusu taahhüt, anonim şirketin ana sözleşmesinde yapılmaktadır. Bu konuda bir kişi veya kuruma başvurulması gerekmemektedir. Ani olarak kurulan bir anonim ortaklıkta pay sahipleri, tescilden sonraki beş yıl içerisinde paylarını halka müracaat yoluyla elden çıkarmayı talep ederlerse, tedrici kuruluşun düzenlenmesini sağlayan birtakım hükümler uygulanacaktır.

Ani kuruluş, şirketin hisselerinin kurucular tarafınca tamamıyla taahhüt edilmesi ile gerçekleşmektedir (Oy ve Güngöler, 2010: 67).

Ani usulde kurulacak olan GYO için Resmi Gazetede yayınlanmış olan GYO’lara İlişkin Esaslar Tebliği’nde kuruluş aşamaları aşağıdaki gibi sıralanmaktadır (T.C Resmi Gazete, <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/05/20130528-14.htm>, Sayı: 28660, 28 Mayıs 2013, Erişim Tarihi: 14.10.2017):

*a) Kayıtlı sermayeli olarak anonim ortaklık şeklinde kurulması veya anonim ortaklık niteliğinde olup kayıtlı sermaye sistemine geçmek için Kurula başvurusu,*

b) Ortaklığın, çıkarılmış sermayesinin asgari %25'i oranındaki paylarını halka arz etmek ve kurucuların, ortaklığın çıkarılmış sermayesinin asgari %25'i oranındaki paylarının, bu Tebliğde belirtilen süre ve esaslar dahilinde halka arz edeceğini kurula karşı taahhüt etmiş olması,

c) Başlangıç sermayesinin 30.000.000TL'den az olmaması,

d) Bu fıkranın (b) bendinde belirtilen sermaye miktarının; 60.000.000 TL az olması halinde, sermayeyi temsil eden paylarının en az %10'unun, 60.000.000 TL'den fazla olması halinde, sermayenin 6.000.000 TL'lik kısmını temsil eden payların kuruluştaki nakit karşılığı çıkarılmış olması ve nakit karşılığı çıkarılan pay bedelinin tamamen ödenmesi

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

f) Esas sözleşmesinin Kanun ve bu Tebliğ hükümlerine uygun olması ve Kural'a başvurmuş olması,

g) Kurucu ortaklardan en az birisinin lider sermayedar olması,

h) Kurucu gerçek kişiler ile kamu kurumları ve kamu kurumu niteliğindeki tüzel kişiler dışındaki kurucu tüzel kişilerin yönetim kurulu üyelerinin 7. maddede belirtilen şartlara haiz olması,

i) Esas sözleşmenin Kanun ve Tebliğ hükümlerine uygun olması.

### **1.5.2.2. Dönüşüm Şeklinde Kurulacak GYO**

Ani kuruluşla birlikte yeni bir ortaklığın kurulması gerçekleştirilmektedir. Yani ani kuruluşun sonucunda ortaya yeni bir tüzel kişilik çıkmaktadır. Dönüşüm şeklinde kuruluştaki ise ortaya yeni bir tüzel kişiliğin çıkması söz konusu olmamaktadır. Mevcut bir anonim ortaklığın GYO'ya dönüşmesi TTK'nın 385 ile 390. maddeleri arasındaki hükümler çerçevesinde ana sözleşmenin değişmesini gerektirmektedir. Çünkü mevcut ortaklığın faaliyet konusunun değişikliği söz konusudur. Zira konu değişikliği açısından ise, GYO şeklinde faaliyette bulunmak isteyen mevcut ortaklığın

ilk olarak SPK'ya ve diğer ilişkili hükümlere uygun şekilde ana sözleşmesini değiştirmesi gerekmektedir (Mert, 2012: 49).

SPK'da Dönüşüm Şeklinde Kurulacak GYO'nun adımları aşağıdaki gibidir (<http://www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/409> Erişim Tarihi: 27.12.2017):

a) *Anonim ortaklık niteliğinde olup kayıtlı sermaye sistemine geçmek için Kurula başvurmuş olması,*

b) *Çıkarılmış sermayenin %25'i oranındaki paylarının, bu Tebliğde belirlenen süre ve esaslar dahilinde halka arz edeceğinin Kurula karşı taahhüt edilmiş olması,*

c) *Mevcut ödenmiş veya çıkarılmış sermayesi ile öz sermayenin her biri 30.000.000 TL az olmaması,*

d) *(b) bendinde belirtilen sermaye miktarının 60.000.000 TL'den az olması halinde, sermayeyi temsil eden paylarının en az %10'unun 60.000.000 TL ve daha fazla olması halinde ise, sermayenin 6.000.000 TL'lik kısmını nakit karşılığı çıkarılmış olması veya son hesap dönemine ait bağımsız denetiminde geçmiş konsolide olmayan veya bireysel finansal tablolarında dönen varlıklar grubu altında yer alan nakit ve nakit benzerleri ile finansal yatırımlar kalemlerinin toplamının bu bentte belirtilen oran ya da tutar kadar olması,*

e) *Ticaret unvanı "Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı" ibaresini içerecek şekilde değiştirmek üzere Kurul'a başvurmuş olması,*

f) *Esas sözleşmesinin Kanun ve bu Tebliğ hükümlerine uygun olması ve Kural'a başvurmuş olması,*

g) *Mevcut ortaklardan en az birisinin lider sermayedar olması,*

h) *Mevcut ortakların bu Tebliğde öngörülen şartlara haiz olması,*

i) *Esas sözleşmesini Kanun ve Tebliğ hükümlerine uygun şekilde değiştirmek üzere başvurmuş olması, zorunludur.*

Esas sözleşmelerinde değişiklik yaparak veya ani şekilde kurulan GYO'ların kuruluş ve dönüşüm için istenilen asgari sermaye tutarı her yıl kurulca belirlenir.

Ani veya dönüşüm şeklinde GYO'ya dönüşen ortakların, ticari sicilinin tescil edilmesinin ardından geçen 3 ay içerisinde gereken ofis, ekipman ve çalışanların işe alımları ve görev dağılımları yapılarak organizasyonu hazır ve işler hale getirerek öz kaynaklarını oluşturmaları ve kurul tarafından belirtilen şekil ve koşulları gerçekleştirerek, halka arz işlemleri için gereken formları doldurarak ve istenen evraklarla beraber sermayenin %25'ine tekabül eden tutarın halka arz edilmesi ve kayda alınması için SPK'ya başvurmaları gerekmektedir (Şahin, 2010: 14).

## **1.6. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında Portföy**

### **1.6.1. Gayrimenkul Değerlemesi**

Bir gayrimenkulün, gayrimenkul projesinin veya bir gayrimenkule bağlı hak ve yararların belirli bir tarihteki muhtemel değerinin bağımsız ve tarafsız şekilde takdir edilmesini ifade etmektedir. Değerleme; herhangi bir kişisel ve alışılmadık davranışın etkisi olmadan, alıcının tam olarak bilgilendirildiği pazar ortamında, mülkiyet haklarının makul bir süre pazarda kalmak koşuluyla satılabileceği en yüksek peşin satış değerinin tespiti çalışmasıdır (Şahin, 2010: 12).

Gelişmiş Batı ülkelerinde GYO'nun değerlendirilmesi işlemleri, profesyonel gayrimenkul değerlendirme uzmanları tarafından gerçekleştirilmektedir. Genellikle değerlendirme operasyonlarında neticeye varmak için, değerlendirme uzmanının değer yargıları, tecrübesi, tarafsızlığı ve takdir yeteneği oldukça önemlidir. Doğru bir sonuç için ayrıca değerlemeye konu gayrimenkule ve çevreye ilişkin yeterli derecede bilgi ve donanımına sahip olunmakla birlikte değerlendirme tekniklerinin doğru ve mevzuata uygun olarak uygulanması da rol oynamaktadır. Burada en önemli ve en çok üzerinde durulan husus değerlendirme, değerlendirme uzmanlarının objektif, herhangi bir tesir altında kalmadan, kendisinin ve müşterilerinin bireysel menfaatini gözetmeden sonuca ulaşmalarıdır. Bir gayrimenkul değerlendirme uzmanının en önemli görevi, bir gayrimenkulün değerinin güvenilir ve uygun bir tahmin ile saptanmasını sağlamak olup, tahmin edilen bu değer üzerinden işle ilgili işlemleri yapacak olan tarafların iyi

niyetli ve itimatlı bir şekilde hareket etmelerini temin etmektir. Gayrimenkulün değeri genellikle onun alım-satım işlemindeki kıymeti ile bağlantılıdır. Bu kıymet ise para ile ölçülür ve değer, “gayrimenkulün malikinden, kiracılara veya yatırımcılara kadar uzanan süreçte ortaya çıkan gelecekteki getirilerin şimdiki değeri” şeklinde tanımlanmaktadır (Boyce, 1975: 85).

Gayrimenkul değerlemesi birçok ticari işlemde gerekli olabilmektedir. Genel olarak, gayrimenkule ilişkin alım, satım, ipotek, vergi, sigorta veya inşaat durumu söz konusu olduğunda gayrimenkulün değer tespitinin yapılması gündeme gelmektedir.

Değerlemenin gerekli olabileceği durumlar şu şekilde sıralanabilir:

- İleride olması muhtemel bir satın alma, satış veya kiraya verme,
- Gayrimenkul karşılığı teminat altına alınan uzun vadeli bir kredi,
- Açık artırma, tasfiye satışları, hurda değer tespiti,
- Sigorta, vergi ve kamu yararı için bir devlet kuruluşu tarafından yapılan istimlâk,
- Şirket birleşme, devir ve ele geçirmelerde şirket aktifinde bulunan gayrimenkullerin değerlerinin belirlenmesi,
- Kiralama ve leasing işlemlerine konu olan gayrimenkullerin değerinin belirlenmesi,
- Gayrimenkule dayalı menkul kıymet ihraçlarında ve gayrimenkul portföyü yöneten kolektif yatırım kuruluşlarında portföyde bulunan gayrimenkullerin değerlerinin belirlenmesi,
- Gayrimenkullere ilişkin vergi matrahlarının tespiti. (Güngör, 1999: 24)

**Değerleme talebinde bulunanlar ve Talep nedenlerinden bazıları:**

- Devlet : Vergi,

- Alıcı : Bilgilenme,
- Satıcı : Bilgilenme ve Pazarlama,
- İhale Makamı : Baz Değer Tespiti,
- Borç verenler : Teminat,
- Yargı Makamı : Doğru Karar,
- Kamulaştırma İdaresi : Ödenecek Kamulaştırma Bedeli,
- Özelleştirme : Satış koşullarını belirleme,
- Denetim ve Onay Makamları : Doğru denetim ve onay,
- Şirket sahibi ve idarecileri : Finansal tablolar,
- Yatırımcı: Karar verme,
- Menkul kıymet alıcıları : Bilgilenme ve karar verme

Bir gayrimenkul değerlendirme uzmanından belli bir tarihte pazardaki belli bir gayrimenkulün “kesin” değerini tahmin etmesi istenemez; hiç kimse tam olarak böyle bir sonuca ulaşamayacağı gibi, kimse yapılan tahminin mutlak doğruluğunu da ispatlayamayacaktır. Değerleme sonucunun, bununla birlikte, sınırlı bir olasılık içinde mülkün pazar değeri ile uyumlu olması beklenir ve bu tahmini değer, gerçeklerle ve ilgili bilgilerin mantıklı bir analizi ile desteklenmesi şarttır.

Kural olarak; aynı günde, aynı mülk ile ilgili etkin ve tarafsız olarak yapılmış iki ayrı değerlendirme, yaklaşık  $\pm$  %15’lik bir aralık içinde tutarlı olan kesin değer tahminlerini ortaya çıkarmalıdır. Bazı gayrimenkullerin değerlemesi diğerlerine nazaran daha güç olduğundan şüphesiz bu genel kuralın istisnaları vardır. Bununla birlikte iki tahmini değer arasındaki kabul edilebilir farklılık miktarı mülkün aynı amaç için değerlendirildiğini ve aynı faydayı sağlayacağını varsayar. Sözgelimi, istimlak işlemleri ile ilgili bir değerlendirme olması halinde, bu iki farklı değerlemeye ilişkin yasal bilgi ve talimatların birbirinden farklı olmadıkları düşünülmemektedir.

Tecrübesi ve bilgisi olan bir gayrimenkul değerleme uzmanı, bir gayrimenkulün değerini etkileyen her türlü siyasi, iktisadi ve sosyal faktörün tamamıyla farkında olan bir profesyoneldir. Değerin tahmin edilmesi için değerleme uzmanı tarafından geliştirilen gerek teorik gerekse pratik metotları belirleyen temel prensipler hakkında bilgi sahibi olması değerleme uzmanının temel özellikleri arasındadır. Bir değerleme uzmanı, belirgin gerçekleri aramak, bunları değerlendirerek aralarında bağlantı kurmak ve genellikle bir değerleme raporu şeklinde müşteriye düzenli olarak neticeyi sunmak maksadıyla eğitilir. Gayrimenkul değerlemesi sadece değer hakkında bir fikir vermekle kalmaz aynı zamanda elde edilen değeri destekleyen düşünce ve öğeleri de içerir. Değerleme işlemi, değerleme uzmanının “önceden düşünülmüş” bir tahmine ulaşmak için değil, bir sonuca ulaşmasını sağlayacak şekilde tasarlanır (Güngör, 1999: 26).



## İKİNCİ BÖLÜM

### GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ FAALİYETLERİ

GYO'nun esaslı faaliyeti olan portföy işletmeciliği faaliyeti açıklamalarına geçmeden evvel, dilimize yabancı olmakla beraber, ticaret hukuku alanında kullanım ile yerleşmiş olan “portföy” kavramını kısaca açıklamakta fayda görmekteyim. “*Portefeuille* - Portföy” kelimesi, köken itibariyle Fransızca olup, esas itibariyle cüzdan anlamına gelmektedir. Ancak sözcük Fransız hukuk dili ve pratiğinde dahi anlamını değiştirmiş ve “bir kişinin tasarrufunda bulunan senetler, kıymetler ve sözleşmelerden oluşan bütün” şeklinde tanımlanmıştır (Cornu, 2005: 681). İşte, “portföy” sözcüğü dilimize bu ikinci anlamı ile girmiştir. Bu son tanımdan yola çıkarak, portföyün aynı zamanda malvarlığını oluşturan unsurlarından meydana geldiğini tespit etmek mümkündür. Başka bir ifade ile, bir açıdan bakıldığında portföyü oluşturan unsurlar, bir başka açıdan bakıldığında bir kimsenin malvarlığını oluşturan unsurlar da olacaktır. Üstelik bu durum eş zamanlı olarak gerçekleşecektir. Meseleye GYO özelinde baktığımız takdirde, GYO'nun işletmek üzere oluşturduğu portföyü meydana getiren haklar, bir yandan portföyün bileşenleri, bir yandan da malvarlığının bileşenleri olmaktadır. O halde GYO'da portföyün malvarlığı ile olan ilişkisinin açıklanması gerekmektedir. Kavramların açıklanmasında tanımlardan yola çıkacak olursak, yukarıda aktardığım, genel portföy tanımının yanı sıra, malvarlığı kavramının da tanımlanması gerekmektedir. Malvarlığı (Ayiter, 1968: 3); “*bir şahsın para ile ölçülebilir değer taşıyan hak ve borçlarının tümü*” olarak tanımlanmaktadır (Oğuzman ve Barlas, 2007: 134). Malvarlığı GYO'nun sahip olduğu tüm haklar ve borçlardan oluşan bir bütün, portföy ise, GYO'nun sahip olduğu bir takım haklardan oluşan bir bütündür. O halde, portföyün malvarlığının içinde yer aldığını söylemek mümkündür. Bir adım daha ileri giderek portföyün, GYO'nun aktif malvarlığında bulunduğunu da söyleyebiliriz (Larenz ve Wolf, 2004: 379). Zira portföy yalnızca haklardan ibaret bir bütündür. Portföyün GYO'nun aktif malvarlığında mevcut bir haklar bütününden daha fazlası, bir hususi malvarlığı (Sondervermögen) olup olmadığı doktrinde tartışılmış, ancak bir fikir birliğine varılamamıştır. Tekinalp (1982:

101), yatırım ortaklıklarının işletmek üzere oluşturdukları portföylerin birer hususi malvarlığı olduğunu savunurken, Arkan ve Aytaç, ise portföyün bir hususi malvarlığı teşkil etmediğini ileri sürmektedirler (Arkan, 2009: 4; Aytaç, 1984: 263). Nomer ve Belen ise portföyün malvarlığı içinde “ayrı bir değeri” ifade ettiğini ve “bağımsız” olduğunu kabul etmekle beraber, portföyün “özel malvarlığı” niteliğinde olup olmadığı konusunda görüş bildirmemişlerdir (Nomer, 2003: 66; Belen, 2002: 133).

Tekinalp’in görüşü uyarınca, kanunun “portföy” kelimesini kullanmasında özel bir amaç güdülmüştür (Tekinalp, 1982: 101). Bu amaç söz konusu portföyün ortaklık “malvarlığı içinde ayrı bir malvarlığı oluşturduğunu” göstermektir. Tekinalp’e göre, portföyün hususi malvarlığı teşkil etmesi, portföye malvarlığının kalanından farklı hükümlerin uygulanması ve portföyün ortaklığın malvarlığının tamamından ayrı bir ticari muhasebesinin bulunmasıdır (Tekinalp, 1982: 102). Yazar, hususi malvarlığının bağımsızlığından kaynaklanan ve portföyün güvence altına alınmasına ilişkin özel hükümlere yer verilmemiş olmasını eleştirmiş ancak bu durumun kanun koyucunun seçmiş olduğu sistemden kaynaklandığını da ifade etmiştir (Tekinalp, 1982: 103). Tekinalp, portföyün hususi malvarlığı teşkil ettiğini tespit etmekle beraber, bu durumun pay sahibi yatırımcılar açısından hukuki durumu değiştirmedikçe hatırlatmaktadır (Tekinalp, 1982: 103). Doktrinde ileri sürülen görüşler çerçevesinde GYO portföyünün bir hususi malvarlığı teşkil edip etmediğine yönelik bir tahlil yapmak gerekmektedir.

**Bir hususi malvarlığı ihdas etmenin *ratio legis*’i** – Kural olarak kişilerin bir malvarlıkları vardır (Larenz ve Wolf, 2004: 386). Kişi bir ve bütün olan malvarlığını gerek hizmet ettikleri amaçlara göre, gerekse malvarlığını çeşitlendirip risklere karşı korumak adına çeşitli yatırım alanlarına bölse dahi, bu iktisadi malvarlığı hareketleri, kişinin malvarlığının hukuk gözünde bir bütün olduğu gerçeğini değiştirmeyecektir. O halde kişi, evindeki kasada kişisel harcamaları için ayırdığı bir miktar parayı, yalnızca uzun vadeli yatırımları için açmış olduğu bir banka mevduat hesabına yatırırsa, bu durum iktisadi bir hareket olmakla beraber, hukuk perspektifinden bakıldığında, kişinin malvarlığında bir değişme gözükmeyecektir, yalnızca malvarlığında gözükken aynı miktarda para, fiziken evin kasasında duracağına bankaya emanet edilmiş

olacaktır. Söz konusu para akımı karşısında hukukun malvarlığında bir değişim görmemesinin sebebi, malvarlığının bir bütün (kül) olması ilkesine dayanmaktadır (Ayiter, 1968: 27). Malvarlığı bir bütün teşkil ettiği müddetçe, bu bütün içindeki aynı miktardaki paranın fiziken bulunduğu yer bir anlam ifade etmemektedir, zira bir malvarlığı ögesi fiziken nerede bulunursa bulunsun, aynı bütünün (aynı kimsenin malvarlığının) içinde yer almaktadır.

Malvarlığının bir bütün teşkil etmesi kuralı ise kişilerin, tüm malvarlıkları ile sorumlu olmaları ilkesinden kaynaklanmaktadır (Ayiter, 1968: 27). Malvarlığının bütünlüğü ilkesi, esasen kişinin alacaklılarına karşı bir güvence niteliğindedir (Hansmann, Kraakman ve Squire, 2006: 1337). Böyle bir güvencenin, malvarlığının hususi malvarlığı alanlarına bölünerek azaltılması ise ancak kanun ile yapılabilir. Nitekim doktrinde hususi malvarlığının yalnızca kanun vasıtası ile ihdas edilebileceği kabul edilmiştir (Arpacı, 2008: 30). O halde ancak *numerus clausus* olarak ihdas edilebilen hususi malvarlığı alanlarının, kanun koyucu tarafından belirlenmesinde makul ve meşru bir sebep olması gerekmektedir. Bu sebepler çok çeşitli (Larenz ve Wolf, 2004: 387) olabilmekle beraber, gayrimenkul yatırım ortaklıkları açısından bakıldığında, ayrılan malvarlığı parçasının hususi ilkere göre idaresi (i) ve bu yapılırken pay sahibinin yatırımının (özellikle ortaklık alacaklılarına karşı) korunması (ii) sebeplerinin sayılması mümkündür.

**Portföyün hususi hükümlere tabi olması** – Hususi malvarlığı kavramını tanımlarken, Ayiter, “*bir şahsın mameleki içinde bir haklar kompleksi ayrı bir hukukî nizama tâbi ise mamelek içinde daha dar ve hususî kriterlere göre hudutlandırılmış ... ise buna hususî mamelek adı verilir*” demekle, portföyün farklı hükümlere tabi olması gerektiği vurgusunu yapmaktadır. Aynı gerekliliği, yatırım ortaklıkları açısından vurgularken, Tekinalp, “*portföyün ayrı bir ticarî muhasebesinin bulunmasının*” şart olduğu üzerinde durmuştur. Kanımca portföyün, ortaklık malvarlığından ayrı bir ticarî muhasebesinin olması, onun hususi bir malvarlığı teşkil edeceğini söylemeye yeterli olmasa da, bu yönde önemli bir göstergedir. Şöyle ki, bir tacirin işletmekte olduğu ticari işletmesi de malvarlığının içinde bir bütünü oluşturacak ve ayrı bir ticari muhasebesi olacaktır. Ne var ki, ayrı bir ticari muhasebesinin olması,

ticari işletmeye başlı başına hususi malvarlığı niteliği vermemektedir (Arkan, 2009: 34-35). Tekinalp'in, portföyün hususi bir malvarlığı olduğu görüşünü destekler nitelikte saydığı bir takım hükümler de portföy işletmeciliği faaliyetine ilişkin olup, “portföyün likiditesine”, “portföye ilişkin diğer işlemlere”, “riskin dağıtılması ilkesine” yöneliktir (Tekinalp, 1982: 102). Tekinalp'in, menkul kıymetler yatırım ortaklıkları açısından sıraladığı, portföy işletmeciliğine ilişkin emredici hükümler GYO açısından da GYO Tebliği'nde mevcuttur. Portföy işletmeciliğine ilişkin bu emredici hükümlerin, Ayiter'in hususi malvarlığı tanımında sözünü ettiği tarzda “*ayrı bir hukukî nizam*” oluşturduğu kanaatindeyim. Zira, portföy bu noktada ayrı bir ticari muhasebeye tabi olmakla kalmıyor, aynı zamanda portföyün geri kalanından ayrı ve daha sıkı koşullara tabi (Ayiter'in ifadesi ile “*daha dar ve hususî kriterlere göre hudutlandırılmış*”) olarak idare edilme şartına bağlı bulunuyor. O halde, GYO portföyünün, kanun vasıtası ile getirilmiş hususi ilkelere göre idare edildiğini kabul etmek gerekir.

**Pay sahibinin yatırımının korunması** – Hususi malvarlığı ihdas edilen pek çok halde, söz konusu malvarlığı ya inançlı mülkiyet esaslarınca, ya da akdi bir ilişki uyarınca üçüncü bir kişi yedinde bulundurulmaktadır. Bu durumda, hususi malvarlığının oluşturulmasına yatırımları ile katkıda bulunmuş olan küçük yatırımcı, söz konusu kişiye ve bu kişinin alacaklılarına karşı korunmak istenmektedir. Bu anlamda çoğunlukla hususi malvarlığını alacaklılara karşı koruyan hükümler ihdas edilmiştir (Rounds ve Dehio, 2007: 489). Ne var ki, ülkemiz GYO sisteminde hususi malvarlığını yedinde bulunduran kişi ile malvarlığının asıl maliki aynı kişi (GYO) olduğundan, böyle bir korumaya gerek duyulmamıştır. Yine de, hususi malvarlığı ile ilgili açıklamaların başında da belirtildiği gibi, bu ayrı ve bağımsız malvarlığının kanun koyucu tarafından ihdas edilmesinin gerekçelerinden biri, bunun alacaklılar tarafından gelebilecek talepler karşısında erimeye karşı korunmasıdır (Hansman, Kraakman ve Squire, 2006: 1340). Ülkemizdeki GYO yapılanmasındaki örnekte de, her ne kadar teknik hukuk açısından bakıldığında malvarlığının maliki ve yedinde bulunduranı (ve tasarruf edeni) aynı kişi gibi gözüksede esasen, malvarlığını yedinde bulunduran ve bunun üzerinde tasarruf eden GYO (ve onun yönetimi) olmakla beraber, Tekinalp'in ifadesiyle, portföyün “*ekonomik maliki*” pay sahipleridir (Tekinalp, 1982:

103). Yani portföyün işletilmesi ve bundan elde edilecek katma değerden ekonomik olarak menfaati olan ve bu menfaati paylaşacak olanlar paysahipleridir. O halde, GYO sisteminde de paysahiplerinin yatırımları ile oluşturulan ve işletilen portföyün onlar adına GYO alacaklılarına karşı korunması gerekirdi (Tekinalp, 1982: 103). Ne var ki, ortaklığın malvarlığının bir bütün olması ilkesi, GYO’da da korunmuş ve paysahipleri ortaklık alacaklılarının portföyde yer alan unsurlara el atmasına karşı korunmamıştır. Buna mukabil, GYO portföyünün olası ortaklık alacaklılarına karşı tamamen de korumasız bırakıldığını söyleyemeyiz. Şöyle ki, her ne kadar Tebliğ (ve ilgili diğer mevzuat) ortaklık alacaklılarının, portföye el atmalarını engellemekte ise de, ortaklığın muhtemel alacaklılarını azaltmak adına, GYO’nun bizzat inşaat faaliyetini üstlenmesini, işletmecilik yapmasını yasaklamıştır. Bu faaliyetler ticari riski üstlenmeyi gerektirdiği gibi, ortaklığın birçok alacaklısı olmasına sebebiyet verebilecek niteliktedir. GYO Tebliği md. 33’te yer alan sigorta mecburiyeti de aynı şekilde, potansiyel alacaklıların portföye el atmalarının önüne geçilmesi amacını gütmektedir. Tabii ki bu saydığımız emredici hükümler, ortaklık malvarlığı içinde yalnızca portföyün korunmasına ilişkin değildir, ortaklığın tüm malvarlığına yayılan bir koruma sağlamaktadır. Ancak, GYO’nun aktif malvarlığının büyük bölümünün portföyden oluştuğu (Tekinalp, 1970: 389) düşünüldüğünde, hükümlerin esas itibarıyla portföyün korunması amacıyla konulduğu tespit edilebilir. Zaten (alacaklıların GYO portföyüne el atmadıkları) aksi durumu düşündüğümüzde, aktif malvarlığının büyük kısmı portföyden meydana gelen GYO’lar ile akdi ilişkiye girmeye cesaret edebilecek basiretli bir tacir bulmak zorlaşacak, GYO’lar faaliyetlerini sürdürmekte güçlük çekeceklerdir. Kanun koyucunun hususi malvarlığı olarak ihdas ettiği GYO portföyünün, alacaklılara karşı korunması, diğer hususi malvarlığı örneklerinde olduğu gibi, alacaklının portföy kalemlerine el atmasının engellenmesi şeklinde değil, ortaklık alacaklılarının azaltılması şeklinde sağlanmıştır.

Aşağıda hangi ilkelere göre işletileceğine değineceğimiz portföy, gerek hususi hükümlere tabi olması, gerek alacaklılara karşı (kısmen de olsa) korunmuş olması sebebiyle, hususi malvarlığı niteliğindedir. GYO Tebliği’nde tarif edilen portföy, hususi bir malvarlığı niteliğinde olmakla birlikte, uygulamada portföy tablosunda GYO’nun tüm malvarlığı gösterilmektedir. Örneğin, GYO’nun merkezinin

bulunduğu bina ortaklığın işletmek amacıyla maliki olduğu, dolayısıyla hususi malvarlığında (portföyünde) değil, genel malvarlığında bulunması gereken bir kalem iken, uygulamada portföy tablosunda gösterilmektedir. Bu sebeple uygulamada, GYO portföyünün hususi malvarlığı niteliğinin göz ardı edilmekte olduğunu söylemek mümkündür.

## **2.1. Portföy İşletmeciliği Faaliyetlerine Hakim İlkeler**

Portföy işletmeciliğine ilişkin ilkelerin ayrıntısıyla incelendiği aşağıdaki bölümde, GYO'nun esaslı faaliyeti olarak Tebliğe gösterilen "portföy işletmeciliği" kavramı, yukarıda açıkladığımız yönde geniş anlamı ile kullanılmış olup, ortaklık dışından portföy yöneticiliği hizmeti alan GYO'ları da kapsayacak şekilde anlaşılmalıdır. GYO'nun faaliyetlerinde bağlı bulunduğu bir takım ilkeler vardır. Bu ilkelerin bir kısmı ortaklıklar hukukundan (örneğin, şirket amaç ve konusu kapsamında faaliyet göstermek), bir kısmı da sermaye piyasası hukukundan (örneğin, kamuyu aydınlatma, kurumsal yönetim) kaynağını bulmaktadır. Aşağıda, GYO'lar gibi sermaye piyasası hukukuna tabi diğer ortaklıkların tabi olduğu ilkeler üzerinde durulmayacak, GYO'nun tabi olduğu, salt portföy işletmeciliği faaliyetini ilgilendiren ilkeler incelenecektir.

### **2.1.1. Portföy İşletmeciliğine İlişkin Genel İlkeler**

#### **2.1.1.1 Uzman Kişiler Eliyle Yönetim İlkesi**

Kolektif yatırım kurumları eliyle işlenen portföyün, bireysel portföy işletmeciliğinden en önemli farkı, portföy işletmeciliğine ilişkin kararların, yönetilen portföyün piyasasının uzmanlarınca verilmesidir (Yasaman, 1980: 51). Böylece, söz konusu kolektif yatırım kurumlarına yatırım yapan tasarruf sahipleri, yatırımlarının konunun uzmanlarınca değerlendirilmesini sağlamaktadırlar. Kolektif yatırım kurumlarına yapılan yatırımlara, GYO'ya yapılan yatırımlar özelinde bakacak olursak, GYO hisse senedi almak suretiyle kolektif yatırıma katılan küçük tasarruf sahibi, bu yatırımın gayrimenkul alanında uzman kişilerce işlenmesini beklemektedir. Bu doğrultuda GYO Tebliği md. 17 ve 19, portföyün işlenmesinde söz sahibi olacak YK üyelerinin ve genel müdürün, sahip olması gereken özelliklere asgari bir sınır

getirmiştir. Şayet GYO portföyünün bir kısmını kendisi işletmeyecek, bu konuda bir portföy yönetim şirketine başvuracak ise, bu durumda da portföy, ilgili SPK Tebliği uyarınca uzmanlaşmış kişilere teslim edilecektir.

Portföy işletmeciliği faaliyetini yürütme görevi, kural olarak GYO yönetim kuruluna verilmiştir (Karakaş, 2000: 8). Portföy işletmeciliği faaliyetini ilgilendiren çalışmaların kısmen *out-source* (dışarıdan temin) edilebilmesi mümkün olsa da, dışarıdan alınabilecek hizmetler de uzman kişi eliyle yönetim ilkesi gereği, portföy işletmeciliği konusunda uzman olmalıdır. Dar anlamda portföy işletmeciliği faaliyeti kısmen dışarıdan bir şirket tarafından gerçekleştiriliyor olsa dahi, geniş anlamda portföy işletmeciliği faaliyeti, mutlaka GYO'nun uzman yönetim kurulunda kalacaktır. Portföyün oluşturulması ve bir kere portföy oluşturulduktan sonra onun değerinin muhafaza edilmesi ve geliştirilmesi için tedbirlerin araştırılması ve alınması niteliğindeki, dar anlamda portföy işletmeciliği, GYO tarafından bizzat yapılabileceği gibi, kısmen portföy yönetim şirketi aracılığıyla üçüncü bir kimseye de yaptırılabilir.

#### **2.1.1.1.1 Gayrimenkul Yatırım Ortaklığının Bizzat İşletmecilik Yapması**

GYO'nun bizzat portföy işletmeciliği faaliyetini üstlenmesi onu, gayrimenkule yatırım yapabilen diğer kolektif yatırım kurumlarından olan, gayrimenkul yatırım fonlarından, ayıran en önemli özelliktir. Sözleşmesel yapıda kurulan, yatırım fonlarında, katılıma belgesi sahiplerinin yatırımları ile oluşturulan portföy (fon), yatırımcıların hissedarı olmadıkları, ayrı bir portföy yöneticisi tarafından yönetilmektedir (Rounds ve Dehio, 2007: 477). Ortaksal yapıya sahip GYO'larda ise, portföyün oluşturulmasına tasarrufları ile bizzat katkıda bulunan yatırımcılar, aynı zamanda oluşturdukları portföyün işletilmesinde de dolaylı dahi olsa söz sahibidirler. Şöyle ki, GYO'da yatırımcı, aynı zamanda pay sahibi sıfatını haiz olduğundan, ortaklık yönetiminde, özellikle de yönetim kurulunun seçilmesinde söz sahibidir. Yönetim kurulunun portföyün işletilmesinden sorumlu olduğu düşünüldüğünde, pay sahibinin portföyün işletilmesine, söz konusu portföyü işletecek kişilerin seçilmesi yönünde, katkıda bulunduğu görülebilecektir.

Gayrimenkul yatırım fonlarına yatırım yapan, katılma belgesi sahibinin yukarıda yalnızca sözleşmesel bir hakkı olduğundan bahsettik. Katılma belgesi, yatırımcıya sadece sözleşmesel bir alacak hakkı verebilir, ancak GYO'ya yatırım yapan küçük yatırımcının, ortaklığa karşı yalnızca bir alacak hakkı değil, aynı zamanda yönetim kurulunu seçme, yönetim kurulu üyelerinin sorumluluklarına ilişkin dava açma, azınlık haklarından yararlanma gibi pek çok başka ve ortaklıklar hukukuna özgü haklar da tanıyacaktır (Belen, 2002: 150-151). Bu haklar doğrudan olmasa da, yatırımcının ortaklığın portföyünü işleten yönetim kurulunu denetlemesini ve hatta onun faaliyetlerine kısıtlı da olsa müdahale edebilmesini sağlamaktadır. İşte pay sahibinin sahip olduğu bu yönetime katılma ve denetlemeye ilişkin haklar, GYO'nun, bir gayrimenkul yatırım fonuna karşı sahip olduğu en önemli avantajdır ve bu haklar GYO'nun portföyünün bizzat ortaklık yönetimince işletilmesi sayesinde yatırımcıyı korumaktadır. Nitekim, özellikle ABD'de yatırım fonlarından katılım belgesi alan küçük yatırımcının çıkarları ile portföy yöneticisinin çıkarlarının çatıştığı hallerde, yatırımcının yöneticiye müdahale edememesi, ondan ancak alacak hakkı vasıtası ile tazminat talep edebilmesi yatırımcının korunması açısından ciddi sorunlara sebebiyet vermiştir (Belen, 2002: 150-151).

Portföyünü bizzat işleten GYO'da, bu faaliyeti yönetim kurulu icra edecektir. Bu sebeple, GYO Tebliği yönetim kurulu üyelerinin profesyonel yeterlilikleri üzerinde önemle durmuştur. Yönetim kurulunun portföy işletme faaliyetini yerine getirirken elbette ki bu faaliyetlerini murahhas üye ya da murahhas müdürlerle paylaşımları mümkündür (Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, 2007: 533-536). Esas sözleşme ile bu murahhas üye ya da müdürlerin seçimi yetkisinin yönetim kuruluna verilmesi mümkün iken, azil yetkisi münhasıran genel kurulda bulunmaktadır. Gerek yönetim kurulu üyelerini gerekse murahhas üye ve müdürleri azil yetkisinin münhasıran genel kurulda bulunması, GYO'da küçük yatırımcının yönetime katılma hakkının bir yansıması olarak değerlendirilebilir. Böyle bir imkân, gayrimenkul yatırım fonlarının katılım belgesi sahiplerine tanınmamıştır. Yönetim kurulu üyelerinin, portföy işletmeciliği faaliyetini kısmen ya da tamamen murahhas üyelere ve/veya müdürlere devretmeleri mutlak bir devir değildir. Yönetim kurulu üyelerinin bunlar üzerindeki gözetim yükümlülükleri bulunmaktadır (Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, 2007: 564). Tam da bu



sebepten ötürü, YK'nın görevlerinden portföy işletmeciliği faaliyetinin, portföy yöneticisine (murahhas üye ya da müdür) bütün olarak devredildiğinden bahsedemeyiz.

Portföy işletmeciliği faaliyetinin, GYO tarafından bizzat yapıldığı durumlarda, murahhas üyelik ve müdürlük kavramları üzerinde özellikle durulmasının sebebi, günümüzde özellikle finans piyasasında faaliyet gösteren ortaklıkların CEO'lar aracılığıyla yönetilmesidir. Bir ortaklığın CEO'sunun TTK anonim ortaklıklar sistemindeki yeri, duruma göre murahhas üye ya da müdürlüktür. Bu sebeple, GYO portföyünü bir CEO vasıtası ile bizzat işletmeyi tercih ediyor ise, YK'nın CEO üzerindeki gözetim hakkı ve yükümlülüğünün ve GK'nın azil yetkisinin hatırd tutulmasında fayda vardır. Uygulamadaki bu eğilimin bilincindeki Tebliğ koyucu, GYO Tebliği md. 19'da "*genel müdür olarak görev yapacak kişilerin*" yani pratikteki adıyla CEO'ların, uzman kimselerden seçilmesini garanti altına almak adına, tıpkı YK üyelerinde olduğu gibi bir takım asgari profesyonel özellikleri taşımaları gerektiğini hükme bağlamıştır. Portföyün işletilmesi faaliyeti kapsamında, GYO'nun bir gayrimenkulün mülkiyetini edinmek kararı aldığını düşünelim. Bu kararın alınmasının hazırlık aşamalarından, söz konusu gayrimenkulün ortaklık portföyünde yerini aldığı ana kadar, GYO'nun bünyesinde istihdam olunan pek çok kişi bu işlemin gerçekleştirilmesine katkıda bulunacaktır. Bu kimselerden, kararın alınmasına katılan YK üyeleri ve varsa murahhas üye ve/veya müdürlerin portföyün işletilmesi faaliyetine katıldıkları aşikârdır. Söz konusu gayrimenkulün edinilmesinde etkili bir takım faaliyetlere katılan başkaca çalışanların da GYO'da portföy işletmeciliği faaliyetine katıldıkları söylenebilir mi? Ya da YK üyeleri ile murahhas üye ve/veya müdürler dışında kalanların, yalnızca onların ellerinin birer uzantısı gibi faaliyet gördükleri ve yalnızca onlardan gelen talimatları yerine getirdikleri mi düşünülmelidir? Kanımca, GYO tarafından istihdam edilen kimselerden, portföyün işletilmesi faaliyetinde, yalnızca talimatları yerine getirenler (bir nevi portföy işletmecilerin "elleri" olanlar) ile işletmecilikte karar verici pozisyonda olmakla birlikte GYO ile iş ilişkisi çerçevesinde çalışanların ayrılması gerekmektedir. Zira bu sonuncular, GYO'nun portföyünün bizzat işletilmesi esnasında, YK üyeleri ve murahhas üye ve müdürlerin nihai kararlarını almalarında etkili olmaktadır.

Nitekim GYO Tebliği md. 22/f.I’de portföylerini bizzat işletecek olan GYO’ların, uzman kişi eliyle yönetilmesini garanti altına almak adına, “*yeterli sayıda yönetici ve personeli istihdam etmek*” zorunluluğu hükme bağlanmaktadır. GYO Tebliği’nin istihdam edilecek uzman portföy işletmecileri arasında, yöneticiler ve yönetici olmayan personel olmak üzere bir ayrıma gittiği kabul edilmelidir (Yasaman, 2005: 17).

Yukarıdaki örnekten devam edecek olursak, söz konusu gayrimenkulün mülkiyetinin edinilmesi kararının, YK’da alınmasından evvel, gayrimenkul portföyü geliştirme (projelendirme) departmanının yatırım yapılmak istenen alanda bir araştırmaya giriştiğini ve YK’ya iki gayrimenkulü önerdiğini düşünelim. Bu durumda, söz konusu departmanın müdürünün de esasen portföy işletmeciliği faaliyetine katılmakta olduğunu kabul etmek gerekir. Bu kişinin, YK üyelerinin talimatlarını yerine getiren alelade bir çalışan gibi değerlendirilmesi yerinde değildir. Bu gibi kimseler Portföy Yöneticiliği Tebliği’nde yönetici ve ihtisas personeli olarak isimlendirilmiş ve onların uzmanlık konularındaki yetkinlik ve yeterliliklerine bir takım asgari kurallar getirilmek suretiyle yer verilmiştir. Yukarıda, GYO’nun portföyünü bizzat işlettiği durumlarda, YK üyelerinin işletmecilik faaliyetinde yalnız olmadıkları ve bunlara murahhas üye ve müdürlerin eşlik ettiği belirtilmişti. Bu kimselere kanımca ayrıca, yönetici ve ihtisas personellerinin de eklenmesi gerekmektedir. GYO’nun istihdam edebileceği yönetici ve ihtisas personelinin başında, GYO Tebliği md. 22/f.II uyarınca para ve sermaye piyasası araçlarından oluşan portföy kısmının işletilmesi için istihdam edilecek ve SPK’dan lisans belgesi almış olan portföy yöneticileri sayılabilir. Ancak yönetici ve ihtisas personelinin yalnızca para ve sermaye piyasalarında uzman olanlar olduğu düşünülmemeli, bunlara gayrimenkul geliştirilmesi alanında uzman olan kişiler de dâhil kabul edilmelidir.

Portföy işletmeciliği faaliyetinin bizzat GYO tarafından yapılmasında yukarıda incelenen ve GYO tarafından istihdam edilmeleri suretiyle YK’nın işletmecilik faaliyetine katkıda bulunan diğer kimselere ek olarak, ortaklığın dışından bir takım hizmetlerin alınması da mümkündür. GYO Tebliği md. 23/f.I/b(d)’de ortaklığın “*portföyü dışarıdan danışmanlık ve/veya portföy yönetim hizmeti alınması*

*suretiyle*” işletebileceği hüküm altına alınmıştır. Bendin ifadesinde yer alan “*ve/veya*” bağlacı, ortaklığın dışarıdan portföy yönetim hizmeti almaksızın, yani portföy işletme faaliyetini bizzat kendisi yaparken, dışarıdan danışmanlık alınabileceğini göstermektedir. Danışmanlık hizmeti GYO Tebliği md. 4/f.I/b(e)’de tanımlanan danışman şirketten alınacaktır. Portföylerini yukarıda açıklanan şekilde bizzat yöneten ancak bazı faaliyetleri *out-source* etmeyi tercih eden GYO’ların “*proje geliştirme ve kontrol hizmetleri de dahil olmak üzere, ortaklık portföyünün geliştirilmesi ve alternatif imkânların araştırmasına yönelik hizmetleri sunabilen*” şirketlerden hizmet alabileceği açıktır. Belen, GYO Tebliği md. 22/f.I uyarınca, portföy işletmeciliği faaliyeti için bir danışman şirketten yardım alınması imkânının, GYO’nun tüm portföyünün, danışman ortaklık vasıtasıyla yönetilmesi noktasına vurdurulmaması gerektiğini vurgulamaktadır (Belen, 2002: 150). Yazar ancak bu yolla portföy yönetiminin bizzat GYO tarafından yapılması gerektiği temel ilkesi ile çelişilmemiş olunacağını vurgulamıştır. Yazarın görüşüne katılmamak mümkün değildir.

GYO’nun bizzat portföyünü yönetirken danışmanlık alabileceği şirketlerden Tebliğ md. 4/f.I/b(e)’de tanımlanan ve yukarıda açıkladığımız danışman şirket ile yatırım danışmanının birbirine karıştırılmaması gerekmektedir. Yatırım danışmanından, GYO Tebliği md. 4/f.I/b(e)’de gösterildiği gibi “*proje geliştirme ve kontrol hizmetleri de dahil olmak üzere ortaklık portföyünün geliştirilmesi ve alternatif yatırım imkânlarının araştırılmasına yönelik*” gayrimenkul portföyünün işletilmesine yönelik bir hizmet değil, para ve sermaye piyasası araçlarından oluşan portföyün yönetilmesine ilişkin hizmet alınmaktadır. Tebliğ md. 22/f.II/c.1’de düzenlenen yatırım danışmanlığı hizmetinin yatırım danışmanlığı yetki belgesi almış bir kuruluştan alınması gerekmektedir. GYO’nun uzman kişiler eli ile yönetim ilkesi uyarınca, para ve sermaye piyasası araçlarından oluşan portföyünün, portföyün tamamına oranı %10’dan aşağı olsa dahi, bu kısmın konunun uzmanı kişilerin, yatırım danışmanlarının tavsiyeleri ışığında yönetilmesinde bir sakınca yoktur.

Tebliğ md. 22/f.II’de “portföy değerinin %10’unu aşması halinde ortaklık portföyünün para ve sermaye piyasası araçlarından oluşan kısmının” istihdam edilecek yeterli sayıda lisanslı portföy yöneticileri tarafından (i), yatırım danışmanlığı hizmeti

aracılığı ile GYO tarafından (ii) ya da dışarıdan portföy yönetim şirketi tarafından (iii) yönetilmesi zorunlu tutulmuştur. O halde denilebilir ki uzman kişi eliyle yönetim ilkesi uyarınca Tebliğ, kural olarak yalnızca gayrimenkul sektöründe uzman olmaları yeterli olan GYO yöneticilerinin, belirli miktarın üstünde para ve sermaye piyasası alanında yatırım yapmaları halinde, bu alanların uzmanlarını istihdam etmesini ya da portföy yönetim sözleşmesi yapmasını zorunlu tutmuştur.

#### **2.1.1.1.2 Kısmen Portföy Yönetimi Şirketi Aracılığıyla Yönetim**

GYO Tebliği md. 22/f.II uyarınca GYO portföyünün para ve sermaye piyasası araçlarından olan kısmı, portföy değerinin %10'unu aşacak olursa, portföyün bu bölümünün, yatırım danışmanından danışmanlık hizmetinin alınması yolu ile yönetilmesinden öte, portföyün bu kısmının yönetiminin portföy yöneticisinin işletmesine (*Vermögensverwaltung / portfolio management*) bırakılması mümkündür. GYO portföyünün kısmen dışarıdan yönetilmesinde, bu hizmeti verebilecek olan şirketler Seri:V, No:59 sayılı Tebliğ uyarınca kurulmuş olan portföy yönetim şirketleri olabileceği gibi, aracı kurumlar ya da mevduat kabul etmeyen bankalar da olabilir (Portföy Yöneticiliği Tebliği md. 4/f.IV). GYO'nun portföy yönetim hizmetini, portföy yöneticiliği yetki belgesi almış bir kuruluştan alması mecburidir (Tanör, 2000: 234).

Portföyün para ve sermaye piyasaları araçlarından oluşan kısmının işletmeciliğine ilişkin faaliyetlerin, bütünüyle mi yoksa kısmen mi portföy yönetim şirketine devredildiği, eğer kısmen devir söz konusu ise hangi faaliyetlerin GYO yönetiminde kaldığı hususları, GYO'nun portföy yönetim şirketi ile imzalayacağı portföy yönetim sözleşmesinde gösterilecektir. Portföy yönetim sözleşmesi, Portföy Yöneticiliği Tebliği md. 16/f.I uyarınca, kurumsal yatırımcı GYO (Gemici, 2006: 11) ile portföy yönetim şirketi arasında yazılı olarak yapılmalıdır. Doktrinde yazılı şekil şartının bir tebliğ ile getirilmiş olmasının, kanunla güvence altına alınan şekil serbestisi karşısında geçerliliği olmadığı, Tebliğ'in bu maddesinin normlar hiyerarşisine aykırı olduğu hususları üzerinde durulmuştur (Karakas, 2000: 29-30; Gemici, 2006: 11). Söz konusu hukuka aykırılığın önüne geçilmesi amacıyla uygulamada, BK md. 16/f.I'de yer alan rızaî şekil ihdas edilmesini sağlamak amacıyla, tebliğ hükümlerinin portföy

yönetim sözleşmesine eklenmesi yolu tercih edilmektedir (Kocayusufpaşaoğlu vd., 2008: 273).

Bu yöntemle, normlar hiyerarşisine aykırılığın önüne geçilmesi amaçlanmaktadır. Ne var ki, bu yöntem yazılı olarak yapılan portföy yönetim sözleşmeleri açısından hukuka aykırılığın giderilmesini sağlamakta ise de, tarafların bu şekil şartına uymaksızın yaptıkları karşılıklı birbirine uygun ve fakat yazılı olmayan irade beyanları yoluyla sözleşmenin kurulmasının önüne geçememektedir. O nedenle portföy sahibinin, yani GYO'nun, korunmasına yönelik olan yazılı şekil şartının bir kanun hükmüyle düzenlenmesinde fayda vardır.

Portföy yönetim sözleşmesinde portföy yönetim şirketinin, GYO'ya karşı olan borcu sonuç borcu (*obligation de résultat*) niteliğinde değil, en iyi gayret borcu (*obligation de moyen*) niteliğindedir. Portföy yönetim şirketinin borcunun en iyi gayret borcu olması esasen, borcun özen borcu olmasından kaynaklanmaktadır, zira özen borcu niteliği itibarıyla bir en iyi gayret borcudur. Portföy yönetim şirketinin faaliyetini özen borcu çerçevesinde yerine getirmesi gerekmektedir, aksi takdirde portföy yönetim şirketinin GYO'ya karşı sorumluluğu doğabilecektir. Burada portföy yöneticisinin borcu objektif özen borcu olup, kıstas olarak sorumluluğa yol açabilecek davranışın tercihinde, dikkatli ve basiretli bir portföy yöneticisinin, aynı koşullar altında göstermesi gereken meslekî özen ve titizlik derecesi göz önünde bulundurulacaktır (Gemici, 2006: 35).

Bir taraftan portföy yönetim sözleşmesi yöneticiye, bir borç olarak özenli davranma yükümlülüğünü yüklerken, GYO Tebliği de diğer taraftan yönetim hizmetini alan GYO'nun, yöneticinin davranışlarını gözetim altında bulundurma yükümlülüğünü düzenlemektedir. Nitekim GYO Tebliği md. 23/f.I/b(d)'de GYO'ya "*portföy dışarıdan danışmanlık ve/veya portföy yönetimi hizmeti alınması suretiyle yönetiliyorsa ilgili kuruluşların faaliyetlerinin mevzuat ve sözleşme hükümlerine uygunluğunu izlemek üzere gerekli organizasyonu oluşturmak*" borcu yüklenmiştir. SPK iki tebliğ vasıtası ile, bir yandan GYO yöneticilerinin, portföy yönetim şirketini gözetim altında tutması yükümlülüğünü getirmişken, diğer yandan da portföy yönetim şirketinin GYO yöneticileri üzerinde bir kontrolleri olmasını amaçlamaktadır.

Yatırımcının korunması amacıyla, SPK'nın 18.02.2005 tarih ve 6/190 sayılı kararı ile portföy yönetim şirketlerine de bir gözetim borcu yüklenip yüklenmediği düşünülebilir. Karara göre portföy yönetim şirketi, GYO'nun yönetici, ihtisas personeli ve denetçilerine ilişkin bilgileri düzenli olarak kontrol etmek ve bunları SPK'ya bildirmek yükümlülüğü altındadır. Kanımca portföy yönetim şirketlerine yüklenen bu borcun, tam olarak bir gözetim faaliyeti olduğundan bahsetmek güçtür, zira burada gözetimi SPK yapmakta, portföy yönetim şirketleri ise bu gözetimin yapılabilmesi için gerekli bilgi ve belgeleri SPK'ya sunma yükümlülüğü altına girmektedir. Yine de SPK'nın bu düzenlemelerdeki amacının, GYO yöneticileri ile portföy yönetim şirketinin karşılıklı olarak birbirini denetle(t)mesi olduğu söylenebilir.

### **2.1.1.2 Riskin Dağıtılması İlkesi**

Gayrimenkul portföyü işletmeciliği faaliyeti diğer tüm ticarî faaliyetlerde olduğu gibi bir takım ticarî riskler taşımaktadır (Belen, 2002: 175). Bu risklerin varlığı, portföy işletmeciliği ile iştilal eden GYO'ya hisse senedi almak yolu ile yatırım yapan pay sahiplerine de, senedin bedelinin düşmesi yönünde tesir edebilir. İşte portföy işletmeciliği faaliyetinde bilfiil görev almayan bu pay sahiplerinin korunması açısından, tüm kurumsal yatırımcılarda olduğu gibi, GYO'larda da "riskin dağıtılması ilkesi" uyarınca portföy işletmeciliği yapmak kuralı yerleşmiştir (Yasaman, 2005: 51).

Riskin dağıtılması ilkesi (*diversification*) uyarınca işletilen portföy içerdiği haklar bakımından çeşitlendirilmiş demektir. Başka bir ifade ile portföyde yer alan haklar ne oranda çeşitlendirilmiş ise, her bir çeşit hakkın karşı karşıya olduğu riskin, ortaklık portföyünü önemli derecede zarara uğratması ihtimali de o kadar azalmış demektir. O halde, portföyün çeşitlendirilmesi yani riskin dağıtılması esasen ortaklığın olası kayıplarının en aza indirilmesi ve istikrarlı gelir sağlanması anlamına gelmektedir (Yasaman, 2005: 51). Portföy işletmecisi öncelikli olarak, GYO'yu azami oranda kârlı yapmak amacını gütmektedir, bu amaca ulaşmak için, işletmecinin zarar olasılıklarını en aza indirmek durumunda olduğu aşikârdır (Gemici, 2006: 4). GYO'nun zararını en aza indirmek isteyen işletmeci, portföyü çeşitlendirecek, yani riskin dağıtılması ilkesini uygulayacaktır.

GYO portföyünün riskin dağıtılması ilkesi uyarınca işletilmesi dendiğinde akla öncelikle iki yönde riskin dağıtılması ya da portföyün çeşitlendirilmesi ihtimali gelebilir. Bu ihtimallerden ilki, portföyün, kısıtlı likidite riskine karşı korunması amacıyla, gayrimenkule dayalı hakların yanı sıra menkul kıymet, nakit ya da diğer sermaye piyasası araçları ile çeşitlendirilmesidir. İkinci ihtimal ise yine gayrimenkule dayalı haklara yatırım yapılmakla birlikte, benzer riskleri taşıyan gayrimenkule dayalı haklara yatırım yapılmamasıdır. Bu sonuncu çeşitlendirme ihtimali iki yönde yapılabilmektedir, farklı sektörlerdeki (ya da tipteki) gayrimenkule dayalı haklara yatırım yapmak veya aynı sektörde olmakla birlikte (ya da olmaksızın) farklı coğrafi bölgelerdeki gayrimenkullere dayalı haklara yatırım yapmak. İlk ihtimali, yani portföyün kısıtlı likidite riskine karşı korunması amacıyla yapılan, gayrimenkule dayalı haklar dışında kalan, nakit, menkul kıymet ve diğer sermaye piyasası araçlarına yapılan yatırımı değerlendirelim. Kısıtlı likidite, çoğunlukla gayrimenkule dayalı haklara yatırım yapılan bir portföyde en önemli risklerden biridir. Zira gayrimenkulün ihtiyaç anında elden çıkartılması zaman alıcı bir iş olduğundan, bu hususta yeterince planlı hareket edilmeyip, piyasa koşulları da dikkate alınmadığında, portföyün zararına bir işlem yapılması sonucunu doğurabilir (Teker, 2000: 66). GYO'nun, uygun anda yüklü finansman gerektiren bir gayrimenkul yatırımına girme kararını piyasa koşulları değişmeden, hızlıca alabilmesi için olduğu kadar, ortaklığın kendini idame edebilmesi, istihdam ettiği personeline maaşlarını ve sigorta primlerini yatırabilmesi, vergi yükümlülüklerini yerine getirebilmesi vb. düzenli harcamalarını yapabilmesi için de likiditeye ihtiyaç duyulmaktadır.

Likiditeye ihtiyaç duyulduğu anda portföyde bulunan gayrimenkule dayalı haklardan birini alelacele elden çıkartmak ve bu işlemde zarara uğramak riskine karşı, GYO likit enstrümanlar olan, nakit, menkul kıymet ve diğer sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilmektedir. Nitekim GYO Tebliği md. 25/f.I/b(a) uyarınca GYO *“sermaye piyasası araçlarını alabilir ve satabilir, borsa para piyasası ve ters repo işlemi yapabilir, Türk Lirası veya yabancı para cinsinden vadesiz ve vadeli mevduat hesabı açtırabilir, sermaye piyasası araçlarını ödünç verebilirler”* ve aynı maddenin k bendi uyarınca *“swap ve forward işlemleri yapabilir, opsiyon yazabilir, mala dayalı olanlar hariç vadeli işlem sözleşmesi yapabilir”*. GYO'nun yatırım

faaliyetleri arasında sayılan bu işlemler gayrimenkule dayalı haklardan oluşan bir portföye yabancı olsa da riskin dağıtılması ilkesi göz önünde bulundurularak maddede yer almıştır. Nitekim GYO Tebliği md. 25/f.I/b(k)'da izin verilen işlemlerin “*risklere karşı korunmak amacıyla*” yapıldığı vurgulanmaktadır. Portföyün çeşitlendirilmesi için bir diğer ihtimal de, gayrimenkule dayalı olan hakların, aynı sektör gruplarına ya da coğrafi alanlara bağlı kalınması yoluyla maruz kalınan risklerin portföyü bütünüyle etkilemesinin önlenmesidir. Öncelikle yatırım yapılan sektörün çeşitlendirilmesi meselesine değinelim. Belirtmek gerekir ki bu tip çeşitlendirme (Tebliğ md. 5/f.I/b(b) anlamında) belirli alanlarda yatırım yapmak amacıyla kurulan GYO’lar açısından sıklıkla imkân dâhilinde olmayacaktır. Örneğin yalnızca turizm alanında ya da yalnızca sağlık sektörü alanında yatırım yapmak amacıyla kurulan bir GYO’nun bu alanlardaki riskini dağıtmak amacıyla konut alanına yatırım yapması, bugünkü mevzuatımıza göre hala geçerli olan, *ultra vires* ilkesi karşısında mümkün gözükmemektedir. Ne var ki, turizm alanında yatırım yapmak için kurulan ve portföyünde çokça otel bulunan bir GYO’nun eğlence parkı alanında da yatırım yapması, bir yandan *ultra vires* ilkesi çerçevesinde hareket etmesini, diğer yandan da portföyünü sektörel açıdan çeşitlendirmesini sağlamaktadır. O halde belirli alana yatırım yapmak amacıyla kurulan GYO’ların portföylerinin çeşitlendirilmesinde ilk olarak tespit edilmesi gereken, çeşitlendirmenin *ultra vires* ilkesi ile çatışır nitelikte olup olmadığıdır, ancak bu ilke ile çatışmayan yönlerde bir çeşitlendirme söz konusu olabilecektir. Belirli bir projeyi gerçekleştirmek amacıyla kurulan GYO’larda ise sektörel açıdan portföy çeşitlendirilmesi olası gözükmemektedir, bu GYO’nun konu ve amacında yer alan projenin içinde olduğu sektör dışında bir sektöre, hatta bu proje dışında herhangi başka bir gayrimenkule yatırım yapılması, *ultra vires* ilkesi ile çatışacaktır. Portföy çeşitlendirmesini sektörel bazda yapmak açısından en uygun GYO tipi, genel amaçlı GYO’dur. Genel amaçlı GYO, portföyünde konut sektöründen, turizme, sağlık sektöründen sanayiye kadar pek çok alanda yatırım kalemi bulundurabilecektir. Bir GYO’nun pek çok sektörde yatırımının bulunması riskin dağıtılması açısından oldukça yararlı olmakla beraber, her bir sektörün gerektirdiği azami bilgi ve uzmanlığın tek bir ortaklıkta toplanmasının pratik hayatta pek mümkün olmaması eleştirilmektedir (Belen, 2002: 176). Yani bir yandan sektörel riskler azaltılırken, diğer yandan da profesyonel yöneticilikle ilgili riskler artırılmış



olmaktadır. Bu nedenle portföyün çeşitlendirilmesinde aşırıya kaçmadan optimum faydanın sağlandığı noktada, sektörel genişlemenin durdurulması gerekmektedir. Bu kararı verecek olanlar uzman kurumsal yöneticiler olacaktır.

Portföy çeşitlendirilmesinde son olarak coğrafi yönden çeşitlendirme meselesine değinelim. Örneğin, turizm alanında yatırım yapan bir GYO'nun portföyündeki otellerin çoğunlukla Antalya'da bulunduğunu düşünelim. Uzun vadeli portföy yönetimi ilkesi göz önünde bulundurularak işletilen bu portföyün küresel ısınma tehlikesi ve yaygınlaşan ekolojik yaşam tarzı trendi de göz önünde bulundurularak çeşitlendirilmesi düşünülebilir. Bu yönde, kuzey Ege kıyılarında gelişmeye başlayan alternatif ve doğal yaşama uyumlu turizm alanlarına da yatırım yapması GYO'nun faaliyet alanının dışına çıkmaksızın bir takım tabii ve sosyolojik risklere karşı korunmasını sağlayabilecektir. Belirli bir proje alanında yatırım yapan GYO'lar açısından ise sektörel çeşitlendirmede olduğu gibi, coğrafi çeşitlendirmede de *ultra vires* ilkesine takılmak kuvvetle muhtemel gözükmektedir. Coğrafi yönden çeşitlendirme ülke içinde olabileceği gibi uluslararası piyasalarda da olabilir (Yasaman, 2005: 54). Dünyada gayrimenkul alanında en büyük portföyleri yöneten ortaklıklar, ABD menşeli olmakla birlikte, bu ortaklıklar ABD dışında da pek çok ülkede yatırım yapmaktadır. Bu eğilim özellikle de 2007'nin ikinci yarısında ABD'de patlak veren eşik altı mortgage kredilerinden kaynaklanan kriz sebebiyle ABD'de gayrimenkul fiyatlarının hızla düşmesi deneyimi göz önünde bulundurulduğunda oldukça faydalıdır. Yukarıda bahsettiğimiz gayrimenkul alanında yatırım yapan Amerikalı büyük kurumsal yatırımcılar, yalnızca ABD'de yer alan gayrimenkullere dayalı haklara yatırım yapmış olsalardı, kısa bir sürede portföylerinin büyük bir bölümünün erimiş olduğunu görecektlerdi. ABD'de yaşanan bu deneyim, menkul kıymetler piyasalarında olduğu gibi gayrimenkul piyasalarında da uluslararası alanlarda yatırım yapılmasının önemini bir kere daha vurgulamıştır (Wilson ve Zurbruegg, 2003: 259). Nitekim GYO Tebliği md. 25/f.I/b(i) "*mülkiyetini edinmek kaydıyla yurt dışında gayrimenkulleri alıp satabilirler, faaliyet konusu yalnızca gayrimenkul olmak kaydıyla yurt dışında kurulu şirketlere ve gayrimenkule dayalı olmak kaydıyla yabancı sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilir*" hükmü ile, GYO'nun yurt dışında yatırım yapmasına izin vermektedir. Ne var ki, bu düzenlemede

GYO'nun yurt dışı yatırımlarını kısıtlayıcı bir takım esaslar benimsenmiştir. Şöyle ki, GYO'nun Türkiye'de yatırım yapmasına izin verilen pek çok alanda, yurt dışında yatırım yapmasına izin verilmemektedir. GYO Türkiye'de sınırlı aynı haklara, (kira sözleşmesinden kaynaklanan alacak hakkı gibi) nispi haklara, gayrimenkule dayalı projelere yatırım yapabilmekte iken, yurt dışında gayrimenkulle ilgili bu haklara ve projelere yatırım yapamamaktadır, zira yukarıda bahsi geçen bent bu yatırımlara izin vermemektedir. GYO'ların yurt dışında yapacakları yatırımları kısıtlayan bu hükmün *ratio legis*'in anlamak mümkün değildir.

GYO Tebliğinin Almanya'daki muadili olan ve REIT-Kanunu olarak bilinen kanunda, yurt dışında yapılabilecek yatırımların tek tek ve *numerus clausus* olarak sayılması yerine, yatırım yapılan ülkede gayrimenkule yatırım yapan kurumsal bir yatırımcının edinmesine kanunen izin verilen her türlü araca yatırım yapılabileceği hükme bağlanmıştır (Helios, Wewel ve Wiesbrock, 2008: 79). Alman kanunun yurt dışı yatırımları düzenlerken tercih ettiği yöntem bir yandan, kurumsal yatırımcıyı gereksiz yere kısıtlamaktan kaçınmakta, diğer yandan da yatırım yapılan yabancı ülke mevzuatı ile kendi düzenlemesi arasında meydana gelmesi muhtemel uyumsuzlukların önüne geçmeyi amaçlamaktadır. Bu bağlamda, Türk GYO Tebliği'nin de yurt dışı yatırımlar açısından benzer bir yöntemi tercih etmesi yerinde olacaktır.

### **2.1.1.3 Uzun Vadeli Portföy Yönetimi İlkesi**

GYO portföy yönetimi faaliyeti uzun vadeli portföy yönetimi ilkesi çerçevesinde gerçekleştirilmelidir. Bu ilke gayrimenkul sektöründe spekülasyon amaçlı işlem yapılmasını engellemek ve GYO'nun gayrimenkul portföyü yönetimi faaliyetinin, emlak alım satımına indirgenmesini engellemek amacı ile benimsenmiştir (Susar, 2004: 158; Belen, 2002: 183). Gayrimenkul portföyünün uzun vadeli portföy yönetimi ilkesi, GYO Tebliği md. 30/f.I'de açıkça hükme bağlanmıştır. Maddenin, “*genel amaçlı gayrimenkul yatırım ortaklıklarının portföylerini ... uzun vadeli yönetmeleri esastır*” ifadesinde dayanağını bulan, uzun vadeli portföy yönetimi ilkesi, Tebliğin ifadesi gereği ilk bakışta yalnızca genel amaçlı GYO'lar için geçerliymiş gibi anlaşılmaktadır. Oysa Tebliğ koyucunun gayrimenkul sektörünü korumaya yönelik, kısa vadeli spekülasyon işlemleri önleme kaygısı, Tebliğ'de düzenlenen üç GYO tipi için

de geçerlidir. Uzun vadeli portföy yönetimi ilkesi Alman REIT Kanunu'nda açıkça yer almamakta ise de spekülasyon amaçlı kısa vadeli gayrimenkul alım satımını önlemek adına md. 14, gayrimenkul ticareti yasağını getirmiştir. Maddenin ilk fıkrasında yer alan kural, GYO'nun malvarlığında yer alan gayrimenkullerin ticaretini yasaklamakla birlikte, ikinci fıkrada GYO'lara hareket kabiliyeti sağlayabilmek amacıyla, sınırlı da olsa gayrimenkul alım satımı yapılmasına izin verilmektedir (Helios, Wewel ve Wiesbrock, 2008: 226-227). GYO Tebliği'nin 30. maddesinde yer alan ifade, REIT Kanunu md. 14 ile aynı *ratio legis*'i taşımakla beraber, ne gayrimenkul ticaretini Alman Kanunu'nda yer aldığı gibi açıkça yasaklayabilmiş, ne de istisnaen buna izin verilen halleri göstermiştir. Bizim kanunumuzda açıkça bir yasaklama olmaması sebebiyle, gayrimenkulün kısa vadeli alım satımının, kural olarak Türk GYO'ları açısından yasak olmadığını söylemek mümkündür. Ne var ki, bu gayrimenkul alım satım işlemlerinin GYO'nun gayrimenkule ilişkin portföyünün büyük kısmına tekabül ettiği durumlarda, Tebliğ md. 30/f.I'de yer alan uzun vadeli portföy yönetimi ilkesine aykırılık olduğu kabul edilebilecektir. GYO Tebliği md. 30/f.III, Seri:VI, No:17 sayılı Tebliğ ile yürürlükten kaldırılmadan evvel, Türk GYO'ları açısından da Almanya'daki muadilleri için olduğu gibi daha açık bir düzenleme getirmekte idi. Söz konusu fıkra hükmü şu şekilde idi; *“Ortaklıkların portföylerini uzun vadeli yönetmeleri esastır. Yatırım yapılmasından itibaren bir yıl geçmeden portföylerinden satışı yapılan varlıkların toplam değeri, varlığın satışına ilişkin yönetim kurulu kararının alındığı tarihte, ortaklığın son bir yıl içerisinde yatırım yaptığı varlıkların portföy değerinin % 25'ini aşamaz. Yukarıdaki hesaplama sermaye piyasası araçları dahil edilmez; ancak satış vaadi sözleşmeleri de satışlar gibi dikkate alınır.”* Bu hüküm, ülkemizde piyasada meydana gelebilen ani değişiklikler göz önünde bulundurularak yerinde görülmemiş ve doktrinde yazarlarca eleştirilmiştir (Belen, 2002: 184; Kaçıra, 2009: 88). Ne var ki, hükmün tümünden Tebliğ'den kaldırılması yerinde olmamıştır. Bu şekli ile uzun vadeli portföy yönetimi ilkesinin Tebliğimiz açısından ne anlama geldiği fazlasıyla yoruma müsait bir duruma gelmiştir. İlkenin açıkça belirtilmesine karşın, içeriği hakkında Tebliğ'de hiçbir ipucuna rastlanmaması, hukuk güvenliğini tehdit edebilecek nitelikte farklı yorumlamalara sebebiyet verebilecek niteliktedir. Söz konusu ilkenin uygulanabilirliği açısından, hangi sürelerde alım ve satım işleminin yapılmasının kısa vadeli işlem olarak değerlendirileceği (niteliksel kriter) ve bu tür

uzun vadeli olmayan alım satım işlemlerine, gayrimenkul portföyünün hangi oranında izin verileceğinin (niceliksel kriter) Tebliğ ile açıklığa kavuşturulması yerinde olacaktır.

Bugünkü haliyle GYO'nun işlemlerinden hangilerinin uzun vadeli portföy yönetimi ilkesi ile çeliştiği uygulayıcıların ve doktrinin yorumları yoluyla belirlenecektir. Seri:VI, No:17 sayılı Tebliğ ile yürürlükten kaldırılan Tebliğ md. 30/f.III'te yer alan ifadelerden tebliğ koyucunun, uzun vadeli portföy yönetimi ilkesinin Tebliğ'de kalmasını istediği anlaşılmaktadır. Bu doğrultuda, söz konusu ifade üçüncü fıkradan kaldırılmakla birlikte birinci fıkraya eklenmiş bulunmaktadır. Ne var ki, bu değişiklik ile birlikte hükümde bir anlam kayması da meydana gelmiştir. Şöyle ki, uzun vadeli portföy yönetimine ilişkin eski fıkra hükmü açıkça ve hiçbir ayırım yapmaksızın tüm "*ortaklıkların uzun vadeli yönetilmeleri*" esasını hükme bağlamakta iken, değiştirilen fıkra hükmünde "*genel amaçlı gayrimenkul yatırım ortaklıklarının ... uzun vadeli yönetilmeleri*" esasını kabul edilmiş görülmektedir. Tebliğ koyucunun ilkeyi bu şekilde kısıtlamasındaki *ratio legis*'i anlamak mümkün değildir.

Gayrimenkul ticareti yapmamak konusunda, GYO tipleri arasında bir ayırım yapılamayacağı ve değiştirilen fıkra hükmü de göz önünde bulundurularak, açıklayıcı yorum yoluyla, (belirli bir alanda yatırım yapmak ve belirli bir projeyi gerçekleştirmek amacıyla süreli olarak kurulan GYO'lar da dahil olmak üzere) tüm GYO tiplerinin uzun vadeli portföy yönetimi ilkesi ile bağlı buldukları kabul edilmelidir.

GYO Tebliği'nin uzun vadeli portföy yönetimi ilkesi hakkındaki düzenlemesine ilişkin son bir eleştiri de GYO'nun söz konusu ilkeye aykırı faaliyetlerinin hangi yaptırım ile karşılanacağını belirtmemiş olmasıdır. GYO'nun söz konusu ilkeye aykırı hareket ettiğinin SPK'ca tespit edilmesi durumunda ortaklık SerPK md. 46/f.I/b(g)'de yer alan ağır yaptırımlar ile karşı karşıya kalma riski altında bulunmaktadır. Üstelik, yukarıda da belirtildiği gibi, ilke yalnızca ismen belirtilmiş ancak içeriğine ilişkin bir açıklama yapılmamış olduğu için, SPK tarafından, GYO'nun öngöremeyeceği bir yorum yapılması muhtemeldir. Bu durum ise hukuk güvenliğini tehdit edebilecek nitelikte olduğundan, ilkenin yaptırımının daha net bir şekilde belirlendiği bir düzenlemeye gidilmesi yerinde olacaktır. Alman REIT

Kanunu'nda ise, yasaklanmış gayrimenkul ticareti yapan GYO'nun, bu işlemlerinden elde ettiği gelirin, diğer portföy gelirleri karşısında vergi avantajlarından yararlanamayacağı hükme bağlanmıştır (Conradi, 2008: 229). Ülkemizde de benzer şekilde, GYO'nun faaliyetinin durdurulması ve GYO sıfatının kullanılmasının engellenmesi aşamalarına varmayan, gayrimenkul üzerinde kısa vadeli işlemlere yönelik, özellikle yaptırımların kanun yolu ile belirlenmesi yerinde olacaktır.

## **2.1.2. Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Tebliği'nden Kaynaklanan İlkeler**

### **2.1.2.1 Yöneticinin Bağımsızlığı İlkesi**

Uzman kişi eliyle yönetim ilkesinin bir uzantısı olarak, portföy işletmeciliğinde yöneticilerin bağımsızlığı ilkesi, Tebliğ'de yer almaktadır. Genel anlamda bağımsızlık ilkesi ortaklık portföyünün işletmesi ile ilgilenen kişilerin hissedar ve ortaklık çıkarlarına aykırı düşecek şekilde, kendileri ya da üçüncü kişiler yararına hareket etmemelerini sağlamayı amaçlamaktadır (Belen, 2002: 194). Özü itibariyle bağımsızlık ilkesi YK üyelerinin ortaklığa karşı özen ve sadakat borçlarının bir görünümünü teşkil etmekte ve kurumsal yönetim ilkeleri ile bağlantılı olarak değerlendirilmektedir. O kadar ki, yöneticinin bağımsızlığı hususu kurumsal yönetimin esaslı unsurları arasında görülmektedir (Yasaman, 2005: 27). Yöneticinin bağımsızlığı ilkesi, ortaklığın ve ortaklık pay sahiplerinin, çıkar ve haklarını korumaya yönelik sadakat borcunun sağlanmasına yönelik bir ilkedir. Bu yolla, pay sahiplerinin tasarrufları ile oluşturulan portföyün, ortaklığın ve dolayısıyla pay sahiplerinin çıkarları doğrultusunda yönetilmesi amaçlanmaktadır. Ne var ki, söz konusu sadakat borcu, Adam Smith'in de isabetle tespit etmiş olduğu gibi her zaman yerine getirilememektedir (Smith, 1994: 800). İşte yerine getirilmesi her zaman kolay olmayan bu borcun ifasını sağlamak amacıyla, birçok kurumsal yönetim ilkesinin yanında, yöneticilerin bağımsızlığı ilkesi de ileri sürülmüştür (Rehman, 2006: 691).

Yöneticinin "bağımsızlığından" bahsedilirken çalışmada kavramın hangi anlamda kullanıldığının açıklanmasında fayda vardır, zira kavram çeşitli anlamlarda kullanılabilir. GYO Tebliği'nde tartışmaya yer vermemek adına bağımsızlık

kavramı açıkça tanımlanmış olsa da, yöneticinin bağımsızlığının sağlanması adına bu tanımdan başkaca önlemlere de yer verilmiştir. Bağımsızlık ilkesi Tebliğ md. 18’de öncelikle ve özellikle, yönetim kuruluna aday gösterme imtiyazına sahip olan azınlıktan ya da en az %10 oy ya da pay sahibi olan ortaklardan ve ortaklık yakın hukuki ilişki içinde bulunan bir takım ortaklıklardan bağımsız olmak anlamında düzenlenmiştir. Bu kimselerin, YK üyeleri üzerinde etkili olmak suretiyle, ortaklık yararına olmayıp, söz konusu kimselerin özel yararlarına olan kararların alınmasını sağlamaları ihtimaline karşı, bir tedbir niteliğinde YK üyelerinin bağımsızlığı düzenlenmiştir. Esasen, ayrıca bir bağımsızlık şartı öngörülmemiş olsa idi dahi, diğer ortakların aleyhine olacak şekilde, bazı ortaklar yararına alınacak bu tür kararlar, yöneticilerin ortaklara eşit davranma yükümlerine aykırılık teşkil edecektir (Stockmann, 1971: 387). GYO Tebliği’nde yer alan, YK üyelerinin bağımsızlığı düzenlemesi ile, üyelerin karar verme aşamasında, bir çıkar çatışması halinde kalmaması, yalnızca ortaklık ve ortakların çıkarı doğrultusunda hareket etmesi amaçlanmıştır. YK üyesi nezdinde bir çıkar çatışması ihtimalini asgariye indirmek adına Tebliğ, YK üyelerinin 1/3’ünün “bağımsız” olmaları gerektiğini md. 18’de emredici hükme bağlamıştır.

Bağımsızlık GYO Tebliği md. 4/f.I/b(g)’de SPK tarafından yayımlanan Kurumsal Yönetim İlkelerine gönderme yapmak suretiyle tanımlanmıştır. SPK tarafından yayımlanan Kurumsal Yönetim İlkeleri md. 3.3.5.’te bağımsızlık “a- Şirket veya şirketin iştiraki, bağlı kuruluşu ve grup içi şirketlerden biri ile kendisi, eşi ve üçüncü dereceye kadar kan ve sıhrî hısımları arasında son iki yıl içinde istihdam, sermaye veya ticaret anlamında doğrudan veya dolaylı bir menfaat ilişkisinin kurulmamış olması, b- Yönetim kuruluna belirli bir pay grubunu temsilen seçilmemiş olması, c- Başta şirketin denetimini ve danışmanlığını yapan şirketler olmak üzere, yapılan anlaşmalar çerçevesinde şirketin faaliyet ve organizasyonunun tamamını veya belli bir bölümünü yürüten şirketlerde çalışmıyor olması ve son iki yıl içerisinde yönetici olarak görev almamış olması, d- Son iki yıl içerisinde, şirketin bağımsız denetimini yapan kuruluşlarda istihdam edilmemiş veya bağımsız denetim sürecinde yer almamış olması, e- Şirkete önemli ölçüde hizmet ve ürün sağlayan firmaların herhangi birisinde çalışmamış ve son iki yıl içerisinde yönetici olarak görev almamış

*olması, f- Eşi veya üçüncü dereceye kadar olan kan ve sıhrî hısımları arasında hiçbirisinin şirkette yönetici, toplam sermayenin %5'inden fazlasını elinde bulunduran veya her halükarda yönetim kontrolünü elinde bulunduran pay sahibi veya herhangi bir yönetici pozisyonunda veya şirketin kontrolünde etkili olmaması, g- Şirketten yönetim kurulu üyeliği ücreti ve huzur hakkı dışında başka herhangi bir gelir elde etmiyor olması; yönetim kurulu görevi dolayısıyla hissedar ise %1 seviyesinin altında hisseye sahip olması, bu payların imtiyazlı olmaması”* olarak tanımlanmaktadır. Bu tanım, bağımsız yöneticinin, tarafsız yabancı (desinterested outsider) niteliğine ağırlık vermektedir. Bu anlamı ile bağımsızlık ilkesinin amacı, yöneticinin, ortaklık ve ortaklığın yönetiminde söz sahibi olanlar ile iktisadi bağlarının ortadan kaldırılmasıdır (Independent Directors, 2006: 1555).

Her ne kadar, yöneticinin, 18. Maddede gösterilen kişiler ile iktisadi bir bağının bulunması, bir başka ifade ile bir çıkar çatışması halinde bulunması, onun mutlaka ortaklık yararına olmayacak şekilde karar alacağı anlamına gelmemekte (Krieger ve Scheneider, 2007: 46) ise de, Tebliğ koyucu emredici bir hükümlerle bağımsızlığı şart koyarak, küçük yatırımcının çekinmeden GYO'ya yatırım yapmasını sağlamayı amaçlamaktadır.

Tebliğ md. 18 uyarınca, bağımsız yöneticinin, “*ortaklıkta %10 veya üzerinde pay sahibi veya bu oranda oy hakkı olan diğer ortaklardan, ortaklıkta yönetim kuruluna aday gösterme imtiyazını içeren pay sahibi ortaklardan, bu kişilerin %10'dan fazla paya veya bu oranda oy hakkına sahip olduğu şirketlerden, danışmanlık hizmeti alınan şirketten, işletmecisi şirketlerden ve ortaklığın iştiraklerinden*” bağımsız olması gerekmektedir. Maddenin ratio legis'i, yöneticiyi ana olarak iki noktada bağımsız kılmak istemektedir; bunlardan birincisi, ortaklıkta yönetimde söz sahibi ortaklar karşısında bağımsızlık, ikincisi ise ortaklığın sürekli olarak faaliyet gösterdiği diğer tüzel kişilerden bağımsızlıktır. Yöneticinin kendisinden bağımsız olması gereken bu birinci grup, esas itibarıyla, yöneticinin ona bu pozisyonu sağlayan ortaklardır. Böylece bu ortakların özel çıkarları ile ortaklık çıkarları arasında düşebilecekleri çıkar çatışmasının, YK'ya yansımaması amaçlanmıştır. Yöneticinin kendisinden bağımsız olması gereken ikinci grup, ise

ortaklığın uzun süre ilişki içinde olduğu ortaklıklardır. Bağımsızlık hükmü ile YK üyelerinin, GYO ile ilişki içindeki bu şirketler ile zaman içinde oluşan kişisel ilişkisinden kaynaklanan çıkarlar ile GYO'nun çıkarları arasında düşebilecekleri çıkar çatışmasını önlemeyi hedeflemektedir. Bağımsız olunması gereken birinci grupta ortaklıkta %10'dan fazla pay ya da oy hakkı sahibi olanlar ve YK'ya aday gösterme imtiyazına sahip olanlar ile bu kişilerin %10'dan fazla pay ya da oya sahip oldukları şirketler yer almaktadır. Tebliğ bu yolla yöneticilerin ortaklar arasında ayırım yapmaksızın tüm ortakların ve dolayısıyla ortaklığın menfaatlerini üstün tutmasını amaçlamaktadır. Bağımsız olunması gereken ikinci grupta ise ortaklığın danışmanlık hizmeti aldığı şirketler, işletmeciler ve ortaklığın iştirakleri yer almaktadır. Tebliğ yöneticinin bu şirketlerden bağımsız olmasını şart koşmakla, GYO'nun sermayesinin, bu şirketler lehine azalmasını engellemek amacını gütmüştür.

Tebliğ'in, çeşitli menfaat grupları ile GYO'nun kendi menfaati arasında ve YK üyesi nezdinde meydana gelebilecek çıkar çatışmalarını önlemek adına pek çok ihtimali öngörmüş olması, oldukça yerinde bir düzenlemedir. Ne var ki, söz konusu bağımsızlık anlayışı bazı yazarlarca eleştirilmiştir. Bu eleştirilerden biri ortaklıktan ve ortaklıkta kontrol sahibi olanlardan bağımsız olmanın pay sahiplerinin haklarını korumak için yeterli olmadığını ve Tebliğ anlamında bağımsız olan bir kişinin de pekâlâ yetersiz olması sebebiyle pay sahiplerinin ve ortaklığın çıkarlarına aykırı kararlar verebileceğini vurgulamaktadır (Independent Director, 2006: 1557). Bu doğrultuda bağımsızlık kavramının iktisadi bağımsızlıktan (desinterested outsider'lıktan) öteye geçmesi ve "bağımsız uzman" (unaffiliated professional) anlamında algılanması gerektiği savunulmaktadır (Independent Director, 2006: 1559). Nitekim GYO Tebliği'nde de ortaklık yöneticilerinin ve genel müdürün sahip olması gereken uzmanlıkların minimumu belirtilmek suretiyle bu amaca yönelik hükümler de getirilmiştir. Uzman eliyle portföy yönetimi ilkesi yukarıda ayrıntısıyla incelendiğinden bu husustaki ayrıntılara burada tekrar değinilmeyecektir.

Tebliğ md. 18/f.I'de isabetle yer aldığı üzere iktisadi bağımsızlık YK üyelerinin tümünde değil, yalnızca bunların 1/3'ünde aranmaktadır. Bağımsızlık ilkesi, yukarıda da açıklandığı gibi, ortaklık sermayesinin ve ortakların çıkarlarının



korunması amacıyla düzenlenmiştir. Bu amaç göz önünde bulunarak, aslında bağımsız karar vermesi gerekenin, her bir yönetici değil, yönetim kurulu olduğu anlaşılmaktadır. Nitekim bir yöneticinin tek başına, ne ortaklık sermayesi üzerinde, ne de ortakların çıkarları üzerinde bir yetkisi vardır, yetkili olan kuruldur.

İlk bakışta, 1/3'lük asgari bağımsızlık oranının, YK kararının bağımsız olarak verilmesi için yeterli olmadığı düşünülebilir, zira esas sözleşmede aksine hüküm bulunmadığı durumlarda, YK kararları oy çokluğu ile verilmektedir. Bu durumda bağımsız niteliği haiz olmayan YK üyeleri YK kararlarını belirleyebilecek gibi gözükmektedirler. Ne var ki, Tebliğ md. 21'de yer alan özellik arz eden kararlar incelendiğinde bağımsız olmayan adayların kolaylıkla tek yönlü kararlar alınmasını sağlayamayacakları görülmektedir. GYO Tebliği md. 21, YK üyelerinin kendisinden bağımsız olması gereken kişiler ile, GYO arasında yapılacak bir takım işlemlerde, YK'nın oybirliği ile karar vermesini zorunlu tutmaktadır. 21. maddenin B bendinde sayılan söz konusu kararlar, ortaklık faaliyetlerinden sermayeyi etkileyebilecek ve esaslı sayılabilecek kararların neredeyse tamamını kapsamaktadır. Tebliğ'in aradığı oybirliği şartı, bağımsız nitelik taşıyan üye ya da üyelere söz konusu kararlarda veto hakkı tanımak suretiyle YK kararlarının bağımsız olmasını sağlamaktadır.

O halde, bağımsızlık niteliğini haiz olmayan üyelerin, GYO için sermayeyi etkileyecek ve önemli konularda, YK kararlarını etkileyebilecek sayıda olmamalarının, GYO Tebliği md. 21 ile sağlanmış gerekli ve yeterli kabul edilmelidir. Bu orandan daha fazla YK üyesinin de bağımsız olmasının emredici bir hükümlerle zorunlu tutulması, kısıtlayıcı bir düzenleme olurdu. Yine de bağımsız YK üyesi oranının esas sözleşme ile artırılması mümkündür. Örneğin GYO esas sözleşmesi ile bağımsız YK üyelerinin 2/3 oranında olması ya da tüm üyelerin bağımsız olması şart koşulabilir. Böyle bir artırım olmadığı hallerde dahi, GYO Tebliği md. 18/f.I uyarınca bağımsız üyelerin oranı ve hangi kimselerden bağımsız olmaları gerektiğine ilişkin madde hükmünün, esas sözleşmede yer alması zorunludur.

### **2.1.2.2 Portföy Çeşitlendirilmesinde Tebliğ Sınırlamaları**

Riskin dağıtılması ilkesi başlığı altında, yukarıda portföyün çeşitlendirilmesi gereği ayrıntısı ile açıklanmıştır. Tebliğ md. 27 ile gayrimenkul portföyünün

çeşitlendirilme gereğinin yerine getirilmesini sağlamak için, bu doğrultuda bazı asgari şartlar getirmektedir (Belen, 2002: 177). Bu şartların ayrıntısı ile incelenmesine geçmeden evvel, asgari çeşitlendirmenin hangi alanlarda zorunlu tutulduğuna bakmakta fayda vardır. GYO portföyünün esasen bir gayrimenkul portföyü olması münasebetiyle Tebliğ, öncelikle gayrimenkule dayalı hakların likit varlıklar ile çeşitlendirilmesi üzerinde durmaktadır. Tebliğ, ikinci aşamada portföy içinde yer alan likit varlıkların da bazı koşullar altında, kendi içinde çeşitlendirilmesi şartını getirmektedir. Son olarak, Tebliğ yabancı haklara yapılacak yatırımlar ile çeşitlendirilmek istenen portföylere de asgari bir sınır getirmektedir. Tebliğ’de yer alan portföy çeşitlendirmesi sınırlamalarına kuşbakışı yapılan bu üç aşamalı tespit, bir hususu net bir şekilde gözler önüne sermektedir; Tebliğ, portföy çeşitlendirmesinde gayrimenkule dayalı hakların kendi içinde çeşitlendirilmesine bir sınırlama getirmemektedir. Böyle bir asgari zorunluluk getirilmemesi GYO yöneticilerine önemli oranda hareket serbestisi tanımakla birlikte, portföy işletmeciliği faaliyetlerinin riskin dağıtılması ilkesini göz önünde bulundurularak gerçekleştirilmesi gerektiği gerçeğini değiştirmeyecektir (bk. Tebliğ md. 30/f.I). Belirli alanda faaliyet gösteren ya da belirli bir projeye yatırım yapmak üzere kurulan GYO’lar açısından gayrimenkule dayalı hakların çeşitlendirilmesinde göz önünde bulundurulması gereken sınırlama ise Tebliğ md. 30/f.II’de yer almakta olup, bu sınırlama aşağıda ayrıntılı olarak incelenecektir.

#### **2.1.2.2.1 Asgari Oranda Gayrimenkule Dayalı Bir Portföy**

GYO, ister genel amaçlı olsun, ister belirli bir alana ya da projeye yatırım yapmak için kurulmuş olsun, Tebliğ md. 27’de yer alan sınırlamalara uygun bir portföy oluşturmak durumundadır. Tebliğ’e uygun olarak oluşturulmuş bir portföy öncelikle asgari %50 oranında gayrimenkule dayalı hak içermek durumundadır (Tebliğ md. 27/f.I/b(a)). Gayrimenkule dayalı haklara asgari %50 oranında pay ayıran bir GYO, azami %50 oranında likit varlıklara da yatırım yapabilecektir. GYO’nun likit varlıklara yapacağı yatırımın azami olarak belirlenmesi, GYO’nun esas itibariyle gayrimenkule dayalı haklara yatırım yapmak amacıyla kurulmuş olmasından kaynaklanmaktadır. Bu yolla Tebliğ, GYO’nun *de facto* olarak bir menkul kıymetler yatırım ortaklığı gibi hareket etmesini engellemeyi amaçlamaktadır.

Tebliğ md. 30/f.II'nin uyarınca, asgari %50 oranının, belirli alanda faaliyet göstermek üzere ya da belirli projelere yatırım yapmak amacı ile kurulan GYO'larda asgari %75 düzeyine çıktığı görülmektedir. Tebliğ md. 30/f.II bu tür GYO'ların portföy değerlerinin en az %75'inin “*unvanlarında ve/veya esas sözleşmelerinde belirtilen varlıklardan oluşması*” zorunluluğunu getirmektedir. Tebliğ ifadesini kelimesi kelimesine anlayacak olursak, hükmün ortaklıklar hukukunun bugün için hala temel nitelikli bir ilkesi olan *ultra vires* ile çatıştığı görülecektir. Esasen bu tip GYO'ların da diğer her türlü ortaklıkta olduğu gibi, *ultra vires* ilkesi gereğince yatırımlarının %75'ini değil %100'ünü esas sözleşmelerinde belirtilen varlıklara yapmaları gerekecektir. Düzeltici yorum yoluyla ve hükmün *ratio legis*'i de göz önünde bulundurularak, ortaklığın asgari %75 oranında esas sözleşmesinde ve unvanında gösterilen “belirli alana” ya da “projeye” yatırım yapması gerektiği anlaşılmalıdır. Kalan azami %25'lik dilimde, ortaklık *ultra vires* ilkesine aykırı olmayacak şekilde ve fakat faaliyet göstereceği alan ya da proje dışında yatırımlar da yapabileceğine göre, bu yatırımlar likit yatırımlar şeklinde tezahür edebilecektir.

Örneğin alışveriş merkezi alanında yatırım yapmak amacıyla kurulan bir GYO'nun %25 oranında konut alanına yatırım yapması *ultra vires* ilkesi ile çatışırken, aynı GYO'nun %25 menkul kıymetlere ve nakde yatırım yapması *ultra vires*'e aykırı olmayacaktır. O halde denilebilir ki, Tebliğ md. 30/f.II'de yer alan %75'lik sınır, bu tip GYO'lar açısından, gayrimenkule dayalı hakların asgari sınırınıdır.

Dünyada kolektif yatırım kurumları, riskin dağıtılması ve bununla bağlantılı olarak portföy çeşitlendirilmesi ilkesi çerçevesinde portföy işletmeciliği faaliyetini gerçekleştirmek yükümlülüğü altındadır. Türk GYO'ları da bu genel ilkeden istisna edilmiş değildir. Ne var ki, Tebliğ hükümlerince GYO, likit varlıklarında olduğu gibi, gayrimenkule dayalı haklardan oluşan portföyünü, asgari bir oranda (sektörel ya da coğrafi olarak) çeşitlendirmek yükümlülüğü altına sokulmamıştır.

#### **2.1.2.2.2 Gayrimenkule Dayalı Portföyün Likit varlıklar ile Çeşitlendirilmesi**

Tebliğ md. 27/f.I/b(b) portföy değerinin azami %50'sinin Tebliğ md. 25/f.I/b(a)'da yazılı varlıklar ile md. 32A'da bahsi geçen iştiraklerin toplamından

oluşması gerektiğini hükme bağlamaktadır. Bu hüküm ile GYO'nun likit varlığının belirli bir oranda kalması amaçlanmaktadır. Portföyün azami %50'sinin hesaplanmasında; “*Tebliğ md. 32A maddesinde belirtilen iştirakler*” ifadesinden iştirak edilen şirketlerde sahip olunan pay değerleri, “*25'inci maddenin (a) bendinde yazılı varlıklar*” ifadesinden de bu bentte gösterilen işlemler sonucu elde edilen hakların anlaşılması gerekmektedir. Zira bu bentte yazılı olanlar, varlık değil bir takım varlıkların elde edilebilmesi amacı ile yapılacak işlemlerden ibarettir. Bentte sayılanlara ek olarak, Tebliğ md. 27/f.I/b(b) hükmünün bütünü değerlendirildiğinde, kurulun izni ile istisnaen hesaptan indirilen bir kısım nakit hariç, ortaklığın elinde bulundurduğu nakdin de azami %50'nin hesaplanmasında değerlendirmeye alınacağı anlaşılmaktadır. Ayrıca belirtmek gerekir ki, Tebliğ md. 25/f.I/b(k)'da sayılan işlemler, aynı maddenin a bendinde sayılan işlemler gibi likit varlıkların edinilmesini sağlamaya yönelik işlemlerdir. O halde, k bendinde sayılan, swap, forward, opsiyon işlemleri ile vadeli işlemlerden elde edilen varlıkların da neden likit malvarlığı olan, azami %50'lik kısımda hesaplanmadığını anlamak mümkün değildir. Kanaatimce bu işlemlerden elde edilenler varlıklar da azami %50'lik pay içinde ve portföyün bir parçası olarak değerlendirilmesi gerekmektedir.

Yukarıda yapılan açıklayıcı ve tamamlayıcı yorumlar doğrultusunda belirtmek gerekir ki; Tebliğ md. 27/f.I/b(b)/c.1'de verilen tanım azami likit varlığın tespit edilmesinde yeterli değildir. Kanımca, likit varlık kalemleri; Tebliğ md. 25/f.I/b(a) ve (k)'da yer alan işlemler sonucu elde edilen haklar ile Tebliğ md. 32/A'da gösterilen paylardan ve Tebliğ md. 27/f.I/b(b)/c.2'de bahsi geçen ve istisnaya konu olmayan nakitten ibaret olmalıdır.

### **2.1.2.2.3 Likit Varlıkların Çeşitlendirilmesi**

Tebliğ, portföy çeşitlendirmesinde yalnızca gayrimenkule dayalı haklardan oluşan portföyün likit varlıklar ile çeşitlendirilmesini amaçlamamış, ayrıca portföyde yer alan likit varlıklar, portföyün %10'undan fazlasını oluşturuyor ise, bu likit varlıkların da kendi içinde çeşitlendirilmesi (riskin mali yönden dağıtılması) zorunluluğunu getirmiştir (Yasaman, 2005: 52-53). Şöyle ki; Tebliğ md. 27/f.I/b(b) “*Türk Lirası veya yabancı para cinsinden vadesiz ve vadeli mevduata ... en fazla*

*portföy değerinin %10'u oranında yatırım*” yapılabileceğini hükme bağlamaktadır. Bu hüküm ilk bakışta, azami %50’lik likit varlıklar içinde yer alan mevduat hesaplarının, portföyün en fazla %10’unu temsil edebileceğini söylemekte ise de, bir başka bakış açısıyla değerlendirildiğinde, hükmün GYO’nun likit varlıklarını kendi içinde çeşitlendirme zorunluluğu getirdiği anlaşılmaktadır. Şöyle ki; örneğin bir GYO portföyünün %15’i oranında likit kalmak istiyorsa, bunun tamamını mevduat hesaplarında değerlendiremez. Bu durumda en az portföyünün %5’i oranında (sermaye piyasası araçları, hisse senetleri gibi) diğer bir takım likit enstrümanlara başvurmak durumunda kalacaktır. Bu açıdan bakıldığında Tebliğ, likit malvarlığının da kendi içinde çeşitlendirilmesi zorunluluğunu getirmektedir. O halde azami düzeyde likitte kalmayı amaçlayan bir GYO’nun portföyünün %50’si gayrimenkule dayalı haklardan, kalan %50’si de likit varlıklardan oluşacaktır. Likit %50’lik kısmın ise %10’u mevduat hesaplarından, kalan %40’ı da diğer likit enstrümanlardan oluşacaktır.



Şekil 0.1: Azami Düzeyde Likitte Kalmayı Amaçlayan Bir GYO’nun Portföyü

Portföy çeşitlendirilmesinde Tebliğce getirilen sınırlamalardan, yalnızca %50 oranında gayrimenkule dayalı haklardan oluşan bir portföy işletme kuralı bir yaptırıma bağlanmıştır. Tebliğ md. 27/f.I/b(e)’de bu asgari oranın sağlanamaması halinde GYO’nun karşı karşıya kalacağı yaptırımlar hükme bağlanmıştır. Ne var ki, %10’luk azami mevduat hesabı sınırının, %49’luk azami yabancı varlık sınırının ya da belirli alanda ya da proje için kurulan GYO’larda %75’lik asgari sınırlara uyulmaması durumlarında GYO’nun bir yaptırıma tabi tutulacağı öngörülmemiştir.

#### **2.1.2.2.4 Yabancı Varlıklarla Portföy Çeşitlendirmesi**

Yukarıda genel olarak riskin dağıtılması ilkesi çerçevesinde portföyün coğrafi yönden çeşitlendirilmesinin önemi üzerinde durulmuştur. Coğrafi çeşitleme amacıyla yabancı ülkede yer alan gayrimenkullere ya da gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmak isteyen GYO, Tebliğ md. 27/f.I/b(c) uyarınca, bu yatırımını portföy değerinin azami %49'u oranında yapabilecektir. GYO'nun yabancı varlıklara yapacağı yatırımda azami sınır, bir üst başlıkta incelenen sınırlamalardan bağımsız olarak değerlendirilmelidir. Yukarıdaki sınırlamalar, yatırım yapılan varlığın gayrimenkule dayalı haklar ya da likit varlıklar olması açısından portföyü iki gruba ayırmakta iken, yabancı varlıklar bu iki grupta da yer alabilmektedirler. O halde yabancı gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçları da diğer yerli likit enstrümanlar ile birlikte azami %50'lik likit portföy içinde değerlendirilecektir. Aynı şekilde, yabancı gayrimenkule dayalı haklar da asgari %50'lik asgari gayrimenkule dayalı hakları içeren portföy kısmında yerini alacaktır. Her hal ve karda yabancı likit enstrümanlar ve gayrimenkule dayalı haklar, beraberce portföy değerinin %49'unu aşamayacaktır.

#### **2.1.2.3 Portföy İşletmeciliği Faaliyetinin Devamlılığı İlkesi**

Hukuk politikası açısından GYO'lar buldukları coğrafyanın mevzuata uygun şekilde ve sağlıklı imarlaşmasını sağlamak hedefine hizmet etmek amacıyla vergi avantajlarından yararlanmaktadır. Nitekim GYO'lar parlak çağlarını, gerek ABD'de büyük şehirlerin hızla imara yöneldiği 1950-60'lı yıllarda, gerek Almanya'da birinci ve ikinci dünya savaşları sonrası dönemlerde yaşamışlardır (König, 1998: 28). Benzer şekilde ülkemizde de özellikle büyük şehirlerin imar mevzuatına uygun şekilde yapılması büyük önem taşımaktadır. O halde, ihtiyaç duyulan imarlaşmaya yönelik, hem finansman, hem de profesyonel bilgiyi beraberce barındıran GYO'ların bu amaca yönelik olarak projeler geliştirmek yerine, kısa dönemli gayrimenkul alım satımından kazanç sağlamaya çalışması GYO'ların kuruluş ve vergi desteklerinin altında yatan hukuk politikasına aykırı olurdu. GYO portföyü işletmecilerinin bu şekilde davranmalarının önüne geçmek amacıyla, faaliyetin devamlılığı ilkesi uyarınca, Tebliğ md. 27/f.I/b(d), üzerinde gayrimenkul geliştirmeye yönelik bir tasarrufta bulunulmayan arazilere bir sınırlama getirmektedir. Portföy işletmeciliği faaliyetinin

devamlılığı ilkesi ile GYO'nun yatırımcı nezdindeki güveninin pekiştirilmesi amaçlanmaktadır (Kaçira, 2009: 89).

Tebliğ md. 27/f.I/b(d) uyarınca, GYO portföyüne intikalinin üstünden 5 yıl geçmesine rağmen, üzerinde proje geliştirilmesine yönelik bir tasarrufta bulunulmayan arsa ve arazilerin oranı portföy değerinin %10'unu geçemez. Tebliğin bu düzenlemesi değerlendirilirken öncelikle hatırlatmak gerekir ki, bentte yer alan “*arsa ve arazi*” ifadesi hukuk tekniği açısından yerinde değildir. Hukukumuzda sınırlı sayıda olan gayrimenkul çeşitleri (bk. MK md. 704) arasında “*arsa*” yer almamaktadır. Buna göre söz konusu ilkenin yalnızca portföye dahil edilen araziler ile sınırlı olarak değerlendirilmesi gerekmektedir. Portföy işletmeciliği faaliyetinin devamlılığı ilkesinin, *de lege lata* yalnızca portföye dâhil edilen arazilere teşmil edilmesi, söz konusu ilkenin amacı ile uyumlu değildir.

İlkenin *ratio legis*'i portföye dahil edilen tüm gayrimenkulleri ve hatta gayrimenkul üzerinde kurulan sınırlı ayni haklar ile nispi hakları da kapsamayı gerektirmektedir. Şöyle ki, örneğin, mülkiyeti elde edilen bir bağımsız bölüm veya 49 yıllığına kiralanan ya da üzerinde bir irtifak hakkı elde edilen gayrimenkul üzerinde de pekâlâ bir proje geliştirilebilir. Bu hakların da, araziler gibi, portföye dahil olmalarını takiben, üzerlerinde gayrimenkulü geliştirmeye yönelik bir takım tasarruflarda bulunulmasının beklenmesi, faaliyetin devamlılığı ilkesi karşısında haklı gözükmemelidir. Ne var ki, bugünkü düzenleme, *de lege lata*, arazi dışında kalan gayrimenkul üzerinde faaliyetin devamlılığı ilkesinin işletilmesini zorunlu kılmamaktadır. Tabiidir ki, bu durum ilkenin diğer ayni ve nispi haklar için de kullanılmasını engellemek için bir sebep değildir. Yalnızca, Tebliğ düzenlemesinin, faaliyetin devamlılığı ilkesine asgari bir şart olarak, araziler üzerinde proje geliştirme yükümlülüğü getirdiği şekilde yorumlanması gerekmektedir.

Bu ilke ve Tebliğ'in 27. maddesinin ilgili bendi uyarınca, GYO'lar, üzerinde mülkiyetini edindikleri araziler üzerinde proje geliştirme zorunluluğu olup olmadığı tartışılabilir. GYO'ların sağlıklı imarlaşmaya ilişkin katkıları nedeni ile desteklenmesi ve ilgili bendin ifadesi göz önünde bulundurulduğunda, GYO'ların, kural olarak, edindikleri araziler üzerinde proje geliştirme yükümlülüğü altında olduklarını

söylemek mümkündür (Helios, Wewel ve Wiesbrock, 2008: 245). Bunun sınırı ancak edindikleri arazilerin portföy değerinin %10’udur. Söz konusu bendi bir başka açıdan okursak, kural olarak GYO’lar yalnızca proje geliştirmek üzere arsa edinebilirler, istisnaen (portföy değerinin %10’u oranında) mülkiyeti devir amacı güdebilirler (Belen, 2002: 186).

Faaliyetin devamlılığı ilkesi kapsamında, 27. maddenin d bendinde, arsanın portföye alınmasından itibaren hesap edilecek 5 yıllık periyotlarda, o arsa üzerinde proje geliştirilmesine yönelik “*herhangi*” bir tasarrufta bulunulması gerektiği hükme bağlanmaktadır. Bentte yer alan “*herhangi bir tasarruf*” ifadesi, proje geliştirmeye yönelik olarak çeşitli kişilerle sözleşmeler imzalanmasından, idareden alınacak ruhsat ve izinlere, fiilen inşaaata başlanılması ya da tamamlanmasından, inşaatın işletmesini devralacak bir kişi ile anlaşılmasına kadar pek çok işlemi kapsayacak şekilde geniş anlaşılmalıdır (Belen, 2002: 185).

“*Herhangi bir tasarruf*” ifadesinin geniş yorumlanması, bir yandan ortaklık yöneticilerinin proje geliştirme faaliyetlerini rahatça yapmalarını sağlarken, diğer yandan da ifadenin yorumlanmasındaki farklılıklar yüzünden hukuk güvenliğini zedeleyebilecek ve hatta kötüye kullanmaya sebebiyet verebilecek niteliktedir. Şöyle ki, bir gayrimenkul üzerinde önce bir inşaat firması ile sözleşme yapılarak, takip eden 5 yılda belediyeden gerekli izinlerden birinin, bir sonraki 5 yılda ise bir diğerinin alınması ile proje geliştirilmeksizin gayrimenkulün değerlendirilmesi beklenebilir. Bu 15 yıllık zaman zarfında GYO işletmesinin asıl amacı proje geliştirmek değil, gayrimenkulün değerlendirilip ardından satılması yolu ile kar elde etmektir. O halde iyi niyetli portföy işletmecisine hareket serbestisi sağlayan bu kriter, kötü niyetli portföy işletmecisinin de kanunu dolanmasına olanak verebilir niteliktedir. GYO’ların ağırlıklı olarak gayrimenkul ticareti ile kazanç elde etmesini amaçlayan Alman REIT Kanunu, ise farklı bir kriter benimsemiştir. Alman Kanununa göre, gayrimenkul alım satımı, ortaklığın son 5 mali yılında gayrimenkul ticaretinden elde ettiği kazanç, yine aynı dönemdeki (yalnızca) gayrimenkulden oluşan portföyünün ortalama değerinin yarısından fazla ise yasaklanmıştır. Alman Kanunu’nda aranan bu şart, bir yandan işletmeciye sağlanan hareket serbestisini belirli süre sınırları ile daraltmazken, diğer



yandan da tespit edilmesinde bizim sistemimizde olduğu gibi güçlükler yaşanmayan ve kötüye kullanılması daha zor, niceliksel bir kriter getirmektedir. Türk GYO Tebliği'nin de, niteliksel kriterleri (herhangi bir tasarruf kriterini) bir kenara bırakıp, Alman Kanunu'nda olduğu gibi niceliksel bir kriteri benimsemesinde, gerek hukuk güvenliğinin sağlanması, gerekse ilkenin kötüye kullanılmasının engellenmesi açısından fayda vardır.

## 2.2. Gayrimenkul Portföyü İşletmecisi Olarak Faaliyeti

Her ne kadar hukukumuzda kişilerin hukuki işlemlerinde serbest oldukları kabul edilmekte ise de, GYO'nun taraf olacağı hukuki işlemler ile portföyünün objesini oluşturacak kalemlerin nelerden ibaret olacağı, GYO Tebliği md. 25'te *numerus clausus* tekniği ile sıralanmıştır. Böyle bir sınırlama portföy işletmeciliği faaliyeti gösterecek GYO'nun hareket serbestisini önemli oranda sınırlamaktadır (Belen, 2002: 219).

Aşağıda, portföy işletmeciliği faaliyetinin sınırlı sayıda sayılan bu objelerden, gayrimenkul portföyü işletmeciliği niteliğinde olanlar incelenmektedir. Hukuk politikası açısından, GYO'nun oluşturulması ve çeşitli vergi avantajlarından yararlandırılmasının asıl sebebi, portföy işletmeciliği faaliyetlerinin gayrimenkul sektörüne ve ülkenin bayındırlığına yapacağı olumlu katkılardır. Bu husus göz önünde bulundurulduğunda, portföyün öncelikli ve ağırlıklı objelerinin gayrimenkule dayalı haklar ile projelerden oluşması gerekliliği netlik kazanmaktadır.

Gayrimenkule dayalı haklar, projeler ile birlikte GYO tarafından işletilen portföyün esaslı objeleri olmakla beraber, bunların içinde gayrimenkule dayalı projeler daha da önemli kabul edilmelidir. Zira özel bir hukuki ve vergisel rejim ile GYO kurulmasının asıl sebebi büyük gayrimenkul projelerinin önünün açılmasıdır. Gayrimenkule dayalı haklar edinilmesi ise, proje geliştirme faaliyetinin gerçekleştirilebilmesi için bir araç, bir hazırlık faaliyeti ya da yan faaliyet gibi düşünülmelidir. Gayrimenkule dayalı hakların edinilmesindeki bu tali niteliğe rağmen, GYO Tebliğinde, gayrimenkule dayalı haklara yatırım faaliyeti, gayrimenkul projelerine yatırımlara nazaran daha ayrıntılı düzenlenmiştir. Özetle belirtmek gerekir

ki, GYO'nun gayrimenkul portföyü işletmecisi olarak iki ana yatırımı vardır. Bunlar, gayrimenkule dayalı haklara yatırım ve gayrimenkul projelerine yatırımdır.

### **2.2.1. Gayrimenkule Dayalı Haklara Yatırım**

GYO'nun tanımının yapıldığı Tebliğ md. 4/f.I/b(a)'da GYO'nun yatırım yapabileceği kalemler arasında “*gayrimenkule dayalı haklara yatırım*” yapmak yer almaktadır. Tebliğ md. 25, tanımda yer alan bu yatırım unsurunu açmakta ve GYO'nun portföy işletmeciliği faaliyetini sürdürürken, hangi gayrimenkule dayalı haklara yatırım yapabileceğini sınırlı sayıda olmak üzere saymaktadır. Söz konusu madde, GYO'nun gayrimenkule dayalı bir takım hakları, portföy işletmeciliği faaliyetinin objesi yapabilmesine cevaz vermektedir (Belen, 2002: 240). Gayrimenkule dayalı haklar ifadesinden anlaşılması gereken, bir gayrimenkul üzerinde kurulabilecek, başka bir deyişle, gayrimenkul üzerinde kurulan aynı hak (a) ya da konusu gayrimenkul olan nispi (b) haklardır.

#### **2.2.1.1 Gayrimenkule Dayalı Aynı Haklar**

Aynı haklar, “*bir kimseye bir mal üzerinde doğrudan doğruya hâkimiyet sağlayan ve bu sebeple herkese karşı ileri sürülebilen haklar*” olarak tanımlanmaktadır (Oğuzman, Seliçi ve Özdemir, 2006: 3). Bu tanımdan yola çıkarak, gayrimenkule dayalı aynı haklar ifadesinden, üzerinde doğrudan doğruya hâkimiyet sağlanan eşyanın, yani hak objesinin, gayrimenkul bir eşya olması anlaşılmalıdır. Aynı hakkın sahibine sağladığı hâkimiyet en geniş düzeyde ise mülkiyetten, sınırlı ise sınırlı aynı haklardan bahsedilmektedir. Tebliğ bazı şartlar altında GYO'nun bu iki tip aynı hakka yatırım yapmasına izin vermektedir.

GYO'nun yatırım yapmasına olanak tanıyan aynı hakların ayrıntısı ile incelenmesine geçilmeden evvel, GYO'nun Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu kapsamında yabancı bir ortağı olması halinde, gayrimenkul üzerinde aynı hak edinmesinin hangi şartlara bağlandığına değinmek gerekmektedir. GYO'nun gayrimenkul edinmesinin, doğrudan yabancı yatırım çerçevesinde değerlendirilmesi için Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu md. 2/f.I/b(b) uyarınca kurucusunun, ortaklarından birinin (borsa kanalı ile hisse senedi elde edilmişse en az %10 oranında oy hakkı elde eden ortağın) Kanun'da tanımlandığı şekilde yabancı yatırımcı olması

gerekmektedir. Bu şartlar söz konusu ise, GYO'nun esaslı faaliyetlerinden biri olan gayrimenkul üzerinde aynı hak elde edinmesinde güçlük yaşanabilecektir.

4875 sayılı Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu md. 3/f.I/b(d) "*yabancı yatırımcıların Türkiye'de kurdukları ve iştirak ettikleri tüzel kişiliğe sahip şirketlerin, Türk vatandaşlarının edinimine açık olan bölgelerde taşınmaz mülkiyeti veya sınırlı aynı hak edinmeleri serbesttir*" hükmünü içermekte idi. Anayasa Mahkemesi, 11.03.2008 tarihli E. 2003/71, K. 2008/79 sayılı karar ile söz konusu hükmü iptal etmiştir. Mahkeme kararının gerekçesinde, iptal edilen hüküm vasıtasıyla, yabancı iştirakli ortaklıklar açısından "*herhangi bir miktar kısıtlaması olmaksızın ve yatırım faaliyeti bakımından gerekli olup olmadığına bakılmaksızın yabancı yatırımcıların Türk vatandaşlarının edinimine açık olan bölgelerde taşınmaz mülkiyeti veya sınırlı aynı hak*" edinmesine olanak tanınıyor olması eleştirilmiştir. Mahkemenin, karar gerekçesine yansıyan bu hassasiyet, kanun koyucu tarafından göz önünde bulundurulmuş ve Tapu Kanunu md. 36'da yapılan 03.07.2008 tarihli düzenlemede "*Yabancı yatırımcıların Türkiye'de kurdukları veya iştirak ettikleri tüzel kişiliğe sahip şirketler, ana sözleşmelerinde belirtilen faaliyet konularını yürütmek üzere taşınmaz mülkiyeti veya sınırlı aynı hak edinebilir ve kullanabilirler*" hükmü getirilmiştir. Söz konusu yeni düzenlemeye göre, şayet GYO, Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu md. 2 anlamında yabancı iştirakli bir ortaklık ise, ana sözleşmesinde gösterilen faaliyet konusu ile sınırlı olacak şekilde gayrimenkul edinebilecektir. Tapu Kanunu md. 36 uyarınca, yabancı iştirakli GYO'nun gayrimenkul edinimine izin verilen durumlara, uzun süreli portföy işletmeciliği faaliyeti kapsamında aynı hak edinilmesidir. Bunun dışında örneğin, gayrimenkul ticareti (GYO tebliği md. 26/f.I/b(1)'yasaklanan anlamda kısa vadeli gayrimenkul alım satımı) yapmak için ya da belirli bir alan ya da proje ile sınırlı bir GYO söz konusu ise bu alan ve proje dışındaki gayrimenkullere yatırım yapmasına Tapu Kanunu md. 36 uyarınca izin verilmemektedir. Edinilmek istenen gayrimenkulün, GYO'nun esas sözleşmesinde gösterilen faaliyet sahasına girip girmediğinin değerlendirilmesi sanayi ve ticaret il müdürlüğü tarafından gerçekleştirilecektir.

Yabancı iştirakli GYO'nun, Askeri Yasak Bölgeler ve Güvenlik Bölgeleri Kanunu hükümleri saklı kalmak kaydıyla askeri yasak bölgeler, güvenlik bölgeleri ve stratejik bölgelerdeki taşınmaz edinimleri, Genel Kurmay Başkanlığı'nın ya da yetkilendireceği komutanlıkların, özel güvenlik bölgelerindeki taşınmaz edinimleri ise taşınmazın bulunduğu yerdeki valiliğin iznine tabi olacaktır. Yabancı iştirakli GYO'nun gayrimenkul edinebilmesi için Tapu Kanunu md. 36'da yer alan bu iki şartın (esas sözleşmede gösterilen faaliyet alanı içinde olması şartı ile askeri yasak bölge ya da özel güvenlik bölgesi olması halinde izin alınması şartının) varlığı Valilik İl Planlama ve Koordinasyon Müdürlüğü tarafından denetlenmektedir.

Şayet GYO, Tapu Kanununa uygunsuz şekilde gayrimenkul üzerinde bir aynı hak edinirse, bu hakkın, Maliye Bakanlığı'na verilecek süre içerisinde, maliki tarafından tasfiye edilmesi, yani üçüncü bir kimseye devri gerekmektedir. Gayrimenkul verilen süre içinde tasfiye edilmediği takdirde, bakanlıkça tasfiye edilerek elde edilen bedel GYO'ya ödenir.

### **2.2.1.1.1 Gayrimenkul Mülkiyeti**

MK md. 683, mülkiyet sahibinin, hak objesi üzerinde *usus, fructus* ve *abusus* yetkilerinden her birinin kullanılabilmesi imkânını düzenlemektedir. Tebliğ md. 25/f.I/b(b) hükmüne göre GYO'lar "*gayrimenkulleri satın alabilir*" Bu hüküm doğrultusunda denilebilir ki, GYO'nun yatırım olanaklarından biri gayrimenkul mülkiyetidir.

Yukarıda bahsi geçen genel tanımdan yola çıkarak, mülkiyet hakkı sahibi GYO'nun kanunun kendisine bahsettiği *usus, fructus* *abusus* yetkilerinden her birini dilediği gibi kullanabileceği sonucuna varmak gerekmektedir. MK'da yer alan mülkiyet hakkı tarifinden yola çıkarak bu sonuca kolayca varmak mümkün ise de, Tebliğ, üzerinde mülkiyet hakkı edinilen gayrimenkulün "*alım satım karı ... elde etmek*" veya "*kira geliri elde etmek*" amaçları doğrultusunda kullanılabileceğini hatırlatmaktadır. Tebliğ'in gayrimenkul üzerinde kullanılacak yetkilerden yalnızca ikisini örneklemiş olmasının sebebi, bunların uygulamada en sıklıkla karşılaşılanlar olmasıdır. Gayrimenkulden kira geliri elde edilmesi, gayrimenkulün hukuki semerelerinden yararlanma niteliğinde değerlendirilip, *fructus* yetkisinin

örneklerinden birini teşkil etmektedir. Yine *fructus* yetkisine örnek olarak gösterilebilecek olan, gayrimenkul üzerinde, üçüncü kişiler lehine ivazlı sınırlı aynı haklar kurulması da pekâlâ, mülkiyet hakkı (MK md. 683) dolayısıyla GYO'nun sahip olduğu yetkilerden olup, yalnızca GYO Tebliği md. 25'te örneklenmemiş olması sebebiyle yasak bir faaliyet olarak görülmemelidir. Benzer şekilde mülkiyet hakkının, GYO'ya bahşetmiş olduğu *abusus* yetkisinin de mülkiyetin devri halinden başkaca durumlarda kullanılmasının GYO'lara yasaklanmış olduğu düşünülmemelidir. Örneğin, GYO'nun arazinin çok değerli olduğu bir bölgede eski bir binanın mülkiyetini edindiğini düşünelim. Bu durumda GYO yalnızca binanın üzerine oturduğu arazinin mülkiyetini değil, aynı zamanda binada yer alan kat mülkiyetlerini de edinmiş olmaktadır. GYO daha karlı olduğuna kanaat getirdiği sürece söz konusu binanın yıkılmasını ve bağımsız bölümlere ait kat mülkiyeti kayıtlarının da sicilden terkinini talep etmek suretiyle de *abusus* hakkını kullanabilecektir. Bu takdirde, GYO arazinin mülkiyetini Tebliğ'de gösterildiği gibi “*alım satım karı ... elde etmek*” amacıyla almış olmakla beraber, kanunen gayrimenkul sayılan bağımsız bölümlerin üzerindeki mülkiyet hakkından ileri gelen *abusus* hakkını kullanmış olacaktır.

Kısaca, Tebliğde mülkiyet hakkının tanıdığı yetkilerden *fructus*'a kiraya verme örneği, *abusus*'a ise mülkiyetin devri örneğinin verilmiş olması bu yetkilerin başkaca şekillerde kullanılamayacağı anlamına gelmemelidir. Tebliğ'in bir kere GYO “*gayrimenkulleri satın alabilir*” demiş olması, mülkiyet hakkını edinme yetkisini GYO'ya vermektedir. Bu noktadan sonra, mülkiyet hakkının kapsam ve sınırlarını eşya hukukunun ilkeleri doğrultusunda çizmek gerekmektedir.

Mülkiyeti edinilen gayrimenkulün, maliki ortaklığa tanıdığı *usus* yetkisi çerçevesinde, gayrimenkulün ortaklıkça bizzat kullanılması haline de değinilmesi gerekmektedir. Şayet bir gayrimenkul üzerinde *usus* yetkisi bizzat kullanılmakta ise, yani söz konusu gayrimenkul fiilen GYO tarafından kullanılmakta ise, (örneğin bir bina genel merkez olarak kullanılıyor olabilir) bina GYO malvarlığında olmasına rağmen, portföy dahilinde değerlendirilemeyecektir. Malvarlığı havuzunun içinde daha dar bir küme teşkil eden portföy GYO'nun yalnızca yatırım ve işlet(tir)mek amacıyla edindiği varlıkları içerdiğinden, yatırım ya da işletme amacıyla değil,

kullanmak amacıyla mülkiyeti edinilen bir gayrimenkulün de portföyde yer alamayacağını kabulü gerekmektedir. GYO'nun *usus* yetkisini kullanmasına bir diğer örnek de, gayrimenkul üzerinde proje geliştirmesidir. Özetle portföye dahil edilen bir gayrimenkul üzerinde GYO, mülkiyet hakkının tanıdığı *usus*, *fructus* ya da *abusus* yetkilerini Tebliğ'de verilen örneklerin dışındaki ihtimallerde de kullanabilir.

Tebliğ md. 25/f.I/b(b) örnekleme usulünü, mülkiyeti edinilebilecek gayrimenkul tipleri için de kullanmıştır. Bentte örnek olarak “*ofis, konut, iş merkezi, alışveriş merkezi, hastane, otel, ticari depolar, ticari parklar*” verilmiştir. Örnekleri takiben “ve buna benzer gayrimenkuller” demek suretiyle, hükümde adı geçenlerin örnekleme olduğu vurgulanmıştır. Mülkiyeti edinilebilecek gayrimenkullerin Türkiye’de ya da yabancı bir ülkede olmasının Tebliğ hükümlerince bir farkı yoktur, zira Tebliğ md.25/f.I/b(i)’de “mülkiyetlerini edinmek kaydıyla yurt dışında gayrimenkulleri alıp satabilir” hükmünü içermektedir.

#### **2.2.1.1.2 Gayrimenkul Üzerinde Sınırlı Ayni Haklar**

Gayrimenkul portföyü işletmeciliği faaliyetinin bir objesi olarak, gayrimenkul üzerindeki sınırlı ayni hakları incelerken, eşya hukukundaki sınırlı ayni haklardan, yararlanma hakları niteliğinde olanlar kastedilmekte olup, (ipotek hakkı örneğinde olduğu gibi) teminat hakkı niteliğindeki sınırlı ayni haklar bu kapsamda değerlendirilmeyecektir (Belen, 2002: 242). Teminat hakkı sağlayan sınırlı ayni hakların bu kapsamda değerlendirilmemesinin sebebi, GYO lehine verilebilecek bu tür hakların GYO tarafından kabul amacının, bu hakların portföy işletmeciliği ilkelerince işlenmesi olmaması, amacın yalnızca GYO'nun bir takım alacak haklarını teminat altına almak olmasıdır (Oğuzman, Seliçi ve Özdemir, 2006: 592).

Tebliğ md. 25'te sayılan gayrimenkul üzerinde kurulacak sınırlı ayni haklar; intifa hakkı, üst hakkı ve devre mülk irtifakıdır. Öncelikle, üzerinde tasarrufta bulunulmasına, Tebliğ'de açıkça izin verilen bu sınırlı ayni haklar incelenecek, ardından GYO'nun portföy yönetiminin objesi olabilecek ve fakat Tebliğ'de açıkça zikredilmeyen sınırlı ayni haklara yatırım imkânı değerlendirilecektir. Tebliğ md. 25/f.I/b(f), GYO için “*gayrimenkuller üzerinde intifa hakkı kurabilir ve bu hakkı kullanabilir*” hükmünü getirmektedir. Buna göre portföy işletmeciliği esnasında,

gerek üçüncü bir kişinin mülkiyetindeki gayrimenkul üzerinde GYO lehine, gerek GYO mülkiyetindeki bir gayrimenkul üzerinde üçüncü bir kişi lehine intifa hakkı kurulabilir. İntifa hakkı Medeni Kanun vasıtasıyla açıkça düzenlenmiştir, bu sebeple, Tebliğ bir kere intifa hakkının kullanımına izin verdikten sonra, GYO'lar Medeni Kanunun intifa hakkına ilişkin hükümleri uyarınca hareket edecektir (Oğuzman, Seliçi ve Özdemir, 2006: 639).

İntifa hakkı, sınırlı aynı haklar arasında lehtarına en geniş yetkileri sağlar. İntifa hakkı sahibi, gayrimenkul üzerinde *usus ve fructus* yetkilerinin tamamına sahip olur. Bir gayrimenkul üzerinde intifa hakkı edinen kimse, bu gayrimenkülü bizzat kullanabileceği gibi onun doğal ve hukuki semerelerinden de faydalanma hakkına kavuşur. Hukuki semereden kasıt, gayrimenkülü konu alan hukuki işlemler yapmak suretiyle, mal varlıksal kazançlar elde etmektir, bu da çoğunlukla gayrimenkülün kiraya verilmesi suretiyle gerçekleştirilir. Ne var ki, gayrimenkul zilyetliğinin kira sözleşmesi gereğince başkasına devredilebiliyor olması sebebiyle yanılmamak gerekir, söz konusu sınırlı aynı hakkın devri kanunen yasaklanmıştır (Belen, 2002: 259). Buna göre, intifa hakkı lehtarı bir GYO, gayrimenkülü kiraya vermek suretiyle gelir elde edebilirken, bu hakkın bir tasarruf işlemi vasıtasıyla devretmek suretiyle gelir elde edemeyecektir. İntifa hakkı sahibi GYO, söz konusu gayrimenkülü kiraya vermek suretiyle bu hakkını devretmemekte, yalnızca hakkın kullanımını devretmektedir ve bu sebeple kanunen yasaklanmış bir işlem değildir. Daha genel bir ifade ile, GYO'nun intifa hakları alanında portföy işletmeciliği faaliyetleri, borçlandırıcı işlemler ile sınırlı olup, tasarruf işlemleri alanına kadar genişleyememektedir.

Devri mümkün olmayan intifa hakkı ya intifa hakkı sözleşmesinde belirtilen sürenin dolması ile ya da lehine intifa hakkı kurulan kişinin kişiliğinin ortadan kalkması ile sona erecektir. İntifa sözleşmesinde bir süre verilmemiş ise, bu sonuncu hal intifa hakkı lehtarı GYO'lar, ya da GYO'nun intifa veren olduğu durumlarda lehtarın bir tüzel kişilik olması halinde önem arz etmektedir, zira tüzel kişilikler çoğunlukla süresiz olarak kurulmaktadır. Bu durumda intifa hakkı tüzel kişiliğin

herhangi bir sebeple sona erdiği tarihte ya da MK md. 797/f.I gereğince hakkın kurulduğu tarihten itibaren yüz yıl geçmesi ile sona erer.

GYO'nun intifa hakkı lehtarlığı olduğu durumlar için doktrinde çoğunlukla, çıplak mülkiyetin kamuya ait olduğu haller örnek gösterilmektedir (Belen, 2002: 261). Bu yolla GYO'nun arazinin mülkiyetine ayrıca mali kaynak ayırmaksızın, onun semerelerinden faydalanabildiğini, üzerinde projeler geliştirebileceğini, kamunun da mülkiyeti elinden çıkartmaksızın ve çoğunlukla tazminat dahi ödemeksizin, intifa hakkı süresi sonunda, arazi üzerindeki inşa edilen eseri edinmiş olduğu söylenmektedir.

GYO'nun intifa hakkı lehtarlığı olduğu durumlarda, özellikle de gayrimenkul üzerinde bir proje geliştirilmesi söz konusu olacak ise, bazı hallerde bu proje geliştirme faaliyetinin MK md. 817'deki emredici hüküm ile çatışır nitelikte olabileceğini hatırlatmak gerekmektedir. Şöyle ki, söz konusu madde "*intifa hakkı sahibi, intifa konusu taşınmazın ekonomik özgüleme yönünü malike önemli zarar verecek şekilde değiştiremez; özellikle onu yeni bir şekle dönüştüremeyeceği gibi, onda önemli bir değişiklik de yapamaz*" hükmünü getirmektedir (Oğuzman, Seliçi ve Özdemir, 2006: 652-653).

Madde hükmü öncelikle genel kuralı koymaktadır; intifa hakkı sahibi taşınmazın ekonomik özgülenme yönünü malike önemli bir zarar verecek şekilde değiştiremez. Bu genel kuralın ardından, madde bir faraziye getirmektedir; "*taşınmazı yeni bir şekle dönüştürmek ve onda önemli bir değişiklik yapmak*", taşınmazın ekonomik özgülenme yönünü, malike önemli bir zarar verecek şekilde değiştirmek demektir. Bu hüküm karşısında, üzerinde proje geliştirmek adına, bir taşınmazda intifa hakkı edinen GYO'nun projeyi gerçekleştirme imkânı kalmamaktadır, zira proje geliştirmek mutlaka "*taşınmazı yeni bir şekle dönüştürmek ya da onda önemli bir değişiklik*" yapmayı gerektirmektedir. Örneğin, kamuya ait bir arazi orman arazisi iken, bu arazinin üzerinde turistik tesis yapılması ve işletilmesi amacıyla, GYO'ya 49 yıllığına intifa hakkı verildiğinde, söz konusu otelin inşası MK md. 817'nin emredici hükmüne aykırılık teşkil etmiş olacağından, intifa sözleşmesi kesin hükümsüzlük yaptırımını ile karşılaşacaktır. Taşınmazlara ilişkin aynı hakların devri işlemlerinde,



kabul edilen illilik ilkesi (MK md. 1024/f.II) gereği, borçlandırıcı işlemin kesin hükümsüz olması, aynı hakka ilişkin yapılan tasarruf işleminin de kesin hükümsüzlük yaptırımını ile malul olmasına sebebiyet verecektir (Oğuzman ve Barlas, 2007: 142). Bu durumda, intifa hakkının tapudaki tescili, haksız tescil niteliğinde olacağından, gayrimenkul maliki, MK md. 1024/f.III uyarınca, haksız tescilin düzeltilmesi davası yoluna başvurabilecektir.

Böyle bir yaptırım ile karşılaşmamak adına, üzerinde GYO lehine intifa hakkı bulunan bir gayrimenkulde öngörülen projenin gerektirdiği durumlarda ya tapu kütüğünde taşınmazın tahsis yönünün projeye uygun olacak şekilde değiştirilmesi ya da intifa sözleşmesinde taşınmazın proje sonunda sahip olacağı tahsis yönünün gösterilmesi gerekmektedir. Örneğin, Levent'te yer alan bir fabrikanın GYO tarafından geliştirilen bir proje ile bağımsız bölümlerden oluşan bir konut projesine dönüştürülmesi amaçlanıyor ise, gayrimenkulün tahsis yönündeki bu değişiklik tapuda, projenin başlatılmasından evvel gösterilmelidir. Tapuda taşınmazın tahsis yönü gösterilmemiş ise, intifa sözleşmesinde GYO tarafından yapılacak proje belirtilmelidir. Böylece malikin, taşınmazın tahsis yönüne ilişkin iradesinin projeye uygun olduğu anlaşılabilir.

GYO ister intifa hakkına lehtar, isterse üzerinde intifa hakkı kurulan taşınmazın maliki olsun, intifa süresinin sonunda, gayrimenkul üzerinde oluşturulan projenin, ilişkinin başında öngörülen kalemlerin, tamamı ile, eksik ya da fazla olmayacak şekilde malike intikal etmesi, portföy açısından önemli bir husustur. Bu açıdan, sözleşmede öngörülen ilişkinin sonundaki tasfiye dengesinin, karşılıklı taraf alacaklılarından korunması açısından, MK md. 811, resmi bir defter tutulabileceğini öngörmektedir (Oğuzman, Seliçi ve Özdemir, 2006: 662). Kanımca, böyle resmi bir defterin tutuluyor olması, GYO portföyünün korunması esasını yerine getirmekte yarar sağlayacaktır.

Tebliğ md. 25/f.I/b(d), (f)'de GYO'nun portföy işletmeciliği faaliyetinin sınırlı aynı hak niteliği taşıyan bir diğer objesi olarak üst hakkı gösterilmektedir. GYO, ilgili maddenin d bendi uyarınca üst hakkı lehtar olabileceği gibi, f bendi uyarınca üst hakkı yükümlüsü de olabilmektedir. Bir arazi üzerinde bulunan inşaatın maliki sıfatını

kazanan, üst hakkı sahibi, bu hakkını üst hakkı süresince kullanabilir (Oğuzman, Seliçi ve Özdemir, 2006: 400). Bu sürenin sona ermesi ile üst arza tabidir kuralı gereği, binanın mülkiyeti arazi sahibine geçecektir.

Tebliğ, GYO'nun üst hakkı lehtar olması yalnızca, hakkın MK md. 826/f.III anlamında bağımsız ve sürekli olması şartına bağlamıştır. Üst hakkı kural olarak devredilebilir nitelikte bir sınırlı aynı haktır ne var ki, bu hakkın devredilemez nitelikte kurulması da mümkündür. GYO lehine kurulan üst hakkı, devredilemez nitelikte ise ya da sürekli nitelikte değilse, yani 30 yıldan kısa süre için kurulmuşsa Tebliğ, GYO'nun bu tip bir üst hakkına yatırım yapamayacağını hükme bağlamaktadır. 30 yıldan fazla süre için kurulan, sürekli nitelikteki üst hakkının süresinin, MK md. 836 uyarınca 100 yılı da aşmaması gerektiği hatırlanmalıdır. 25 Tebliğ md. 25/f.I/b(d), GYO'nun üst hakkı lehtar olması, yalnızca bu hakkın bağımsız bir hak niteliğinde olmasına değil aynı zamanda, “*üzerinde proje geliştirilmesi maksadı ile*” edinilmesi şartına bağlamıştır. Kanımca, gerek hakkın müstakil ve bağımsız olması şartı, gerekse proje geliştirme maksadı ile edinilmesi şartı, GYO'nun portföy işletmeciliği faaliyetini, gereğinden fazla kısıtlayacak niteliktedir ve kanun ile getirilen imkânlara Tebliğ ile sınırlama getirecek niteliktedir.

GYO lehine kurulan üst hakkının bağımsız nitelikte olması, hakkın piyasa şartları göz önünde bulundurulduğunda elden çıkartılması gerekli görüldüğü takdirde devredilebilmesini sağladığından, özellikle de uzun süreli üst haklarında portföy işletmeciliği faaliyetine olumlu etki gösterebilecek niteliktedir. O halde, devredilebilir nitelikte olduğu müddetçe, üst hakkının, 30 yıldan kısa süre için kurulacak olup olmadığı ya da proje maksadı ile mi yoksa yalnızca hakkın devri maksadıyla mı edinileceği hususu, portföy işletmeciliği faaliyetinden sorumlu olacak kişilere bırakılmalı idi. Şu hali ile, sürekli niteliğe sahip olma ve proje maksadı ile edinilme şartları, GYO portföyünü işleten kimselerin önlerindeki yatırım seçeneklerini sınırlandırmaktan başka bir amaca hizmet etmemektedir ve *de facto* bir emredici hüküm niteliğindedir.

GYO'nun üst hakkı lehtar olması, fazlasıyla kısıtlayıcı şartlara bağlanmış olan Tebliğ'in, aynı sınırlandırıcı eğilimi, GYO'nun üst hakkı yükümlüsü olduğu

haller için göstermediği Tebliğ md. 25/f.I/b(f)'de görülmektedir. Bent uyarınca GYO "...sahip olduğu arsalar üzerinde ticari kâr elde etmek maksadıyla üst hakkı yükümlüsü..." olabilir. GYO üst hakkını devredilebilir ya da devredilemez nitelikte ve 30 yıldan fazla ya da az süreli olarak kurabilecektir. GYO, üst hakkı lehtarından bu devrin ivazı olarak bir ücret alacaktır, bu ivaz GYO'nun "ticari kar elde etmek maksadını" göstermektedir.

Tebliğ md. 25'te GYO'nun portföy işletmeciliği faaliyetinin objesi olabileceği belirtilmeyen, ancak hukukumuzda tanımlanmış olan başkaca sınırlı aynı haklar da mevcuttur. Bunların bir kısmı nitelikleri itibariyle GYO'nun portföy işletmeciliği faaliyetine uygundur. Oturma hakkı devredilemez nitelikte olduğundan portföy işletmeciliğine uygun olmamakla birlikte, kaynak hakkı ve taşınmaz yükü GYO'nun faydalanabileceği sınırlı aynı hak türlerindedir. Kaynak irtifakı bir gayrimenkul üzerinde bulunan kaynaktan başka bir kimse ya da gayrimenkulün faydalandırılmasını sağlayan bir sınırlı aynı haktır. Kişiyeye bağlı olarak kurulduğunda devredilebilir nitelikte olan kaynak hakkı, GYO lehine kurulduğunda, bunun bir tasarruf işlemi ya da borçlandırıcı işlem vasıtasıyla devri GYO portföyü zenginleşebileceği gibi, GYO'nun kaynak hakkı yükümlüsü olması da hakkın lehtarından alınacak iratlar ile portföye artı değer sağlayabilecektir. GYO'nun gayrimenkulleri yalnızca devir amacıyla edinmediğini hatırd tutarak, portföydeki bir gayrimenkul üzerinde otel işletmeciliği ile iştigal edecek bir proje yapıldığını düşünelim. Bu işletmenin ihtiyaç duyacağı su ihtiyacının, başka bir gayrimenkuldeki su kaynağından kaynak irtifakı yolu ile elde edilmesi, üstelik bu irtifakın eşyaya bağlı hak niteliğinde kurulması, söz konusu projeye önemli ölçüde değer katacaktır.

Bu özellikleri düşünüldüğünde, kanunumuzda yer alan kaynak hakkının portföy işletmeciliğinde gerek hak devrinden elde edilecek kazanç, gerekse gayrimenkul projesi geliştirilmesinde önemli katkıda bulunabileceği görülmektedir. Tebliğ md. 25'te yer almamakla birlikte, GYO portföyünün işletilmesinde kullanılabilir, hukukumuzdaki sınırlı aynı haklardan bir diğeri de taşınmaz yüküdür (Oğuzman, Seliçi ve Özdemir, 2006: 683). Buna karşılık söz konusu hakkın portföy

işletmeciliği faaliyetlerinin sayıldığı Tebliğ md. 25'te sayılmamış olması bu haklardan GYO'ların faydalanmasının önünü *de facto* emredici yolu ile kesmektedir.

### **2.2.1.2 Gayrimenkule Dayalı Nispî Haklar**

GYO'nun portföy işletmeciliği faaliyetinin objeleri, esas itibariyle gayrimenkule dayalı aynı haklar olmakla beraber, gayrimenkule dayalı nispi haklar da bu faaliyetin konusu olabilmektedir. Bu çerçevede, GYO gayrimenkule dayalı nispi haklardan, alacak haklarına yatırım yapabileceği gibi, yenilik doğurucu haklara da pekâlâ yatırım yapabilecektir.

#### **2.2.1.2.1 Alacak Hakları**

GYO'nun portföy işletmeciliği faaliyetinin konusunu oluşturan kalemlerin sıralandığı Tebliğ md. 25'te, alacak hakkı niteliğinde pek çok hususa değinilmektedir. Örneğin, sermaye piyasası araçları, banka mevduat hesabı, opsiyon sözleşmeleri vb. hususlara, ilgili maddede değinilmektedir. Bu saydığımız kalemler çoğunlukla alacak hakkı teşkil etmekle birlikte, gayrimenkule dayalı birer alacak hakkı oluşturmadıklarından, bu başlık altında değil, 2.3.1 no'lu "Para ve Sermaye Piyasasına Yatırım" başlığı altında değerlendirilecektir. Bu maddede sayılan yatırım kalemlerinden gayrimenkule dayalı alacak hakkı niteliğinde olanlar, yalnızca gayrimenkulün kiraya verilmesinden ya da kiralanmasından kaynaklanabilecek alacak hakları ile gayrimenkul satım vaadi sözleşmesinden kaynaklanabilecek haklardır ile, isminde "irtifak" geçmesine rağmen devremülk haklarıdır (Belen, 2002: 283).

Bir gayrimenkul, GYO tarafından kiraya verilebileceği gibi, kiralanması da mümkündür. Aşağıda bu iki durum, ayrı ayrı ele alınacaktır. GYO'nun bir gayrimenkulü kiraladığı durumda, portföye bir alacak hakkı niteliğinde olan, o gayrimenkulün kullanılmasını kendisine bırakılmasını talep hakkı girmektedir. GYO zilyetliğini edindiği bir gayrimenkulü, alt kiraya vermek yöntemiyle değerlendirebilir. Tebliğ'in 25. maddesinin ilk fıkrasının j bendinde, "*kira geliri elde etmek amacıyla üçüncü şahıslardan gayrimenkul kiralayabilir ve bunları tekrar kiraya verebilir*" demek suretiyle, GYO'nun alt kira müessesesinden yararlanmasına imkân tanınmıştır. GYO'nun alt kiraya vermek suretiyle gelir elde etmek istediği gayrimenkullerin, 6570 sayılı Kanun kapsamındaki gayrimenkullerden olması

durumunda, kiracı GYO'nun alt kiraya verme yetkisi olduğunun, kira sözleşmesinde mutlaka yer alması gerektiğinin hatırlatılması gerekmektedir. Aksi takdirde, 6570 sayılı Kanunun'un emredici hükmü gereği GYO'nun, kiraladığı taşınmazı, altkiraya vermesi yasak olacaktır.

Tebliğ md. 29, GYO'nun kira sözleşmesinde kiracı konumunda olduğu hallerde, sözleşmenin tapu siciline şerhini zorunlu tutmuştur. Tapuya şerh zorunluluğu, kira sözleşmesinin nispi niteliğinin, GYO'ya zarar vermesi ihtimalinin önüne geçilmesi amacıyla, şerhin eşyaya bağlı hak ve munzam hak etkisinden yararlanılabilmesi amacıyla getirilmiştir (Oğuzman, Seliçi ve Özdemir, 2006: 209). Şerhin, nispi hak üzerinde yarattığı bu etkiler vasıtasıyla, GYO'nun alt kira sözleşmesinden kaynaklanan borcunu eksiksiz ifa etmesinin sağlanması amaçlanmaktadır. Yani kanımca Tebliğ md. 29'un *ratio legis* 'i, kiralanan gayrimenkul üzerinde aynı hak sahibi olan kimselerin bu haklarını, GYO'nun kira sözleşmesinden kaynaklanan nispi hakkını kullanmasını engelleyecek şekilde kullanmalarının önüne geçebilmektir. Bu *ratio legis* göz önünde bulundurularak, GYO'nun kiraladığı gayrimenkulü, alt kiraya vermemesi ihtimalini de değerlendirmek gerekmektedir. Esasen, GYO tarafından kiralanan gayrimenkul portföyde yer almakta ise, söz konusu gayrimenkulün alt kiraya verilmesi gerekecektir, zira GYO'nun zilyetliğini edindiği gayrimenkul içinde başka herhangi bir ticari, sınaî ya da zirai faaliyette bulunması Tebliğ md. 24/f.I/b(b) uyarınca mümkün değildir. Yine de istisnaen GYO'nun kiraladığı gayrimenkulü işletme merkezi olarak kullanmasının mümkün olduğunu hatırdaki bulundurmada fayda vardır. Bu takdirde, GYO kiraladığı gayrimenkulü alt kiraya vermeyecektir. O halde, yukarıda açıklanan *ratio legis* 'e olan ihtiyaç da ortadan kalmış olacaktır. Kanımca bu durumda dahi, Tebliğ md. 29 uyarınca, kira sözleşmesinin tapuya şerh verilmesi zorunlu olarak görülmelidir, zira bu halde de, GYO'nun, işletme merkezini kira müddeti boyunca, aynı taleplere maruz kalmaksızın kullanabilmesi mümkün olacaktır, bu da ortaklığın faaliyetlerinde aksama olmamasını sağlayacaktır.

GYO'nun kiracı olduğu kira sözleşmesinin, şerh verilmesi zorunluluğu kanımca, söz konusu işlemin geçerlilik şartı niteliğinde değildir. Yani, tapu siciline

şerhi verilmemiş kira sözleşmelerinin, geçersiz olduğundan bahsedilmeyecektir. Bu hüküm, yalnızca GYO'ya bir davranış yükümlülüğü getirmektedir. Bu davranış yükümlülüğü, GYO'nun kiracı olacağı sözleşmeleri müzakere ederken, sözleşmenin tapuya şerh verilmesi hususunun da kiraya veren ile görüşülmesi ve bu hususta anlaşılacak, tapu da şerhin yaptırılması yönündedir. Bu yükümlülüğün GYO tarafından yerine getirilmemesi, 3. kişi kiraya veren ile yapılmış olan kira sözleşmesini geçersiz hale getirmeyecek ise de, GYO'nun tebliğden kaynaklanan bir davranış yükümlülüğünü yerine getirmemiş olması sonucu, SPK denetimlerinde bir takım yaptırımlar ile karşılaşmasına sebebiyet verecektir.

GYO'nun bir gayrimenkulü kiraya verdiği durumda, portföye, söz konusu gayrimenkule ilişkin kira sözleşmesinden kaynaklanan dönemsel kira alacağı eklenmektedir. GYO maliki olduğu bir gayrimenkulü kiraya verebileceği gibi, kiraladığı bir gayrimenkulü, altkira sözleşmesi ile başka bir kimseye devmesi de söz konusudur. Tebliğ md. 25/f.I/b(b) "*kira geliri elde etmek maksadıyla ofis, konut, iş merkezi, alışveriş merkezi, hastane, otel, ticari depolar, ticari parklar ve buna benzer gayrimenkulleri satın alabilir*" ifadesiyle, GYO'nun maliki olduğu bir gayrimenkulü kira sözleşmesi aracılığı ile devredebilmesine cevaz vermektedir.

Tebliğ md. 25/f.I/b(b)'nin ikinci cümlesi uyarınca, GYO "*otel, hastane veya buna benzer faaliyete geçirilebilmesi için belirli asgari donanım ihtiyacı duyan gayrimenkullerin kiraya verilmeden önce tefrişini temin*" edebilir. Bende göre GYO bir gayrimenkulü belirli bir amaca uygun olarak işletilebilmesi için bizzat döşeme (Tebliğ'in ifadesine göre "tefriş") yani mobilya alıp yerleştirme yetkisine sahiptir. Kanımca bentteki "*tefriş*" ifadesini, dar anlamda mobilya alıp yerleştirmekten daha geniş olarak anlamak gerekmektedir. Gayrimenkulün tefrişi sağlanırken gerektiğinde, gayrimenkulün özgülendiği amaca yönelik olarak bir takım odaların birleştirilmesi ya da bir duvar ile ayrılması ve buna benzer küçük inşaat işlerinin de tefriş kapsamında değerlendirilmesi gerekmektedir. Ne var ki, bu "küçük" inşaat işlerinin, büyükçe bir restorasyon niteliğine de bürünmemesi gerekmektedir. Zira, Tebliğ md. 36/f.I uyarınca GYO, portföyünde yer alan gayrimenkullerin inşaat işlerini bizzat yapma yetkisine sahip değildir.

Kanımca Tebliğ md. 25/f.I/b(b)/c.2’de yer alan “tefriş” izni, inşaat yasağının bir istisnası niteliğindedir. Kiraya verilecek gayrimenkulün, özgülendiği (yeni) amaca uygun olarak işletilebilmesi için asgari bir donanım ihtiyacı duyması halinde, bu donanım, ufak inşaat işlerini de içerecek şekilde, GYO tarafından bizzat sağlanabilecektir. Burada Tebliğ md. 36/f.I’de yer alan inşaat yasağının istisnası iki şarta bağlanmaktadır; (i) gayrimenkulün özgülendiği amaca uygun olarak işletilebilmesi için asgari bir donanım ihtiyacı duyulması, (ii) gayrimenkulün kiraya verilmek amacıyla işletilecek olması. O halde, Bu şartlardan ikisini birden (kümülatif olarak) barındırmayan bir gayrimenkulün, örneğin mülkiyetin devri amacıyla portföyde mülkiyeti bulunan bir gayrimenkulün, GYO tarafından bizzat tefriş edilmesine izin verilemeyecektir. Madde sistematigi açısından değerlendirildiğinde, GYO’nun mülkiyetini edinmek yerine kiralamış olduğu ve üçüncü bir kimseye alt kiraya vereceği bir gayrimenkülü de bizzat tefriş edemeyeceği, bunu mutlaka müteahhit vasıtası ile yapması gerektiği sonucuna varmak gerekir. Yukarıda da belirttiğim üzere, Tebliğ md. 25, GYO’nun mülkiyetini edindiği bir gayrimenkülü kiraya vermesi ile kira sözleşmesi ile zilyetliğini edindiği bir gayrimenkülü alt kiraya vermesi hususlarını iki ayrı bentte (sırasıyla b ve j) düzenlemektedir. Gayrimenkulün kiraya verilmesinden evvel tefriş edilmesi istisnası yalnızca b bendinde, yani mülkiyeti edinilen gayrimenkulün kiraya verilmesinin düzenlendiği bentte ele alınmıştır. İstisna hükümlerinin dar yorumlanması ilkesinden yola çıkarak, Tebliğ koyucunun iradesinin bu istisnayı yalnızca mülkiyeti edinilen gayrimenkullerin kiraya verilmesine hasretmek olduğu yorumu yapılmalıdır. Özetle, bir kira sözleşmesi vasıtası ile zilyetliği elde edilen gayrimenkulün alt kiraya verilmeden evvel tefriş edilmesine Tebliğ izin vermemektedir.

GYO’nun portföy işletmeciliği faaliyetinin objesi olabilecek ve Tebliğ md. 25’te sayılan alacak haklarından ikincisi, gayrimenkul satım vaadi sözleşmesinden kaynaklanabilecek haklardır. Gayrimenkul satımı sözleşmesinin bir ön akdi olan gayrimenkul satım vaadi sözleşmesi, her bir tarafa diğerinden bir satım sözleşmesi yapılmasını talep hakkı tanımaktadır, ki bu hak bir alacak hakkı niteliğindedir. Yatırım faaliyetlerine ilişkin 25. maddede gayrimenkul satım vaadi sözleşmesine yalnızca iki bentte değinilmektedir. Tebliğ md. 25/f.I/b(c)’de GYO “*tapu kütüğüne şerh edilmiş*

*gayrimenkul satım vaadi sözleşmesi akdetmek suretiyle ... arsa ve araziler alabilir*” ifadesi yer almaktadır. Tebliğ md. 25/f.I/b(d)’de ise, “*tapu kütüğüne şerh edilmiş gayrimenkul satış vaadi sözleşmesi akdedilen gayrimenkulleri kazanç elde etmek amacıyla*” satabileceği hükme bağlanmaktadır. Tebliğ GYO’nun ön sözleşmede, satmaya ya da almaya yönelik bir irade beyanında bulunma vaadi verilmesine göre bir ayırım yapmıştır. Ön sözleşmede satma iradesi vaadinde bulunulması ihtimali d bendinde düzenlenirken, alma iradesinin vaat edilmesi hali c bendinde düzenlenmektedir. Bu iki halde de satım vaadi sözleşmesinin tapuya şerhinin verilmesi zorunluluğu hükme bağlanmıştır. Yine de iki düzenleme arasında bir fark mevcuttur. Satım yönünde irade beyanının vaat edildiği hali düzenleyen d bendinde genel olarak “*gayrimenkuller*” ifadesi kullanılmış olmakla birlikte, c bendinde hususiyetle “*arsa ve arazileri*” satmak ifadesi, Tebliğ koyucu tarafından tercih edilmiştir. Bendin ifadesine sıkı sıkıya bağlı kalacak olursak, GYO’nun, bina ve kat mülkiyetine tabi bağımsız bölümleri satmak amacıyla gayrimenkul satım vaadi sözleşmesi yapmasına imkân tanınmadığı sonucuna varmak gerekecektir. Ne var ki, GYO’nun portföy işletmeciliği faaliyeti esnasında, gayrimenkul satım vaadi sözleşmesinden kaynaklanan alacak haklarına yatırım yapmasına bina ve kat mülkiyetine tabi bağımsız bölümler için izin verilmemesinin *ratio legis*’ini anlamak mümkün gözükmemektedir. Kanımca hükmün, açıklayıcı yorum vasıtası ile, GYO’nun bu gayrimenkul türlerini de satmak yönünde satım vaadi sözleşmesi yapabilmesine izin verecek şekilde yorumlanması gerekmektedir.

GYO’nun portföy işletmeciliği faaliyetinin objesi niteliğini taşıyabilecek sınırlı alacak haklarından, Tebliğ md. 25’te zikredilen sonuncusu, “*devre mülk irtifakıdır*”. Gerek GYO Tebliği md. 25’te, gerek devre mülkün düzenlendiği Kat Mülkiyeti Kanunu’nda, devre mülk hakkı, devre mülk “*irtifakı*” olarak adlandırılmaktadır.

Devre mülk hakkının alacak hakkı olmasına rağmen, irtifak olarak isimlendirilmesi, doktrinde eleştirilmektedir (Oğuzman, Seliçi ve Özdemir, 2006: 561-562). Hak, bir alacak hakkı niteliğinde olduğundan, alacak hakları başlığı altında değerlendirilmektedir. Tebliğ md. 25/f.I/b(f) hükmüne göre GYO “*gayrimenkuller*



üzerinde devre mülk irtifakı” kurabilir. Kat mülkiyeti kanununun 57 vd. maddelerinde devre mülk hakkı düzenlenmektedir. Devre mülk sistemi, paylı mülkiyet ile sahip olunan bir gayrimenkulden, paydaşın zaman açısından faydalanma (alacak hakkı sağlama) esaslarını düzenler. Bu sistemin kat mülkiyetine tabi ve mesken niteliğini taşıyan gayrimenkullerde öngörülmesi halinde, devre mülk hakkının resmi bir senet ile tespit edilerek gayrimenkulün tapu sayfasındaki beyanlar sütununda gösterilmesi ile kat mülkiyeti kanunu anlamında devre mülk “irtifakı” kurulmuş olmaktadır. Şu halde mesken niteliğin taşımayan veya kat mülkiyetine konu olmayan gayrimenkuller üzerinde kat mülkiyeti kanunu anlamında devre mülk “irtifakı” kurulması imkânı yoktur. Buna göre GYO portföyüne eklediği, kat mülkiyetine tabi bir binada bulunan ve mesken olarak özgülenmiş bağımsız bölümler üzerinde paylı mülkiyete bağlı devre mülk “irtifakı” kurmak ve bu irtifakın devri yolu ile ticari kazanç elde etmek yoluyla portföyünü işletebilir.

#### **2.2.1.2.2 Yenilik Doğurucu Haklar**

Tebliğ’in, portföy işletmeciliğinin objelerini sıraladığı 25. maddesinde, gayrimenkule dayalı yenilik doğurucu haklardan bahsedilmemektedir. İlk bakışta gayrimenkule dayalı yenilik doğurucu hakların GYO’nun portföyünde yer alması Tebliğ hükmü ile engellenmiş gibi gözükebilir. Ne var ki, bu haklar portföyün zenginleşmesine katkıda bulunabilecek, ekonomik değeri olan haklardandır. Nitekim Tebliğ md. 25’te açıkça bu haklara yatırım yapılabileceği zikredilmemekle birlikte, “*tapuya şerhi zorunlu sözleşmeler*” başlıklı, 29. madde hükmünden, ortaklığın şufa, vefa ve iştirâ gibi yenilik doğurucu hakları yaratan sözleşmelere taraf olabileceği anlaşılmaktadır. Şöyle ki, maddede GYO lehine şuf’a (önalım), vefa (gerialım) ya da iştirâ (alım) hakkı (Oğuzman, Seliçi ve Özdemir, 2006: 420) verildiği takdirde, bu sözleşmenin tapuya şerh verilmesi zorunluluğu getirilmektedir. Böyle bir zorunluluk getirildiğine göre, söz konusu haklar Tebliğ md. 25’te açıkça belirtilmiş olmasa dahi bu haklara yatırım yapılabilecektir.

Portföy işletmeciliği faaliyetlerinin sıralandığı 25. maddede genel olarak şuf’a, vefa ve iştirâ haklarından bahsedilmiyor olması, buna mukabil Tebliğ md. 29’da yalnızca “*ortaklık lehine ... şuf’a, vefa, iştirâ*” haklarından bahsediliyor olması, ilk

bakışta GYO'nun şuf'a, vefa, iştirah hakkı yükümlüsü olduğu sözleşmelere yatırım yapılmasına cevaz verilmediği izlenimini doğurabilir. Kanımca, hükmün, GYO'nun şuf'a, vefa, iştirah hakkı yükümlüsü olmasına imkân tanımayacak şekilde yorumlanmaması gerekmektedir. Bu imkân gayrimenkule dayalı portföyünü, öncelikli olarak gayrimenkule dayalı haklara yatırım yaparak işletecek olan GYO'ya yararlı bir enstrüman sağlamaktadır.

O halde, Tebliğ md. 29'un, yalnızca GYO lehine şuf'a, vefa ve iştirah haklarına hasredilmiş olmasını ne şekilde yorumlamak gerekmektedir? Kanımca ifadenin yorumunu, ilgili maddenin başlığını ve bununla bağlantılı olarak *ratio legis*'ini göz önünde bulundurarak yapmak gerekmektedir. Maddenin başlığının, “*tapuya şerhi zorunlu sözleşmeler*” olmasından yola çıkarak, maddenin *ratio legis*'inin GYO'nun portföy işletmeciliği faaliyeti esnasında hangi yenilik doğurucu haklara yatırım yapabileceğini düzenlemek olmadığı, bir portföy işletmeciliği faaliyeti olsun olmasın, GYO'nun taraf olduğu sözleşmelerden hangilerinin tapuya şerh verilmesinin zorunlu olduğunu göstermek olduğu anlaşılmaktadır. Madde, ortaklığa sadece kendi lehine şufa, vefa ya da iştirah hakkı tanınan sözleşmeler olduğu takdirde şerh verme zorunluluğu getirmektedir. Hükmün mevhumu muhalifinden anlaşılması gereken, GYO, bir sözleşmede şuf'a, vefa ya da iştirah haklarının lehtarlığı değil, yükümlüsü ise sözleşmenin tapuya şerhinin zorunlu olmadığıdır. Bu açıklayıcı yorum uyarınca, madde, sözleşmenin tapuya şerhi zorunluluğunu getirmemekle birlikte, GYO'nun üçüncü kişiler lehine şuf'a, vefa ya da iştirah hakkı vermesinin önüne geçmemektedir.

### **2.2.2. Gayrimenkule Dayalı Projelere İlişkin Yatırım**

Yukarıda ayrıntısı ile açıklandığı üzere, GYO, gayrimenkule dayalı aynı ve nispi haklara yatırım yapabilmektedir. Böyle bir yatırım yapıldığında, GYO gayrimenkul ticaretinden kâr elde etmek amacı gütmektedir. Başka bir deyişle, gayrimenkul üzerinde edinilen hakkın ya da zilyetliğin, kısmen ya da tamamen başkasına devrinden kâr elde etmek hedeflenmektedir. Esasen, GYO, gayrimenkule dayalı bir projeye yatırım yaptığı takdirde de nihai amaç değişmemektedir.

Hedeflenen, yine gayrimenkul üzerinde edinilmiş olan bir hakkın ya da zilyetliğin, kısmen ya da tamamen bir başkasına devrinden kâr elde etmektir. Her iki

yatırım türünde de temel hedef devir kârı elde etmek olmakla birlikte, projelere ilişkin yatırımları, yukarıda açıkladığımız gayrimenkul ticaretinden ayıran en önemli husus, üzerinde yatırım yapılan gayrimenkulün devir kârı elde edilmeden evvel, fiziken değiştirilmesinin, geliştirilmesinin amaçlanmasıdır. Hakkın GYO portföyüne girişi ile çıkışı arasında, gayrimenkul üzerinde yapılması planlanan fiziki değişiklikler, gayrimenkule dayalı projelere ilişkin yatırımların karakteristik özelliğini oluşturmaktadır. O halde gayrimenkule dayalı proje geliştirilmesine ilişkin yatırım faaliyetlerinin iki temel aşaması bulunmaktadır; bunlardan birincisi proje geliştirmek amacıyla bir gayrimenkul üzerinde hak ya da zilyetlik elde etmek, ikincisi de bu gayrimenkul üzerinde fiziki değişikliklerde bulunmak amacıyla, hukuki işlemler yapmaktır, ki bu ikinci aşama proje yatırımının karakteristik özelliğini oluşturmaktadır. Bu noktada hatırlatılması gereken bir husus, GYO'nun gayrimenkul projesi geliştirmesi faaliyetine ilişkin böyle bir ikili ayrımın, Tebliğ'de yer almadığıdır. Tebliğ'in genelinde hâkim olan yöntem olarak, örnekleme ile sayma, gayrimenkul projelerine ilişkin düzenlemede de tercih edilmiştir (Belen, 2002: 219).

Yukarıda yapmış olduğum ayrım uyarınca, konuyu incelemeye geçmeden evvel, son tahlilde başkasına devredilmek amacıyla elde edilen hak ya da zilyetliğin, portföye girdiği andaki edinme maksadının, daha sonraki portföy yatırımları açısından bir önem arz edip etmediği hususuna değinmekte fayda görmekteyim. Bir örnek ile açıklayacak olursak; Tebliğ md. 25'te, izin verilen yatırım faaliyetleri sayılırken, ilgili c bendinde açıkça "*proje geliştirmek maksadı ile arsa ve arazileri edinmek*" unsurundan bahsedilmektedir. O halde akla şu soru takılabilir, GYO portföyünde bulunup da proje geliştirilmek maksadı ile edinilmemiş olan bir gayrimenkul üzerinde, sonradan bir projenin geliştirilmesine, Tebliğ'ce izin verilmemekte midir? Benzer şekilde, mülkiyeti devir karı elde edilmek istendiğinde, Tebliğ'in aynı bendinde "*alım satım karı elde etmek*" maksadıyla edinilmiş gayrimenkullerin, mülkiyeti devir karı elde etmek amacı ile işletilebileceği belirtilmektedir. İlgili bent, bu iki düzenleme göz önünde bulundurulur ve bentlerin yalnızca ifadesine bağlı kalınarak yorumlanacak olursa, GYO portföyüne dâhil olan tüm gayrimenkullerin, mutlaka belirli yatırım faaliyetine (devir karı ya da 5 proje geliştirmeye) özgülenmiş olması ve bu özgülenme yönüne aykırı düşecek yatırım faaliyetlerine konu olamaması gerekir. Özetle,

mülkiyeti devir karı maksadıyla edinilmiş bir gayrimenkul üzerinde daha sonradan bir proje geliştirilmesine imkân tanınmaması ya da proje geliştirmek maksadıyla edinilen bir gayrimenkulün sonradan mülkiyeti devir karı elde etmek amacıyla devredilmesine izin verilmemesi gerekmektedir. Kanımca hükmün bu şekilde yorumlanması, yatırım faaliyetleri açısından oldukça kısıtlayıcı bir sonuç yaratabilecek ve GYO yöneticilerinin gayrimenkul piyasasında ya da diğer piyasalarda değişiklikler olduğunda, bu değişikliklere kısa zamanda uyum sağlamalarını engelleyecek niteliktedir. Oysa hükmün *ratio legis*'i böyle bir sonucu öngörmemektedir. Elbette, portföyün uzman portföy yöneticisi tarafından işletilmesi ilkesi gereğince, portföye dahil edilen gayrimenkullerin belirli bir amaç doğrultusunda devralınması ve bu amaca uygun olarak hareket edilmesi beklenmelidir (Belen, 2002: 231). Başka bir deyişle, uzman portföy işletmecisinin, GYO adına ve hesabına, gayrimenkul edinirken öngörülü davranmaları beklenmektedir, esasen hükmün altında yatan *ratio legis* de portföy işletmecisinin bu öngörülü davranma yükümlülüğünü yerine getirmesini sağlamaya yöneliktir. Ancak hükmün ifadesine sıkı sıkıya bağlı bir yorum yapıldığı takdirde, ona *ratio legis*'inin hiç de öngörmediği anlamlar yüklenebilir. Kanımca, kural olarak (ve hükmün *ratio legis*'i de göz önünde bulundurularak) GYO'nun gayrimenkulü üzerindeki tasarrufları, edinme anındaki maksadı doğrultusunda olmalıdır. Yine de istisnaen, GYO'nun içinde bulunduğu piyasa şartları gerektirdiği takdirde, devir karı elde etmek maksadıyla edinilmiş bir gayrimenkul üzerinde sonradan proje geliştirilebileceği gibi, proje geliştirmek maksadıyla edinilmiş bir gayrimenkul de mülkiyeti devir karı elde etmek amacıyla satılabilmelidir.

GYO'nun, gayrimenkulün edinme anındaki maksadın dışında faaliyette bulunmasının gerekebileceği hallere birer örnek verelim. Portföye, mülkiyeti devir karı elde etmek amacıyla bir tarım arazisi dâhil edildiğini düşünelim. Gayrimenkul, portföyden çıkartılmadan evvel gayrimenkulün bulunduğu bölgede imar planı geçmiş olsun. Yalnızca, söz konusu arazinin portföye dahil edildiği tarihte, buranın imara açılacağı bilinmiyor olması sebebiyle, portföy işletmecilerinin bu bölgeye bir konut projesi yapmaktan mahrum bırakılması, GYO portföyünü büyük kardan yoksun kalmasına sebep olabilecek niteliktedir. Gayrimenkul piyasasında meydana gelen bu değişikliğe, portföy işletmecilerinin ayak uydurmasına imkân tanınması, GYO

portföyünün daha verimli şekilde işletilmesine katkıda bulunacaktır. Aksi durumu düşünelim; üzerinde proje geliştirmek amacıyla bir gayrimenkul portföye dahil edilmiş olsun. Tebliğ md. 27/f.I/b(d) uyarınca portföy değerinin %10'unu aşmamak şartıyla, üzerinde proje geliştirilmek amacıyla edinilen gayrimenkuller, edinme tarihinin üzerinden 5 yıl geçmesine rağmen, projesi üzerinde bir tasarruf yapılmaksızın portföyde tutulabilecektir. Bu şartları haiz bir gayrimenkulün edinilmesinden, diyelim ki 10 yıl sonra, GYO nakit ihtiyacına düşebilir. Bu durumda GYO için, örneğin teminat göstererek bankadan kredi almaktansa, projenin devredilmesi daha uygun olabilir. O halde, makul bir süre içinde bitirilemeyeceği öngörülüyor olmasına karşın, yalnızca proje geliştirmek amacıyla edinildiği gerekçesiyle söz konusu gayrimenkulün devredilmesine engel olunması GYO portföyünü koruyucu nitelikte bir tavır olmayacaktır. Kanımca, bu örneklerde ve benzeri durumlarda GYO portföyünün korunmasını sağlamak amacıyla, Tebliğ'de, istisnaen maksat dışı faaliyette bulunulabileceği hususunun hükme bağlanmasında fayda vardır. Böylece bir yandan portföy işletmecilerinin ellerindeki yatırım olanakları artırılmış olur, bir yandan da bu durumun istisnai olduğunun belirtilmesi ile hükmün bugün koruduğu *ratio legis*'e hâle gelmemiş olur. Tabi ki, böyle bir hususun Tebliğ'de hüküm altına alınması halinde, istisnai halleri, yani gayrimenkul, finans ya da benzeri piyasalarda meydana gelen değişiklikleri ya da GYO'nun içinde bulunduğu istisnai durumu tespitite, portföy işletmecilerine takdir yetkisinin verilmesi gerekecektir. Yoksa bu hallerin tebliğ koyucunun âdeti olduğu üzere kazüistik bir yöntemle sıralanması uygun olmayacaktır.

Yukarıda tahlil edilen, gayrimenkulün portföye dâhil edilmesi tarihinde, belirlenen yatırım maksadına uygun hareket edilmesi ilkesinin uygulanmasında akla takılabilecek bir diğer soru da, gayrimenkulün portföye dâhil edildiği tarihte öngörülen projenin sonradan değiştirilip değiştirilemeyeceğidir. Şöyle ki, portföye dâhil edilen gayrimenkul, proje geliştirilmesi maksadı ile portföyde tutulmakla beraber, portföye giriş tarihinde öngörülmüş olan projeden başka bir projenin gayrimenkul üzerinde gerçekleştirilebilmesine, Tebliğ tarafından izin verilip verilmediği üzerinde durmak gerekmektedir. Kanımca bu soruya verilecek cevap yukarıda ilke incelenirken getirmiş olduğum çözümden farklı olmayacaktır. Şöyle ki, bir gayrimenkul üzerinde yapılacak projenin değiştirilmesine ilişkin karar, GYO'nun portföy işletmecileri tarafından

alınacaktır. Burada da Tebliğ'in, yukarıda yapmış olduğum yoruma paralel olacak şekilde, istisnaen piyasa şartları gerektirdiğinde, portföy işletmecilerine, yeni şartlara uygun şekilde projeyi değiştirme olanağı tanınması gerekmektedir. Portföy işletmecileri, piyasa şartlarının değişmesi sebebiyle öngöremedikleri bir sebepten ötürü projenin değiştirilmesine karar verdikleri ve bu kararlarının uzun vadeli olarak GYO'nun yararına olduğunu tespit ettikleri, sürece projeyi değiştirmelerine olanak sağlanmalıdır. En nihayetinde bu karar, GYO'nun bir zararından kurtulmasını sağlayacak ya da daha karlı olan bir yatırımı kaçırmamasının önüne geçebilecek nitelikte olacaktır. Bir örnekle durumu açıklamaya çalışalım. X GYO'nun İstanbul'un Levent semtinde bulunan bir gayrimenkul üzerinde, alışveriş merkezi yapılmasını konu alan bir projesi olduğunu düşünelim. Bu proje, söz konusu gayrimenkulün portföye girişi tarihinde öngörülmüş olup, 10 yıldır tamamlanamamış olsun. Geçtiğimiz 10 yıl içinde, bu semtte alışveriş merkezine ilişkin olarak gayrimenkul piyasası oldukça değişmiş olup, bu alanda bir arz fazlası meydana gelmiştir. X GYO'nun portföy işletmecileri bu bölgede sağlık hizmetleri veren bir kompleksin eksik olduğu ve bu alanda karlılığın yüksek olabileceğini tespit etmiş olsunlar. Karlılığının önemli oranda düşmüş olduğu aşikâr olan alışveriş merkezi projesinin, GYO'ya getirisinin çok daha yüksek olacağı kuvvetle muhtemel olan hastane projesine çevrilmesine izin verilmesi gerekmektedir. İstisnai olarak, böyle bir değişikliğe izin veriliyor olması, portföy işletmecisinin değişen piyasa koşullarına uyum sağlamak suretiyle, GYO'nun karlılığını artırmasını kolaylaştıracaktır (Belen, 2002: 233).

Tebliğ'in yatırım faaliyetlerine ilişkin maddesinde, özellikle de proje geliştirilmesine ilişkin bentlerde, sıkça yer alan yatırım "amacı", "maksadı" ifadelerinin ne şekilde yorumlanması gerektiğini bir bütün halinde inceledikten sonra, aşağıda, üzerinde proje geliştirilmesine Tebliğ'ce izin verilen gayrimenkuller ile geliştirilecek projeleri yüklenecek kimseler ile GYO arasındaki hukuki ilişkilerin neler olabileceğine ilişkin hususlar ayrıntısıyla değerlendirilecektir.

## 2.3. Para ve Sermaye Piyasası Faaliyetleri

### 2.3.1. Para ve Sermaye Piyasasına Yatırım

Yukarıda açıklandığı üzere, GYO yalnızca gayrimenkule dayalı hak ve projelere değil, aynı zamanda para ve sermaye piyasası araçlarına da yatırım yapabilmektedir, portföyün bu kısmını, likit malvarlığı olarak adlandırmaktayım. Bu likit yatırımların Tebliğ md. 27 uyarınca portföy değerinin %50'sini aşmaması gerekmektedir. Tebliğ md. 25/f.I'nin a, i ve k bentleri likit yatırım alanlarını düzenlenmektedir. Bunlar sırasıyla, (a) sermaye piyasası araçları ve borsa para piyasası işlemleri ve ters repo işlemleri ile vadeli ya da vadesiz mevduat hesapları, (i) gayrimenkule dayalı olmak kaydıyla yabancı sermaye piyasası araçları ve (k) swap ve forward işlemleri, opsiyon ve (mala dayalı olanlar hariç) vadeli işlem sözleşmeleridir.

Tebliğ md. 25/f.I'nin, 2006 yılında Seri:VI, No: 20 sayılı Tebliğ ile değiştirilmeden evvelki şeklinde, portföy yatırımları arasında yer alan sermaye piyasası araçları, gayrimenkule ilişkin olanlar ve olmayanlar olarak ikiye ayrılmış olup, gayrimenkule ilişkin olan sermaye piyasası araçlarına, diğer sermaye piyasası araçlarına nazaran daha fazla yer verilmesi gerekliliği md. 27 ile hükme bağlanmış idi (Belen, 2002: 295). Ne var ki, bu ayırım Seri:VI, No: 20 sayılı Tebliğ ile kaldırılmış olup, portföy içinde azami %50'lik pay içinde kalmak şartıyla gayrimenkule dayalı olan ve olmayan sermaye piyasası araçlarına, portföy işletmecisinin istediği oranda yatırım yapabilmesine izin verilmektedir. Bu değişiklik, GYO'nun portföy işletmecisini, yatırım tercihleri konusunda serbestleştirmiş olması açısından olumlu olmuştur. Yine de kanımca, söz konusu hükmün Tebliğ'den kaldırılmış olması, portföyün sermaye piyasası araçlarına özgülenmiş kısmının, çoğunluğu itibarıyla gayrimenkule ilişkin sermaye piyasası araçlarına ayrılması gerektiği gerçeğini değiştirmemektedir, zira GYO gayrimenkule yatırım yapmak amacıyla kurulmuş bir ortaklıktır ve bu yönüyle diğer ortaklıklardan ve bu açıklama özelinde menkul kıymetler yatırım ortaklıklarından, gayrimenkule yapılan yatırımları ile ayrılacaktır. O halde, Tebliğ'in portföy işletmecisini piyasadaki şartlara uyum sağlayabilmesi açısından serbest bırakmış olduğu gerçeği akılda tutulmakla birlikte, koşullar el verdikçe, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına, diğer sermaye piyasası

araçlarına oranla daha fazla yer verilmesi gerektiği unutulmamalıdır. Bu sebeple ben de gayrimenkule ilişkin olan ve olmayan sermaye piyasası araçlarına yapılan yatırımlar ayırımını koruyacağım.

### **2.3.1.1 Gayrimenkule İlişkin Sermaye Piyasası Araçlarına Yatırım**

Gayrimenkule ilişkin sermaye piyasası araçları dendiğinde öncelikle; gayrimenkul sertifikaları, ipoteğe dayalı menkul kıymetler ve ipotek teminatlı menkul kıymetler akla gelir. Nitekim GYO Tebliği'nin, 2006 yılında değişmeden önceki, gayrimenkule ilişkin olan ve olmayan sermaye piyasası araçlarını ayırdığı halinde de, gayrimenkule ilişkin sermaye piyasası araçları olarak, gayrimenkul sertifikaları ile konut kredileri karşılığında ihraç edilen VDMK'lara yapılan yatırımlar sayılmıştır. Bugünkü mevzuatımızı göz önünde bulundurarak, bu sermaye piyasası araçlarını, gayrimenkul sertifikaları, İDMK ve İTMK olarak sayabiliriz.

Gayrimenkule ilişkin olduğunu belirttiğimiz bu sermaye piyasası araçları, (gayrimenkul sertifikalarında, tasarruf sahibinin seçimlik haklarından biri olan gayrimenkul mülkiyeti talep etme hakkı müstesna tutulduğunda) esasen, hak sahibine gayrimenkule dayalı haklar bahşetmemektedir (Belen, 2002: 296). Bununla birlikte söz konusu sermaye piyasası araçlarına yapılan yatırım, GYO'nun da asıl faaliyet sahasını oluşturan gayrimenkul sektörü için oldukça olumlu sonuçlar doğurmaktadır. Örneğin İDMK ve İTMK'lara yapılan yatırımlar, ipotekli konut kredilerini tüketiciye sunan kredi kuruluşlarının bilançolarını, menkul kıymetleştirme yöntemi ile likit hale getirerek, bu kuruluşların daha fazla ve dolayısıyla daha ucuza konut kredisi 536 İpotek teminatlı menkul kıymetler ise, maddenin eski hali ile yürürlükte olduğu dönemde vermelerini sağlamaktadır (Vatansever, 2000: 262), bu da konut sektörünün büyümesinde önemli rol oynamaktadır. Gayrimenkul sektörünü ilgilendiren, başkaca sermaye piyasası araçları arasında, kolektif yatırım kuruluşlarına iştirak da değerlendirilebilir. Bu çerçevede diğer GYO'ların hisse senetleri ile gayrimenkul yatırım fonlarının ihraç ettikleri katılma belgelerine yapılması hususuna da burada değinmekte fayda vardır. O halde gayrimenkule ilişkin sermaye piyasası araçlarına yatırımın; menkul kıymetleştirme (Ünal, 2005: 1) faaliyetlerine yatırım ve kolektif



yatırım kuruluşlarına yatırım olmak üzere iki başlık altında değerlendirilmesi mümkün gözükmektedir.

### **2.3.1.1.1 Menkul Kıymetleştirme Faaliyetlerine Yatırım**

Bu başlık altında, GYO'nun, menkul kıymetleştirme faaliyetleri sonucu ihraç edilen menkul kıymetlere yapabileceği yatırımlar incelenecektir. Konumuzu herhangi bir menkul kıymetleştirme işleminden kaynaklanan menkul kıymetler değil, gayrimenkule ilişkin aktiflerin menkul kıymetleştirilmesinden kaynaklananlar menkul kıymetleştirmeler oluşturacaktır. Zira üst başlığımız "Gayrimenkule İlişkin Sermaye Piyasası Araçlarına Yatırım"dır. Bu çerçevede aşağıda, bir gayrimenkul projesinin menkul kıymetleştirilmesine yönelik olan gayrimenkul sertifikasına yatırım ve ipotek ile teminat altına alınmış konut kredilerinden kaynaklanan alacakların menkul kıymetleştirilmesine yönelik olan ipoteye dayalı menkul kıymetler ve ipotek teminatl menkul kıymetler incelenecektir.

Aşağıda ayrıntısı ile inceleyeceğimiz yatırımların yanı sıra, Tebliğ'de yatırım yapılabilir nitelikte bir menkul kıymet olarak açıkça zikredilmemiş olmakla birlikte, başka bir GYO'nun gayrimenkul satım ve/veya satım vaadinden kaynaklanan alacakları karşılığı çıkartılan VDMK'lar da yine gayrimenkule ilişkin menkul kıymetleştirme faaliyetine yatırım olarak değerlendirilebilir. Şöyle ki, bir GYO böyle bir VDMK'yı ihraç ederken yatırım yapmamakta fakat finansman sağlamaktadır, buna mukabil başka bir GYO'nun ihraç ettiği VDMK'ları satın alır ise, bu takdirde gayrimenkule ilişkin VDMK'ya yatırım yapılmış olacaktır.

#### ***Gayrimenkul Sertifikasına Yatırım***

Gayrimenkul alanında yatırım yapmak amacıyla kurulan GYO'nun, gayrimenkul projeleri geliştirilmesi amacıyla ihdas edilen gayrimenkul sertifikalarına yatırım yapması, diğer sermaye piyasası araçlarından daha fazla beklenir. Gayrimenkul sertifikaları hukukumuzda Seri:III, No:19 sayılı Tebliğ ile düzenlenmiştir. Tebliğ hükümleri uyarınca gayrimenkul sertifikalarına yatırım yapan kişi (örneğin GYO), üzerinde sertifika ihraç edilmiş proje tamamlandığında, gayrimenkul sertifikaları karşılığında asli edim olan gayrimenkul mülkiyetini talep

edebilecektir. O halde, GYO'nun gayrimenkul sertifikasına yapacağı yatırım, ilk aşamada GYO'nun likit portföyüne yapılan bir yatırım gibi görünse de, sertifikada yer alan vadeler geçtiğinde ve bir takım şartlar yerine getirildiğinde bu yatırımın GYO portföyünün gayrimenkule dayalı haklara dayalı kısmına yapılan bir yatırıma dönüşebileceği dikkate alınarak, GYO portföyünün likit kısmında gayrimenkul sertifikalarına öncelik vermekte fayda vardır.

Bu noktada bir hususu açıklamak gerekir, gayrimenkul sertifikasına yapılan yatırımın, gayrimenkule dayalı haklara yapılan yatırım kategorisine intikal etmesi için, sertifikada yer alan sürelerin geçmesi ve başkaca şartların yerine getirilmesi gerektiği gibi, sertifika sahibi GYO'nun da sertifika ihraççısından asli edimi talep etmesi gerekmektedir. Bu koşulların sağlandığı haller dışında, gayrimenkul sertifikasına yapılan yatırım, portföyün likit yatırıma ayrılmış yüzdeleri içinde değerlendirilecektir. Gayrimenkul sertifikasının ilgili süreler dolmadan devredilmesi ihtimalinde olabileceği gibi, GYO'nun bir bağımsız bölüm almaya yeterli miktarda gayrimenkul sertifikası edinmemesi halinde ya da yeterli miktarda sertifika edinmiş olmasına rağmen tali edimi talep yetkisini kullanmayı tercih etmesi halinde, yapılan yatırım GYO'nun portföyünün likit kısmında kalmış olacaktır. Nitekim unutmamak gerekir ki gayrimenkul sertifikası esasen bir menkul kıymettir.

Gayrimenkul sertifikasına yatırım yapan GYO'nun, asli ya da tali edim arasındaki seçim yetkisi, seçimlik yetki "*facultas alternativa*" niteliğindedir (Kocayusufpaşaoğlu vd., 2008: 69). Buna göre ihraççı (borçlu), yatırımcı GYO'ya (alacaklıya) asli edimi borçlanmış olup, (alacaklı) GYO bu asli edim yerine, dilerse tali edimi talep hakkına sahiptir. Yine de burada gayrimenkul sertifikalarına özgü bir durumun üzerinde durmak gerekmektedir. Şöyle ki, yatırımcı GYO'nun seçimlik yetkisi ancak bir bağımsız bölüm talep edebilecek kadar gayrimenkul sertifikasına sahip olduğu anda doğmaktadır. Yoksa bu şartın gerçekleşmesinden evvel gayrimenkul sertifikası yatırımcısı GYO'nun sahip olacağı yegâne alacak hakkı, tali edime ilişkindir. O halde denilebilir ki, gayrimenkul sertifikalarında alacaklı lehine kurulan seçimlik yetki, geciktirici şarta (en az bir bağımsız bölümü talep hakkına yetecek sayıda sertifika edinme şartına) bağlı bir seçimlik yetkidir.

## ***İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetlere ve İpotek Teminatl  Menkul***

### ***Kıymetlere Yatırım***

Varlıĝa dayalı menkul kıymet türünün, ipotek ile teminat altına alınmış konut kredisi alacaklarına özgü bir çeşidi olan ipoteye dayalı menkul kıymetler, hukukumuzda 12.02.2007 tarihinde, muhtelif kanunlarda deĝiřiklik yapan 5582 sayılı kanun vasıtasıyla girmiştir. Yine aynı kanun ile hukukumuzda dahil olan ipotek teminatl  menkul kıymetler de, ipoteye dayalı menkul kıymetler gibi, gayrimenkul (konut) piyasasının gelişmesi açısından büyük öneme sahip olan menkul kıymetler olup, GYO tarafından, bunlara gayrimenkule ilişkin olmayan sermaye piyasası araçlarına nazaran, öncelikle yatırım yapılması beklenmelidir.

İDMK ihracı, ipotek ile teminat altına alınmış konut kredisi alacaklarının, konut finansmanı fonunda (yani konut finansmanından kaynaklanan benzer nitelikteki alacaklardan oluşan bir alacak havuzunda) toplanarak, bu alacakların İDMK ihracı vasıtasıyla k  k yatırımcıya devredilmesi ilkesinden yola çıkmaktadır. İTMK ihracı ise, yine aynı tür alacaklardan oluşturulan bir alacak havuzunun, menkul kıymet ile ihdas edilen borcun teminatını oluşturması ilkesine dayanmaktadır.

Gerek İDMK gerek İTMK, gayrimenkul sektörü için büyük önemi haiz olup, özellikle konut piyasasının büyümesine hatırı sayılır oranda katkı saĝlayacak menkul kıymet tipleridir. Zira yukarıda işleyiş ilkelerini birer cümle ile  zetlediĝimiz bu menkul kıymetler esasen, konut finansmanı saĝlayan kuruluşların bilançolarının hafiflemesini saĝlamaktadır. şöyle ki, İDMK konut finansmanı saĝlayan kuruluşun vadeli alacaklarını, bilanço dışına çıkartarak, yerine nakit girişini saĝlamakta, İTMK ise, finansman şirketinin bilançosunda kalmaya devam eden alacakların teminatı altında, şirkete likidite saĝlamaktadır. O halde, bu menkul kıymetlerin, bilanço dışı (İDMK) ya da bilanço içi (İTMK) menkul kıymetleştirme yöntemi ile finansman şirketine nakit girişi saĝladığını görmekteyiz. Böylece, ipotek teminatl  konut kredisi alacaklarını menkul kıymetleştiren finansman kuruluşu için, söz konusu krediler, daha az nakit çıkışı ile gerçekleştirilmiş olacaktır (Alp, 2000: 138). Menkul kıymetleştirme yöntemi ile konut finansmanının, finansman şirketleri açısından daha az nakde mal

olması, daha fazla konuta, daha ucuza ve daha uzun vadeler ile kredi verilebileceği anlamına gelir ki, bu da uzun vadede, konut piyasasının büyüüp gelişmesini destekleyecektir.

İDMK ve İTMK ihraçları yolu ile konut piyasasında yukarıdaki olumlu değişikliklerin gözlemlenebilmesi için bu menkul kıymetlerin hukuki altyapısının hazır olması yetmez. Konut sektöründe, saydığımız faydaların gözlemlenebilmesi için söz konusu menkul kıymetlerin ikincil piyasasının olması ve hatta bu piyasanın işlem hacminin mümkün mertebe geniş olması gerekmektedir (Adıgüzel, 2008: 20). GYO'nun da faaliyet gösterdiği konut sektörüne faydaları göz önünde bulundurulduğunda, İDMK ve İTMK'ya yatırım yapılmasının önemi daha da iyi anlaşılmaktadır. Nitekim gerek İDMK, gerek İTMK ihracına ilişkin SPK Tebliğlerinde, bu menkul kıymetlere yapılacak yatırımlarda, nitelikli yatırımcı olarak yatırım ortaklıklarının (bunun içinde gayrimenkul yatırım ortaklıkları da olmak üzere) yer aldığı görülmektedir.

### **2.3.1.1.2 Kolektif Yatırım Kuruluşlarına Yatırım**

Gayrimenkule ilişkin sermaye piyasası araçlarına yatırım başlığı altında, GYO'nun tıpkı küçük tasarruf sahibi gibi, gayrimenkul sektöründe faaliyet gösteren kolektif yatırım kuruluşlarının hisse senetleri ya da katılma belgelerine yatırım yapılması hususunun da incelenmesi gerekmektedir. Bu başlık altında herhangi bir hisse senedine ya da fon katılma belgesine yapılan yatırımdan bahsedilmemektedir, özel olarak gayrimenkul sektöründe faaliyet gösteren kolektif yatırım kuruluşlarına yani; gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve gayrimenkul yatırım fonlarına yatırım yapılmasından bahsedilmektedir. Bu yatırım araçlarını, uzun vadeli klasik sermaye piyasası araçları olan hisse senetleri ve fonlardan ayırmamızın en önemli özelliği, faaliyet sahalarının münhasıran gayrimenkul sektörü olmasıdır.

#### ***Diğer Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Hisse Senetlerine Yatırım***

Bir GYO'nun diğer bir GYO'nun hisse senetlerini satın almak suretiyle ona yatırım yapmasının, her iki şirketin de aynı sektör alanında faaliyet gösteriyor olması sebebiyle önemli olduğuna yukarıda değinilmişti. GYO Tebliği de md. 32A vasıtasıyla

bu tür yatırımları, diğer hisse senedi yatırımlarına nazaran teşvik etmektedir. Şöyle ki; GYO Tebliği md. 25/f.I/b(a) uyarınca GYO'nun sermaye piyasası araçlarına ve bunların içinde yer alan hisse senetlerine yatırım yapması mümkündür. Bu imkân karşısında, GYO'nun diğer GYO hisse senetlerine yatırım yapabileceğinin ayrıca belirtilmesine gerek yok iken, GYO Tebliğinin "iştirak" başlıklı 32/A maddesinin birinci fıkrasının b bendi, GYO'nun "*diğer gayrimenkul yatırım ortaklıklarına ... iştirak*" edebileceğini hükme bağlamaktadır. Demek ki, GYO Tebliği de, bir GYO'nun diğer bir GYO'nun hisse senetlerine yatırım yapmasına ayrıca önem atfetmektedir. 32A/f.II'de, bu tür iştiraklara GYO Tebliği'nin 26. Maddesinin a ve c bentlerinin uygulanmayacağını düzenlemektedir. GYO Tebliği'nin yatırımlara ilişkin yasakları düzenleyen 26. maddesinin a bendinde GYO'nun hisse senetlerini edinerek yatırım yaptığı ortaklıkta sermayeye ya da yönetime hâkim olma amacı güdemeyeceği ve bu ortaklıkta sermaye veya oy haklarının %5'inden fazlasına sahip olamayacağı hükme bağlanmaktadır. İşte bu yasaklar, 32A maddesi uyarınca, diğer GYO'ların hisse senetlerine yapılan yatırımlara uygulanmayacaktır. O halde, bir yandan başkaca GYO'ların oy haklarının ya da sermaye hakların %5'inden fazlasına sahip olunabilirken, diğer yandan da bir GYO'nun başka bir GYO üzerinde sermayeye ya da yönetime hâkim olma amacı gütmesine de cevaz verilmektedir.

Bu aşamada bir sınırı belirtmekte fayda vardır. GYO Tebliği md. 32A/f.II hükmü uyarınca GYO'ların, diğer GYO hisse senetlerine yapacakları yatırımda %5'ten fazla hatta %100 oranında hisse senedine sahip olmaları mümkündür, ne var ki bu serbesti, GYO'ların portföylerinin en fazla %50'sinin likit unsurlardan oluşabileceği sınırında durmaktadır. Nitekim, GYO Tebliği md. 27/f.I/b(b)'de çizilen sınırlarda, md.25/f.I/b(a)'da gösterilen yatırımlar ile Tebliğ md. 32A'da gösterilen yatırımların portföyün %50'sini aşamayacağı ifade bulunmaktadır. O halde denilebilir ki, belirli sınırlar da tanımakla birlikte, Tebliğ, GYO'ların diğer GYO'ların hisse senetlerine yatırım yapmasını teşvik etmektedir.

### ***Gayrimenkul Yatırım Fonları Katılma Belgelerine Yatırım***

SerPK md. 37 uyarınca ülkemizde gayrimenkul yatırım fonları kurulması için gerekli kanuni altyapı mevcuttur. Ne var ki, bu kanun hükmünün uygulanabilmesi için,

SPK'nın bir düzenleyici işlem vasıtasıyla, gayrimenkul yatırım fonlarının kuruluş ve işleyişini ayrıntılarını düzenlemesi gerekmektedir, bugün itibariyle ise, SPK'nın gayrimenkul yatırım fonlarına ilişkin bir düzenleyici işlemi (Tebliği) yoktur, bu sebeple gayrimenkul yatırım fonları kurulamamaktadır. Üstelik yatırım fonlarına ilişkin genel nitelikli Tebliğ'de dahi, bu Tebliğ hükümlerinin gayrimenkul yatırım fonlarına uygulanamayacağı açıkça yer almaktadır. Yine de kanımca, idarenin (SPK'nın) düzenleyici bir işlemi yapmak konusunda ihmalkâr davranıyor olması, kanunen yapılması mümkün olan bir yatırım konusunda görüş beyan etmeye engel teşkil etmemelidir. Bu sebeple, uygulaması bugün için mümkün olmamakla birlikte, GYO'nun gayrimenkul yatırım fonu katılma belgelerine yatırım yapması ihtimalini de değerlendirmekteyim.

GYO Tebliği'nde, diğer GYO'ların hisse senetlerine yapılabilecek yatırımlarda olduğu gibi, GYO'ların gayrimenkul yatırım fonları katılma belgelerine yatırım yapması açıkça ifade bulmamış olmakla birlikte, kanımca, GYO'nun diğer sermaye piyasası araçlarına nazaran, gayrimenkul yatırım fonlarına öncelikle yatırım yapması gerekmektedir. Seri:VI, No:21 sayılı Tebliğ ile 2008 yılında Tebliğ md. 15 26/f.I/b(c)'ye eklenen ifade sayesinde, GYO'nun yatırım fonlarına yatırım yaparken, bunların katılma belgelerinin teşkilatlanmış bir piyasada işlem görmesi şartının aranmayacağı hükme bağlanmıştır. Bu yolla Tebliğ GYO'nun yatırım fonlarına yatırımını kolaylaştırmayı amaçlamıştır. Ancak bunu yaparken, gayrimenkul yatırım fonlarına özel bir ayrıcalık tanınmamış, bu olanak tüm yatırım fonlarına yönelik olarak öngörülmüştür.

Gayrimenkul yatırım fonu da GYO gibi gayrimenkul sektörünün planlı ve mevzuata uygun olarak büyümesi ve gelişmesini teşvik amacıyla ihdas edilmiş bir kurumdur. Yalnızca kanun koyucunun ihdas gayesindeki benzerlik değil, hukuki yapısı (kolektif yatırım kuruluşu olması) açısından da GYO'lar ile benzerlik gösteren fonlara yatırım yapılması, GYO'nun amacı doğrultusunda gayrimenkul sektörünün gelişmesi açısından önem arz edecek niteliktedir. Bu sebeple, SPK'nın gayrimenkul yatırım fonlarının kuruluş ve işleyiş esaslarına ilişkin bir Tebliğ hazırlaması (Erol, 2006: 3; Özgüç, 2008: 35) ve ilan etmesini, müteakip GYO Tebliği'ne, GYO'nun

gayrimenkul yatırım fonlarına ne şekilde ve hangi şartlarla yatırım yapabileceğine ilişkin hükümler eklenmesinin yerinde olacağını düşünüyorum.

### **2.3.1.2 Gayrimenkule İlişkin Olmayan Sermaye Piyasası Araçlarına Yatırım**

GYO Tebliği'nin, yatırım faaliyetlerini düzenleyen 25. maddesinin iki bendinde, gayrimenkule ilişkin olmayan sermaye piyasası araçlarına yapılabilecek yatırımlar düzenlenmektedir. Bu bentler ilgili maddenin a ve k bentleridir. 25. maddenin a bendi uyarınca GYO *“sermaye piyasası araçlarını alabilir ve satabilir, borsa para piyasası ve ters repo işlemi yapabilir, Türk Lirası veya yabancı para cinsinden vadesiz ve vadeli mevduat hesabı açtırabilir”*, k bendi uyarınca ise *“swap ve forward işlemleri yapabilir, opsiyon yazabilir, mala dayalı olanlar hariç vadeli işlem sözleşmeleri alabilir”*.

GYO'nun gayrimenkule ilişkin olmayan sermaye piyasası araçlarına yatırım yapması, gerçek anlamda portföy yatırımından ziyade, riskin dağıtılması ilkesi çerçevesinde yapılabilecek türden ve/veya nakit ihtiyacının karşılanması amacıyla yapılacak işlemlerdir. Yani bu yatırımlar GYO'nun esas anlamda portföy işletmeciliğinin bir unsuru değildir. Zira GYO'nun işlettiği portföy gayrimenkul portföyüdür. Bu yatırım araçlarından bir kısmı uzun vadeli sermaye ve türev piyasası araçları niteliğinde olup riskin dağıtılması ilkesi çerçevesinde portföye dahil edilmektedir. Diğer kısmı da, GYO'nun ani nakit ihtiyaçlarını karşılayabilmesini sağlayacak türde likit bir portföye sahip olmasını amaçlayan, nakit benzeri kısa vadeli yatırımlardır.

#### **2.3.1.2.1 Uzun Vadeli Sermaye ve Türev Piyasası Araçlarına Yatırım**

##### ***Sermaye Piyasası Araçlarına Yatırım***

GYO Tebliği md. 25/f.I/b(a) uyarınca, GYO yatırım faaliyeti olarak *“sermaye piyasası araçlarını alabilir ve satabilir.”* Bu hüküm, GYO'nun bir ayırım yapılmaksızın tüm sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmasına izin vermektedir. Hükümün Seri:VI, No:20 sayılı Tebliğ ile değişmeden önceki halinde; GYO'nun yatırım yapabileceği bazı (gayrimenkule ilişkin) sermaye piyasası araçları a bendinde sayılmakta, b

bendinde ise a bendinde sayılanların yanı sıra diğer sermaye piyasası araçlarını da alıp satabileceği hükme bağlanmakta idi. a ve b bendinde sayılan sermaye piyasası araçlarına farklı yüzdelerle yatırım yapılabildiği düzenlemeden, gayrimenkule ilişkin olup olmadığına bakılmaksızın tüm sermaye piyasası araçlarına yatırımın aynı yüzdelik dilimde değerlendirildiği yeni bir sisteme geçilmiştir. Bu bağlamda, örnekleyici sayımdan ayrılarak, tüm sermaye piyasası araçlarının alınıp satılmasına izin verilmesi kanımca yerinde olmuştur.

Bugünkü düzenleme uyarınca GYO portföy değerinin %50'sini aşmamak şartıyla, tüm sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilmektedir. Buna göre GYO, hisse senetlerine, fon katılma belgelerine, tahvillere, katılma intifa senetlerine, kar ve zarar ortaklığı belgelerine, banka bonolarına, finansman bonolarına, varlığa dayalı menkul kıymetlere, varlık teminatlı menkul kıymetlere yatırım yapabilecektir. GYO'nun tüm bu sermaye piyasası araçlarına yapacağı yatırım, GYO olmayan bir ortaklığın bu araçlara yapacağı yatırımdan farklı özellikler taşımamaktadır.

Sermaye piyasası araçlarına yapılabilecek yatırımlar GYO'ya özgü nitelikler taşımamakla birlikte, bu yatırımlara GYO'ya özgü bir takım sınırlamalar getirilmiştir. Sermaye piyasası alanına yapılan yatırımların (GYO Tebliği md. 32A'da gösterilen iştirak hallerine ilişkin daha ağır sınırlamalar ile birlikte) portföy değerinin %50'sini aşmaması şartının yanı sıra, GYO Tebliği md. 26'da sermaye piyasalarına yapılan yatırımlara ilişkin bir takım ek sınırlamalar getirilmiştir. GYO Tebliği md. 26/f.I/b(a) uyarınca GYO'lar "hiçbir şekilde hisse senetlerini satın aldıkları ortaklıkların sermayesine ve yönetimlerine hâkim olma amacı güdemez ve hiçbir ortaklıkta sermaye veya oy haklarının %5'inden fazlasına sahip olamazlar." Hüküm, sermaye piyasası araçlarından, hisse senetlerine yapılabilecek yatırımları kısıtlayıcı nitelik arz etmektedir. Hüküm, hisse senedi iktisap etmek isteyen GYO'yu iki yönden sınırlamaktadır. Bu sınırlamalardan ilki iktisap gayesi yönünden, ikincisi de hisse senedi miktarı yönünden sınırlamadır. İkinci ve yorumlanması daha basit olan sınırlamadan başlayalım. Tebliğ hükmü, GYO'nun hisse senedini iktisap ettiği ortaklıkta sermaye ve oy haklarının %5'inden fazlasının kazanılmasına izin vermemektedir. Bu sınırlamadaki sermaye haklarının %5'inden anlaşılması gereken,



çıkartılmış sermayenin %'5'idir. Sermaye oranının, oy hakkından ayrılmasının sebebi, kar payı imtiyazlı hisse senetlerine ya da oydan yoksun hisse senetlerine yatırım yapılmış olabileceğinin dikkate alınmış olmasından kaynaklanmaktadır.

SerPK md. 11/f.VIII hükmünde yer alan %5 sınırı ile Tebliğ md. 26'da yer alan %5 sınırı arasındaki paralellik dikkat çekicidir. Bu durumda, oy haklarının %'5'inden daha fazlasının iktisap edilmemesine özen gösterilmesinin sebebinin, GYO'ya hisse senetlerini edindiği ortaklıkta azınlık haklarını kullanma şansının verilmemesinin olup olmayacağına değerlendirilmesi gerekmektedir. Kanımca GYO'nun, hisse senedine yatırım yaptığı ortaklıkta, azınlık haklarını kullanan aktif bir pay sahibi ve hatta hâkim olmaya çalışan bir pay sahibi gibi faaliyet göstermesinin önüne geçilmek istenmiştir ancak Tebliğ yapımındaki bir özensizlik sebebiyle GYO'nun azınlık haklarını kullanması tam olarak engellenememiştir.

Şöyle ki, SerPK md. 11/f.VIII, ödenmiş sermayenin %'5'ine veya fazlasına sahip ortağa azınlık haklarını kullanması olanağını tanımaktadır, Tebliğ md. 26/f.I/b(a)'nın mevhumu muhalifinden ise GYO'nun %5 ve altında sermaye ve oy hakkına sahip olmasına izin verildiği anlaşılmaktadır. Bu durumda şayet GYO, hisse senedine yatırım yaptığı ortaklığın çıkartılmış sermayesinin tam olarak %'5'ine sahip ise, bu ortaklıkta SerPK md. 11/f.VIII uyarınca azınlık haklarını kullanabileceği gibi, söz konusu ortaklığa yapılan bu yatırım oranı Tebliğ md. 16/f.I/b(a) ile de engellenmiş olmayacaktır. Kanımca Tebliğ md. 26/f.I/b(a) ile engellenmek istenen azınlık haklarının kullanılması sorunu, bendte “%5'inden fazlasına” ifadesinin “%5'ine veya %5'inden fazlasına” şekilde değiştirilmesi ile çözülebilir.

Tebliğ md. 26/f.I/b(a)'da yer alan ikinci sınırlama, GYO'nun hisse senedine yatırım yapılan ortaklıkta hâkimiyet kurmasını önlemeyi amaçlamaktadır. Şöyle ki, bentte GYO'nun bir ortaklığın hisse senetlerini iktisap ederken, ortaklığın sermayesine ya da yönetimine hâkim olma gayesi içinde olmaması şart koşulmaktadır. Elbette GYO'nun bir amaç gütmesi başlı başına yasaklanması gereken bir husus değildir zira hukukumuzda başlı başına amaç gütmek (irade) değil, belirli amaçlar doğrultusunda bu amaçları dışa vuran davranışlarda bulunmak (iradeyi dışa yansıtmak) yasaklanmaktadır. O halde, GYO'nun da yalnızca bir amaç gütmesi değil, bu amaç

doğrultusunda, yani hisse senetlerini iktisap ettiği ortaklık üzerinde hâkimiyet kurma amacı doğrultusunda hareket etmesinin yasaklandığı kabul edilmelidir. Hâkimiyet kurma amacının (iradesinin) GYO'nun yönetim kurulunda aranması gerekmektedir. GYO'ya yasaklanan hâkimiyetin, sermaye ve yönetim alanlarında olduğu bentte ifade edilmiştir. Bent, hâkimiyetin hisse senedi çoğunluğu ile sağlanmasına açıkça engel olduğundan, hükmün bu hakların imtiyaz yolu ile de elde edilmesinin önün geçilmesini sağlamayı amaçladığı anlaşılmaktadır. Başka bir deyişle, ortaklığın %5 sınırında kalsa dahi, yönetimde imtiyaz tanıyan nitelikte paylar edinmesi, hakimiyet kurmak amacı güdüldüğünü gösterdiğinden, yasak kabul edilmelidir.

GYO Tebliği md. 26/f.I/b(c), sermaye piyasalarına yapılacak yatırımlara ilişkin olarak borsa kanalıyla yatırım yapma sınırı getirmektedir. Hükme göre, GYO'nun (yatırım fonları katılma belgeleri hariç) mutlaka teşkilatlanmış piyasalarda işlem gören sermaye piyasası araçlarına yatırım yapması zorunludur. Ülkemizde teşkilatlanmış tek sermaye piyasası İMKB olduğundan, GYO'nun Türkiye'de yapacağı sermaye piyasası yatırımlarını, mutlaka İMKB'de işlem gören, yani İMKB'ye kote ya da kayıtlı sermaye piyasası araçlarına yapması gerekecektir. Ayrıca bu araçların devir işlemlerinin de mutlaka İMKB kanalıyla yapılması zorunlu tutulmuştur. GYO'nun genel olarak sermaye piyasası işlemlerini yapabilmesine, GYO Tebliği md. 25/f.I/b(a)'da izin verilmektedir. Bu genel düzenlemeden sonra, GYO Tebliği md. 26/f.I/b(e), bir tür sermaye piyasası işlemi olan menkul kıymetlerin açığa satımı işlemini yasaklamaktadır. Seri:VI, No:21 sayılı Tebliğ ile 2008 yılında yapılan değişiklikten evvel, GYO açığa satış işleminde menkul kıymeti ödünç alan olamayacağı gibi, ödünç veren de olamayacağı şekilde mutlak olarak yasaklanmış idi. Tebliğ md. 26/f.I/b(e)'de yapılan değişiklik ile GYO'nun menkul kıymetlerin açığa satış işlemlerinde yalnızca ödünç alan olması engellenmiş olup, ödünç veren olmasına bir engel getirilmemiştir. Aynı Tebliğ değişikliği ile md. 25/f.I/b(a)'ya getirilen ekleme ile GYO'nun menkul kıymet ödünç vermesi halinde, tabi olduğu sınırlar belirtilmiştir. Tebliğ md. 25/f.I/b(a) uyarınca, ödünç verme işlemi, SPK'nın düzenlemeleri çerçevesinde gerçekleştirilecektir. GYO'nun portföyünde bulunan menkul kıymetlerden, en fazla %25'ini ödünç verme yetkisi vardır. Bent uyarınca, ödünç işleminin azami 90 gün süre ile yapılmasına ve tamamı karşılığında nakit ya da

devlet iç borçlanma senedinden oluşacak bir teminatın bloke edilmesi şartı ile verilmesine izin verilmektedir. Teminatın, ödünç verilen menkul kıymetlerin piyasa değerinin %80'inin altına düşmesi halinde ise, ek teminat istenebilecek ve ödünç verme sözleşmesine mutlaka GYO lehine fesih hükmü konulacaktır.

### ***Türev Piyasası Araçlarına Yatırım***

GYO Tebliği md. 25/f.I/b(k) uyarınca GYO'lar "swap ve forward işlemleri yapabilirler, opsiyon yazabilirler, mala dayalı olanlar hariç vadeli işlem sözleşmeleri alabilirler." Tebliğ koyucu, GYO'nun yatırım faaliyetleri arasında türev araçlara yapılacak yatırımların da olabileceğini k bendinde hükme bağlamıştır. Ne var ki, bu düzenlemeyi sermaye piyasası araçlarına yapılacak yatırımlarda (a bendi) olduğu gibi genel bir düzenleme ile değil sayma yöntemi ile yapmıştır. Tebliğ koyucunun a ve k bentlerinde farklı yöntemler benimsemesi, tüm türev araçlara yatırıma Tebliğ'ce izin verilmediği, GYO'nun türev araçlardan yalnızca k bendinde sayılanlara yatırım yapabileceği şekilde anlaşılmalıdır.

Tebliğ'de türev araçlara yapılacak yatırıma yalnızca sınırlı sayıda sayma yöntemi ile değil, aynı zamanda iktisap gayesi anlamında da bir sınırlama getirilmektedir. GYO Tebliği'nin yatırım faaliyetlerine ilişkin 25. maddesinin k bendinde sayılan türev araçlara yatırım yapılması, yine aynı bent ile ve GYO Tebliği md. 26/f.I/b(f) ile "risklere karşı korunmak amacıyla" sınırlandırılmıştır. Türev piyasalardaki işlemler çeşitli amaçlarla yapılabilmektedir; bunlar, riskten korunma, spekülasyon ya da arbitraj amaçları olabilir (Vadeli İşlem ve Opsiyon Sözleşmeleri: 4). GYO Tebliği md. 25/f.I/b(k) ile GYO'nun, spekülasyon ve arbitraj amacı ile türev piyasası araçlarına yatırım yaparak kar elde etmesi yasaklanmaktadır. O halde, GYO'nun türev piyasalara yatırım yapması ancak portföy işletmeciliği ilkelerinden portföyün çeşitlendirilmesi, riskin dağıtılması ilkesi çerçevesinde düşünülebilir, salt portföy karını artırmak amacıyla türev araçlara yatırım yapılmasına izin verilmemektedir (Ünal, 2005: 540). Türev araçlara yapılan yatırımın mutlaka riskin dağıtılması ilkesi çerçevesinde yapılacak olması GYO Tebliğinin yalnızca 25. maddesinde değil, yatırımlara ilişkin yasakların düzenlendiği 26. maddesinin f beninde de ayrıca hükme bağlanmıştır.

Yukarıda saydığımız sınırlamalar göz önünde bulundurularak, türev araçlara yatırım yapacak GYO'nun korunma (hedging - riskin dağıtılması) amacıyla swap ve forward işlemleri yapmasına, opsiyon yazmasına, mala dayalı olanlar hariç vadeli işlem sözleşmeleri almasına olanak tanınmıştır. Türkiye'de Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası mevzuatı uyarınca opsiyon sözleşmesi yazmak mümkün ise de bugün ülkemizde opsiyon sözleşmeleri işlem görmemektedir. Gerek 25. maddenin k beninde gerekse 26. maddenin f beninde bahsi geçen "risklere karşı korunma" döviz kurunda, faiz oranlarında ya da borsa endeksindeki değişim risklerine karşı olan korunmadır.

Faaliyet alanı gayrimenkul sektöründen ibaret olan GYO'nun, türev piyasalardaki yatırımları yalnızca korunma amacına yönelik olduğundan, emtiaya dayalı vadeli işlem sözleşmelerine (VİS) yatırım yapılmasına olanak tanınmamıştır. Bu husus GYO Tebliği md. 25/f.I/b(k)'da belirtilmekte ve yatırım yasaklarına ilişkin md. 26/f.I/b(d)'de tekrar edilmektedir. Kanımca, Tebliğ ile getirilen bu sınırlama yerinde olmuştur. GYO'nun pamuk, buğday ya da altın gibi emtiaya dayalı VİS'lerine yatırım yapması, başka bir deyişle bu emtianın fiyatlarında oluşabilecek değişim riskine karşı kendisini koruması anlamlı değildir, zira GYO bu alanlarda değil, münhasıran gayrimenkul alanında yatırım yapmaktadır. Dolayısıyla bu alanlarda doğan bir riski de söz konusu değildir. Bugün Türkiye'de işlem görmemekle birlikte mala dayalı VİS'lerden, örneğin demire dayalı VİS, demir fiyatındaki dalgalanmalara karşı, gayrimenkul sektöründe faaliyet gösteren GYO'ların bir takım risklerine karşı koruma sağlayabilir. Yine de esas itibarıyla, GYO'nun gayrimenkul sektöründe yapacağı yatırımlar ile kısmen sermaye piyasasında yaptığı yatırımları etkileyebilecek nitelikteki riskler döviz, faiz ya da borsa endeksinde meydana gelebilecek dalgalanmalardan kaynaklanan riskler olabilir, ki bu risklere karşı GYO'nun kendini, VİS'ler vasıtasıyla korumasına olanak tanınmıştır.

GYO Tebliği md. 25/f.I/b(k)'daki düzenlemeye ilişkin bir eleştiri forward işlemi ile vadeli işlem sözleşmelerinin yatırım yapılabilecek değişik türev araçlarımı gibi yazılmış olmasına getirilebilir. Forward işlemlerinin (ya da teşkilatlanmış piyasalarda işlem gören tür forward işlemlerine verilen isim olan futures işlemlerinin)

mahiyeti itibariyle vadeli işlemler sözleşmelerinden bir farkı yoktur, bunlardan ilki (futures) aynı türev aracın İngilizcesi olup, diğeri Türkçesidir<sup>554</sup>.

Bugün ülkemizde faaliyet gösteren Vadeli İşlemler ve Opsiyon borsası ise, bu terimler arasında Türkçesini tercih etmiş ve kullanmaktadır. Bu sebeple, Tebliğ’de de söz konusu türev aracın yalnızca Türkçe isminin (“vadeli işlem sözleşmesi”) kullanılmasında fayda vardır. Vadeli işlemler hukukumuzda Seri:V, No:65 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Kredili Alım, Açığa Satış ve Ödünç Alma ve Verme İşlemleri Hakkında Tebliğ’de düzenlenmektedir.

### **2.3.1.2.2 Nakit Benzeri Kısa Vadeli Yatırımlar**

GYO’nun gayrimenkul portföyünü uzun vadeli yönetim esaslarına göre işletmesi gerektiğini açıklamıştık. GYO’nun yatırım faaliyetlerini uzun vadeli yönetim esaslarına göre gerçekleştirmesi gerektiği Tebliğ ile hüküm altına alınmışsa da, bu faaliyetlerin gerçekleştirilmesinde nakde ihtiyaç duyulacağı da aşikârdır. GYO özellikle düzenli vergisel ödemelerini, çalışanlarının primlerini, yatırım yapmak istediği alanda ihtiyacı olan ani nakit ihtiyacını karşılamak için likit kaynaklara ihtiyaç duyacaktır. GYO’nun ihtiyaç duyduğu nakdi, uzun vadeli yatırımlarını nakde çevirerek karşılaması portföyüne zarar verebileceğinden, portföyünün bir kısmının likit tutulmasında fayda vardır. Bu çerçevede GYO Tebliği’nin yatırım faaliyetlerine ilişkin 25. maddesinin a bendinde GYO’nun “*Türk Lirası veya yabancı para cinsinden vadesiz veya vadeli mevduat hesabı*” açtırabileceği hükme bağlanmaktadır. GYO portföyünün en likit kalemi mevduat hesaplarıdır.

Portföyün likit kısmı olarak adlandırdığımız yatırımlardan, vadeli ve vadesiz mevduat hesaplarını, diğer yatırımlardan ayırmak gerekmektedir, zira portföyün bu kısmı esasen nakit paranın bir üçüncü kişi (banka ya da mevduat toplamaya yetkili başka bir kurum) elinde muhafaza edilmesinden başka bir şey değildir (Belen, 2002: 245). GYO portföyünün vadeli ya da vadesiz mevduat hesabında muhafaza edilen kısmı, portföy değerinin %10’undan fazla olması Tebliğ md. 27/f.I/b(b) ile yasaklanmıştır. GYO gibi büyük montanlı harcamaları olabilen bir ortaklığın ihtiyaç duyacağı türden nakdin yalnızca mevduat hesaplarında değerlendirilmesi profesyonel portföy işletmeciliği ilkesi karşısında olağan görülmemelidir. Bu sebeple Tebliğ’de

GYO'nun nakdini değerlendirmesini sağlayacak kısa vadeli yatırımlar öngörölmüştür. Bunlar, ters repo işlemleri olabileceği gibi, sermaye piyasalarından farklı olarak kısa vadeli fonların değerlendirildiği, borsa para piyasası satım işlemleri de olabilir.

### ***Ters Repo İşlemi***

GYO bir ters repo işlemi yaptığında, sözleşmesinin karşı tarafı (olan örneğin banka) da repo işlemi yapmaktadır. Repo ve Ters Repo işlemleri SPK'nın Seri:V, No:7 sayılı Menkul Kıymetlerin Geri Alma ve Satma Taahhüdü ile Alım Satımı Hakkında Tebliğ'inde düzenlenmiştir. Repo işlemi İngilizce "*repurchase agreement*" ifadesinin, Türkçesiyle geri alım anlaşması ifadesinin, kısaltmasıdır. Bu anlaşmaya göre repo yapan kimse, bir miktar menkul kıymeti belirli bir fiyattan, ters repo yapan GYO'ya satmakta; belirledikleri bir vadede de, ters repo yapan GYO aynı miktar menkul kıymeti daha yüksek bir fiyattan repo yapan kimseye geri satmayı taahhüt etmektedir. İkinci satış fiyatı ile ilk satış fiyatı arasındaki fark, GYO'nun nakdini değerlendirme fırsatı sağlayan kimsenin finansman bedelini oluşturmaktadır. Bu yöntemle GYO elindeki serbest nakdi kısa vadeli olarak değerlendirme imkânı bulmaktadır.

### ***Borsa Para Piyasası Satım İşlemi***

GYO'nun portföy işletmeciliği faaliyetleri esnasında nakit fazlası doğabilir. Bu nakit fazlasını doğru bir uzun vadeli yatırıma yatırmadan evvel GYO'nun nakdini para piyasasında değerlendirmesi ve böylece faiz kazancı sağlaması mümkündür. GYO Tebliği md. 25/f.I/b(a)'da GYO'nun borsa para piyasası işlemleri yapmasına izin verilmektedir. Böylece GYO'nun, nakdini kısa vadeli yatırımlar ile değerlendirmesine olanak sağlanmaktadır.

Borsa para piyasası Takasbank bünyesinde işlemektedir. Borsa para piyasası işlemleri Takasbank'ın 1996 yılında yayımlamış olduğu Borsa Para Piyasası Uygulama Esasları'nda düzenlenmektedir (Alp, 2000: 167). Bu uygulama esaslarına göre borsa para piyasası işlemlerinin vadesi gecelik olup, nakit fazlası olan kişiler ile nakit ihtiyacı olan kişilerin bu taleplerinin karşılaşması amaçlanmaktadır. Özetle, para piyasası işlemleri kısa vadeli nakit ihtiyaçlarını karşılamaya yönelik bir müessesedir.

GYO'nun, faaliyetleri esnasında nakit fazlası meydana gelirse, bu müessese aracılığıyla, dilediği kadar nakdi, belirleyeceği faiz oranı ve bölünebilirlik koşullarıyla, nakit ihtiyacı olan kimselere aktarması ve bunun karşılığında da kazanç elde etmesi mümkündür. GYO Tebliği md. 25/f.I/b(a)'da, GYO'nun bir ayırım yapılmaksızın para piyasası işlemleri yapmasına izin verilmektedir. Para piyasası işlemleri yukarıda açıkladığımız üzere GYO'nun elinde bulundurduğu fazla nakdin piyasaya sunulması ("satım") şeklinde olabileceği gibi, nakit ihtiyacının karşılanması ("alım") şeklinde de olabilmektedir. Ne var ki, GYO'nun, borsa para piyasasında alım işlemi yaptığı halde, 25. madde başlığında gösterildiği gibi bir "yatırım faaliyeti" değil bir finansman sağlama (borçlanma) faaliyeti yapılmış olacaktır.

### **2.3.2. Sermaye ve Para Piyasası Kuruluşları Aracılığıyla Finansman**

GYO'nun yukarıda ayrıntısı ile açıkladığımız çeşitli yatırım faaliyetlerinin tamamını öz kaynakları ile gerçekleştirmesi karlı olmadığı gibi, çoğunlukla olanaklı da değildir. Türkiye'de GYO'lar ise çoğunlukla portföy işletmeciliğinden elde ettikleri geliri, yatırımcılarına (örneğin temettü olarak) dağıtmaktan ziyade, öz sermayeleri ile gayrimenkul yatırımı finanse etmek için kullanmaktadır (Gemici, 2006: 37). Gerçek bir kolektif yatırım ortaklığının ise yatırımcısını elde ettiği gelirden faydalandırması ve yatırımlarını öz kaynaklarından ziyade, aşağıda açıklayacağımız çeşitli dış finansman yolları ile finanse etmesi gerekmektedir. GYO finansman sağlamak konusunda çeşitli alternatiflere sahiptir, bu alternatifler banka kredisi almak ya da bono veya tahvil ihraç etmekten, menkul kıymetleştirmeye başvurmaya kadar çok geniş bir yelpazeye yayılmaktadır. Bu finansman alternatifleri, GYO'nun faaliyetlerini devam ettirmesinde büyük önemi haiz olmakla birlikte, her zaman GYO'ya özgü nitelikler taşımayabilir. Örneğin, bir GYO'nun bankadan ticari kredi ya da teminat mektubu almasının, bir sanayi ya da turizm şirketinin kredi ya da teminat mektubu almasından hukuken bir farkı yoktur. Aynı şekilde, GYO'nun, tahvil ihraç etmesinin, başkaca bir ortaklığın tahvil ihraç etmesinden bir farkı görülmez (Karakaş, 2000: 68). Çalışmamın sınırlarını aşip, ortaklıkların çeşitli finansman yöntemleri üzerinde fazlaca ayrıntıya girmekten kaçınmak amacıyla, çalışmamın bu bölümünü, yalnızca GYO uygulaması açısından önem arz eden finansman yöntemleri ile Tebliğ'de özellikle zikredilmiş

finansman yöntemlerine hasredeceğim. Böylece, yalnızca GYO'ya özgü nitelik arz eden finansman olanaklarına değinmiş olacağım.

Finansman sağlamaya yönelik faaliyetler, GYO'nun portföy işletmeciliği faaliyetleri esnasında, nakit ihtiyacını karşılamak amacıyla yapılır. GYO'nun portföy işletmeciliği çerçevesinde çok çeşitli faaliyetleri vardır. Örneğin, bir gayrimenkul projesi gerçekleştirmek amacıyla uzun vadeli nakit ihtiyacı doğacakken, vadeli mevduat hesaplarının vadesinin bozulmasının istenmediği bir durumda, icra dairesince satışa çıkartılan bir gayrimenkulün alınması için kısa vadeli nakde de ihtiyaç duyulabilir. Nitekim, GYO Tebliği md. 35'te de kısa süreli fon ihtiyaçları ile GYO'nun portföyü ile ilgili maliyetleri karşılamaya yönelik ihtiyaçları ayrı ayrı zikredilmiştir.

Yalnızca GYO değil her tacir, finansman olanakları arasında kendisine en fazla finansman sağlarken, en az maliyet getirecek yöntemi tercih etmeyi amaçlar. Gayrimenkul yatırımları açısından bakıldığında da, büyük maliyetli yatırımlar için, yüksek gelir sağlayan bir finansman yöntemi olan, sermaye piyasası araçları vasıtalarıyla finansman elde etme yöntemi tercih edilirken, küçük ve orta çaplı gayrimenkul yatırımlarında ise kredi kuruluşları vasıtasıyla finansman elde etmek yöntemi tercih edilmektedir. Bunun sebebi, ikinci yöntemde teşkilatlanmış bir borsaya, menkul kıymetlerin kote ettirilmesi gibi yüksek maliyet gerektiren masraflar yapmak gerekmemesidir (Nomer, 2003: 94).

Kredi kuruluşları aracılığıyla GYO'nun elde edebileceği finansman miktarı, GYO Tebliği ile sınırlandırılmıştır. Bu sınır Tebliğ md. 35/f.I/c.I uyarınca belirlenmektedir. Fıkra hükmü uyarınca, GYO kısa süreli fon ihtiyaçlarını veya portföyü ile ilgili maliyetleri karşılamak amacıyla, hesap dönemi sonunda hazırlayıp kamuya açıkladığı son üç aylık portföy tablosunda yer alan net aktif değerlerinin üç katı kadar kredi kullanabilir. Söz konusu fıkranın ikinci cümlesi uyarınca, bu sınırın hesaplanmasında, GYO'nun finansal kiralama şirketlerinden doğan borçları ve gayrinakdi krediler de hesaba katılır. GYO'nun geleneksel finansman yöntemlerine de başvurabileceğine böylece değindikten sonra aşağıda, öncelikle sermaye piyasası araçları ile elde edilebilecek uzun dönemli finansman imkânlarına, ardından para piyasası araçları ile elde edilebilecek kısa vadeli finansman imkânlarına değinilecektir.



### 2.3.2.1 Sermaye Piyasası Araçları ile Uzun Dönemli Finansman

GYO'nun sermaye piyasası araçları vasıtası ile elde edebileceği finansman dendiğinde ilk akla gelebilecek yöntemler, sermaye artırımına gidilmesi ya da tahvil ihraç etmesi olabilir (Belen, 2002: 98-99). Ne var ki, bu başlık altında, hisse senedi (özellikle finansman elde etmek amacıyla yapılan oydan yoksun hisse senedi) ihracı ya da tahvil ihracının birer finansman yöntemi olabileceği, yalnızca hatırlatılmakla yetinilecektir. Gerek GYO'nun kuruluşu bahsinde, hisse senedi ihracı meselesinin ayrıntısı ile incelenmiş olması sebebiyle, gerekse bu yöntemler ile finansman elde edilmesinin GYO açısından hususi bir özellik taşıması sebebiyle, aşağıda bu konular ele alınmayacaktır. Benzer şekilde, GYO'ya özgü bir nitelik arz etmediği için burada ayrıca üzerinde durulmamakla birlikte, GYO'nun yararlanabileceği tür sermaye piyasası finansman araçlarına örnek olarak, tahviller, finansman bonoları, katılma intifa senetleri, kar ve zarar ortaklığı belgeleri, ipotekli borç ve irat senetleri ve taşınmaz karşılık gösterilerek senet çıkartılması gösterilebilir (Güngör, 1999: 53).

GYO'nun finansman elde edebileceği sermaye piyasası araçlarının ayrıntılı incelemesine geçmeden evvel bir hususu açıklamakta fayda görmekteyim. 1980'li yıllar ile 1990'ların başında uygulaması olan, özel sektör borçlanma senetleri (özellikle finansman bonoları ve tahviller) aracılığı ile finansman sağlama yönteminin, bugün uygulamasını neredeyse tamamen yitirmiş olduğunu söylemek mümkündür. Bunun sebepleri olarak yüksek enflasyon, reel faiz ve devletin iç borçlanma ihtiyacının özel sektör borçlanması üzerinde oluşturduğu "crowding-out" etkisi gösterilmektedir (Ar, 2004: 115). Bugün bu etkilerden ilk ikisinin büyük ölçüde kalktığı gözlemlenmektedir. Bu sebeple, GYO'lar dahil olmak üzere, sermaye piyasalarında faaliyet gösteren ortaklıkların, finansman sağlamada sermaye piyasasının sunduğu imkânları değerlendirme olasılığının eskisine göre daha yüksek olduğunu düşünmekteyim.

Finansman ihtiyacını karşılamak için ihraç edilecek sermaye piyasası araçlarından, borçlanma senedi niteliğinde olanların ihracı için SPK bir limit öngörmüştür. Tahvil, hisse senedine dönüştürülebilir tahvil, finansman bonusu gibi, borçlanma senedi niteliğinde olan araçlar, SerPK md. 13/f.I uyarınca gösterilen

miktarda çıkartılabilir. Borçlanma senedi ihraç edecek olan sermaye piyasası kurumunun bir GYO olduğu durumda ise, GYO Tebliği'nde bu hükme göre *lex specialis* niteliğinde bir sınırlama daha getirilmiştir. GYO Tebliği md. 35/f.II uyarınca, borçlanma senedi ihraç etmek isteyen GYO'nun, şayet kredi kullanmış ise, bu limitlerden ayrıca, söz konusu kredi miktarlarının da indirilmesi gerekecektir.

Aşağıda ayrıntısıyla inceleyeceğimiz, sermaye piyasası finansman araçlarından gayrimenkul sertifikaları ve varlığa dayalı menkul kıymetler ise borçlanma senedi niteliğinde olmadığından, SerPK md. 13/f.I'de gösterilen ve kullanılan nakdi ve gayri nakdi krediler oranında indirim uğrayan limitlerle sınırlı olmayacaktır (Ünal, 2005: 1). Üstelik gayrimenkul sertifikası ve VDMK'lar, GYO'nun faaliyet sahası göz önünde bulundurulduğunda özellik arz etmektedir. Bu durum, söz konusu araçların, GYO Tebliği'nde (hisse senetleri dışında) bahsi geçen yegâne sermaye piyasası araçları olmasından da anlaşılabilir.

Tebliğ md. 36/f.III'te *“satış ve satış vaadi sözleşmeleri ile satışından kaynaklanan senetli alacaklarına dayalı olarak Kurul düzenlemeleri çerçevesinde varlığa dayalı menkul kıymet”* ihraç edilebileceğine ilişkin açık hüküm yer alırken, gayrimenkul sertifikalarına ilişkin hüküm, VDMK'lara ilişkin olan kadar açık olmamakla birlikte, Tebliğ md. 16'da yer almaktadır. Tebliğ md. 16, GYO'nun *“yönetim kurulu üyelerinin seçiminde aday göstermek imtiyazı tanıyan hisse senedi dışında imtiyaz veren herhangi bir menkul kıymet ve gayrimenkul sertifikası ihraç”* edilemeyeceğini düzenlemektedir. Bu hükmün mevhumu muhalifinden anlaşılacağı üzere, GYO'nun böyle bir imtiyaz tanımayan gayrimenkul sertifikası ihraç edebileceğini de hükme bağlanmış olmaktadır. O halde, tebliğ koyucunun, diğer sermaye piyasası araçlarını göz ardı etmesine rağmen, hükme bağlamadan geçmediği gayrimenkul sertifikaları ile varlığa dayalı menkul kıymetlerin ihracı meselesini daha yakından incelemek gerekmektedir.

### **2.3.2.1.1 Gayrimenkul Sertifikası İhracı**

GYO, yukarıda açıklandığı üzere, üçüncü kişilerce ihraç edilmiş gayrimenkul sertifikalarını yatırım aracı olarak kullanabileceği gibi, sertifikaları bizzat ihraç etmek yöntemi ile bu menkul kıymet çeşidini, bir finansman aracı olarak da kullanabilecektir.

Esas itibariyle, gayrimenkul projesi geliştirmek amacıyla kurulan GYO, özellikle büyük projeleri gerçekleştirmek amacıyla, yüksek miktarlarda finansmana ihtiyaç duyacaktır. İhtiyaç duyulan bu finansman, Seri:III, No:19 sayılı SPK Tebliği uyarınca gayrimenkul sertifikaları ihraç edilmek suretiyle elde edilebilir.

Sistemi özetleyecek olursak, bir gayrimenkul projesi geliştiren GYO, ya bu projenin gerçekleştirilmesi için yeterli öz kaynağı olmadığı için ya da projenin maliyetinin öz kaynaklarla karşılanmasının iktisadi açıdan doğru olmadığı düşünüldüğü için, bu projenin gerçekleştirilmesinde maliyetin gayrimenkul sertifikası ihracı yoluyla sağlanmasına karar verebilir. Bu karar çerçevesinde GYO, gayrimenkul sertifikası niteliğinde menkul kıymetler ihraç etmek suretiyle, sermaye toplamayı amaçlamakta, toplanan bu sermaye karşılığında sertifika sahiplerine, asli edim olarak, sertifikada gösterilen tarihte, projenin gerçekleştirilmesi ile kurulan bağımsız bölüm mülkiyetlerini devretmeyi, bir bağımsız bölümü talep etme yetkisi tanıyacak sayıda sertifikası olmayan kimselere ise tali edim olarak, yine sertifikada gösterilen miktarda para ödenmesini taahhüt etmektedir (Oğuzman, 1995: 305).

Yukarıda özetlediğimiz şartlarda gayrimenkul sertifikası ihraç etme yönünde kararın, YK tarafından alınmasını müteakip, GYO'nun garantör bir banka ile sözleşme imzalaması gerekecektir. Bu sözleşme uyarınca garantör banka, GYO'nun sertifikadan kaynaklanan edimlerini ve sertifikada gösterilen cezai şartları garanti edecektir. Garantör banka ile de anlaşan GYO, bu aşamadan sonra, sertifikaların kurul kaydına alınması, halka arz için izahname ve sirkülerlerin hazırlanması, sertifikaların satılması ve borsaya kote edilmelerini sağlayacaktır. Sertifikalar bir kere borsaya kote olduktan sonra, borsada bunların tedavülü sağlanmış olacaktır. Sertifikada gösterilen tarihte, proje gerçekleştirilen gayrimenkul üzerinde kurulmuş olan bağımsız bölümlerin, yeterli sayıda sertifikası bulunan kimselere devri aşaması başlayacaktır. Yeterli sayıda sertifikası olmayan kimseler ise tali edimin ifasını talep edebileceklerdir. Asli ve tali edimlerin de yerine getirilmesi ile proje tamamlanmış olup, sertifikalar itfa edilecektir.

Gayrimenkul sertifikası ihracı yoluyla finansmanı sağlanan gayrimenkul projeleri, yalnızca büyük miktarda mali kaynak sağlamakla kalmayıp, aynı zamanda projenin planlanan sürede tamamlanmasını da kolaylaştıran bir sistem öngörmektedir.

Şöyle ki, projenin gecikmesi ya da tamamlanamayacağına anlaşılması hallerinde, GYO, sertifika sahiplerine, sertifikada gösterilen oranda bir cezai şart ödemeyi taahhüt etmektedir. Bu cezai şart, aynı zamanda garantör banka tarafından da garanti altına alınmış olacaktır. Cezai şart taahhüdü sebebiyle, GYO'nun projenin zamanında tamamlanmasında büyük menfaati vardır. Esasen GYO'nun, finansmanı ne şekilde yapılırsa yapılsın, her gayrimenkul projesinde, projenin planlanan sürede tamamlanmasında menfaati vardır, zira böylece GYO'nun kârı öngörülene en uygun düzeyde sağlanmış olup, hisse senedi değerlerinde projedeki gecikmeye bağlı bir düşüş yaşanmaz. Yine de, projeden öngörülen karın sağlanamaması, gayrimenkul sertifikası ihracında olduğu gibi, gecikme sebebiyle yüksek oranda cezai şart ödemek zorunda kalmak kadar ciddi bir risk taşımamaktadır. Bu sebeple, gayrimenkul sertifikası yoluyla finansmanı sağlanan projelerin öngörülen sürede tamamlanması, ihraççı GYO için ayrıca önemi haizdir. Gayrimenkul sertifikası ihracı yoluyla gayrimenkul projesi gerçekleştirilmesi hususu, yukarıda genel olarak özetlenmiş bulunuyor. Aşağıda, GYO gayrimenkul sertifikası ihraççısı olması hallerine özgü hususlara değinilecektir. GYO Tebliği'nin konu ile ilgili 16. maddesinde "*imtiyaz veren ... gayrimenkul sertifikası ihraç*" edilemez şeklinde bir ifade yer almaktadır. Hukukumuzda imtiyaz, paya tanınan bir ayrıcalık şeklinde tanımlanmaktadır (Poroy, Çamoğlu ve Tekinalp, 2007: 786). Gayrimenkul sertifikası ise pay (ortaklık) hakkı dahi tanımadığından, pay hakkı tanımayan bir senet ile payda imtiyaz tanınması beklenemez. Kaldı ki, gayrimenkul sertifikalarının ihracını düzenleyen Seri:III, No:19 sayılı Tebliğ'de de ihraç edilen gayrimenkul sertifikaları aracılığıyla bir takım paylara imtiyaz tanınabileceği husus düzenlenmemiştir. Bu sebeple GYO 20 Tebliği md. 16'da bahsi geçen "*imtiyaz veren herhangi bir menkul kıymet ifadesinden*" anlaşılması gereken hisse senetleri, oydan yoksun hisse senetleri ya da hisse senedi ile değiştirilebilir tahviller gibi pay hakkı tanıyan menkul kıymetler olarak anlaşılması ve maddeden gayrimenkul sertifikaları ifadesinin derhal çıkartılması gerekmektedir.

Bir GYO'nun, gayrimenkul sertifikası ihracı yöntemi ile finansman elde edebilmesi için Seri:III, No:19 sayılı Tebliğ md. 4 uyarınca, ihraççı ortaklığın "*gayrimenkul sertifikasına konu olacak projeye eşdeğer büyüklükteki en az bir projeyi, sözleşmesi ve teknik şartnamelerine uygun olarak Kurula başvuru tarihinden önceki 5*

*yıl içerisinde tamamlamış olması” gerektiği gibi “üstlendiği gayrimenkul projesini gerçekleştirebilecek mesleki ve teknik donanıma sahip olduğunu belgelendirmesi” de gerekmektedir. Seri:III, No:19 sayılı Tebliğ 4. madde ile sevk edilen bu şartlar vasıtasıyla, gayrimenkul sertifikası alan kimsenin, projenin tamamlanıp, asli edime olan menfaatinin tatmin edilmesi yönündeki haklı beklentisinin boşa çıkmaması sağlanmaya çalışılmıştır. Bu şartlardan ilki (benzer nitelikte bir projenin tamamlanmış olması şartı) esnek şekilde yorum yapılmasına imkân verebilecek nitelikte olsa da, ikincisi olan üstlenilen gayrimenkul projesini gerçekleştirebilecek mesleki ve teknik donanıma sahip olmak ifadesi, ilk bakışta söz konusu projenin, gayrimenkul sertifikasını ihraç eden kişi tarafından bizzat yapılması gerektiği şartı getirildiğini düşündürtebilecek niteliktedir. Oysa, GYO Tebliği uyarınca, GYO’nun inşaat işlerini bizzat üstlenemeyeceğini biliyoruz. Bu bilgi, GYO’nun gayrimenkul sertifikası ihraç edebileceğine yönelik ipucunu edindiğimiz GYO Tebliği md. 16/f.I ile birlikte değerlendirildiğinde, gayrimenkul sertifikası ihraççısı GYO’da, mutlaka projeyi gerçekleştirebilecek teknik donanıma sahip olma şartı değil de, bu teknik donanıma sahip kimseler ile hukuki bir ilişkiye girmiş olma şartı aranmalıdır. Özetle, GYO’nun gayrimenkul sertifikası ihraççısı olduğu durumlarda, Seri:III, No:19 sayılı Tebliğ md.4/f.I’de yer alan şartların yerine getirilip getirilmediğinin değerlendirilmesinde, söz konusu şartların maddede gösterildiği gibi bizzat ihraççı GYO tarafından değil de, GYO ile inşaatı yapmak konusunda hukuki ilişkiye girmiş kimseler tarafından yerine getirilip getirilmediğinin değerlendirilmesi gerekmektedir, aksi takdirde GYO’nun gayrimenkul sertifikası ihraç etmesi imkânsız olacaktır.*

### **2.3.2.1.2 Varlığa Dayalı Menkul Kıymet İhracı ve Varlık Teminatlı Menkul Kıymet İhracı**

GYO Tebliği md. 35/f.III’te, GYO’nun varlığa dayalı menkul kıymet ihracı yapabileceği açıkça hükme bağlanmaktadır. Bu yolla, GYO malvarlığında bulunan ve likiditesi düşük olan bir kısım aktifin, likiditesi yüksek menkul kıymetlere dönüştürülmesi amaçlanmaktadır (Alp, 2000: 135). GYO Tebliği md. 35/f.III hükmü ile uyumlu olmak üzere, Seri:III, No:14 sayılı VDMK Tebliği md.14 uyarınca GYO’lar, VDMK çıkartabilecek kuruluşlar arasında sayılmakta idi. Ne var ki, bu Tebliğ Seri:III, No:35 sayılı Tebliğ ile yürürlükten kaldırılmıştır. Yürürlüğe girdiği,

27.08.2008 tarihinden itibaren, VDMK'ların ihracına ilişkin hükümleri düzenleyen, Seri:III, No:35 sayılı Tebliğ'de ise GYO'lar, VDMK ihraç edebilecek kurumlar arasında yer almamaktadır. Bu bağlamda GYO'nun, Tebliğ md. 35/f.III'te gösterilen alacaklarından oluşturacağı bir alacak havuzuna dayalı olarak menkul kıymet çıkartabilmesi, yeni VDMK Tebliği düzenlemeleri uyarınca, ancak bu alacakların bir özel amaçlı kuruluşa temlik edilmesi ile mümkün olabilecektir.

Bugün yürürlükte olan Seri:III, No:35 sayılı Tebliğ'in ilga ettiği, Seri:III, No:14 sayılı eski VDMK Tebliği uyarınca, VDMK ihracı iki şekilde yapılabilmekte idi. Bu yöntemler, doğrudan ihraç ile, alacakların genel finans ortaklığına temlik edildiği dolaylı ihraç idi. Seri:III, No:35 sayılı Tebliğde ise, mülga Tebliğde gösterildiği gibi bir dolaylı (alacağın temlik yoluyla) ihraç yöntemi gösterilmemiştir. Yine de, böyle bir yöntem ile yapılabilecek bir ihraç yasaklanmış değildir. VDMK'lara ilişkin yeni Tebliğde, temlik yolu ile ihraca bir yasaklama getirilmiş olmadığı bilgisi, GYO'nun kendi Tebliği'nde VDMK ihraç edebilir gösterilmekte iken, VDMK'ya ilişkin yeni Tebliğ'de ihraççı olabilecek kurumlar arasında gösterilmemiş olması durumu ile birlikte değerlendirildiğinde, kanımca geriye temlik yolu ile ihraçtan başka çözüm kalmamaktadır. Özetle Seri:III, No:35 sayılı Tebliğ uyarınca, GYO'nun artık doğrudan VDMK ihraççısı olarak faaliyet göstermesi mümkün değildir. Yeni VDMK Tebliği ile, GYO Tebliği arasında meydana gelen bu uyumsuzluğun, VDMK Tebliği'ne yapılacak bir ekleme ile, ya GYO'ya doğrudan ihraççı olma hakkı tanınması yolu ile, ya da eski VDMK Tebliği'ndeki temlik yöntemi ile ihraç imkânının GYO'lar özelinde düzenlenmesi ile çözümlenebileceğini düşünmekteyim. *De lege feranda* önerdiğim bu ekleme yapılmadan evvel, şayet, GYO, Tebliğ md. 35/f.III'de gösterilen alacaklarını menkul kıymetleştirmek isterse, yorum yolu ile, bu hususta bir ihraççı kuruluşun (Seri:III, No:35 sayılı Tebliğ uyarınca varlık finansmanı fonu kurmaya ehil bir kuruluşun) yardımını alması gerektiği sonucuna varmak gerekmektedir. Seri:III, No:35 sayılı Tebliğ uyarınca GYO'nun VDMK çıkartmak amacıyla yardımını alacağı ihraççı kuruluş, Seri:III, No:35 sayılı Tebliğ md. 5'te gösterilen şartları yerine getiren bir banka ya da aracı kuruluş olabilir.

Varlıkların (alacakların) menkul kıymetleştirilmesi amacıyla çıkartılabilecek iki tip menkul kıymet vardır. Bunlar; ödeme aktarmalı menkul kıymetler ve borçluluk ifade eden menkul kıymetlerdir (Hepşen, 2005: 36-37). Türk uygulamasında bunlar sırasıyla, varlığa dayalı menkul kıymetler ile varlık teminatlı menkul kıymetler olarak gösterilebilir. Varlığa dayalı menkul kıymetler ihraççıyı borçlandırmaz iken, varlık teminatlı menkul kıymetler borçluluk yaratmaktadır. Şöyle ki, varlığa dayalı menkul kıymet ihracında, varlık (alacak) havuzunda bulunan alacaklar temlik edilmekte iken (Adıgüzel, 2008: 35), varlık teminatlı menkul kıymet ihracında (tahvil niteliğinde) borçlandırıcı senetler ihraç edilmekte ancak bu borçların teminatı olarak alacak havuzu gösterilmektedir (Adıgüzel, 2008: 38). Ne var ki; Seri:III, No:35 sayılı Tebliğ md. 16/f.I uyarınca varlığa dayalı menkul kıymetler de borçlanma senedi olarak sınıflandırılmaktadır. Kanımca Seri:III, No:35'te tanımlanan şekli ile VDMK'ların borçlanma senedi olarak gösterilmesi yerinde değildir, zira bu menkul kıymetlerin ihracı vasıtası ile GYO pasifinde yeni bir borç yaratılmamakta, yalnızca mevcut borçlar bir alacaklıdan (GYO) bir başkasına (VDMK ihraççısına), oradan da menkul kıymet sahibi yatırımcıya devredilmektedir. Üstelik bu şekli ile VDMK ihracı, GYO malvarlığında yeni bir borç yaratmadığından, portföy yönetiminde riskin azaltılması ilkesinin gerçekleştirilmesi açısından önemli bir araç olarak kullanılabilir (Hepşen, 2005: 37)

GYO Tebliği md. 35/f.III'te gösterilen şekilde, GYO'nun VDMK ihraç etmesinin, GYO'nun tek başına yapabileceği bir faaliyet olmadığı, GYO'nun bu amaçla bir ihraççı kuruluşa alacaklarını (varlıklarını) temlik etmesi gerektiğinden bahsetmiştik. VDMK ihracına ilişkin Seri:III, No:35 sayılı Tebliğ uyarınca, her alacağa dayanarak menkul kıymet çıkartmak mümkün değildir. Söz konusu Tebliğin 20. maddesinin ilk fıkrası uyarınca, çıkartılacak olan VDMK'nın dayanağını oluşturan varlık havuzunda (varlık finansmanı fonu portföyünde) ancak; *“bankaların ve finansman şirketlerinin, ipotekli konut kredileri haricindeki tüketici kredilerinden, ipotekli kredilerden, motorlu kara taşıtları kredilerinden, proje finansmanı kredilerinden ve kurumsal kredilerinden kaynaklanan alacaklar, ilgili mevzuat uyarınca finansal kiralama yapmaya yetkili kuruluşların yaptıkları finansal kiralama sözleşmelerinden doğan alacaklar, T.C. Başbakanlık Toplu Konut İdaresi*

*Başkanlığının gayrimenkul satışından kaynaklanan alacakları, fon portföyünde yer alan varlıklardan elde edilen nakdin değerlendirilmesi amacıyla yönelik olarak yapılan nakit benzeri kısa vadeli yatırımlar, bu Tebliğin 23 üncü maddesinde tanımlanan yedek hesaplardaki varlıklar, **kurulca uygun görülecek diğer varlıklar**” bulunabilmektedir.*

Maddede açıkça sayılan alacaklar arasında GYO'nun malvarlığında yer alabilecek bir kalem gözükmemektedir. Buna mukabil, GYO Tebliği md. 35/f.III'te açıkça, GYO'nun “*gayrimenkul satımından ya da satım vaadinden kaynaklanan senetli alacaklarına dayalı olarak*” VDMK ihraç edebileceği hükme bağlanmaktadır.

Kanımca, VDMK'lara ilişkin Seri:III, No:35 sayılı Tebliğ md. 20'de açıkça sayılan alacaklar arasında yer almamakla birlikte, maddenin son bendinde yer alan “*kurulca uygun görülecek diğer varlıklar*” kapsamında, GYO'ların gayrimenkul satımından ve satım vaadinden doğan alacakları değerlendirilebilir. Zira GYO Tebliği md. 35/f.III'teki düzenlemesi ile, kurul söz konusu alacakların VDMK'ya dayanak oluşturmasını uygun görmüştür. Bu sebeple GYO Tebliği md. 35/f.III'te gösterilen varlıkların da VDMK'ya dayanak oluşturacak varlıklar arasında değerlendirilmesi gerekmektedir. Başka bir deyişle, Tebliğ koyucunun, VDMK çıkartılmasına ilişkin Tebliği değiştirmekle birlikte, GYO Tebliği'nde yer alan VDMK çıkartılmasına ilişkin hükmü ilga etmemesi ya da değiştirmemesini, bu alacaklara dayanarak VDMK ihraç etmeye devam edilmesinin, Kurulca uygun görüldüğü şeklinde yorumlanması gerekir.

GYO Tebliği md. 35/f.III kapsamında, GYO'nun gayrimenkul satımı ve satım vaadi sözleşmelerinden kaynaklanan alacaklara dayanarak VDMK ihraç edebileceğini tespit ettikten sonra, bu alacaklardan hangilerine dayanarak VDMK çıkartılabileceği hususunu biraz açmak gerekmektedir. Öncelikle GYO Tebliği md. 35/f.III'de yer alan, alacağın mutlaka senede bağlanmış olması şartını değerlendirelim. Tebliğ hükmü, alacağın bağlandığı senedin ne tür bir senet olması gerektiğini düzenlememiştir. Bu bağlamda gayrimenkulün satımından kaynaklanan alacağın, bir kambiyo senedine bağlanması düşünülebileceği gibi, bir adi senede bağlanmış olması da Tebliğ'deki şartı yerine getirmeye yeterli olacaktır. Kanımca, Tebliğde senedin türünün gösterilmeden, alacağın yalnızca bir senede bağlanması şartının konmuş



olması yerinde bir düzenleme olmamıştır. Şöyle ki, gayrimenkul satımı ve satım vaadi sözleşmeleri zaten kanunen yazılı şekil şartına bağlı olarak yapılması zorunlu sözleşmelerdendir. Dolayısıyla, alacağın doğumunu sağlayan borçlandırıcı işlemin zaten bir senet üzerinde cereyan etmesi icap etmektedir.

Hükümde, bu sözleşmelerden kaynaklanan alacağın senede bağlanmış olması şartının getirilmesi, fazladan bir zorunluluk getirmemektedir. Oysa hükümde, alacağın bağlı olduğu senedin türü gösterilmiş olsa idi, durum farklı olabilirdi. Şöyle ki, gayrimenkulün satımından ya da satım vaadinden kaynaklanan alacağın, örneğin bir kambiyo senedine bağlanması zorunluluğu getirilmiş olsa idi, senet şartı daha anlamlı olabilirdi.

VDMK'nın dayanağını oluşturan alacak türüne ilişkin getirilebilecek bir diğer eleştiri de, söz konusu alacağın GYO'nun portföy işletmeciliği faaliyetleri arasından yalnızca gayrimenkul satımına hasredilmiş olmasıdır. Gayrimenkul üzerindeki sınırlı ayni hakların devri sözleşmeleri, hukuk güvenliğinin korunmasını sağlayan araçlar açısından; gerek tapu kütüğüne güven ilkesi, gerek sözleşmenin yazılı olarak yapılması şartları göz önünde bulundurulduğunda, gayrimenkul satımı ile benzer özellikler göstermektedir. Bununla birlikte, sınırlı ayni hakların devrinden kaynaklanan alacaklar, ihraç edilebilecek VDMK'ların dayanağını oluşturan alacaklar arasında sayılmamıştır. Kanımca, GYO'nun portföy işletmeciliğinden kaynaklanan faaliyetleri arasında yer alıp, gayrimenkule dayalı işlemlerinden olan ve gayrimenkul satımı ile büyük benzerlikler gösteren, gayrimenkul üzerindeki sınırlı ayni hakların devrine ilişkin sözleşmelerden kaynaklanan alacakların da VDMK'lara dayanak oluşturabilmesi gerekirdi.

Üstelik sınırlı ayni hak devirlerinin, VDMK ihracı için gayrimenkulün mülkiyetinin devrinden daha elverişli olduğunu söylemek bile mümkündür. Sınırlı ayni haklar (ipotek hariç) bir gayrimenkul üzerinde sürekli bir hak doğurduğundan, çoğunlukla hak sahibinden mülkiyet sahibine, dönemsel ödemeler yapılmasını gerektirmektedir. Benzer şekilde, VDMK'ların da çoğunlukla dönemsel ödeme gerektiren alacaklar dayanak alınarak çıkartılması tercih edilmektedir (Vatansever, 2000: 267). Oysa ülkemizde gayrimenkul mülkiyeti devirlerinde çoğunlukla

devredene karşı üstlenilen edim, bir kerede ifa edilmektedir. Özetle, gayrimenkul mülkiyeti devirlerinden kaynaklanan alacak haklarına nazaran, sınırlı aynı hak devirlerinden kaynaklanan dönemsel alacak haklarının, VDMK ihracına daha uygun olmasına rağmen, bu haklara dayanarak VDMK ihracına Tebliğ’de izin verilmemiş olması yerinde değildir.

Yukarıda açıklandığı üzere, GYO’nun bazı alacaklarına dayalı olarak VDMK ihraç etmesi mümkündür. Bu noktada, GYO’nun bir VDMK çeşidi olan ipoteğe dayalı menkul kıymet ihraç edip edemeyeceği üzerinde de durmak gerekmektedir. Hukukumuzda *mortgage* müessesesinin dâhil edilmesi amacıyla, 2007 yılında muhtelif kanunlarda değişiklikler yapan bir kanun yürürlüğe girmiştir. Bu kanun çerçevesinde, konut finansmanı amacıyla bireylere verilen krediler karşılığında kredi kuruluşları nezdinde doğan alacakların, menkul kıymetleştirilmesi sağlanmak istenmektedir. Menkul kıymetleştirmenin, bu alacaklara dayalı VDMK çıkartılması yöntemi ile yapılması öngörülmüş olup, bu tip alacağa dayalı olarak çıkartılan VDMK’ya İDMK denmiştir. Peki VDMK ihracı yapabildiğini gördüğümüz, GYO’nun bir VDMK çeşidi olan İDMK ihraç etmesi mümkün müdür? İDMK ihracına ilişkin Seri:III, No:34 sayılı Tebliğ uyarınca, İDMK’nın dayandığı alacak havuzu (konut finansmanı fonu portföyü) ipotek ile teminat altına alınmış konut kredilerinden kaynaklanan alacaklardan oluşmaktadır. GYO ise, konut kredisi ya da başka bir kredi vermek konusunda yetkili bir kuruluş olmadığından, GYO nezdinde oluşması mümkün olmayan bir alacak havuzunun GYO tarafından menkul kıymetleştirilmesi de söz konusu olamayacaktır. Özetle, Tebliğ hükümleri uyarınca GYO’nun İDMK ihraç etmesinin mümkün olmadığını söylemek mümkündür.

GYO Tebliği’nde, varlıkların menkul kıymetleştirilmesi hususunda, yalnızca varlığa dayalı menkul kıymet ihracı faaliyetinden bahsedilmiştir. Menkul kıymetleştirme faaliyetlerinin ise iki şekilde, varlığa dayalı menkul kıymet ve varlık teminatlı menkul kıymet ihracı yöntemiyle yapılabileceğini hatırladığımızda, Tebliğ’de yalnızca varlığa dayalı menkul kıymetlerden bahsedilmiş olmasının, GYO’nun varlık teminatlı menkul kıymet çıkartması olanağının önüne geçmek için mi yapıldığı sorusu akla gelebilir.

GYO Tebliği'nin yürürlüğe girdiği 8.11.1998 tarihinde, hukukumuzda menkul kıymetleştirme yalnızca varlığa dayalı menkul kıymet ihracı yolu ile yapılabilmekteydi. Dolayısıyla, Tebliğde sadece VDMK'lardan bahsedilmesi, VDMK ile VTMK ayrımının olmadığı bir dönemde açıkça VTMK'ların, GYO faaliyet sahasından dışlanmış olduğu sonucuna bizi ulaştırmamalıdır. Bu durumu göz önünde bulundurarak, GYO'nun VTMK ihracı yapıp yapamayacağı sorusunu incelemek gerekmektedir. Varlık teminatlı menkul kıymetler SerPK md. 13/B'de düzenlenmiştir. Bu maddeye dayanılarak çıkartılan ilk düzenleme 4.8.2007 tarihli 20 Seri:III, No:33 sayılı Tebliğ uyarınca ipotek teminatlı menkul kıymetlere ilişkin usulleri düzenleyen tebliğdir. İpotek teminatlı menkul kıymet ihracının ise, GYO'lar tarafından yapılmasına imkân yoktur. Zira İTMK ile ilgili hükümlerin yer aldığı Seri:III, No:33 sayılı Tebliğ buna izin vermemektedir. VTMK'lara ilişkin genel nitelikli bir düzenleme ise ancak 12.09.2009 tarihinde Seri:III, No:38 sayılı "Varlık Teminatlı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Tebliği" ile getirilmiştir. VTMK Tebliği'nin 5. maddesinde VTMK'ya konu olabilecek alacaklar arasında, "*gayrimenkul yatırım ortaklıklarının portföylerindeki gayrimenkullerin satış veya satış vaadi sözleşmelerinden kaynaklanan alacaklar*" sayılmıştır. VTMK Tebliği md. 3/f.I/b(b)'de ihraççılar arasında GYO'lar yer almaktadır. Söz konusu düzenlemeler uyarınca, GYO'nun kendi işlemlerinden kaynaklanan alacaklarına dayalı olarak VTMK ihraç edebilen ortaklıklar arasında olduğu konusunda şüphe kalmamıştır.

### **2.3.2.2 Para Piyasası Araçları ile Finansman Sağlama**

#### **2.3.2.2.1 Borsa Para Piyasası Alım İşlemi Vasıtasıyla Finansman**

GYO, gayrimenkul portföyünü uzun vadeli yönetim ilkesine göre işlettiğinden, çoğunlukla uzun vadeli finansmana ihtiyaç duyacaktır. Yine de portföy işletmeciliği esnasında, GYO'nun kısa vadeli nakit ihtiyaçları da doğacaktır. Şayet GYO kısa vadeli nakit ihtiyaçlarında da uzun vadeli finansman yöntemlerine başvuracak olursa, bunlardan kaynaklanan yüksek maliyetlere de katlanması gerekecektir. Oysa daha düşük maliyetlerle, kısa vadeli nakit ihtiyaçlarını karşılama imkânı da vardır. Sermaye piyasalarından farklı olarak, yatırımcıların kısa vadeli fon ihtiyaçlarını karşılamaya yönelik olarak, para piyasaları ihdas edilmiştir. Nitekim

GYO Tebliği'nin 25. maddesinin a bendinde, GYO'nun borsa para piyasası işlemleri yapabileceği hükme bağlanmaktadır.

GYO'nun bu işlemleri yapmasına Tebliğ ile cevaz verilmesi, GYO'nun kısa vadeli nakit ihtiyaçlarının karşılanması bakımından yerinde olmakla birlikte, düzenlemenin Tebliğ sistematığı içindeki konumu kanımca pek yerinde olmamıştır. Şöyle ki, Tebliğ'in 25. maddesi GYO'nun yapabileceği tüm işlemleri bir liste halinde sıralamamaktadır. Maddede yer alan işlemler, GYO'nun yapabileceği işlemler arasında yalnızca yatırım faaliyeti niteliğinde olanlardır. Nitekim madde başlığı da “*yatırım faaliyetleri*” şeklinde seçilmiştir. Nakit sağlamaya yönelik faaliyetler ise, yatırım faaliyeti olarak değerlendirilemez, olsa olsa, yatırımları finanse etmeye yarayan, yan faaliyetler olarak görülebilir. Tebliğ md. 25/f.I/b(a) ifadesinde yer alan “*borsa para piyasası işlemleri*” satış ya da alım işlemi olarak düşünülebilir. Bunlardan satış işlemi, yani GYO'nun elindeki nakit fazlasını para piyasasına fon olarak arz etmesi faaliyeti, yatırım işlemi olarak değerlendirilirken, yine borsa para piyasası işlemlerinden alım işlemi, yatırım olarak değil, kısa vadeli finansman sağlamaya yönelik bir faaliyet olarak değerlendirilebilir.

Yukarıda yatırım bahsinde açıklandığı üzere, borsa para piyasası işlemleri, nakit fazlası olanlar ile kısa vadeli nakit ihtiyacı olanları karşılamaktadır. Borsa para piyasası uygulama esasları uyarınca, nakit ihtiyacı olan GYO, borsa para piyasasına, ihtiyacı olan miktar, teklif ettiği faiz oranı ve bölünebilme koşullarını da içeren bir alım emri verecektir. Bu alım emri, borsa para piyasası sistemine girdiğinde, şayet sistemde bu şartlara uygun bir satış emri mevcut ise, işlem gerçekleşmiş olacak, yani GYO ihtiyaç duyduğu kısa vadeli nakdi sağlamış olacaktır.

### **2.3.2.2.2 Finansman Sağlamaya Yönelik Para Piyasası İşlemlerinin Sınırları**

Borsa para piyasası alım işlemi GYO açısından borç doğurucu bir işlemdir. Peki bu sebeple GYO Tebliği md. 35/f.I/c.'de gösterilen sınırlara tabi olacak mıdır? Söz konusu madde uyarınca, GYO “*hesap dönemi sonunda hazırlayıp kamuya açıkladığı son üç aylık portföy tablosunda yer alan net aktif değerlerinin üç katı kadar kredi*” kullanabilir. Şayet bu hükümde geçen “*kredi*” ifadesini klasik banka kredisi

olarak anlayacak olursak, ters repo işleminin bu sınır çerçevesinde değerlendirilmemesi gerekecektir. Maddede geçen “*kredi*” ifadesinin yorumlanmasında, gerek maddenin devamındaki açıklayıcı nitelikteki düzenlemeden, gerek madde başlığından yararlanmak mümkündür. Söz konusu fıkranın ikinci cümlesi uyarınca, bu sınırın hesaplanmasında GYO’nun finansal kiralama şirketlerinden doğan borçları ve gayrinakdi krediler de hesaba katılır. Bu hüküm, GYO’nun birinci cümle uyarınca belirlenen kredi borçlanma sınırı içinde kalması gereken borçlarının, mutlaka klasik kredi sözleşmelerinden kaynaklanmayabileceği, pekâlâ teminat mektupları vb. gayrinakdi krediler ya da finansal kiralama işlemlerinden de kaynaklanabileceğini hatırlatmaktadır. Yani açıklayıcı/yorumlayıcı nitelikteki bu hüküm, “*kredi*” ifadesine sıkı sıkıya bağlı kalmamaktadır. O halde denilebilir ki, maddede geçen “*kredi*” ifadesinin yorumunda, maddenin kendisi dahi esnek davranmaktadır. Başka bir deyişle, maddenin ikinci cümlesinde adı geçen finansman yöntemleri, *numerus clausus* olarak değil, örnekleyici olarak sayılmıştır. Şayet, söz konusu ikinci cümledeki ifadenin *numerus clausus* olarak ele alındığı kabul edilse idi, GYO’nun yapacağı borsa para piyasası alım işlemi, klasik anlamda banka kredisi olmadığı gibi, *numerus clausus* olarak sayılan işlemlerden de olmadığından, maddede gösterilen limite bağlı olarak değil, limitsiz şekilde yapılabilecekti. Üstelik bu işlem, borçlanma senedi ihracı da olmadığından, maddenin ikinci fıkrasında yer alan sınırlamaya da sokulamayacak, böylece borçlanma sınırlarına tabi olmayacaktı. Kanımca, madde başlığında da gösterildiği gibi, Tebliğin 35. maddesinin *ratio legis*’i genel olarak borçlanma sınırını göstermektedir. Bu sebeple, maddenin ilk cümlesinde geçen “*kredi*” ifadesinin, dar anlamda banka kredisi olarak değil de kredi fonksiyonu (finansman fonksiyonu) olan her türlü işlem olarak anlaşılması gerekmektedir. Bu bağlamda, borsa para piyasası alım işlemlerinin Tebliğ md. 35/f.I’de gösterilen sınır dâhilinde değerlendirilmesi gerekmektedir.

#### **2.4. Sermaye Piyasası Kurulu Denetimi ve Vergilendirme**

GYO gayrimenkul sektöründe olduğu kadar sermaye piyasalarında da faaliyet gösterdiğinden, SPK’nın bağımsız idari otorite sıfatıyla, sürekli gözetim ve denetimi altında olacaktır. GYO üzerindeki denetim kamu denetimi niteliğindedir. Kamu denetiminin yanı sıra ortaklık sürekli olarak özel denetime, yani bağımsız dış

denetime de tabi tutulmaktadır (Tevetoğlu, 2006: 120). Söz konusu bağımsız dış denetim, SPK'nın GYO üzerindeki denetimini de kolaylaştırmaktadır. Yukarıda giriş bölümünde de açıkladığı üzere, SPK'nın bağımsız idari otorite olması dolayısıyla, gözetim ve denetim faaliyetleri yapma yetkisi, hatta görevi mevcuttur. Nitekim SPK'nın görev ve yetkilerinin sıralandığı SerPK md. 22'nin f beninde “*sermaye piyasası kurumlarının ... faaliyetlerinin bu Kanuna, Kurul yönetmelik, Tebliğ ve kararlarına ve sermaye piyasaları ile ilgili diğer mevzuata uygunluğunu gerekli her türlü bilgi ve belgeyi isteyerek, izlemek ve denetlemek*” yetki ve görevi yer almaktadır. SPK bu görevini yerine getirirken SerPK md. 1'de yer alan amaç çerçevesinde hareket etmelidir. Yani, “*tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak halkın iktisadi kalkınmaya etkin ve yaygın bir şekilde katılmasını sağlamak amacıyla; sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını, tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarının korunmasını*” hedef alan bir gözetim ve denetim yapılması icap etmektedir. SPK'nın gözetim ve denetim faaliyeti kanunen tespit edilmiş bir takım esaslar çerçevesinde gerçekleştirilmektedir. Küçük yatırımcının, tasarruflarını toplayarak, bunlarla büyük yatırımlar yapan GYO, faaliyeti esnasında çok çeşitli işlemler yapmaktadır. Küçük yatırımcının yatırım ve güveninin korunmasını amaçlayan SPK'nın, GYO üzerindeki denetiminin, bu işlemlerin tamamı üzerinde olmasını beklemek gerçekçi olmaz. Bu sebeple SPK'nın GYO üzerindeki denetiminin mahiyeti ve sınırları üzerinde de durulması gerekmektedir. Nihayet, mahiyeti ve esaslarını belirlediğimiz denetim faaliyeti sonucunda, GYO'nun karşılaşabileceği yaptırımların neler olabileceğine değinilecektir.

#### **2.4.1. Denetimde Bağlı Olunan Esaslar**

GYO üzerinde SPK'nın yaptığı denetim faaliyeti, esas itibariyle SerPK md. 45/f.I uyarınca SPK uzman ve uzman yardımcıları tarafından yapılmaktadır. Gözetim ve denetim faaliyeti kural olarak bu kimseler tarafından SPK adına yapılmakla birlikte, bu kimselerin yaptığı denetime yardımcı nitelikte bir takım faaliyetlerin de GYO tarafından yapılması gerekmektedir. Gerek SPK'nın uzman ve uzman yardımcıları aracılığıyla yaptığı denetim, gerek GYO'nun denetime yardımcı fiilleri çeşitli esaslara tabidir.

## 2.4.1.1 Sermaye Piyasası Kurulu'nun Tabi Olduğu Esaslar

### 2.4.1.1.1 Kanunilik Esası

SPK'nın GYO üzerinde yapacağı denetimde, SPK'nın bağlı bulunduğu ilk ve en önemli esasın, kanunilik olduğunu söyleyebiliriz. Esasen SPK'nın yalnızca denetim faaliyeti değil, bir idare olarak tüm faaliyetleri, kanunilik ilkesi çerçevesinde gerçekleştirilmektedir (Günday, 2003: 41). Yine de idarenin diğer faaliyetlerinde bağlı bulunduğu kanunilik ilkesinden farklı olarak, denetim faaliyetinde kanunilik ilkesi daha katı anlaşılmaktadır. Nitekim SPK'nın pek çok faaliyeti, kanunda genel hatlarıyla tanımlanmış ve kendi yayımladığı tebliğlerde düzenlenmiş iken, GYO'nun SPK tarafından denetimine ilişkin esaslar, GYO Tebliği'nde değil, SerPK'da yer almaktadır (Belen, 2002: 328). Denetim faaliyetine ilişkin bu özellikli durum, GYO'nun denetim sonucunda karşılaşılabileceği yaptırımların mutlaka kanunda gösterilmesi ihtiyacından, yani suç ve cezada kanunilik ilkesinden kaynaklanmaktadır (Belen, 2002: 317). Şöyle ki, GYO Tebliği'nde yapılması yasaklanan pek çok faaliyet bulunmakla birlikte, bu faaliyetlere aykırı hareket edilmesi durumunda GYO'nun karşılaşılabileceği yaptırımlardan söz edilmemektedir. İşte bu yaptırımlar, kanunilik ilkesi çerçevesinde SerPK'da yer almaktadır.

Denetleme faaliyetinin sonucu olarak SPK'nın uyguladığı yaptırımların mutlaka kanunda (SerPK'da) yer alması zorunluluğu, Danıştay tarafından da vurgulanmaktadır. Danıştay İdari Dava Daireleri Kurulu, 2006 tarihli kararında, SPK'nın, manipülasyon yaptığı tespit edilen kimselere karşı (SerPK md. 46/f.I/b(i)'ye bu yaptırım eklenmeden evvel) borsada işlem yasağı yaptırımı uygulamasının, kanunilik ilkesine uygun olup olmadığı hususunu değerlendirmiştir (Akgül, 2008: 131). DİDDK, "*cezai sorumluluğu düzenleyen kuralların yatırımcıların korunmasında yetersiz olduğundan bahisle, cezaların yasallığı ilkesine aykırı olarak, tesisi edilen işlemde [borsada işlem yasağı verilmesine ilişkin işlem] hukuka uygunluk bulunmadığı sonucuna*" ulaşmıştır. Özetle, bir yaptırımın uygulanması hususunda kanunda açıkça SPK'ya yetki verilmediği durumlarda, yaptırım uygulanmasının, kanunilik ilkesine aykırı olması gerekçesiyle bozma sebebi sayılacağı belirtilmektedir. DİDDK'nın bu içtihadını, SPK'nın GYO üzerindeki denetim faaliyetine uygulayacak olursak, SPK'nın GYO üzerinde yapacağı denetim sonucunda uygulayacağı

yaptırımların, mutlaka SerPK’da sermaye piyasası kurumlarına yönelik uygulanabilecek yatırımlar arasında gösterilmiş olması gerektiği sonucuna varmak gerekmektedir.

#### **2.4.1.1.2 Denetimde Önleme Amacı Gütme**

SerPK md. 1’de yer aldığı şekliyle, SPK’nın amacı “sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını, tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarının korunmasını, düzenlemek ve denetlemektir.” Bu amaç doğrultusunda, diğer tüm sermaye piyasası kurumlarının denetiminde olduğu gibi, GYO’nun denetiminde de SPK, piyasadaki güven ve açıklık ile tasarruf sahiplerinin haklarının korunmasını ön planda tutacaktır. Bu amaca ulaşırken, SPK’nın elindeki en önemli araçlar, SerPK’nın onun kullanımına sunduğu yaptırımlardır. Ne var ki, bu yaptırımlar uygulanırken, ceza vermek amacından ziyade, sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışması ve tasarruf sahiplerinin haklarının korunması ön planda tutulacak, bu bağlamda ceza verilmesinden önce bir takım tedbirlere başvurulacaktır (Belen, 2002: 331). Özetle SPK’nın öncelikli amacı, mümkünse GYO mevzuatına aykırı durumun ortadan kaldırılması, düzenin yeniden sağlanmasıdır (Akgül, 2008: 76). Ancak bunun mümkün olamadığı durumlarda, GYO’nun bir yaptırımla karşılaşması söz konusu olabilecektir. O halde SPK’nın denetimi esnasında tespit ettiği mevzuata aykırılıklara uygulanacak yaptırımların, kademeli şekilde uygulanacağını söylemek mümkündür.

Yaptırımların kademeli olarak uygulanmasından kasıt, geri dönülemez bir hukuka aykırılık mevcut değilse, ilk aşamada düzenin yeniden sağlanmasına yönelik tedbirlerin uygulanması, bu tedbirlerin uygulanmaması ya da uygulanmasına rağmen hedeflenen sonucu vermemesi halinde (ikinci aşamada), idari cezaların uygulanmasıdır. Böyle kademeli/aşamalı bir yaptırım sisteminin tercih edilmesi, bir yandan SPK’nın SerPK md. 1’de gösterilen amaca uygun sonuç elde etmesini sağlamakta, diğer yandan da idarenin işlemlerinde bağlı olduğu orantılılık ilkesi ile uygun düşmektedir. Orantılılık ilkesi “*özgürlüğe getirilen sınırlandırmanın, özgürlüğü belirleyen durumla arasında bir orantı bulunması ve getirilen sınırlandırmanın hak ve özgürlüğün varlığını zedelememesi*” olarak tanımlanmaktadır (Akgül, 2008: 154). Yani, idarenin tespit etmiş olduğu (SPK’nın faaliyeti açısından



ekonomik) kamu düzenini bozmaya yönelik faaliyet ile, bu faaliyete karşı idarenin uygulayacağı yaptırımın, bozulma tehlikesine giren kamu düzenini korumaya ve yeniden tesis etmeye yetecek kadar olup, bu amacı aşacak düzeyde olmaması gerekmektedir. Benzer şekilde, GYO'nun faaliyetleri esnasında meydana geldiği tespit edilen mevzuata aykırılıkların da, ancak bu aykırılıkların ortadan kaldırılıp, piyasanın yeniden düzgün çalışmasını ve yatırımcıların haklarının en iyi şekilde korunmasını sağlayabilecek yaptırımlar ile karşılanması gerekmektedir. O halde denilebilir ki, SPK'nın denetim faaliyeti çerçevesinde GYO için öngörebileceği yaptırımların mutlaka kanuni ve orantılı olması gerekmektedir. Bu bağlamda daha hafif bir tedbir ile düzeltilmesi mümkün hukuka aykırılıkların, ağır tedbirler ile karşılanmaması gerekmektedir (Tevetoğlu, 2006: 83). Bu ilkeleri göz önünde bulundurmaksızın SPK tarafından takdir edilecek bir yaptırımın idare mahkemelerince iptal edilmesi olanağı vardır.

SPK tarafından tespit edilecek tedbirlerin, hukuka aykırılık ile orantılı olması, yalnızca tedbirin hukuka aykırılığa nazaran çok ağır olması ihtimalinde değil, aynı zamanda tedbirin hukuka aykırılığı ortadan kaldırmaya muktedir olmayacak şekilde seçilmesi suretiyle, ortaklık ve menfaat sahiplerine zaman kaybettirilmesi ihtimalinde de düşünülmelidir. Örneğin, mali durumun ortaklığın taahhütlerini karşılayamayacak kadar bozulması ihtimalinde, ortaklığın mali durumunu süre verilmesi halinde dahi düzeltmeyeceği aşikâr iken, ortaklığa süre verilmesi, geçici ya da sürekli durdurma kararları alınarak tedrici tasfiyenin ertelenmesi, sonradan alınacak tedrici tasfiye kararından da beklenen faydanın elde edilmesini engelleyeceğinden, orantılı kabul edilmemelidir (Tevetoğlu, 2006: 104).

#### **2.4.1.2 Gayrimenkul Yatırım Ortaklığının Denetime Yardımcı Faaliyetlerinde Tabi Olduğu Esaslar**

SPK'nın GYO üzerindeki gözetim ve denetim faaliyetini uzman ve uzman yardımcıları aracılığıyla yaptığına yukarıda değinilmişti. SPK adına denetim yapan bu kimselerin, denetimlerini, GYO hakkında tam ve doğru bilgi sahibi olmaksızın yapmaları mümkün değildir. Bu çerçevede, GYO'nun kendisi hakkında bir takım bilgileri açıklaması icap etmektedir. SPK denetiminin sağlıklı yapılabilmesi açısından

bu bilgilerin ifşa edilmesi gerekli ise de tek başına yeterli olmayabilir. Zira söz konusu bilgilerin sıhhati (tam ve doğru olması) SPK'nın denetimi açısından büyük önem taşımaktadır. Bu noktada GYO'nun faaliyetlerinde bağlı olduğu ilkelerden kamuyu aydınlatma ilkesine ek olarak, ekspertiz raporları ile bağlılık ilkesinin de üzerinde durulması gerekmektedir.

#### 2.4.1.2.1 Kamunun Aydınlatılması İlkesi

GYO'nun SerPK'ya tabi diğer ortaklıklarda olduğu gibi kamuyu aydınlatma yükümlülüğü vardır. Kamunun aydınlatılması ilkesi SerPK'da ya da mevzuatımızda başka bir yerde tanımlanmış değildir. Bu sebeple doktrinel tanımlar ve açıklamalar ile yetinmemiz gerekmektedir. Tekinalp'in tanımına göre kamunun aydınlatılması *“ortaklık pay sahiplerini ve alacaklılarının menfaatlerini korumaya ve haklarını bilinçli ve etkili bir şekilde kullanmaya yardım eden; gelecekteki pay ve tahvil sahiplerinin ve sermaye piyasasının diğer ilgililerinin aldatılmalarını önleyip, ortaklık yararına kazanılmalarını sağlayan; özel ekonomik gücün milli iktisadın gereklerine ve faydasına uygun çalışmasını gerçekleştiren; gerek iç, gerek dış denetimi kapsamı içine alan, ilkelerin tümüdür* (Tekinalp, Çamoğlu ve Poroy, 2007: 1457).” Buna göre Tekinalp, kamunun aydınlatılması ilkesini tek bir ilke değil, bir ilkeler bütünü olarak görmektedir. Poroy'un açıklamaları uyarınca ise *“iç ve dış denetime rağmen ve onunla birlikte, gerek hisse senedi sahiplerinin, gerek katılmayı düşünenlerin –kamu- en iyi korunmalarının yolu anonim ortaklığın faaliyeti hakkında gerçek, açık ve yeterli bilgi sahibi olmalarıdır. Anonim ortaklık ticari sırlar istisna edilirse, camdan bir evde oturmalıdır. Bilanço, rapor, izahname ve sirküler gibi belgeler gerçekler hakkında tam bilgi verecek usul ile yeterli ayrıntıları gösterecek modellere göre düzenlenmelidir, açıklanmalıdır* (Tekinalp, Çamoğlu ve Poroy, 2007: 471).” Buna göre, GYO'nun özellikle iktisadi faaliyeti ve mali durumu ile ilgili olarak mevcut ve müstakbel pay sahiplerini doğru ve eksiksiz şekilde aydınlatması gerekmektedir (Yasaman, 2005: 57; Tanör, 2000: 179). Ancak bu durumda yatırımları hakkında doğru kararı vermelerine yarayacak, uygun veriye sahip olmuş olurlar (İhtiyar, 2006: 92).

Kamunun aydınlatılması faaliyetinin ilk ve en önemli muhatabı, mevcut ve müstakbel pay sahipleri olmakla birlikte, tek muhatap onlar değildir (İhtiyar, 2006:

95). İdari makamlar da kamuya açıklanan bilgilerin muhatapları arasındadır. GYO'nun SPK tarafından denetlenmesi başlığı altında incelenen kamuyu aydınlatma yükümlülüğünde, idari makamlardan SPK'nın bilgilendirilmesi boyutu üzerinde durulması gerekmektedir. Bu çerçevede, kamunun aydınlatılması ilkesinin muhatabı olan SPK, denetlemesini, yalnızca kanunen zaruri tutulan kamuyu aydınlatma işlemlerinin, şeklen yapılmış olup olmadığını incelemeye hasretmemekte, aynı zamanda söz konusu işlemlerin içeriklerinde tespit edilen hukuka aykırılıklar karşısında tedbir almak (yaptırımda bulunmak) seviyesine yükseltmektedir. Tabiidir ki SPK'nın GYO üzerindeki denetim faaliyeti çerçevesinde, tek bilgi kaynağı GYO'nun yapacağı kamuyu aydınlatma işlemleri olmayacaktır. SPK gerekli gördüğü takdirde bilgi ve belgelerin kamuya duyurulmasını ya da kendisine ulaştırılmasını da talep edebilir. GYO Tebliği md. 43/f.V'in bu yöndeki hükmü çok açıktır. *“Bilgi verme ve kamuyu aydınlatma”* başlıklı 43. maddenin ilgili fıkrası uyarınca *“ortaklığın gözetim ve denetimi ile kamunun etkin bir şekilde aydınlatılmasına yönelik olarak Kurulca talep edilecek her türlü bilgi ve belgenin Kurulca belirlenecek süre ve esaslar çerçevesinde gönderilmesi ve Kurulca gerekli görülen hususların kamuya duyurulması zorunludur.”*

SerPK md. 16/f.I uyarınca *“sermaye piyasası kurumları ... kamuya açıklanacak veya gerektiğinde Kurulca istenecek mali tablo, rapor ve bilgileri tespit olunacak şekil ve esaslara, genel kabul görmüş muhasebe kavram, ilke ve standartlarına uymak suretiyle düzenlemekle yükümlüdürler.”* (Kayar, 1997: 19). Bu çerçevede GYO'nun SerPK'ya tabi diğer ortaklıkların sahip olduğu kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin (örneğin, periyodik mali tablolar ve bağımsız dış denetimde ya da halka arzda, kayıtlı sermayeye geçişte yerine getirilmesi icap eden kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin) yanı sıra, gayrimenkul yatırım ortaklığı olmasından kaynaklanan bazı özellikli durumlarda da kamuyu aydınlatma yükümlülüğü mevcuttur. Aşağıda bu hususlar incelenmektedir.

GYO Tebliği md. 42 ve 43 uyarınca, GYO'nun kamuyu periyodik olarak aydınlatma yükümlülüğünün yanı sıra bazı durumlarda özel olarak aydınlatma yükümlülüğü de doğmaktadır. Tebliğ md. 42 uyarınca GYO'nun üç aylık periyotlarla

portföy tablosu düzenlemesi icap etmektedir. Portföy tablosunda, portföydeki varlıklar, bunların en son değerlendirme raporunda gösterilen rayiç bedelleri ile, maliyet bedelleri yer almalıdır. Bu bilgileri içeren portföy tablosunun SPK'ya ve ortaklık paylarının kote olduğu İMKB'ye, üç aylık dönemi takip eden bir ay içinde gönderilmesi zorunluluğu vardır. GYO Tebliği md. 42/f.II uyarınca, gayrimenkul portföy tablosundan ayrı olarak üç aylık raporlar düzenlenerek, bunların SPK'ya iletilmesi icap etmektedir. Bu raporlar asgari olarak *“son üç aylık döneme ilişkin gelişmeleri özetleyen ve Yönetim Kurulu tarafından hazırlanan faaliyet raporunu, ortaklığın ilgili döneme ait portföy tablosunu, portföyde yer alan varlıklara ilişkin bilgileri, varsa projelere ilişkin mevcut durum, tamamlanma oranı ve süresi, öngörülerin gerçekleşme durumu, sorunlar gibi bilgileri, ortaklığın bir önceki dönemle karşılaştırmalı olarak hazırlanmış üç aylık bilanço ve gelir tablolarını”* içerir. GYO Tebliği md. 42'de GYO'nun mali durumu ve üç aylık faaliyetlerine ilişkin fotoğrafı raporda yer alırken, portföyün son üç aylık durumunun fotoğrafı ayrıca portföy tablosunda yer almaktadır. İlgili döneme ilişkin portföy tablosunu içeren rapor, yalnızca ilgili idarelere iletilmekle kalmaz, aynı zamanda ortaklık merkezinde ve internet sitesinde yayımlanmak suretiyle diğer ilgililere de açıklanmış olur.

GYO'nun dönemsel olarak kamuya açıklaması icap eden yukarıda sayılan belgelerin yanı sıra, başkaca hususları da zaman zaman kamuya özel olarak duyurması gerekmektedir. Bu haller GYO Tebliği md. 43 ve md. 21'de gösterilmiştir ve her iki durumda da GYO'nun kamuyu aydınlatma yükümlülüğü Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği uyarınca yerine getirilecektir. Sürekli, bir takım yatırım faaliyetlerinde bulunan GYO'nun mali durumu da sürekli olarak değişmektedir. Nitekim kamuyu aydınlatma faaliyetlerinin periyodik biçimde yapılmasının altında yatan sebep de bu sürekli değişimden ilgililerin haberdar olmasını sağlamaktır. Ne var ki, bazı durumlarda ilgililerin söz konusu değişiklikten haberdar edilmeleri için kamuyu aydınlatma periyodunun beklenmesi, aydınlatmadan beklenen menfaati sağlamayabilir. Bu gibi durumlarda özel olarak ve derhal kamunun aydınlatılması gerekmektedir (İhtiyar, 2006: 176). GYO Tebliği md. 43'te bu durumlardan bir kısmı sıralanmıştır. Madde hükmüne göre GYO *“a) Bu Tebliğ hükümleri uyarınca veya ihtiyari olarak hazırlanan değerlendirme raporlarını, kendilerine*

teslimini, b) Portföyün % 10'unu aşan alım satımları, kararın alınmasını, c) Sigorta sözleşmelerini, hesap dönemi bitimini, d) Kurul düzenlemeleri çerçevesinde hazırlanacak bağımsız denetim raporu ve mali tabloları, hazırlanmasını, e) Yıllık faaliyet raporunu, hazırlanmasını, f) Her tür ilan ve reklamın yayınlandığı gazetelerin birer nüshasını, yayımını, g) Portföyde yer alan veya yer alması kesinleşen projelere ilişkin asgari olarak değerlendirme raporunu ve yasal izinlerin alındığını gösterir belgeleri, kendilerine teslimini; fizibilite raporunu, planlanan harcama tutarları ile ödeme planlarını ise, kesinleşmesini, takip eden on iş günü içinde Kurula göndermek" zorunluluğu altındadır. Görüldüğü üzere, maddede derhal kamuya açıklanması gereken haller olarak GYO'nun bir bağımsız uzmana hazırlattığı raporlar ya da portföyün durumunu önemli ölçüde etkileyebilecek nitelikteki işlemler sayılmıştır. Bu rapor ve işlemlerin derhal kamuya açıklanması ile korunan hukuki menfaat, GYO'nun faaliyetleri ile ilgili kimseler arasında söz konusu bilgilere ulaşmak konusunda fırsat eşitliği sağlayarak, piyasanın güven içinde hareket etmesine katkıda bulunmaktadır (İhtiyar, 2006: 176).

GYO Tebliği md. 21 uyarınca, A bendinde sayılı kimseler ile GYO arasında yapılacak, B beninde sayılan işlemlere ilişkin YK kararlarının, oy çokluğu ile alınması halinde, durumun, mutlaka kamuya açıklanması gerekmektedir. Kamunun aydınlatılması ile doğrudan ilgili olmamakla birlikte aynı maddede GYO yönetimine, söz konusu işlemi takip eden ilk genel kurul toplantısında konuyu gündeme aldırma ve ortakları bilgilendirme sorumluluğu verilmiştir.

GYO Tebliği md. 21'de yer alan özellikli işlemlerin irdelenmesine geçmeden evvel, kısaca pay sahiplerini bilgilendirme yükümlülüğüne değinmek gerekmektedir. Söz konusu bilgilendirme yükümlülüğü doğrudan doğruya kamuyu aydınlatma ilkesi kapsamında değerlendirilmemekle birlikte, bu ilkeye oldukça yakın telakki edilen paydaşın bilgi edinme hakkı çerçevesinde değerlendirilmelidir (İhtiyar, 2006: 100). Paydaşın bilgi edinme hakkı çerçevesinde yapılan açıklamalar, kamunun aydınlatılması ilkesinde olduğundan farklı olarak, piyasanın düzgün ve güvenle işlemlerini değil, paydaşların ortaklık yönetiminde etkin bir denetimleri olmasını sağlamayı amaçlamaktadır.

Kamunun aydınlatılması ilkesi ile paydaşların bilgiye erişim haklarını birbirinden ayıran amaç unsuru dışında, bir diğer özellik de bunların muhatapları arasındaki farklılık olarak belirtilmektedir. Kamunun aydınlatılması faaliyetinin muhatap çevresi, ortaklık paydaşları ile birlikte başkaca kimseleri de içine almakla birlikte, bilgi edinme hakkının muhatabı yalnızca ortaklık paydaşı olabilmektedir (İhtiyar, 2006: 104). O halde, GYO Tebliği md. 21 düzenlemesi için şunu söylemek mümkündür, tebliğ koyucu, maddede gösterilen özellik arz eden kararlardan paydaşların haberdar edilmesini ve bu yolla paydaşların yönetici ve hâkim ortaklar üzerinde denetimlerini etkin hale getirmelerini sağlamayı amaçlamaktadır. Bu amaç doğrultusunda, paydaşların söz konusu işlemlerden haberdar edilmeleri, kamuya açıklanan belgelerin yanı sıra, paydaşlara özel olarak verilecek bilgiler yolu ile de sağlanmaya çalışılmaktadır.

Tebliğ koyucunun paydaşların maddede sayılan işlemlerden haberdar edilmeleri konusundaki hassasiyeti, söz konusu işlemlerin, maddenin A bendinde sayılan kimseler lehine, ortaklık sermayesini azaltmaya sebep olabileceği endişesinden kaynaklanmaktadır. Madde kamuyu aydınlatma yükümlülüğünü üç şart birlikte gerçekleştiği takdirde getirmektedir. Bu şartlar; (i) GYO ile Tebliğ md. 21/f.I/b(A)'da sayılan kimseler arasında, (ii) Tebliğ md. 21/f.I/b(B)'de sayılan hukuki işlemlerden birinin yapılması ve (iii) bu hukuki işlemin yapılmasına yönelik GYO yönetim kurulunda tecessüm eden irade beyanının, yönetim kurulunda oy birliği ile değil oy çokluğu ile alınmış olması şartıdır. Saydığımız bu üç şartın birlikte gerçekleşmesi halinde Tebliğ, kamuya açıklama yapılmasını zorunlu tutmuştur. GYO Tebliği md. 21/f.I/b(A) uyarınca, “a) Ortaklıkta sermayenin %10 veya üzerinde paya veya bu oranda oy hakkına sahip ortaklar, b) Ortaklıkta yönetim kuruluna aday gösterme imtiyazını içeren pay sahibi ortaklar, c) Ortaklığa danışmanlık hizmeti veren şirket, d) (a) ve (b) bentlerinde sayılanların %10 dan fazla paya veya bu oranda oy hakkına sahip oldukları diğer şirketler, e) Ortaklığın iştirakleri, f) Ortaklığa işletmecilik hizmeti veren şirketler” ile GYO Tebliği md. 21/f.I/b(B) uyarınca “a) Ortaklık portföyünden varlık alınması, satılması, kiralanması veya kiraya verilmesine ilişkin kararlar, b) Ortaklığın portföyündeki varlıkların pazarlanması işini üstlenecek şirketlerin belirlenmesine ilişkin kararlar, c) Kredi ilişkisi kurulmasına ilişkin

kararlar, d) Ortaklığın paylarının halka arzında, satın alma taahhüdünde bulunan aracı kuruluşun belirlenmesine ilişkin kararlar, e) Ortak yatırım yapılmasına ilişkin kararlar, f) Ortaklığa mali, hukuki veya teknik danışmanlık hizmeti verecek gerçek veya tüzel kişilerin belirlenmesine ilişkin kararlar, g) Ortaklığa proje geliştirme, kontrol veya müteahhitlik hizmeti verecek gerçek veya tüzel kişilerin belirlenmesine ilişkin kararlar, h) (A) bendinde yer alan tüzel kişilerin ihraç ettiği menkul kıymetlerin ortaklık portföyüne alınmasına ilişkin kararlar, i) Ortaklığa işletmecilik hizmeti verecek gerçek veya tüzel kişilerin belirlenmesine ilişkin kararlar, j) Bunlar dışında kalmakla birlikte, (A) bendinde sayılan taraflardan herhangi birisinin lehine sonuç doğurucu nitelikteki kararlar” alınması halinde, bu kararların YK’da oy çokluğu ile alınması, kararların kamuya açıklanması ve bu hususta paydaşların genel kurulda bilgilendirilmesi zorunlu kılınmaktadır. A bendinde sayılan kimseler, GYO’nun gerek idari işleyişinde, gerek portföy yönetimi faaliyetlerinde karara etki edebilecek nitelikteki kimselerdir. Bu kimselerin, GYO’nun karar mekanizmasını etkilemek suretiyle, (örtülü kazanç sağlama yöntemi ile ya da başkaca yöntemlerle) ortaklığın sermayesini azaltması ihtimalini önlemek ya da önlemenin mümkün olmadığı hallerde, ilgili kimselerin söz konusu risklerden haberdar olmasını sağlamak amacıyla kamuyu aydınlatma zorunluluğu getirilmiştir. Tebliğ md. 21’in *ratio legis*’i B bendinin j alt bendinden açıkça anlaşılmaktadır. j alt bendi Tebliğ md. 21’in amacına yönelik olarak çerçeve bir hüküm niteliğindedir. Maddede açıkça sayılmış olmamakla birlikte, herhangi bir işlem ile (A bendinde sayılan) GYO kararları üzerinde etki edebilme imkânına sahip kimseler lehine sonuç doğuracak nitelikte oy çokluğu ile karar alınması halinde de kamuyu aydınlatma zorunluluğu getirmiştir. O halde, denilebilir ki, madde ile korunan asıl hukuki menfaat, A bendinde sayılan kimseler lehine, GYO malvarlığının azaltılmasının önüne geçilmesidir.

Tebliğ md. 21 ile getirilen üçlü şart, GYO’ya şartlardan yalnızca ikisinin ya da bazen yalnızca birinin meydana geldiği hallerde, söz konusu işlemin kamudan gizlenmesi hakkını verdiği izlenimini yaratmamalıdır. Tebliğ md. 21’de sayılan özellikli durumlar bir yana, idari ve mali durumu konusunda genel bir kamuyu aydınlatma yükümlülüğü olan GYO’nun, doğru ve dürüst bir görünüm verme ilkesi çerçevesinde, mevzuatta bir zorunluluk bulunmasa (örneğin 21. Maddede sayılan üç

şarttan yalnızca ikisi gerçekleşmiş olsa) dahi kamuyu dürüstlük çerçevesinde aydınlatma yükümlülüğü doğabilir (İhtiyar, 2006: 82). Dürüst resim ilkesi uyarınca kamuyu aydınlatma yükümlülüğü altında olan GYO'nun, mevzuatta yer alan bir zorunluluğu olmasa da, bu ilke çerçevesinde takdir yetkisi ile kamuyu aydınlatmayı tercih etmesi mümkündür. Bir örnek verecek olursak, diyelim ki, GYO yönetim kurulu oy çokluğu ile ortaklık sermayesinin % 8'ine sahip bir paydaş ile bir projede ortak girişim kurmaya karar vermiş olsun. Bu olasılıkta, Tebliğ md. 21 bir kamuyu aydınlatma zorunluluğu getirmemektedir. Zira zorunluluğun doğması için, YK'nın oy çokluğu şartı ile Tebliğ md. 21/f.I/b(B)/e'de gösterilen "*ortak yatırım yapılmasına ilişkin karar*" şartları yerine gelmiş olmakla birlikte, Tebliğ md. 21/f.I/b(A)/a'da gösterilen bu işlemin "*ortaklıkta sermayenin %10 veya üzerinde paya veya bu oranda oy hakkına sahip ortaklar*" ile yapılması şartı yerine getirilmiş olmamaktadır. Kanımca burada kanun koyucunun Tebliğ md. 21'i düzenlerkenki *ratio legis*'inden yola çıkılarak, Tebliğ'de kamuyu aydınlatma zorunluluğu olmadığı halde, doğru ve dürüst bir görünüm verme amacı ile kamunun söz konusu işlem hakkında aydınlatılması gerekmektedir (İhtiyar, 2006: 151).

Aynı sonuca, yukarıda Tebliğ md. 21'in açıklamasında değinilmiş olan, pay sahibinin bilgi edinme hakkı açısından varmak mümkün gözükmemektedir. Şöyle ki, GYO'nun Tebliğ md. 21'den ayrı ve bağımsız, doğru ve dürüst resim ilkesi çerçevesinde kamuyu aydınlatma yükümlülüğü mevcut ise de, md. 21'den bağımsız paydaşı bilgilendirme yükümlülüğü yoktur. Paydaş konu hakkında bilgi talep ettiğinde, elbette ki ortaklığın gerçekleri doğru ve dürüst biçimde yansıtan bir bilgi vermesi gerekecekse de, md. 21'de sayılan üç şartın birlikte gerçekleşmediği durumlarda, GYO'nun kendiliğinden genel kurul gündemine söz konusu hususu eklemesine gerek olmayacaktır.

#### **2.4.1.2.2 Ekspertiz Raporlarıyla Bağlılık İlkesi**

Kamunun aydınlatılması ilkesinin tek bir ilke değil bir ilkeler bütünü olduğuna yukarıda değinmiştik. Kamunun aydınlatılması ilkesi çerçevesinde değerlendirilebilecek bu ilkelerden biri de ekspertiz raporları ile bağlılıktır. Kamunun aydınlatılması ilkesi kapsamında açıklanacak bilginin açıklık, tamlık, doğruluk,



dürüstlük vb. özelliklere sahip olması gerektiği ifade edilmektedir (İhtiyar, 2006: 72). Bu özellikler arasında en önemlilerden biri, bağımsız denetimden geçmiş olma özelliğidir. Kamuya açıklanacak bilgilerin, konunun uzmanları tarafından denetlenmiş olması, piyasada faaliyet gösteren küçük yatırımcı nezdinde güven telkin edeceği (İhtiyar, 2006: 64) gibi, SPK'nın da açıklanan bilgiler üzerinden yapacağı denetlemede sağlıklı yargılara varmasına katkıda bulunacaktır. Zira uzman kişilerce hazırlanmış belgelere dayanan bilginin doğruluğu konusunda kuvvetli bir kanaat mevcuttur (İhtiyar, 2006: 65). Söz konusu kanaat yalnızca piyasada faaliyet gösteren kimseler değil, SPK nezdinde de gözlemlenebilir.

SerPK md. 22/f.I/b(r) uyarınca SPK, gayrimenkul değerlemesi yapabilecek kişi ve kurumlara ilişkin şartları belirlemek ve bunları bir liste halinde yayınlamak yetisine sahiptir. SPK, listelediği gayrimenkul değerlendirme şirketinin raporlarında gösterilen değere göre, GYO'nun portföyünde bulunan gayrimenkullerin gerçek değerini tespit edecektir. Listelenmiş kimseye değerlendirme yaptırılmaksızın kamuya açıklanan gayrimenkul değerlerine itibar olunmayacaktır. Nitekim GYO Tebliği'nin "*Yatırımlar ve Portföy Yönetimine İlişkin Esaslar*" üst başlığının altında yer alan "*Faaliyet Kapsamı*" başlıklı 23. maddesi b ve c bentlerinde, SPK'nın raporlara itibarını değerlendirmek mümkündür. Tebliğ koyucu, portföy yöneticisi GYO'ya, portföyde yer alacak varlıkların mevzuata uygun olarak seçilmesi ve bunların değerlerinin, gerçek değeri göz önünde bulundurularak portföye dahil edilmeleri görevini vermiştir. Tebliğ koyucu, portföy yöneticisi GYO'ya bu görevleri yerine getireceği hususunda güvenmekle birlikte, bununla yetinmemiştir. Bu hususların yerine getirildiğine yönelik rapor hazırlanmasını temin etmesini emretmiştir. İlgili madde GYO'ya "*b) Ortaklık portföyünü oluşturan veya portföye alınması planlanan varlıklar hakkında bu Tebliğ uyarınca gerekli hukuki şartların sağlanıp sağlanmadığını araştırmak, bu hususta gerekli raporların hazırlanmasını temin etmek, c) Portföydeki varlıkların değerinin tespitine ilişkin raporların hazırlanmasını temin etmek*" yükümlülüklerini yüklemektedir. Böylece, tebliğ koyucu GYO yöneticilerinin, görevlerini tebliğe uygun yaptıklarının uzmanlarca hazırlanan raporlar vasıtası ile de gösterilmesini istemiştir.

GYO Tebliği md. 23/f.I/b(c)'de GYO'ya portföydeki varlıkların değer tespitine ilişkin raporlama yapılmasının sağlanması görevi verilmiştir. Tebliğ'in 38. maddesinde de, maddede sayılan işlemler sonucu portföyde yer alacak varlıkların değerinin raporlar ile tespit edilmesi zorunluluğu getirilmiştir. Maddeye göre; "a) Portföyde yer alan gayrimenkullerin, hakların ve gayrimenkule dayalı projelerin alım veya satımı, b) Portföyde yer alan gayrimenkullerin kiraya verilmesi, c) Kiraya verilmek üzere gayrimenkul kiralanması, d) Portföyde yer alan gayrimenkullerden kiraya verilenlerin kira sözleşmelerinin yenilenmesi veya uzatılması, e) Gayrimenkul ipotegi kabul edilmesi, f) Gayrimenkule dayalı projelerin inşaatına başlanabilmesi için, yasal prosedüre uyulduğunun ve gerekli belgelerin tam ve doğru olarak mevcut olduğunun tespit edilmesi, g) Ortaklık portföyünde yer alan ve yıl içerisinde herhangi bir nedenle rayiç değeri tespit edilmemiş olan varlıkların yılsonu değerlerinin tespiti. h) Ortaklığa aynı sermaye konulması." Bu işlemlerin sonucunda portföye dahil edilecek varlıkların gayrimenkul değerlendirme şirketince değerlemesinin yapılması gerekmektedir. Kanımca 38. maddede yer alan bu liste, sınırlı sayıda sayılmamıştır. Şöyle ki; GYO'nun faaliyetleri ekspertiz raporları ile bağlılık ilkesi çerçevesinde gerçekleşmektedir. İlke uyarınca GYO'nun 38. maddede sayılmış olmasa dahi, bir gayrimenkul ya da gayrimenkule dayalı hak üzerinde tasarrufta bulunduğu durumlarda, bu hakkın değerini tayinde mutlaka bir ekspertiz raporuna dayanmak gerekmektedir. Örneğin, Tebliğ md. 38'de listelenen işlemlerden olmamakla birlikte, GYO portföyüne dâhil edilecek bir üst hakkının da gayrimenkul değerlendirme şirketince değerlemesinin yapılması gerekmektedir. Özetle, üst hakkının ve 38. maddedeki listede sayılmamış olmakla birlikte, portföyde yer alabilecek her türlü gayrimenkule dayalı hakkın, portföy içindeki değeri ancak bu raporda gösterilen miktar olabilir.

Portföyde yer alan ve alacak olan varlıkların mutlaka ekspertiz raporu ile değerlendirilmesinin yapılması yükümlülüğü, bunların yalnızca portföy içindeki değerlerinin belirlenmesi için değil, aynı zamanda söz konusu varlığın GYO'ya maliyeti ile, rayiç değeri arasında fark olup olmadığının denetlenmesi için getirilmiştir. GYO'nun faaliyetlerinde ekspertiz raporları ile bağlılık ilkesinin söz konusu olması, onun her türlü hukuki işlemini mutlaka ekspertiz raporunda gösterilen değer üzerinden yapması gerektiği, değerlendirme oranının üstünde veya altında bir değere haklar edinip

devredemeyeceği anlamına gelmemektedir. Tebliğ md. 41/f.IV/c.1’de de GYO’nun işlemlerinde ekspertiz raporları ile bağılılığı ilkesi hükme bağlanmaktadır. Madde hükmüne göre “*Ortaklığın yapacağı portföye alım işlemleri, portföyden satış işlemleri ve kiralamarar tespit edilen ekspertiz değerleri dikkate alınarak gerçekleştirilir.*” Madde, GYO portföy yöneticilerini, yapacakları işlemler için ekspertiz raporu yaptırmayı zorunlu tutmakla birlikte, onlara ekspertiz raporunun sonuçlarına bağımlı olarak hareket etmelerini emretmemektedir. Yalnızca, işlemlerinde ekspertiz raporunun “*dikkate alınmasını*” zorunlu tutmaktadır. GYO ekspertiz raporunda yer alan değeri dikkate alarak ve fakat ondan farklı bir değeri üzerinden işlem yapmakta serbest ise de, bu durumu kamuya açıklamak ve işlemi takip eden ilk genel kurul toplantısında ortaklara durum hakkında bilgi vermek yükümlülüğü altındadır. GYO’nun ekspertiz raporunu dikkate alarak işlem değerine karar vermesi yönündeki hükmün altında yatan düşünce, basiretli bir tacir olan GYO’nun, gayrimenkul üzerindeki bir hakkı piyasa değerinden çok yüksek bir fiyata almayıp, bundan çok düşük bir fiyata devretmeyeceği yönündeki varsayımdır (Belen, 2002: 191).

Yine de ticaret hayatının uzun süreli ilişkileri, bazı durumlarda piyasa değerinden farklı değerlere işlemler de yapılmasını gerektirebilir. İşte bu sebeple, GYO yöneticilerine durumun halka açıklanması şartı ile bir hareket sahası bırakılmıştır. GYO Tebliğ md. 41/f.I uyarınca “*Varlıkların ve hakların rayiç değerlerinin tespiti her yıl sonu itibarıyla yapılır. Yılsonu rayiç değeri tespit işlemi son üç ay içerisinde herhangi bir şekilde değerlendirilmesi yapılan varlıklar için ihtiyaridir.*” Üçüncü fıkra uyarınca “*Ortaklık portföyündeki varlıklar uzun süreli olarak kiralama anlaşmasına konu edilebilir. Ancak bu durumda sözleşmede yazılı kira bedellerinin en geç beş yılda bir ekspertiz değerleri dikkate alınarak yenilenmesi zorunludur.*” Bu hükümler vasıtasıyla, GYO’nun portföy değerinin gerçek değere en yakın düzeyde gösterilmesi sağlanmaya çalışılmış, gayrimenkul sektöründe meydana gelen değişiklikler ile, zamana bağılı olarak enflasyondan kaynaklanan değeri değişikliklerinin, portföy değerine düzenli olarak yansıtılması amaçlanmıştır. Gayrimenkul portföyünde yer alan varlıkların değerinin gerçeği yansıtması, piyasanın güven ve açıklık içinde çalışmasının sağlanmasında büyük öneme sahiptir. Bu

bağlamda SPK, ekspertiz raporlarının gerçeği yansıtmasını sağlayacak önlemlere, tebliğlerinde yer vermektedir.

SPK, gayrimenkul değerlemesi yapacak kişilerin, portföy değerlemesinde gerçeği yansıtılabilmeleri için uzmanlığa sahip olmaları gerektiği gibi, portföy değerlemesini yaptıkları GYO'dan bağımsız olmalarını sağlayacak bir takım önlemlere de tebliğlerde yer vermiştir. Değerleme şirketlerinin, SPK'ca listeye alınmış ve bağımsız olması gerektiği şartları, GYO Tebliği md. 39/f.I'de düzenlenmiştir. Gayrimenkul değerlemesi yapacak kişinin uzmanlığı, o kimseye SPK tarafından gayrimenkul değerlemesi yapmak hususunda lisans verilmesi, GYO Tebliği md. 39 ifadesiyle, SPK tarafından listeye alınmış olmak suretiyle sağlanmaktadır.

SPK gayrimenkul değerlendirme şirketinin hangi koşullar ile listeye alınacağını Seri:VIII, No:35 sayılı Tebliğ ile düzenlenmiş. Tebliğ'de, değerlendirme şirketlerinin, değerlendirme hususunda uzman kişiler vasıtasıyla değerlendirme yapmaları, gerek belirli sayıda uzman çalıştırma zorunluluğu, gerek değerlemeden doğabilecek sorumluluklarının geniş tutulması yolu ile sağlanmak istenmiştir.

Piyasanın düzgün işleminde önemli rolü olan raporların en sağlıklı şekilde hazırlanabilmesini sağlamaya yönelik ikinci şart olan bağımsızlık unsuruna (Belen, 2002: 194), GYO Tebliği md. 39'da yer verilmiş olmakla birlikte, bağımsızlık kavramının açıklanmasında, Seri:VIII, No:35 sayılı Tebliğe gönderme yapılmıştır. Seri:VIII, No:35 sayılı Tebliğ, gayrimenkul değerlendirme şirketi ve uzmanlarının görevlerini yerine getirirken bağımsız ve objektif davranma yükümlülüğü altında olduğunu, Seri:VIII, No:35 sayılı Tebliği md. 11'de vurguladıktan sonra, bağımsızlığın ortadan kalktığı kabul edilen durumları sınırlayıcı değil, örnekleyici şekilde, aynı Tebliğ'in 12. maddesinde sıralamıştır. Ne var ki, Tebliğ gayrimenkul değerlendirme şirketinin bağımsızlığını genel olarak tanımlamamıştır. Belen, değerlendirme şirketinin bağımsızlık yükümlülüğünü "*faaliyetini yürütürken, küçük yatırımcının çıkarlarını bir yana bırakarak ve kurumun faaliyet ilkelerine aykırı olarak, ortaklıkta görev alan bazı kişilere ya da üçüncü kişilere çıkar sağlamaktan kaçınma yükümlülüğü*" olarak tanımlamaktadır. Seri:VIII, No:35 md.12'de sayılan bu haller şunlardır; "*a) Gayrimenkul değerlendirme şirketlerinin ortakları, yöneticileri, değerlendirme uzmanları,*

*konut değerleme uzmanlarının ve bunların üçüncü dereceye kadar (üçüncü derece dahil) kan ve sıhri hısımları ile eşleri veya gayrimenkul değerleme şirketleri tarafından; 1) Değerleme sözleşmesinde öngörülenler dışında müşteriden veya müşteri ile ilgili olanlardan, doğrudan veya dolaylı olarak bir menfaat elde edildiğinin veya menfaat sağlanacağı vaadinin ortaya çıkması, 2) Müşteriyle veya müşterinin ortaklarıyla veya müşterinin yönetim, denetim veya sermaye bakımlarından doğrudan ya da dolaylı olarak bağlı bulunduğu veya nüfuzu altında bulundurduğu gerçek veya tüzel kişilerle değerleme hizmeti verildiği dönem dahil olmak üzere son iki yıl içerisinde ortaklık ilişkisine girilmiş olduğunun belirlenmiş olması, 3) Müşteri ile müşterinin bağlı ortaklıkları, müşterek yönetime tabi teşebbüsleri ve iştiraklerinde değerleme hizmeti verildiği dönem dahil olmak üzere son iki yıl içerisinde kurucu, yönetim kurulu başkan veya üyesi, şirket müdürü veya yardımcısı olarak veya önemli karar, yetki ve sorumluluğu taşıyan başka sıfatlarla görev alınması veya ticari ilişki içinde bulunulması, 4) Müşteri veya müşterinin bağlı ortaklıkları, müşterek yönetime tabi teşebbüsleri ve iştirakleri ile olağan ekonomik ilişkiler dışında borç-alacak ilişkisine girilmiş olması, b) Geçmiş yıllara ilişkin değerleme ücretinin, geçerli bir nedene dayanmaksızın, müşteri tarafından ödenmemesi, c) Değerleme ücretinin, değerleme sonuçları ile ilgili şartlara bağlanmış olması veya piyasa rayicinden bariz farklılıklar göstermesi, değerleme şirketi tarafından müşteriye sunulan diğer hizmetler dikkate alınarak belirlenmesi.”*

Maddede sayılan bu haller dışında da değerleme şirketi veya uzmanının bağımsızlığının zedelendiğine dair tereddüt olan hallerde, bağımsızlığın ortadan kalktığı kabul edilmesi gerekmektedir. GYO portföyünün değerlemesinin yapılmasında, yukarıdaki örnekleyci sayımda “müşteri” olarak geçen kişi GYO’nun kendisi olabileceği gibi, GYO Tebliği md. 39/f.I/b(b) uyarınca, GYO Tebliği md. 21/f.I/b(A)’da sayılan kimseler de olabilir. Yukarıda açıkladığımız üzere, bu kimseler GYO’nun karar alma sürecine hatırı sayılır derecede etki edebilecek kimselerden oluşmaktadır.

## 2.4.2. Sermaye Piyasası Kurulu'nun Ortaklık Üzerindeki Denetimi

### 2.4.2.1 Denetimin Niteliği

Denetimin niteliği başlığı altında, yukarıda hangi ilkeler uyarınca yapılacağını incelediğimiz SPK denetiminin, GYO'nun hangi faaliyetlerine inhisar ettirileceği üzerinde durulacaktır. Başka bir ifade ile, SPK'nın GYO işlemlerinden hangilerini denetlemeye yetkili olduğu hususu tetkik edilecektir. SPK'nın denetlemeye yetkili olduğu alanlar, aynı zamanda mevzuata aykırılık tespit ettiği noktalarda yaptırım uygulamaya yetkili olduğu hususlar olduğundan, denetim faaliyetinin konusunu SerPK'nın "Tedbirler" başlıklı 46. maddesinde bulmak mümkündür. SerPK md. 46'nın incelenmesinde, SPK'nın yaptığı denetim faaliyetinin özel nitelikli bir takım durumlara yönelik olanları bir kenara bırakılırsa, genel hüküm niteliğinde g ve h bentleri üzerinde durmak gerekmektedir. SerPK md. 46/f.I/b(g) SPK'ya GYO faaliyetleri üzerinde mevzuata uygunluk denetimi yapma yetkisi, SerPK md. 46/f.I/b(h) ise GYO'da mali yeterlilik denetimi yapma yetkisi tanımaktadır.

#### 2.4.2.1.1 İdari Denetim

SerPK md. 46/f.I/b(g) uyarınca, GYO'nun "*mevzuat, esas sözleşme ve içtüzük hükümlerine aykırı faaliyetlerinin tespit edilmesi halinde*" SPK'nın, gerek GYO'nun kendisine, gerek hukuka aykırılıktan sorumluluğu tespit edilen kimselere 10 bentte gösterilen yaptırımları uygulama yetkisi vardır. SerPK md. 46/f.I/b(c) farklı bir yaptırımı düzenlerken, (g) bendindeki benzer bir alanı da SPK'nın denetimine tabi tutmuştur. SerPK md. 46/f.I/b(c) uyarınca SPK, GYO'nun "*kanuna, esas sözleşme hükümlerine veya işletme maksat ve mevzuuna aykırı görülen durum ve işlemleri*" olup olmadığının tespit edilmesi amacıyla denetim yapmak yetkisine sahiptir. İki düzenleme arasında önemli bir benzerlik görülmek ile birlikte, bunların tam olarak aynı olduğunu söylemek mümkün değildir. SerPK md. 46/f.I/b(g) genel olarak mevzuata aykırılıktan bahsederken, (c) bendi kanuna aykırılık ile sınırlı bir denetleme alanı tespit etmiştir. SerPK md. 46/f.I/b(g)'de maksat ve mevzuata aykırılık denetleme kapsamına alınmazken, (c) bendinde bunlara aykırılığın da denetlenebileceği gösterilmektedir. Düzenlemelerin ikisi de, GYO'nun idari yöneticileri ve (varsa) portföy yöneticileri tarafından, GYO'nun ve portföyünün idaresi amacıyla yapılan

işlemlerinin mevzuata, esas sözleşmeye ve iç tüzük hükümlerine uygun olması *ratio legis*'i ile kaleme alınmış hükümlerdir. Ne var ki doktrinde, aynı hukuka aykırılıklara farklı yaptırımlar uygulanabilmesi için, madde içinde farklı yerlerde düzenlenen bentlerin, hukuka aykırılığın tanımlanmasında farklı ifadeler seçmiş olması, eleştirilmiştir (Belen, 2002: 332-333). Belen'e göre, aynı hukuka aykırılıkların düzenlendiği iki farklı bentte, bu aykırılıkların farklı ifadeler ile tanımlanmış olması, kanun koyucunun özensizliğini göstermektedir. Yazarın, bu tespitine katılmamak mümkün değil. Bununla birlikte, dikkat çektiği çelişkinin ne şekilde yorumlanması gerektiği üzerinde durmaması eleştirilebilir. Kanımca, düzenlemelerden birinde maksat ve mevzuata aykırılığın yer alıp, diğerinde yer almaması önemli bir çelişki teşkil etmemektedir. Zira her iki düzenlemede de, maksat ve mevzuatın içinde yer aldığı esas sözleşmeye aykırılığın yaptırıma yol açabileceği hükme bağlanmıştır.

Burada esas tartışma yaratabilecek nitelikte olan çelişki, SerPK md. 46/f.I/b(g)'de mevzuata aykırılığın yaptırım ile karşılaşabileceği hükme bağlanmakta iken, (c) bendinin yalnızca kanuna aykırılığa hasredilmiş olmasındadır. Kanımca (c) bendinde yer alan "*kanuna aykırılık*" ifadesinin de (g) bendinde olduğu gibi "*mevzuata aykırılık*" şeklinde anlaşılması gerekmektedir (Kayar, 1997: 57). Zira (c) bendinde gösterilen hukuka aykırılık hallerinin yaptırımı, işleme karşı iptal davası açmak iken, g bendinde iptal davası açmaktan çok daha ağır bir yaptırım olan, faaliyetin geçici ya da sürekli durdurulması yaptırımını öngörülmektedir. SPK'nın öngörebileceği en ağır yaptırımlardan olan, GYO'nun bütün faaliyetinin geçici veya sürekli durdurulmasının, idari düzenleyici işlem seviyesindeki tebliğlere aykırılık hallerinde dahi verilebileceği kabul edilirken, yalnızca bir hukuka aykırı işlemin iptali yaptırımının, mutlaka kanuna aykırılık halinde öngörülmesi zorunluluğu getirildiği düşünülemez. O halde, açıklayıcı yorum yoluyla, iptal davası açma yaptırımının da yalnızca kanuna aykırılık hallerinde değil, mevzuatın diğer düzenlemelerine (özellikle de tebliğlere) aykırılık hallerinde de uygulanabileceğini kabul etmek gerekir. Özetle, SPK'nın GYO'nun idari işlemleri üzerinde yaptığı denetleme faaliyetleri yalnızca kanun değil, tüm mevzuat göz önünde bulundurularak yapılacaktır.

GYO işlemlerinin tüm mevzuata uygunluğunun araştırılacağı SPK denetimlerinin en önemli kaynağını GYO Tebliği oluşturacaktır. GYO Tebliği'nde ortaklığın uyması zorunlu tutulan birçok hüküm yer almaktadır. Fiilen emredici nitelikte olmasına rağmen, bu Tebliğ hükümlerine aykırılık, emredici kanun hükümlerine aykırılığın yaptırımını olan kesin hükümsüzlükten yararlanmamaktadır. Buna mukabil, bu hükümlere aykırılığın SPK denetimleri esnasında fark edilmesi üzerine, SerPK md. 46/f.I/b(c) uyarınca işlemin iptali için dava açılabilir ya da (g) bendi uyarınca GYO'nun faaliyetinin durdurulmasına kadar varabilecek yaptırımlar uygulanabilecektir. GYO Tebliğinde yer alıp, SerPK md. 46'da (c) ve (g) bentleri uyarınca, GYO'ya yaptırım uygulanmasına sebebiyet verebilecek türde Tebliğe aykırılıklar, özellikle portföy yatırımlarına ilişkin Tebliğ hükümlerine aykırılık sebebiyle karşımıza çıkabilecektir. GYO Tebliği md. 25'te "*yatırım faaliyetleri*" başlığı altında yer alan düzenlemelere aykırılık oluşturan yatırımlar yapılması, md. 26'da "*yatırımlara ilişkin yasaklar*" başlığı altında sıralanan yasaklara uyulmaması ve hatta md. 27'de gösterilen portföy sınırlamalarına uygun olmayacak yüzdelerle gayrimenkule dayalı olmayan varlıklara yatırım yapılması hallerinde, söz konusu GYO işlemleri, SPK'nın denetimi sonucunda ortaklığın yaptırımlara maruz kalmasına sebebiyet verecektir. Tebliğde yer alan emredici düzen hükümlerine aykırılığın, ortaklığın bir yaptırımla karşılaşmasına sebep olacağı kanunda gösterilmekte ise de, bu hükmü dar yorumlamamak gerekmektedir. Yani, GYO'nun yüzlerce işleminden, ortaklığın malvarlığını önemli ölçüde risk altına sokmayan bir tanesinin, GYO Tebliği'ne aykırı olarak yapılmış olmasının, ortaklığın faaliyetlerinin durdurulmasına yol açmaması (Belen, 2002: 334), hükmün daha geniş yorumlanması gerekmektedir. SPK'nın denetim faaliyetinin bağlı olduğu ilkelerden yukarıda değindiğim "*orantılılık*" ve "*önleme amacı gütmeye*" ilkeleri, hükmün amaca uygun şekilde geniş yorumlanmasında değerlendirilebilir.

Şöyle ki, SPK'nın GYO üzerinde yaptığı denetimde göz önünde bulundurulması gereken öncelikli amaç, ortaklığın işlemlerinin mevzuata uygun olmak şartıyla faaliyetine devam etmesi olmalıdır. O halde, en ufak bir tebliğe aykırılıkta, GYO'nun faaliyetinin durdurulmasına kadar varabilecek, ortaklık yöneticilerinin imza yetkilerinin kaldırılması ya da benzeri ağır yaptırımların



uygulanması, SerPK md. 1’de yer alan amaca uygun olmadığı gibi, ülke ekonomisinin yararına da olmayacaktır. SPK’nın denetim esnasında tespit ettiği mevzuata aykırı işlemlerden, ortaklığın gerekli önlemler alınmadığı takdirde faaliyetinin durdurulmasını gerektirecek derecede önemli olanlar haricindekilerde, yalnızca işlemin düzeltilmesinin talep edilmesi ya da şartları mevcutsa, işlemin iptalinin istenilmesi ile yetinilmelidir. “Gerekli tedbirler alınmadığı takdirde ortaklığın faaliyetinin durdurulmasının istenebileceği derecede önemli aykırılık” kriterinin hangi aykırılıklar için söz konusu olacağı belirlenmesinde, SPK’nın takdir yetkisi söz konusu olacaktır.

#### **2.4.2.1.2 Mali Denetim**

SPK gözetim ve denetim görevi kapsamında GYO’nun mali durumunu incelemektedir (Kayar, 1997: 55). GYO’nun mali durumu ile malvarlığı birbirlerine çok yakın kavramlar olmakla birlikte, birbirlerine karıştırılmaması gerekmektedir. Malvarlığı, ortaklığın aktif ve pasiflerinin bütünü olarak tanımlanırken, mali durum, malvarlığını oluşturan bu aktif ve pasiflerin karşılıklı durumu (Uysal ve Şenlik, 2008: 23) olarak tanımlanmaktadır (Kayar, 1997: 5-6). Mali durumun iyi ya da kötü olması, malvarlığını meydana getiren aktif ve pasifin birbirine olan oranının, istenen düzeyde olup olmamasına göre belirlenmektedir. Şöyle ki, GYO’nun malvarlığının (örneğin aktifin Tebliğ md. 27 ile pasifin md. 35 ile uyumlu olup olmadığı) denetlenmesi idari denetim kapsamında değerlendirilmekte iken, bir bütün olarak aktif ile pasifin birbirine olan oranının istenilen düzeyde olup olmadığı denetlenmesi, mali denetim kapsamında düşünülecektir.

SPK’nın yapacağı mali denetimde, bir yandan ortaklığın sermayesinin korunması hedeflenmekte iken, bir yandan da malvarlığının borçlarını karşılayabilecek miktarda kalması amaçlanmaktadır. Yukarıda idari denetim başlığı altında açıkladığımız denetim türünde, GYO’nun her türlü işlem ve faaliyetinin mevzuata uygunluğu denetlenirken, mali denetimde, GYO’nun faaliyetleri mevzuata uygun şekilde yapılmış olsun ya da olmasın, ortaklığın mali durumunun küçük yatırımcının korunması açısından yeterli olup olm adığının denetimi yapılacaktır (Tekinalp, 1982: 161; Belen, 2002: 333).

Nitekim SerPK md. 46/f.I/b(h) uyarınca, mevzuata aykırılık şartı aranmaksızın “*sermaye piyasası kurumlarının, mali yapılarının ciddi surette zayıflamakta olduğunun tespiti*”, bentte öngörülen yaptırımların uygulanabilmesi için yeterli görülmüştür (Kayar, 1997: 60). Mali durumun zayıflaması genel olarak, “*malvarlığının pasif tarafının aktif karşısında, olması gerekenden ... fazla olması*” olarak tanımlanabilir (Kayar, 1997: 34).

SerPK md. 46/f.I/b(h) uyarınca SPK’nın mali denetimi esnasında tespit ettiği hukuka aykırılık halleri, iki seviyede söz konusu olabilir (Kayar, 1997: 59). Bunlardan hukuka aykırılığın nispeten daha hafif olduğu hal “*mali yapılarının ciddi surette zayıflamakta olduğunun tespiti*” iken, hukuka aykırılığın daha ağır telakki edildiği durum ise “*mali durumlarının taahhütlerini karşılayamayacak kadar zayıflamış olduğunun tespiti*” şeklinde gösterilmektedir.

GYO’nun mali yapısının ciddi surette zayıflamakta olduğunun tespiti halinde, ortaklığın bir takım yaptırımlara maruz kalması, SPK’nın mali denetim faaliyetinde önleme amacı güttüğünün bir göstergesidir. SPK’nın GYO’ya bir takım yaptırımlar uygulayabilmesi için, mali durumun ciddi surette zayıflamış olması gerekmekte, mali durumda ciddi surette bir zayıflamanın başlamış olduğunun (mali durumun ciddi surette zayıflamakta olduğunun) tespiti yeterli kabul edilmektedir (Tevetoğlu, 2006: 76). Bu hukuka aykırılığın tespiti için, öncelikle mali yapıda ciddi surette zayıflamadan ne anlamak gerektiği belirlenmeli, ardından bu nitelikte bir zayıflamanın başlamış olduğunun ne şekilde belirleneceği üzerinde durulmalıdır.

Mali yapıda ciddi surette zayıflamadan ne anlaşılması gerektiğinin tespitinde, SerPK’da açıklayıcı bir hüküm bulunmadığı için, SerPK md. 2/f.II uyarınca, SerPK’ya nazaran genel hüküm niteliğinde, TTK ve İİK’ya başvurmak gerekmektedir. TTK md. 324/f.I uyarınca şirket sermayesinin üçte ikisinin karşılıksız kaldığı halde, GK’da sermayenin azaltılmasına ya da tamamlanmasına ilişkin bir karar alınmadığı takdirde, ortaklık infisah edecektir. İİK md. 179 uyarınca da, ortaklığın borca batık olduğunun tespit edilmesi halinde, ortaklığın iflası talep edilebilecektir (Kayar, 1997: 52). Bu iki hüküm de ortaklığın mali durumunun ciddi surette zayıfladığı durumlara işaret etmektedir. Nitekim bu durumlarda, gerek TTK, gerekse İİK’da gösterilen

yaptırımların GYO'ya uygulanması mümkündür. SerPK md. 46/f.I/b(h)'de SPK'ya verilen tedbir alma yetkisi ise, ortaklığın mali durumunun TTK ve İİK'da gösterilen derecede bozulmuş olmamakla birlikte, bu aşamaya varacak şekilde bozulmakta olduğunun tespiti halinde dahi söz konusu olabilecektir. Nitekim, mali durumun zayıfladığını ya da zayıflamakta olduğunu söylemek için mutlaka çıkartılmış sermayenin karşılıksız kalması gerekmemektedir.

Örneğin, zararın yedek akçeler aracılığı ile kapatılabiliyor olması sebebiyle sermayenin karşılıksız kalmadığı bir durumda, ortaklığın mali durumunun zayıflamadığı söylenemez. Nasıl ki ortaklığın aciz haline düşmesi, borca batık hale gelmesi yolunda bir emare olarak görülmekteyse (Pekcanitez vd., 2005: 354), son bilançoda gözüken aktif fazlasının bir önceki bilançoda yer alan aktif fazlasına göre fazlaca düşmüş olduğunun tespiti de mali durumun ciddi surette zayıflamakta olduğu yönünde bir emare olarak kabul edilebilir (Kayar, 1997: 103). Burada SPK'nın takdir yetkisi söz konusu olacaktır.

Tabiidir ki idarenin tüm kararları gibi, böyle bir karara karşı da mahkeme yolu açık bulunacaktır. Bu durumda, GYO yetkililerinin, söz konusu durumun GYO'nun mali durumunun ciddi surette zayıflamakta olduğunu gösterir nitelikte olmadığını kanıtlaması gerekecektir. SPK'nın GYO üzerindeki denetimleri sonucu, ortaklığın TTK ya da İİK çerçevesinde hukuki müdahaleyi gerektirmemekle birlikte, mali durumun bozulduğu tespit edildiğinde, SerPK md. 46/f.I/b(h) uyarınca tedbir alınabilecektir. Ne var ki, SPK'nın bu hüküm çerçevesindeki müdahalesini her bir mali durum bozulması halinde uygulamaması gerekmekte, bunun mutlaka "*ciddi surette zayıflama*" olduğunun tespit edilmesi gerekmektedir (Kayar, 1997: 106). Aksi takdirde, GYO'nun SPK vesayeti altında faaliyet gösterdiği izlenimi doğabilecektir. SerPK md. 46/f.I/b(h)'de mali durumun, yukarıda açıklanandan daha ağır şekilde bozulması, yani "*mali durumlarının taahhütlerini karşılayamayacak kadar zayıflamış*" olması halinde, SPK'ya daha ağır yaptırımlar uygulama yetkisi verilmektedir. GYO'nun mali durumunun taahhütlerini karşılayamayacak hale gelmesinden anlaşılması gereken, borca batıklıktır (Kayar, 1997: 125). Bu düzenlemede GYO'nun borçlarının (taahhütlerinin), aktifini aşması hali

düzenlenmektedir. Bent uyarınca borca batıklık halinin tespit edilmesinde, GYO'nun karşılaşacağı yaptırımlar, mali durumunun ciddi surette zayıflamakta olduğunun tespitine nazaran daha ağırdır. Bu yaptırımlar, ortaklık görevlilerinin yetkilerinin kaldırılması, süre vermeksizin ortaklığın faaliyetlerinin geçici ya da sürekli olarak durdurulması, tedrici tasfiyesi, hatta doğrudan iflasının istenmesidir.

Bu noktada bir husus üzerinde durmak gerekmektedir. Gerçek kişiler açısından bir iflas sebebi olmayan borca batıklık, anonim ortaklıklar açısından bir doğrudan iflas sebebidir (Pekcanıtez vd., 2005: 351). Buna rağmen SerPK md. 46/f.I/b(h)'de borca batıklığın tespiti karşısında, SPK'nın doğrudan iflası talep etmeyip, ortaklığa bir takım tedbirler alması için süre vermesi ihtimali öngörülmüştür. SerPK'nın İİK karşısında *lex specialis* niteliği göz önünde bulundurulduğunda, sermaye ortaklıklarının doğrudan iflasını düzenleyen İİK md. 179'da yer alan YK'nın derhal iflası isteme düzenlemesi karşısında, SerPK md. 46/f.I/b(h)'nin GYO'lara öncelikli olarak uygulanması gerekmektedir. Bu çerçevede GYO'nun borca batık olduğu tespit edilmiş olsa dahi YK'nın doğrudan iflası istemesi yerine, SerPK'da gösterilen tedbirleri uygulaması gerekmektedir.

GYO'nun mali durumunda başlayan zayıflamanın ne şekilde tespit edileceği hususu üzerinde de durmak gerekmektedir. GYO'nun kamunun aydınlatılması yükümlülüğü ve ekspertiz raporları ile bağlılık ilkeleri çerçevesinde, SPK'ya açıkladığı bilanço ve mali tablolar vasıtasıyla hesap edilen, kısa, orta ve uzun vadeli borçlarının, ortaklığın aktifine oranının hesaplanması ile, mali durumun zayıflamakta olup olmadığı tespit edilebilir (Kayar, 1997: 38). Ortaklığın mali durumunun zayıflamakta olduğunun tespitinde, bilançonun yanı sıra, kâr-zarar hesabının da kullanılması faydalı olabilir. Şöyle ki, bilanço ortaklık malvarlığının bilanço tarihindeki durumunun fotoğrafıdır. Anlık bir görüntüyü ifade etmektedir. Oysa gelir tablosu (TTK anlamında kâr-zarar hesabı belgesi), hesap dönemindeki sâfi kâr ve zararın nasıl oluştuğu ile, bu dönemdeki gelir ve giderlerin hangi kalemlerden oluştuğunu gösterir. Bu yolla gelir tablosu, ortaklığın hesap döneminde mali durumunun neden zayıfladığı hakkında, bilançoya nazaran daha fazla bilgi vermek (Kayar, 1997: 39) suretiyle, SPK'nın uygulanmasını talep edeceği tedbirleri tespit

etmesine katkıda bulunur. Ortaklığın mali durumunun zayıflamakta olduğunun araştırılmasında, GYO hisse senetlerinin nominal değeri ile borsa değeri arasında, nominal değer aleyhine fark açılması halinin tespiti de değerlendirmeye alınabilir (Kayar, 1997: 39).

#### **2.4.2.2 Denetim Sonucunda Ortaklığın Karşılaşabileceği Yaptırımlar**

Yukarıda hangi hallerde SPK'nın GYO'ya yaptırım uygulayabileceğini açıkladık. Aşağıda ise, bu haller gerçekleştiğinde GYO'nun karşılaşabileceği yaptırımlar incelenecektir. Yukarıda SPK'nın denetim faaliyeti esnasında bağlı olduğu ilkeler açıklanırken, önleme amacı gütmeye ilkesine değinilmiştir. Bu ilke çerçevesinde GYO'nun karşılaşabileceği yaptırımlar, öncelikle tedbir nitelikli olacaktır. Tedbir nitelikli yaptırımların hukuka aykırılığı ortadan kaldıramadığı ya da kaldırmayacağına anlaşıldığı hallerde, cezai nitelikli yaptırımlar uygulanabilecektir.

##### **2.4.2.2.1 Tedbir Nitelikli Yaptırımlar**

SPK, GYO'nun bir hukuka aykırılığını tespit ettiği takdirde, öncelikle bu hukuka aykırılığın ortadan kaldırılması amacıyla bir takım yaptırımlar uygulayacaktır. Böylelikle, SerPK md. 1'de gösterilen amaç doğrultusunda, "*sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını*" sağlamaya yönelik hareket etmiş olacaktır. Nitekim sermaye piyasasının güven içinde çalışmasından öncelikle anlaşılması gereken hukuk güvenliğidir. SPK'nın denetim faaliyeti esnasında tespit ettiği hukuka aykırılıkların ortadan kaldırılması yönünde alınacak tedbirler, bir yandan GYO tarafından ihraç edilen, hisse senetleri ya da başkaca menkul kıymet veya diğer sermaye piyasası araçlarına yatırım yapan küçük tasarruf sahibinin korunmasına yönelik iken, bir yandan da GYO'nun kendisinin korunmasını amaçlamaktadır. Bu tedbir niteliğindeki yaptırımlar ile GYO'nun piyasada faaliyet gösterebilir durumda kalması amaçlanmaktadır. Bu açıdan tedbir niteliğindeki yaptırımlar aşağıda incelenecek olan cezai nitelikteki yaptırımlardan ayrılmaktadır. Zira cezai yaptırımlar yalnızca küçük tasarruf sahibini korumakta olup, GYO'nun faaliyetini sona erdirici nitelikte olduğundan, tüzel kişilik olarak GYO'yu koruyan bir özelliğe sahip değildir.

GYO'nun karşılaşabileceği tedbir niteliğindeki yaptırımlardan ilki, SerPK md. 46/f.I/b(c)'de yer almaktadır. Madde uyarınca gerek idari denetim sonucunda

ortaklığın hukuka aykırılığı tespit edilen işlemlerinin, gerek mali denetim sonucu tespit edilebilecek olan, sermayenin azalmasına ya da kaybına sebep olan işlemlerin iptalinin, SPK tarafından talep edilebilmesi yaptırımını düzenlenmiştir.

SerPK md. 46/f.I/b(c)'de aynı hukuka aykırılıklar için, “*ilgililerden aykırılıkların giderilmesi için tedbir almasını ve öngörülen işlemleri yapmasını isteme*” yaptırımını ile aykırılıkları “*ilgili mercilere intikal ettirme*” yaptırımını düzenlemektedir. GYO'nun hukuka aykırılığı tespit edilen işlemleri sebebiyle, başvurulabilecek merciler Sanayi ve Ticaret Bakanlığı olabileceği gibi ticaret mahkemesi de olabilir. Örneğin, TTK md. 324 uyarınca çıkartılmış sermayesinin üçte ikisini kaybeden bir GYO'nun yönetim kurulunda uygun bir müddet içinde sermaye artırılması ya da azaltılması yönünde bir karar alınmadığı takdirde, GYO'nun infisahının tespiti için, SPK'nın ticaret mahkemesine başvurabilmesi, “*ilgili mercilere intikal*” yaptırımını çerçevesinde düşünülebilir.

SerPK md. 46/f.I/b(c)'de SerPK sistemine uygun olacak şekilde “*ilgililerden aykırılıkların giderilmesi için tedbir*” alma yaptırımını öngörülmektedir. Benzer nitelikte yaptırımlar SerPK md. 46/f.I/b(g) ve (h)'de de öngörülmüştür. Ne var ki, (c) bendinde aykırılıkların giderilmesini talep yaptırımının yanı sıra, aykırılıkların giderilmesi için SPK tarafından “*öngörülen işlemlerin yapılmasını isteme*” yaptırımını da yer almıştır. Kanunda SPK tarafından talep edilebilecek bu işlemlerin neler olabileceği hakkında herhangi bir bilgi yer almamaktadır. Benzer şekilde SerPK md. 46/f.I/b(g) ve (h)'de SPK “*her türlü tedbirleri almaya*” ve “*gerekli tedbirleri almaya*” yetkili kılınmaktadır. Bu düzenlemelerde, SPK'nın yaptırım olarak ortaklıktan talep edeceklerinin ne olduğunu kestirmek mümkün değildir. İlgililerden talep edilebilecek işlemlerin kanunda sayılmış olmaması, tespit edilen hukuka aykırılığın niteliği göz önünde bulundurularak, her bir duruma uygun özellikte tedbir talep edilebilmesi amacıyla SPK'ya tanınmış bir esnekliktir (Tevetoğlu, 2006: 82).

Ne var ki, cezaların kanuniliği ilkesi gereği bu düzenleme şeklinin hukuka uygun olmadığını düşünmekteyim. İdari cezalar (yaptırımlar) da tıpkı ceza kanunlarında olduğu gibi bireylerin özgürlüklerini sınırlayıcı sonuçlar doğurabilmektedir (Günday, 2003: 217). Örneğin, SPK'ca uygulanacak tedbir nitelikli

bir yaptırımın sonucunda hukuka aykırılığın giderilememesi durumunda, aşağıda inceleneceği gibi, GYO'nun faaliyeti durdurulabilecek, yani girişim özgürlüğü kısıtlanabilecektir.

Serbest piyasa ekonomisini kabul eden Türkiye'de anayasal özgürlüklerden biri olan girişim özgürlüğünün (AY md. 48/f.I), bir idari karar ile kısıtlanması, ancak bunun kanun ile öngörülmüş olduğu halde hukuka uygun olacaktır. Cezaların kanuniliği ilkesi çerçevesinde, bir cezanın kanuni olması için, bu yaptırımın ne olduğunun açıkça kanunda yer alması gerekmektedir. Yoksa kanunda idarenin "uygun gördüğü yaptırımı" uygulayabileceğinin söylenmesi, bu yaptırımın kanunilik ilkesi ile bağdaştığı anlamına gelmez. Yine de uygulamada SPK'nın kanunun kendisine tanımış olduğu bu geniş esneklik çerçevesinde, ilgililerden bir takım tedbir taleplerinde bulunacağı aşikârdır. İlgililerce (kanunda yer almadığı için) öngörülemeyen bu tedbirlerin, en azından tespit edilen hukuka aykırılığın giderilmesi ve mali durumun düzeltilmesini sağlayacak tedbirler olması gerekmektedir (Kayar, 1997: 58). Bu çerçevede, mevzuat ya da esas sözleşmeye aykırı olduğu tespit edilen bir YK işleminin, YK tarafından geri alınması ya da icrasının geri bırakılmasının, üçüncü bir kişi ile mevzuata aykırı bir sözleşme yapılmış ise bunun feshedilmesinin, sermayenin azaltılması ya da artırılmasının, bazı gayrimenkul projelerinin ertelenmesi ya da bazı gayrimenkullerin elden çıkartılmasının talep edilmesi gibi tedbirler düşünülebilir (Belen, 2002: 341).

Buna mukabil, örneğin sermayenin azalmış olduğunun tespit edildiği durumda, sermayenin tamamlanmasına ilişkin bir karar alınmaması halinde, lider sermayedardan sermayeyi tamamlanmasının talep edilmesi mevzuata (tek borç ilkesine) uygun nitelikte bir tedbir olmayacağından, böyle bir tedbirin talep edilememesi gerekir. SPK'nın GYO'nun faaliyetlerindeki hukuka aykırılıkların ya da mali durumunun düzeltilmesi için bir takım tedbirler önerme mecburiyeti yoktur. Bu çerçevede, SPK yalnızca tespit ettiği hukuka aykırılıkların ortadan kaldırılması ya da mali durumunun düzeltilmesini talep edip, bu doğrultuda GYO'nun ne şekilde davranması gerektiğini belirtmekten imtina ederek, tedbirlerin tespitini GYO'ya da bırakabilir (Tevetoğlu, 2006: 75). Nitekim, Yargıtay 19 HD. 20.06.1995 tarihli, E.

1995/4594, K. 1995/5616 sayılı kararına göre de mali durumu bozulan sermaye piyasası kurumuna SPK tarafından “*mali durumunun düzeltilmesi için bir aylık süre verilmiş*” ve fakat mali durumunu düzeltmesi için atacağı adımlar hakkında ipucu verilmemiştir.

Tedbir nitelikli yaptırımlar SerPK md. 46/f.I/b(g) ve (h)’de de yer almaktadır. Bu bentlerde yer alan tedbir nitelikli yaptırımlardan ilki hukuka aykırılığın giderilmesi ya da mali durumun düzeltilmesine yönelik yaptırımlardır. Bu yaptırımlar “*aykırılıkların giderilmesi ve kanuna, işletme amaç ve ilkelerine uygunluğun sağlanmasını*” ve “*verilecek uygun süre içinde, mali durumlarının güçlendirilmesini*” istemektir. Mali durumun düzeltilmesinde uygun bir süre öngörülebileceği kanunda yer almakla birlikte, idari denetimde tespit edilen hukuka aykırılıkların giderilmesinde böyle bir süre unsuruna yer verilmemiştir. Kanımca, idari denetimde de, mali denetimde olduğu gibi, hukuka aykırılığın giderilmesi için GYO’ya belirli bir süre verilmesi mümkündür. SPK, GYO’ya bir takım tedbirleri yerine getirmesi yaptırımını uyguladığında, öngördüğü tedbir ile müsemma bir müddet de tanınmalıdır. Gerek uygulanan tedbir, gerek bu tedbir için öngörülen süre, idarenin (SPK’nın) takdir yetkisi dâhilinde belirlenecektir (Tevetoğlu, 2006: 79). Hem mali durumun güçlendirilmesi, hem hukuka aykırılığın giderilmesi için GYO’ya verilebilecek sürenin talep edilen işlemin yapılmasına elverecek derecede uzun olması gerekmektedir. Ayrıca GYO’ya hukuka aykırılıkları ya da mali durumunu düzeltmesi için süre, ancak bu hukuka aykırılıkların ya da mali durumun düzeltilmesi ihtimalinin görüldüğü hallerde verilmelidir (Tevetoğlu, 2006: 102). Yoksa düzelme ihtimali olmayan hallerde de süre verilmesi SerPK md. 46/f.I/b(g) ve (h) hükümleri ile korunmak istenen menfaate aykırı düşebilecek sonuçlar çıkmasına sebebiyet verebilir.

SPK’nın hukuka aykırılık tespit ettiği durumda, ortaklıktan bunun düzeltilmesini talep edip, uygun bir süre vereceği bir hal GYO Tebliği md. 27/f.I/b(e)’de düzenlenmiştir. İlgili düzenleme uyarınca, GYO’nun portföy sınırlamalarını düzenleyen 27. maddesinde yer alan gayrimenkul ve gayrimenkul projelerine dayalı yatırımların portföyün asgari %50’sini oluşturması şartının gerçekleştirilemediğinin tespiti durumunda, SPK’nın GYO’ya bu hukuka aykırı



durumu düzeltmesi için bir defaya mahsus olmak üzere bir yıllık süre tanıyabileceği hükme bağlanmıştır. Kanımca bu tedbirin Tebliğ’de düzenlenmesi cezaların kanuniliği ilkesine aykırı düşmemektedir. Zira söz konusu yaptırım esasen, SerPK md. 46/f.I/b(g)’de düzenlenmiştir. Bu hüküm uyarınca SPK’nın GYO’dan mevzuata aykırı durumların tespiti halinde, bu aykırılıkların giderilmesini talep yetkisi zaten mevcuttur. GYO Tebliği md.27/f.I/b(e) ile yalnızca belirli bir hukuka aykırılık halinde, SPK’nın yaptırım yetkisini ne şekilde kullanacağı düzenlemiştir. Bu bağlamda, esasen SPK kanunen sahip olduğu serbestiyi, kendi çıkartmış olduğu bir tebliğ ile sınırlandırmaktadır. Şöyle ki, başka mevzuata aykırılıkların tespiti halinde SPK GYO’ya birden fazla kereler müddet tanıyabileceği gibi, tanıdığı müddetin de bir yıldan az ya da fazla olması mümkün olabilecektir. Oysa portföyün %50’sinin gayrimenkul ya da gayrimenkule dayalı projelere dayalı olması kuralına aykırılık halinde, SPK’nın böyle bir serbestisi söz konusu olamayacaktır.

Hukuka aykırılıkların giderilmesi ya da mali durumun düzeltilmesi talebi ile birlikte, SPK GYO’nun imzaya yetkili görevlilerinin imza yetkilerini sınırlamaya ya da kaldırmaya da yetkilidir. Bu yaptırım açısından SerPK md. 46/f.I/b(g) ve (h) bir noktada ayrılmaktadır. SerPK md. 46/f.I/b(h) kurum görevlilerinin imza yetkilerinin kaldırılması yaptırımına hangi kriterler ile başvurulacağı hususunda bir açıklık getirmemiştir (Tevetoğlu, 2006: 80). Mali durumun ciddi surette bozulmakta olduğunun tespit edilmesi halinde, mali durumun bozulmasında sorumluluğu olup olmamasına bakılmaksızın, görevlilerin yetkileri sınırlandırılabilir ya da kaldırılabilir. SerPK md. 46/f.I/b(g) uyarınca, bir hukuka aykırılığın tespit edilmesi halinde, GYO görevlisinin imza yetkisinin sınırlandırılması ya da kaldırılması yaptırımının uygulanabilmesi için ise, yaptırım uygulanacak görevlinin söz konusu hukuka aykırılıkta sorumlu olduğunun tespit edilmesi ve hakkında kovuşturmaya geçilmiş olması gerekmektedir.

İki bent arasında yer alan bu ayırım, kanun koyucunun mali durumun bozulması haline daha titizlikle yaklaştığını ve bu alandaki yaptırımların daha ağır şekilde uygulanmasına izin verdiğini göstermektedir. Şöyle ki, uygulamada süre verme tedbirinin çoğunlukla işe yaramadığı ve bu süre içinde kötü niyetli kurum

yetkililerinin ortaklığın içini boşalttıkları ve ortaklığı iflasa sürükledikleri görülmüş, verilen sürenin kötüye kullanılmasının engellenmesi açısından, süre verme tedbiri ile birlikte uygulanmak maksadıyla, görevlilerin imza yetkilerinin kaldırılması yaptırımı öngörülmüştür (Tevetoğlu, 2006: 80-81). Böylece süre verilmesi tedbiri ile birlikte imza yetkilerinin sınırlandırılması tedbirinin bir arada kullanılması yoluyla, ortaklığın mali durumunun düzeltilmesinden ziyade, daha da kötüleşmesinin önüne geçilmek amaçlanmıştır.

#### 2.4.2.2.2 Cezai Nitelikli Yaptırımlar

SPK'nın, denetimleri sonucunda GYO'nun mali durumunda tespit etmiş olduğu zayıflamanın ya da işlemlerinde tespit edilen hukuka aykırılıkların, öncelikle tedbir nitelikli yaptırımlar ile düzeltilmeye çalışılması gerekmektedir. Ancak bu tür yaptırımlar uygulanmasına rağmen düzeltilemeyen ya da bu yaptırımlar uygulansa dahi düzelmesine imkân olmayan hukuka aykırılıkların ya da mali durumların varlığı halinde, SPK'nın cezai nitelikli yaptırımlar uygulamaya yetkisi vardır. Bu yolla SPK SerPK md. 1'de gösterilen nihai amacına, yani tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarının korunması amacına ulaşmaya çalışmaktadır. Yine de GYO'nun faaliyetinin durdurulması anlamında gelen cezai yaptırımların öncesinde tedbir niteliğinde yaptırımların uygulanması gerekliliği, cezai yaptırımların *ultima ratio* bir yöntem olduğunu göstermektedir.

Yukarıda açıklanan tedbir nitelikli yaptırımların, hukuka aykırılığı ya da GYO'nun mali durumunu düzetmeye yetmediği (Tevetoğlu, 2006: 80) ya da yetmeyeceğinin SPK tarafından tespit edildiği durumlarda, SerPK md. 46/f.I/b(g) ve (h) uyarınca ortaklığın faaliyetlerinin geçici ya da sürekli olarak durdurulmasına karar verilebilir. GYO'ya uygulanabilecek cezai nitelikli yaptırımlardan bir diğeri de GYO Tebliğ md. 27/f.I/b(e) ve md. 10/f.II'de belirtilen, "gayrimenkul yatırım ortaklığı" unvanının kullanılması izninin kaldırılmasıdır. Aşağıda faaliyetin durdurulması ve gayrimenkul yatırım ortaklığı unvanının kaldırılması yaptırımları sırasıyla incelenecektir.

SerPK md. 46/f.I/b(g) ve (h)'de gösterilen faaliyetin geçici ya da sürekli olarak durdurulması kararları, SPK'nın GYO üzerinde uyguladığı idari ve mali

denetimler sonucunda tespit ettiği hukuka aykırılıkların, tedbir nitelikli yaptırımlar ile ortadan kaldırılamadığı durumlarda uygulanmaktadır. GYO'nun mali durumunun zayıflamakta olduğunun tespiti halinde, yetki belgelerinin kaldırılması ve faaliyetin durdurulması yaptırımının uygulanabilmesi, bu hukuka aykırılığın giderilmesi için GYO'ya bir süre verilmiş olmasına bağlıdır. Mali durumdaki zayıflamanın, ortaklığın taahhütlerini karşılayamayacak düzeye çıkmış olduğu durumlarda ise, tedbir nitelikli yaptırımların uygulanması için belirli bir süre beklenmesi dahi gerekmeyecek, doğrudan, yetkilerin kaldırılması ve faaliyetin durdurulması yaptırımını uygulanabilecektir. Başka bir deyişle, ortaklığın mali durumunun taahhütlerini karşılayamayacak düzeye gelmiş olması halinde, faaliyetin durdurulması yaptırımının *ultima ratio* olarak kullanılması gerekmeyecektir.

Faaliyetin durdurulması yaptırımının geçici ya da sürekli niteliği üzerinde durmak gerekmektedir. *Ultima ratio* olarak uygulanan faaliyetin durdurulması yaptırımını da kendi içinde derecelendirilmiştir. Faaliyetin durdurulması yaptırımının uygulanmasında tespit edilen hukuka aykırılığın ağırlığı göz önünde bulundurularak, ağır hukuka aykırılıklar için faaliyetin sürekli durdurulması kararı, giderilmesi mümkün hukuka aykırılıklar için ise faaliyetin geçici durdurulması kararı verilmektedir. Ortaklık faaliyetinin geçici olarak durdurulması ile ortaklığı hukuka aykırılığı ortadan kaldırmaya ya da mali durumunu düzeltmek adına faaliyette bulunmaya zorlamak ve mali durumu önemli ölçüde bozulmuş ortaklığın faaliyetine mani olmak suretiyle, bunlara yatırım yapabilecek yatırımcıları korumak amaçları güdülmektedir (Kayar, 1997: 60; Tevetoğlu, 2006: 83). Nitekim giderilmesi mümkün olan hukuka aykırılıkların varlığı halinde, SPK'nın faaliyetin geçici durdurulması kararıyla birlikte, faaliyetin ne kadar bir süre için durdurulduğunun da belirtmesi gerekmektedir. Bu sürenin sonunda hukuka aykırılığın giderilmiş olması halinde, ortaklık faaliyetine devam edecek, giderilmemesi durumunda ise faaliyetin sürekli durdurulması kararı verilecektir (Belen, 2002: 344).

Faaliyetin sürekli durdurulması, ortaklığın tasfiyesine doğru ilerleyebilen bir sürecin ilk adımı olarak görülmelidir. Nitekim faaliyetin sürekli durdurulması ile birlikte, ortaklığın yetkilerinin de kaldırılması öngörülmektedir. Kamu hukukumuzda

hâkim, işlemlerde paralellik ilkesi uyarınca, bir işlemin ancak bu işlemi yapan makam (ya da bunun hiyerarşik üstü) tarafından kaldırılabilmesi göz önünde bulundurularak değerlendirildiğinde, SerPK md. 46/f.I/b(g) ve (h)'de sözü geçen “yetkilerin kaldırılması” ifadesinden SPK'nın verdiği yetkilerin –izinlerin- anlaşılması gerekir. Yoksa SPK'nun uyguladığı bir yaptırım ile örneğin STB'nin vermiş olduğu bir izni kaldırması düşünülemez. GYO uygulamasında, kaldırılacak yetkilerden en önemlisi, portföy işletmeciliği faaliyet iznidir. Zira bu yetkinin kaldırılması halinde, GYO'nun gelir elde etmesi ve dolayısıyla iktisadi hayatına devam etmesi mümkün olmayacaktır. Nitekim Belen, SerPK md. 46/f.II'nin yorumlanması ile yetkilerin kaldırılması halinde, ortaklığın faaliyet konusunun değiştiğine, bu durumda *ultra vires* çerçevesinde, ortaklığın yalnızca hukuka aykırılıkların giderilmesi amacıyla faaliyet gösterebileceğine işaret etmektedir<sup>648</sup>. Bu haklı yorum, bir hususu açıklıkla ortaya koymaktadır; en ağır yaptırım olarak öngörülüp, *ultima ratio* olarak uygulanan faaliyetin sürekli durdurulması yaptırımı halinde bile, ortaklığın hukuka aykırılıkları gidererek tasfiyeden kurtulması mümkün görünmektedir. Ortaklık faaliyetlerinin sürekli durdurulmasına karar verildikten sonra dahi, hukuka aykırılıkların ortadan kaldırılıp GYO'nun faaliyetine devam etmesinin mümkün olduğu, başka bir deyişle, faaliyetin sürekli durdurulması kararının mutlaka tasfiye ile sonuçlanmasının gerekmediği, SerPK md. 46/f.I/b(h)'nin ifadesinden de anlaşılmaktadır. Şöyle ki, bentte uygulanabilecek yaptırımlar arasında, faaliyetin geçici ve sürekli durdurulması da sıralandıktan sonra SPK'nın “*bu tedbirlerden netice alınmadığı takdirde tedrici tasfiyelerine karar vermeye*” yetkili olduğu hükme bağlanmaktadır. Bu ifadeden, faaliyetin sürekli durdurulması yaptırımından dahi netice alınmasının, yani hukuka aykırılığın düzeltilmesinin, beklendiği sonucu çıkartılmalıdır.

Faaliyetin sürekli durdurulması ve yetkilerin kaldırılması kararından sonra, aykırılıkların giderilmesi için makul bir sürenin geçmesi beklenebilir. Bu süre içinde ortaklık, hukuka aykırılıkların giderilmesi yönünde faaliyet gösterebileceği gibi, ortaklık genel kurulu, ortaklığın tasfiyesi kararı da alabilecektir (Ünal, 2005: 695). SPK tarafından takdir edilecek makul sürenin geçmesinden sonra, ortaklığın tasfiyesi, Kurul tarafından da istenebilecektir. Bu durumda ortaklığın tedrici tasfiyesi yapılabileceği gibi, borca batık olması halinde iflası da talep edilebilecektir (Kayar,

1997: 61). SerPK md. 46/f.I/b(h) uyarınca, yani mali durumun zayıflaması sebebiyle ortaklığın yaptırımlara maruz kaldığı durumlarda, SPK, ortaklığın tasfiyesinden sonra ya da tasfiyeyi talep etmeksizin doğrudan iflası talep etme yetkisine de sahiptir.

GYO'nun karşılaşılabileceği cezai nitelikteki yaptırımlardan bir diğeri de, "gayrimenkul yatırım ortaklığı" sıfatını kullanma izninin geri alınmasıdır. Bu yaptırım yukarıda incelediklerimizden farklı olarak SerPK'da değil, GYO Tebliği'nde düzenlenmiştir. GYO Tebliği md. 27/f.I/b(e) uyarınca, GYO zorunlu olarak hazırlayıp kamuya açıkladığı portföy tablosunda, Tebliğ ile öngörülen asgari %50 oranında gayrimenkule dayalı haklara ya da gayrimenkul projelerine yatırım yapma zorunluluğunu tutturamadığını ilan eder ise, SPK ortaklığın GYO olarak faaliyet göstereceğine ilişkin maddelerin esas sözleşmeden çıkartılması ve ortaklığın alelade bir anonim ortaklık olarak faaliyetlerine devam etmesine karar verebileceği gibi, bu kararı vermeden evvel GYO'ya bir kereye mahsus olmak üzere %50'lik oranı tutturabilmesi için bir yıllık süre de verebilecektir. Bir yıllık sürenin sonunda da ortaklık %50 oranında gayrimenkule dayalı hak ve gayrimenkul projesinden oluşacak şekilde portföyünü düzenleyememiş ise, bu sürenin bitiminden itibaren bir ay içinde, ortaklığın esas sözleşmesini gayrimenkul yatırım ortaklıklarını kapsamayacak şekilde değiştirmesi gerekecektir. Ortaklığın GYO olarak ya da gayrimenkul yatırım ortaklığı sıfatına sahip olmadan tüzel kişiliğini sürdürebilmesi için, uygun süre içinde portföyünü Tebliğ ile uyumlu hale getirmesi ya da esas sözleşmesini değiştirip GYO rejiminden çıkması gerekmektedir. Bu ikisinin de zamanında yapılmadığı durumlarda ortaklık münfesihi olacaktır.

Gayrimenkul yatırım ortaklığı sıfatının kullanılmasına mani olunması yaptırımı ile karşılaşılan bir diğer hal ise, ortaklığın Tebliğ ile gösterilen süreler içinde hisse senetlerinin halka arz edilmesi gerekirken, bu sürelere uyulmamasıdır. Tebliğ md. 10/f.II uyarınca, aynı maddenin ilk fıkrasında gösterilen sürelerde hisse senetlerinin halka arzı için kayda alınma başvurusu yapılmadığı ya da bu başvuru yapılmış olmakla birlikte reddedildiği hallerde, ortaklığın "gayrimenkul yatırım ortaklığı" sıfatı kullanılması yasaklanmaktadır. Tebliğ ifadesine göre, ortaklığın gayrimenkul yatırım ortaklığı olarak faaliyette bulunma hakkı kalmamaktadır. Benzer

şekilde, ortaklığın esas sözleşmesini gayrimenkul yatırım ortaklığı faaliyetlerini kapsamayacak şekilde değiştirmesi gerekmektedir. Tebliğ ifadesine göre kayda alma başvurusu reddedilen GYO'nun, olumsuz görüşün kendisine bildirildiği tarihten itibaren üç ay içinde esas sözleşmesinde öngörülen değişikliği yapması gerekmektedir. Tebliğde ortaklığa yaptırım uygulanabilmesi için iki hal (kayda alma başvurusunda bulunmama ya da başvurunun reddedilmesi halleri) gösterilmişken, esas sözleşmenin değiştirilmesi süresinin yalnızca birinden itibaren gösterilmiş olması kanun yapma tekniği açısından yerinde olmamıştır. Tamamlayıcı yorumla, başvurunun reddinin bildirilmesinden itibaren esas sözleşmenin değiştirilmesi için üç ay verildiğine göre, kayda alma başvurusunun yapılmadığı hallerde de, halka arz için Tebliğde gösterilen azamî sürelerin bitiminden itibaren üç ay içinde esas sözleşmenin değiştirilmesi beklenmelidir. Kayıtlı sermaye imkânı yalnızca halka açık anonim ortaklıklara verilen bir imkân olduğundan, halka arz için hisse senetlerinin kurul kaydına alınması talep edilmeyen ya da edilmesine rağmen reddedilen ortaklığın, esas sözleşmesinde yapacağı değişiklik ile birlikte kayıtlı sermayeden çıkartılmasını da talep etmesi gerekmektedir. Esas sözleşme değişikliği ve kayıtlı sermayeden çıkartılma talebini üç aylık süre içinde yapmayan GYO'lar, GYO Tebliği md. 10/f.II uyarınca münfesih addolunur. Esas sözleşmenin süresinde değiştirilmesi halinde ortaklık (gayrimenkul yatırım ortaklığı sıfatı ile olmasa dahi) tüzel kişiliğini devam ettirebilirken, bu süre içinde gerekli değişikliklerin yapılamaması halinde tüzel kişilik de sona erecektir.

### **2.4.3. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Vergilendirilmesi**

#### **2.4.3.1. Gayrimenkul Yatırım Ortaklığının Tabi Olduğu Vergiler**

GYO için kanunlar ile sağlanan birtakım vergi avantajları geliştirmiştir. GYO'ların gayrimenkul piyasasında mevcut bulunan problemlere çözüm sağlayabilmesi ve gayrimenkul yatırımlarının kurumsallaşması açısından GYO'lara vergi bağışıklığının getirilmesi yerinde bir düzenleme olmuştur. GYO'lara tanınan vergisel avantajlara GYO'ları ve GYO'larından getiri sağlayan kişiler ve kurumlar açısından değerlendirmek gerekmektedir.

GYO'lar, tıpkı diğer anonim ortaklıklar gibi TTSG tescilleri itibarıyla vergiyle mükellef olmaktadır (Susar, 2004: 54).

### 2.4.3.1.1 Katma değer vergisi

Katma değer vergisi; genel itibarıyla bütün malları ve hizmetleri vergi kapsamına alan, üretimin ilk adımından nihai tüketime kadar geçen bütün iktisadi adımları içinde barındıran çok aşamalı, iktisadi adımların tamamında ortaya çıkarılan değeri kendine matrah kabul eden bir vergi şeklinde tanımlanmaktadır. (Şenyüz, Yüce ve Geçek, 2014: 124).

Harcamaların her aşamasında alınan genel bir harcama olan katma değer vergisi, 1985 yılı başından itibaren ülkemizde uygulanmaktadır. Vergiye ilişkin esas ve usuller, Almanya KDV Kanunundan esinlenerek hazırlanan ve 1984 yılında kabul edilen 3065 sayılı Katma Değer Vergisi Kanunu ile düzenlenmiştir (Öner, 2015: 94).

GYO'lar ticari faaliyetlerinden dolayı KDV mükellefidir, daha açık bir ifadeyle, gayrimenkul alım-satımında KDV ile karşı karşıyadır. KDV, kayıt dışı sektöre karşı mücadele gösteren GYO'ların omuzlarına yüklenen çok ağır bir yük olup, onları bu mücadelede zayıf bırakmaktadır. Faaliyet amacı, esas olarak proje geliştirme ve buna bağlı olarak uzun vadeli yatırımlar yapmak olan GYO'larda, yürütmekte olan projelerin teslimine kadar geçen sürenin uzunluğu, bu yükü daha da artırmaktadır.

GYO'ların ödemiş oldukları KDV'yi, gayrimenkullerin satışı aşamasına kadar mahsup etme imkanı bulunmamaktadır. Böyle bir durumda da, enflasyonist ortam dikkate alındığında, KDV buna ilişkin mahsuplaşma yapıncaya kadar gerçek değerini yitirecektir.

Gayrimenkul sektörünün, tam anlamıyla kayıt altında olduğu tek alan olan GYO'lardaki bu ağır KDV yükünün hafifletilmesi aslında, uzun vadede gayrimenkul sektörünün kayıt altına girmesine, dolayısıyla da devletin vergi gelirlerinin artmasına yardımcı olacaktır (Çolak ve Alıcı, 2001).

2012/4116 sayılı BKK ile eklenen fıkra 1.1.2013 tarihinden geçerli olmak üzere (I) sayılı 11'inci sırasında yer alan net alanı 150 m<sup>2</sup>'ye kadar olan konutlarda; 10/07/2004 tarihli ve 5216 sayılı Büyükşehir Belediyesi Kanunu kapsamındaki büyükşehirlerde (16/05/2012 tarihli ve 6306 sayılı afet riski altındaki alanların dönüştürülmesi hakkında kanun kapsamında rezerv yapı alanı ve riskli alan olarak

belirlenen yerler ile riskli yapıların bulunduğu yerler hariç), lüks veya birinci sınıf inşaat olarak yapılan ve ruhsatın sonradan revize edilip inşaat kalitesini hali de dahil olmak üzere, yapı ruhsatının alındığı tarihte, üzerine yapıldığı arsanın 1319 sayılı Emlak Vergisi Kanunu'nun 29 uncu maddesine istinaden tespit edilen arsa birim m<sup>2</sup> vergi değeri; (Ardıç ve Seçer, 2015: 66-67)

KDV Kanununda net alan ifadesi konut sektörü için oldukça önem arz etmektedir. Balkon, kömürlük, garaj, asansör boşluğu ve benzeri yerler, konutlarda ayrı olarak kullanılmaları mümkün olmadığından prensip olarak istisna kapsamı içinde mütalaa edilecektir. Bu yerlerin 150m<sup>2</sup>'lik sınırın hesabında ne ölçüde dikkate alınacağı ise 3 seri No'lu "Konut İnşaat ve Yatırım Vergi, Resim, Harç Muafiyet ve İstisna" Genel Tebliğinin bölümündeki açıklamalara göre belirlenecektir (Ardıç ve Seçer, 2015: 67)

a ) 500,00TL ile 1.000,00TL (1.000,00TL hariç) arasında olan konutların tesliminde bu maddenin birinci fıkrasının (c) bendinde belirtilen vergi oranı, %8

b ) 1.000,00TL ve üzerinde olan konutların tesliminde bu maddenin birinci fıkrasının (a) bendinde belirtilen vergi oranı,%18 uygulanır.

c ) 500,00TL kadar olan (500,00TL hariç) arasında olan konut teslimlerinde KDV oranı %1

#### **2.4.3.1.2. Kurumlar vergisi**

Maliye teorisinde verginin çok çeşitli tanımlar yapılmakla birlikte, verginin tanımı, zamanın gereklerine ve tanımı kişisel yargılarına göre değişmektedir (Büyükçulcu, 2006: 75). Batılı ülkelerde 1. Dünya Savaşından sonra yaygınlaşan Kurumlar Vergisi, Türkiye'de 1949 yılında gerçekleştirilen vergi reformu ile Alman Kurumlar Vergisinden yararlanılarak hazırlanmış ve 03.06.1949 tarihi ve 5422 sayılı kanunla kabul edilmiş ve 1950 yılından itibaren kurum kazançlarına uygulanmaktadır. Günümüz Türk vergi sisteminde gelir üzerinden alınmakta olan ikinci vergi kurumlar vergisidir. Kurumlar vergisi, 1950 yılından itibaren gelir vergisinden ayrı bir kanunla düzenlenmiştir. Halen, 2006 yılı başında yürürlüğe konulmuş olan 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu uygulanmaktadır.



Kurumlar vergisi esas itibariyle, ortakların sorumluluğu koydukları sermaye ile sınırlı olan sermaye şirketlerini hedef almıştır. Bunun yanı sıra, kar dağıtmadığı halde bazı tüzel kişilere ait iktisadi işletmeler de rekabet eşitliğini sağlamak amacıyla kurumlar vergisine tabi tutulmuştur. Nitekim, kamu idare ve kurumları ile dernek ve vakıfların kar dağıtmaları söz konusu olmadığı halde, bunlara ait iktisadi işletmeler de, piyasadaki rekabet şartlarının bazılarının lehine bazılarının da aleyhine bozulmamasını sağlamak için kurumlar vergisi öderler. Kuruluşunda ekonomik olmaktan çok sosyal bir amacın hakim olduğu görülen kooperatiflerin kazançlarının vergiye tabi tutulmasının altında yatan temel gerekçe de ekonomide haksız rekabetin önlenmesidir. Buna karşılık, kolektif ve adi komandit şirket gibi tüzel kişiliği olan şirketler ise ayrıca kurumlar vergisine tabi tutulmamış, sadece ortakların kar payları gelir vergisine tabi tutulmakla yetinmiştir. Bu şirketlerde, komanditer ortaklar hariç, ortaklar şirketin borçlarından koydukları sermayenin yanı sıra şahsi malvarlıkları ile de sorumludur (Öner, 2015: 95-96).

5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 5'inci maddesinin (1) numaralı fıkrasının d/4 bendi uyarınca, sermaye Piyasası mevzuatına uygun olarak kurulup bu şekilde faaliyet göstermeleri şartıyla GYO' nın elde ettikleri kurum kazançları kurumlar vergisinden istisnadır (Çancı Çalışaneller, 2013: 126).

Sermaye piyasalarının gelişmesi ve sermayenin tabana yayılması amacıyla Sermaye Piyasası Mevzuatına ve vergi yasalarına dahil olan gayrimenkul yatırım ortaklıklarının kazançları kurumlar vergisinden istisna edilmiştir (Bayraktar, 2007: 141).

GYO' nın kurum kazançları üzerinden kurum bünyesinde KVK' nun 15. maddesinin (3) fıkrası uyarınca yapılması gereken kurum içi stopaj 2009/14594 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı uyarınca "0" olarak yapılmaktadır. Diğer bir ifade ile GYO' nın kazançları üzerinde tevkifat ve kurumlar vergisinden kaynaklanan bir vergi yükü yoktur (Çancı Çalışaneller, 2013: 126-17).

### 2.4.3.1.3. Gelir vergisi

Gelir Vergisi Kanunu'nun 75. Maddesinin 4 numaralı bendi uyarınca GYO'ların portföy işletmeciliğinden doğan kazançları Gelir vergisi tevkif atına tabidir. (Çolak ve Alıcı, 2001) 06.01.1961 tarih ve 10700 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren 193 sayılı Gelir vergisi Kanunu'nun (GVK) birinci maddesi; "Gerçek kişilerin gelirleri gelir vergisine tabidir" (Mert, 2012: 481). Gelir bir gerçek kişinin bir takvim yılı içinde elde ettiği kazanç ve iratların safi tutarıdır. (gib.gov.tr, Erişim Tarihi: 04.12.2017)

Yatırımcı açısından, GYO hisselerinin alım satımı arasındaki olumlu fark vergi mevzuatına göre "değer artış" kazancıdır. Gelir Vergisi kanununa göre hisse senetleri alım satım kazançları (değer artış kazançları) bir yıl elde tutma süresi sağlanıyorsa, gelir vergisinden istisnadır.

Yine yatırımcı açısından, temettü gelirlerine %0 oranlı gelir vergisi uygulanmaktadır. Buradan da anlaşılacağı üzere yatırımcı açısından, bir yıl boyunca elde tutulan GYO hisse senetleri hem değer artışı kazancından, süreye bakılmaksızın temettü gelirleri de Gelir Vergisinden istisna edilmiştir. Gelir Vergisi Kanununun Geçici 67'nci maddesi gereğince GYO safi karı üzerinden yapılan %10 luk kesinti dışında her hangi bir vergi yükü bulunmamaktadır (<http://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.4.193.pdf>, 257 nolu GT).

### 2.4.3.1.4. Damga vergisi

Damga vergisi, gerçekleştiren hukuki işlemlerle ilgili olarak düzenlenen ve kanunda kâğıt diye ifade edilen belgeler üzerinden alınan "resim" niteliğinde bir mali yükümlülüktür. Vergi 1.7.1964 tarihli ve 488 sayılı kanunla kabul edilerek yürürlüğe girmiştir (Şenyüz, Yüce ve Geçek, 2014: 129).

Damga Vergisi mükellefi kâğıtları imza edenlerdir. Kamu kurumları ile gerçek ve tüzel kişiler arasında yapmış oldukları sözleşme veya değerli kâğıtlara ait Damga Vergi 'sini bu sözleşme ve kâğıtlara muhatap olan gerçek kişi ve tüzel kişiler öderler. Yabancı ülkelerle Türkiye'deki yabancı konsolosluklarda düzenlenen kâğıtların Damga Vergisini, Türkiye'de kâğıtları kamu kurumlarına ibraz eden,

üzerinde devir veya ciro işlemleri yapanlar veya herhangi bir suretle hükümlerinden faydalananlar öderler. Ancak ticari veya tedavül mahiyetindeki kağıtları ise kullanan, satan veya herhangi bir amaç için kullananlar öder (Bilici ve Bilici, 2014: 14). Damga Vergisine tabi belgeler 1. Maddede, yazılıp imzalanmak veya imza yerine geçen bir işaret konmak suretiyle düzenlenen ve herhangi bir hususu ispat veya belli etmek için ibraz edebilecek belgeler olarak belirlenmiştir (Susar, 2004: 102). Sözlü olarak akdedilen bu satım sözleşmesi nedeniyle damga vergisi ödenmesi gerekmez. Ne var ki, taraflar satım sözleşmesini zorunlu olmadığı halde adi yazılı şekilde akdederler ise, damga vergisi ödenmesi gerekir.

Damga Vergisi'nden istisna edilen kağıtlarla ilgili 2 no'lu tabloda; gayrimenkul yatırım ortaklıklarının münhasıran gayrimenkul portföylerine ilişkin alım satım sözleşmeleri ile gayrimenkul satış vaadi sözleşmeleri damga vergisinden istisna edilmiştir (Çancı Çalışaneller, 2013: 37).

#### **2.4.3.1.5. Emlak vergisi**

GYO'ları sahip buldukları gayrimenkuller için emlak vergisi mükellefidirler (Susar, 2004: 103) Türkiye sınırları içinde bulunan bina ve arazilerdir. “Bina” deyimi, yapıldığı madde ne olursa olsun, gerek karada gerekse su üzerindeki sabit yapıları kapsar. “Arazi” yeryüzü parçasını ifade etmektedir. İmar planları ile iskan bölgesine alınmış ve parsellere ayrılmış araziler “arsa” denilmektedir. Emlak vergisi uygulaması bakımından, arazinin özel bir türü olarak arsalar da vergiye tabidir (Kızılot ve Taş, 2013: 88).

Emlak vergisi diğer vergilerden farklı olarak bir takım özellikleri bulunan bir vergi türüdür. Söz konusu verginin bu bağlamda tarh ve tahakkuk şekli farklıdır. Gerçek ve tüzel kişilerin mülkiyetinde bulunan bina ve araziden alınan bu vergi reel (ayni) ve gayrisafi bir servet vergisidir. Gerçek ve tüzel kişilerce sahip oldukları bina ve arazi dolayısıyla ödenen emlak vergisinde taşınmazın sebep olduğu borçlar dikkate alınmaz. Bu nedenle emlak vergisi gayrisafi bir ve ayni (objektif) bir vergidir. Çünkü bu tür vergiler hesaplanırken, gerçek ve tüzel kişilerin durumlarıyla ilgili hususlar genellikle göz önüne alınmamaktadır (Öner, 2015: 94).

#### **2.4.3.1.6. Harçlar**

Devletin kamu alacağını oluşturan gelir kaynaklarından birini de, ticari ve sınai nitelikte olmayan kamu hizmetlerinden yararlananların ödediği harçlar oluşturmaktadır. Harçlar da damga vergisi gibi günlük hayatta hemen her alanda yaygın bir şekilde uygulanan ve geniş kitleleri ilgilendiren bir mükellefiyettir. Ülkemizde devletin kişilere sunduğu kamu hizmetlerinden yararlananlardan alınmakta olan harçlar 1964 tarihi ve 492 sayılı Harçlar Kanunu ile düzenlemiştir. 492 sayılı Kanun'da yer alan harçlardan elde edilen gelir, ilgili kanunlarca tahsil edilmekte ve merkezi yönetim bütçesine (genel bütçeye) gelir olarak kaydedilmektedir (Öner, 2015: 96).

##### ***Tapu harçları***

Tapu ve Kadastro harçları, (4) sayılı tarifede yazılı işlemlerden, işlemlerin nevi ve mahiyetine göre, değer esası üzerinden nispi veya maktu olarak alınır. Tapu alım satım işlemleri esnasında Emlak'ın bağlı olduğu belediyelerden emlak rayiç değerinin alınması gerekmektedir. Emlak'ın satış değeri ilgili belediyeden alınan rayiç değerinin altında satış işlemi gerçekleştirilemez. Ancak belediyelerin vermiş olduğu rayiç değerler genellikle Real değerinin altında bir değeri göstermektedir. Alıcı ve satıcı tapu harcını az ödemek için alım satıma konu olan Emlak'ın Real değerinin altında göstermektedirler. Bu tarz satışların tespiti halinde aradaki fark resen veya ikmalen tarh edilir.

Tapu sicilinde arazi ve arsa üzerinde yapılacak her türlü yapı veya sicilde kayıtlı bulunan mülkün yapısında yapılan tadilat veya değişikliklerde düzeltme harcı alınır. Ödemeler Maliye Bakanlığı tarafında belirtilen şekil şartına uygun olarak düzenlenen makbuzla ödenir.

##### ***Bina yapı harcı***

İl, ilçe, belde ve Büyükşehir belediye sınırları ve mücavir alanları içerisinde inşa edilen inşaatlar (tadilat ve ilave dahil) inşaat veya tadilat ruhsatının alınmasında Ek madde 6'da yer alan tarifede gösterilen nispet ve hadlerde yapı inşaat harcına tabidir.

Konut veya işyerinin kullanılış tarzlarının değiştirilmesi (konutun işyerine veya harca tabi olmayan işyerinin harca tabi işyerine dönüştürülmesi) halinde de bu değişiklik tadilat sayılarak ek harca tabi tutulurlar. İnşaat ruhsatsız başlanması halinde de harç alacağı doğmuş sayılır. Bu hükümlerin yürürlüğe girmesinden önce inşa edilmiş olan binaların yüzölçümlerine ilave veya binada tadilat yapılması halinde harç, binanın toplam yüzölçümüne göre tabi olduğu tarife esas alınarak ve yalnız ilave edilen kısmın yüzölçümü üzerinden hesaplanır (Kızılot ve Taş, 2013: 91).

Konut inşaatlarında, yapının temel yapısını oluşturan sahanlık, sığınak, merdiven, ortak garaj, kapıcı dairesi ve ortak depolar inşaat metrekare alanına dahil edilmezler. Ancak özel olarak yapılan depo ve garajlar yapının metrekare tespitine dahil edilirler. İşyeri olarak inşa edilen yapıların alan tespitine ahır, bahçe, ardiye, kömürlük ve ortak alanların tümü yapının metrekare tespitine dahil edilir.

2985 sayılı Toplu Konut Kanununun ek 9. maddesine 5492 sayılı kanunla eklenen ikinci fıkrasında, “Toplu Konut İdaresi Başkanlığı tarafından yapılacak her türlü alt yapı ve üstyapı inşaatlarıyla ilgili olarak, 26/05/1981 tarihli ve 2464 sayılı Belediye Gelirleri Kanununun ek 6. maddesinde yer alan bina inşaat harcı ve 84 üncü maddesinin (1) ve (2) numaralı bentlerinde yer alan çeşitli harçlar, kanundaki tarifesinde belirtilen en az tutarlar üzerinden alınır. Bu harçlar dışında her ne ad altında olursa olsun hizmet karşılığı olsa dahi başka bir ücret veya bedel alınmaz. (<http://www.gib.gov.tr/>, Erişim Tarihi: 05.12.2017).

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARINDA HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIK STATÜSÜNÜN KAZANILMASI

#### 3.1. Hisse Senedi ve Halka Arz

Hisse senedi, şirket esas sözleşmesine uygun olarak sermayenin ayrılacağı hisse sayısını ve bu hisselerin sermaye içerisindeki oranını belirler. *“Hisse senetleri, anonim ve hisseli komandit şirketlerce düzenlenen payları temsil etmek üzere, şekil şartlarına tabi kıymetli evrak niteliğinde belgelerdir<sup>104</sup>.”* Kolektif, Adi Komandit ve Limitet Şirketlerde hissedarların payları bir senet ile belgelense dahi söz konusu senetler, kıymetli evrak niteliğinde olmayıp yalnızca hak talep edebilmeleri için bir kanıtlama aracı olarak görülmektedir (Tuna, 2001: 56)

İşletmeler, finansman sağlamak için hisse senedi ihraç etmektedirler. Yatırımcılar, hisse senedi satın aldıkları takdirde işletmenin de ortağı konumuna geçerler. Dünyada, Borsa İstanbul (BİST) gibi piyasalar halka arz edilen hisselerin alındığı, satıldığı arz ve talebi gösteren kuruluşlardır. Gelişmekte olan ülkeler, sermaye girişi sağlamak için halka arza önem vermektedirler. Hisse senedine yapılan yatırımlar, hızlı bir şekilde nakde dönüştürülebileceğinden yatırımcılar açısından en az riske sahip yatırım türü olarak değerlendirilirken; istikrarsızlık durumunda yatırımların ülkeden çekilebileceğinden dolayı yatırımlarını çeken ülke açısından en fazla risk taşıyan yatırım türü olarak görülür. *“Türkiye'nin uluslararası alanda popülerliği yalnızca yüksek faize değil aynı zamanda BİST'teki yüksek karlara da dayanmaktadır. Yani küresel sermayenin Türkiye'ye karşı risk algısı pozitif yöndedir”* (Aydoğan ve Güney, 1997: 91).

Hisse senedi ihraç eden yatırımcılar, işletme sermayesinde sağladıkları oranlara göre *“Etkili Yatırımcı”* veya *“Etkisiz Yatırımcı”* olarak nitelendirilirler. *“Bir ülkede sermaye piyasasının varlığından söz edilebilmesi için bu piyasaya işlerlik kazandıran hisse senetleri fiyatlarının, serbest piyasa koşullarına göre oluşumu,*

*dolaşımının akıcı olarak gerçekleşmesi ve küçük birikim sahiplerinin yaygınlaşması gerekmektedir” (Susar, 2004: 21-22).*

Türkiye’de Sermaye Piyasası Kurulu, sadece anonim şirketlerin hisse senetlerinin halka arz yoluyla satışına izin vermesi nedeniyle hisse senedi kavramı ile ifade edilen anonim şirketlerinin hisse senetleridir. Hisse senedinin, “temettü geliri”, “zamanla hisse senedinin değerinde meydana gelen artış” ve “rüçhan hakkı satışından elde edilen gelir” olmak üzere üç avantajından söz edilebilir (Karabıyık, 1997: 19).

Hisse senetleri, sermaye piyasalarında işlem gören en riskli yatırım araçları olarak değerlendirilip ekonomide meydana gelen gelişmelere ise hızlıca karşılık vermektedir. Bir ülkeye ilişkin makroekonomik değişkenler, hisse senetleri ile farklı derecede ve yönde ilişkili olabilir. Bu durum ekonomik faktörlerin hisse senetlerinin üzerinde etkilerini ölçmeyi zorlaştırmaktadır.

*“Literatürde esham, aksiyon, pay senedi veya sadece hisse adı altında kullanılan hisse senetleri, anonim ortaklıklar tarafından çıkarılan ve belirli ortaklık sermayesine katılma payını temsil eden yasal şekil şartlarına uygun olarak düzenlenmiş kıymetli evraktır (Apak, 1995: 29).”*

Türk Ticaret Kanunu’nun 269. Maddesi’nde anonim ortaklığı; “Bir unvana sahip esas sermayesi belirli ve paylara bölünmüş olan ortaklık” olarak tanımlamaktadır ve “Ortakların sorumluluğu, taahhüt etmiş oldukları sermaye payları ile sınırlıdır” denilerek, hisse senetlerinin nitelikleri belirlenmiştir (Sağcan, 1987: 55)

*“Hisse senedinin sahibine sağladığı gelire temettü (kar payı) adı verilir ve temettü miktarındaki değişiklikler hisse senedinin piyasa değerini de etkiler (Karslı, 2004: 423).”* Hisse senedi satın alan yatırımcılar hisse sahibi işletmeye ortak olarak değerlendirilir. İşletmenin başarılı olması durumunda, yatırımın değeri artar ancak işletmenin yaşadığı olumsuzluklar sonucunda yatırımcı da bu durumdan etkilenir.

Hisse senedi fiyatları makroekonomik faktörlerden işletme ile ilgili çok özel bilgilere kadar binlerce faktörden etkilenmekte ve bu onu pazarın en gözde yatırım aracı haline getirmektedir (Karan, 2004: 307). Hisse senedi yatırımı yapmak isteyen

yatırımcıların ana amacı, sağlayacakları tahmini kazancı maksimize etmektir. Ancak yatırımcılar, yatırım kararlarını alırlarken kazançla birlikte riski de değerlendirmek zorundadır (Kanalıcı, 1997: 6).

Hisse senetleri, hukuksal olarak aşağıdaki özelliklere sahiptirler:

1. Hisse senetleri, işletme sermayesinin bir kısmını temsil etmektedirler. *“Şirket esas sözleşmesi, sermayenin kaç hisseye ayrılacağı ve her hissenin, sermayenin ne kadarını temsil edeceğini tayin eder (Karslı, 2004: 423-424).”*

2. Türk Ticaret Kanunu 399.’uncu fıkrasına göre hisse senetlerinin değeri en az 1 Kuruş’tur. Bu değer, en az 1’er Kuruş şeklinde artırılabilir. *“Bu fıkroda belirtilen miktar Bakanlar Kurulunca 100 katına kadar yükseltilebilir (Türk Ticaret Kanunu, 09.12.2004).”*

3. Türk Ticaret Kanunu’nun 400. fıkrasına göre hisse senedi “hukuki birim” şeklindedir ve bölünemez. *“Bir hisse senedinin birden fazla sahibi bulunduğu anda, bunlar haklarını ortak temsilci yolu ile kullanılabilirler (Taner ve Polat, 1992: 130).”*

4. Hisse senetlerinin üçüncü şahıslara devredilmesi, üzerinde yazılı olan değer ve haklarının da devredilmesi demektir. *“Yani hisse senedi devredildiğinde, temsil ettiği bütün haklar da devredilmiş olur.”*

5. Hisse senedi, işletme ortağı olunduğunu ve ortaklığın oranını gösteren kıymetli evrak niteliğinde belgeler olup *“bir akdi ilişkiyi göstermekle birlikte, kendisi bir akit değildir (Ünal, 2005: 62).”*

6. SPK’ya göre hisse senetleri, ortaklar için devamlı getiri sağlayan bir belge olup işletme açısından ise özkaynak niteliğinde finansman sağlayan bir araçtır.

7. Hisse senetleri alınıp satılabilen belgelerdir. Dolayısıyla, belge olarak hisse senetlerinin TTK 413. Madde’de yer alan kanuni şekil şartları ile uyumlu bir şekilde tanzim edilmesi gerekir. Kanuna göre hisse senetleri, “Şirket unvanı”, “Ticaret sicil numarası ve tescil tarihi”, “Kayıtlı esas sermaye”, “Hisse senedinin çeşidi”, “Hisse



senedinin itibari değeri”, “Nama yazılı hisse senetlerinde hisse sahibinin adı, soyadı ve adresi” ve “Yetkili imza” gibi hususları içermelidir (Karslı, 2004: 424).

Hukuk düzenine göre anonim şirketler, bağlı oldukları kanuni çerçeveye göre “Yalnız Ticaret Kanunu hükümlerine tabi anonim şirketler” ve “Hem Ticaret Kanunu hem de Sermaye Piyasası Kanunu hükümlerine tabi halka açık anonim şirketler” olmak üzere iki gruba ayrılmışlardır (Karslı, 2004: 430-431).

### **3.2. Performans Kavramı**

20.yüzyılla birlikte işletmelerde yönetim; üretimin girdi ve çıktılarının ölçülebilir hale getirilmeye çalışıldığı ve teknik bir süreç olarak kabul edildiği bilimsel anlayıştan insan faktörünü ön plana alan, üretimi öncesi ve sonrasıyla daha etkileşimli bir süreç olarak gören ve emeği üretimin temel girdisi kabul eden müşteri memnuniyetinin yol gösterdiği modern yönetim anlayışına doğru bir değişim yaşamıştır. İşletme yönetimine ilişkin bu gelişmelerin paralelinde sonuca odaklı yönetim, yerini sistemin bir bütün olarak işleyişini başka bir ifadeyle performansını önceden belirlenmiş kriterlere göre ölçme, değerlendirme ve denetime tabi tutan yaklaşımlara bırakmıştır (İlhan, 2011: 113).

Fransızcadan dilimize “başarım” olarak geçen performans, önceden planlanmış bir etkinlik sonucunda elde edilen çıktıyı nicel veya nitel olarak belirleyen bir kavramdır. Performans başka bir ifadeyle belirlenmiş bir hedefe ulaşım seviyesinin ölçümüdür ([http://www.bilgitoplumu.gov.tr/wp-content/uploads/2015/01/Sekizinci\\_Kalkinma\\_Plani.pdf](http://www.bilgitoplumu.gov.tr/wp-content/uploads/2015/01/Sekizinci_Kalkinma_Plani.pdf); [tdk.gov.tr/performans](http://tdk.gov.tr/performans)). Performans, organizasyonun maddi ve manevi unsurlarından en üst düzeyde yararlanma derecesidir (Çakmak ve Ocaklı, 2006: 409). Performans, işletmeler özelinde, belirli bir dönemde gerçekleştirilen faaliyetlerin sonucu olarak da tanımlanabilmektedir.

İşletmelerin performans anlayışları, yönetim anlayışlarındaki gelişmelere de bağlı olarak değişimlere uğramıştır. Temel performans anlayışı minimum maliyetle sağlanabilecek maksimum üretim sonucu elde edilmesi amaçlanan kâr iken, iş dünyasının daha rekabetçi bir hâl almasıyla müşteri tatmini, kalite ve yenilik gibi

faktörler de zamanla performans ile ilişkilendirilmeye başlanmıştır. Günümüzde performans; verimlilik, etkinlik, etkililik, ekonomiklik, kalite ve inovasyon olmak üzere beş ana başlık altında toplanabilen unsurlardan oluşmaktadır (DPT, 2000: 75; Celep, 2010: 11).

İşletme performansı unsurlarının başında gelen verimlilik, üretim faktörlerinin çıktı meydana getirebilme gücüdür (Latruffe, 2010: 18). Verimlilik eldeki kaynaklardan hangi düzeyde yararlanıldığı hakkında bilgi vermekle beraber temelde malların üretimi veya hizmetlerin yerine getirilmesi için gerekli olan çalışan, sermaye, nakit ve tüketilebilir kaynaklar şeklinde tanımlanan girdi ve faaliyetler sonucunda elde edilen ürün, hizmet veya diğer kalemler olarak ifade edilen çıktı arasındaki ilişkiye dayanır. Mevcut kaynaklarla mümkün olan en çok ürünün elde edilmesi veya aynı ürünün üretiminde giderek daha az kaynağa ihtiyaç duyulması verimlilik ile açıklanır (DPT, 2000: 75; Coşkun, 2000: 9, 23). Verimliliğin artması, belirli bir girdinin veya tüm girdilerin ortalama maliyetlerinin düşmesiyle mümkün olmaktadır. Verimliliğin düşük olması eldeki bir kısım kaynakların boşa kullanıldığını ve bir birimlik malın daha yüksek maliyetle üretildiğini gösterir. Verimlilik genel olarak miktar veya değer ile ifade edilen çıktının girdiye oranlanması ile hesaplanır. Verimlilik oranı tek başına bir anlam taşımamakla birlikte çoğunlukla karşılaştırma amaçlı kullanılır (Ünal, 2005: 127). Bir diğer performans unsuru olan etkinlik, girdi-çıktı mekanizması ile işleri doğru şekilde yapabilme kabiliyetini açıklar (Yükçü ve Atağan, 2009: 2). Etkinlik belirli bir amaç veya çıktı için tüketilmesi planlanan kaynakların, gerçekte tüketilen kaynaklara oranlanması ile bulunur. Etkililik ise daha önceden belirlenen planlara ulaşma derecesiyle ilişkilidir ve gerçekleşen çıktının planlanan çıktıya oranıyla açıklanır (Prokopenko, 1992: 36). Etkililik işletmenin saptanan amacının ne ölçüde gerçekleştirdiğini ifade eder ve amaçlara ulaşmada ortaya konulan başarıyı gösterir (DPT, 2000: 75). Ekonomiklik; kaynakların uygun miktar ve kalitede, uygun zamanda ve uygun yerde en uygun maliyetle elde edilmesidir ve fiziksel girdinin girdi maliyetine oranıyla ifade edilir (Coşkun, 2000: 64; Celep, 2010: 16). Kalite ve inovasyon da özellikle son yıllarda değişen yönetim anlayışının paralelinde performans unsurları arasına girmiştir. Kalite belirli standartlara göre üretim yapma durumu, bir ürün veya hizmetin fiyatına bağlı olarak kullanıma uygunluğu, satış

sonrası destek olgusu ve ürün/hizmetten sağlanan psikolojik tatmin duygusu olarak farklı şekillerde tanımlanabilir. Yeni fikirlerin işletmeye, tüketicilere ve diğer işletmelere değer katacak şekilde işletmenin ürünlerine, süreçlerine veya faaliyetlerinin diğer bileşenlerine uygulanması şeklinde ifade edilebilen inovasyon; verimlilik, etkinlik, etkililik ve kalite ile birlikte performansı oluşturmaktadır (Greenhalgh ve Rogers, 2010: 4). İşletmenin ilgili unsurların uygulanmasında sağladığı başarı düzeyi, işletme performansını ortaya koyar.

### **3.3. Hisse Senedi Performansına Etki Eden Faktörler**

Hisse senedi performansı, gerek firma içi, gerek firma dışı birçok faktörden etkilenmektedir. Bu faktörleri genel olarak şu şekilde özetleyebiliriz:

#### **3.3.1. Firma İçi Faktörler**

##### **3.3.1.1. Firmanın Mali Yapısı**

Firmanın mali yapısının zayıf olması, yükümlülüklerini yerine getirememesi, hisse senedi fiyatlarında düşüşe neden olabilmektedir.

##### **3.3.1.2. Firmanın Yönetimi**

Firmaların başarıları büyük ölçüde yönetim kadrolarının yeteneklerine bağlıdır. Yönetim hataları, hisse senedi performansını etkileyen çok önemli bir faktördür. Çünkü etkin yönetilmeme sonucunda, firmanın satışları ve kârı azalırken riski de artacaktır. Böyle bir durumda yatırımcılar bu hisselerle yatırım yapmayacak ve hisse senedi fiyatları düşebilecektir.

##### **3.3.1.3. Kar Payı Dağıtım**

Firmaların kâr payı dağıtımları yatırımcılar tarafından olumlu karşılanmakta, talep artmakta ve hisse senedi fiyatları yükselmektedir. Ancak, kârlılığı ve büyüme oranı yüksek firmalarda dağıtılan kâr payının, firmanın hisse senetlerinin piyasa fiyatları üzerinde fazla bir etkisi yoktur.

### **3.3.2. Firma Dışı Faktörler**

#### **3.3.2.1. Enflasyon**

Hisse senetleri, enflasyona karşı en dirençli finansal varlık türüdür. Enflasyonla birlikte firmaların satış ve kârlarının artması, dağıtılan kâr paylarında da artışa yol açar. Bu açıdan hisse senetleri, enflasyon dönemlerinde sabit getirili varlıklara göre daha çok tercih edilmekte, bu da fiyatları artırmaktadır. Ancak enflasyonun çok yüksek olması, riski artıracığından hisse senedi fiyatlarında düşüşe neden olabilmektedir.

#### **3.3.2.2. Faiz Oranlarındaki Değişimler**

Faiz oranlarında meydana gelen değişimler, piyasada işlem gören hisse senetlerinin performansını da etkilemektedir. Faiz oranlarının artması, diğer şartlar sabit kalmak koşuluyla hisse senedi performansını, dolayısıyla fiyatını ters yönde etkilemektedir. Faiz oranları yükseldiğinde hisse senedi fiyatları genellikle düşmektedir.

#### **3.3.2.3. Diğer Faktörler**

Bu faktörlere ilaveten sektördeki değişimler, politik ortamın dolayısıyla uygulanan politikaların değişmesi, yatırımcılarının risk beklentilerindeki farklılıklar gibi birçok faktör hisse senedi performansına etki edebilmektedir.

### **3.4. Kurul Kaydının Alınması**

Halka arz edilecek sermaye piyasası araçlarının yani hisse senetlerinin Kurul kaydına alınması genel bir zorunluluktur. Kayıt altına alınmanın zorunluluk haline getirilmesinin amacı, sermaye piyasasının aleniyet ilkesinin gereklerinin yerine getirmesiyle beraber, kamunun aydınlatılmasıdır.

Hisse senetlerinin halka arzında açıklanacak bilgilerin SPK m.6 uyarınca izah nameinde belirtilmesi gerektiği gibi, halka yapılacak davet sirküleri marifetiyle olur. Kurul kayda alma işlemlerini, izah name ve sirküleri GYO ve hisse senetlerine ilişkin mevzuata uygunluk açısından inceler (Kaçira, 2009: 97)

Kayda alınmada hedef, sermaye piyasasının açıklık ilkesinin gerçekleşmesi gereklerinden birini yerine getirmektir. Kayda alınmada gözetilen diğer bir amaç, kamu oyu aydınlatmaktır. Nitekim bu husus 3794 sayılı Kanun'un gerekçesinde de belirtilmiş ve sermaye piyasası araçlarının halka arzında izin sisteminden kamuyu aydınlatma sistemine geçildiği vurgulanmıştır (Susar, 2004: 114). SERPK md. 46/f.I/b(a) hükmü ile kayda alma yükümlülüğü yerine getirilmeksizin yapılan halka arz ve satış işlemlerinin durdurulması için tedbir almaya ve izinsiz sermaye piyasası işlemlerinin sonuçlarının iptali için dava açmaya kurul yetkilidir. Kurul kaydın alma başvurusundan itibaren tüm halka arz sürecinin aracı kuruluşlar vasıtası ile yapılması zorunludur (Öner, 2015: 136).

Hisse senetlerinin Kurul kaydına alınmasına ilişkin esaslar Tebliği'nden yapılmıştır. Söz konusu Tebliğ'in 2. Maddesine göre anonim ortaklıkların kuruluş aşamasında ve faaliyetleri sırasında mevcut veya artırılan sermayelerini temsil eden hisse senetlerinin halka arzı için (Çıkkılı, 2010: 140) SPK'ya başvurulması zorunludur. Tebliğ azami olarak belirlenen bu süre GYO'nun ödenmiş sermayesinin miktarına göre farklı olarak düzenlenmiştir. Söz konusu süreler ortaklığın portföy'ünü oluşturulması için Tebliğ tarafından belirlenen süreler ile aynı olup sermayesi 50.000.000TL'nin altında olanlar için 1 yıl, 50.000.000TL ve 50.000.000TL'den fazla 100.000.000TL'den az olanlar için 3 yıl, 100.000.000TL ve daha fazla olanlar için ise 5 yıl olarak belirlenmiştir. Belirtilen bu süreler içinde, asgari halka açıklık oranı bir kere yapılacak bir halka arz işlemi ile ya da birden fazla kereler yapılabilecek halka arz işlemleri ile elde edilebilir. Tebliğ'de gösterilen ilgili azami süreleri içinde, halka arz için başvurmayan ya da başvurusu SPK'ca reddedilen ortaklıklar, Tebliğ md.10/f.II uyarınca, bu sürenin sonunda ya da red kararının tebliğinden itibaren 3 ay içinde esas sözleşmelerinde Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı faaliyet şartlarını taşımayacak şekilde değiştirerek sistemden çıkmak için SPK'ya başvurmaları zorunludur (Türedi, 2013: 95).

a) Kuruluş esas sözleşmesinin ilan edildiği Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi'nin bir kopyasını ilan tarihini,

b) Halka arza edilerek yapılacak satışlarla ilgi şartları, izah nameler ve bu işlemlerle ilgili yapılan reklamların yayınlandığı gazetelerin bir kopyası yayınlanma tarihinden itibaren,

c) Halka arz gerçekleşikten sonraki meydana gelen ortaklık yapısı ve satış sonuçları hakkındaki bilgileri, satış süresinin bitimini,

İzleyen 6 işgünü içinde Kurula gönderilmeli (Çıkılı, 2010: 141-142).

### **3.5. Hisse Senetlerinin Halka Arzı**

Kural, ihraç edilen hisse senetlerinin satımında halka arz ya da tahsisli satış yöntemlerinden birinin tercih edilebileceğidir. GYO'ların halka açılmasında halka arz yöntemi, Tebliğ md. 10 ve 11'de yer alan emredici hükümler ile zorunlu tutulmuştur (Türedi, 2013: 66).

SPK'ya göre Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları halka arz edilen payların hisse senedine bağlanması ve hisse senetlerinin halka arz edilmesine ilişkin başvurunun SPK tarafından yetkilendirilmiş bir aracı kuruluş tarafından yapılması zorunludur. Aracı kuruluşlar için SPK'nun 34. Maddesi uyarınca aracılık faaliyetlerinde bulunma izni almış aracı kurumlar ile kalkınma ve yatırım bankaları girer (Çıkılı, 2010: 134).

Hisse senetleri halka arz edilerek toplanan mevduatları bir havuzda toplayarak gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı menkul kıymetlere yatırım yapmakta; böylece GYO'ların hisse senedini alan yatırımcı, yüksek getiri elde etmiş olacaktır.

Halka arz, hisse senetlerinin çok sayıda ve önceden bilinmeyen yatırımcılara çağrı ve ilan yoluyla satışlarıdır. Sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan halka çağrıda bulunulması, halkın bir anonim ortaklığa katılmaya ve kurucu olmaya davet edilmesi, hisse senetlerinin borsalar veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda devamlı işlem görmesi, halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımları dolayısıyla paylarının veya hisse senetlerinin satışı halka arz tanımına girmektedir.

Kısaca vurgulamak gerekir ise, halka açılma ve Borsa’da işlem görmeye başlamak firmalara;

- Finansman sağlamak,
- Likidite sağlamak,
- Yurtiçi ve Yurtdışı yaygın tanıtım,
- Kurumsallaşma,
- Kredibilite,
- Globalleşme,
- İkincil halka arz imkanı

Bakımından büyük yararları vardır (Oy ve Güngöler, 2010: 77).

### **3.6. Halka Arzdan Doğan Sorumluluk**

Halk Arz’da sorumluluk sahibi olabilecek kişilerden ilki stricto sensu halk arz, yani satış işleminin tarafı olan GYO olacaktır. Bu kişiler beraber, söz konusu satış işlemine aracılık yapmış, GYO üzerinde bir denetleme gerçekleşmiş ve bunun sonucunda ortaklığın halka arza müsait olduğu kanısına varıp, izah name ve sirkülerinin hazırlanmasına katkıda bulunmuş olan aracı kurumlar da sorumlu olacaktır. (SERPK md. 7/f.II). izah namenin veya sirkülerin gerçeği dürüst biçimde yansıtması halinde ihraççı GYO ve bu belgelerin gerçeği dürüst biçimde yansıtmasında kendisinden beklenen özeni göstermeyen aracı kuruluş da sorumlu olacaktır. Gerçeğin dürüst biçimde yansıtılmamasından, eksik, yanlış ya da yanıltıcı bilgi verilmesi gerekmektedir (Çıkkılı, 2010: 131).

### **3.7. Gayrimenkul Yatırım Ortaklığının Hisse Senetlerinin Borsaya Kotasyonu**

Literatürde “Listing” olarak ifade edilen kotasyon, GYO’ların ihraç ettikleri hisse senetlerini menkul kıymetler borsalarında sürekli işlem görmesi için SPK

yönetmeliğinde belirtilen kriterleri taşımak kaydıyla ilgili pazar listesine kayıt edilerek, işlem görmesidir (Türedi, 2013: 74) .

*“Gayrimenkul yatırım ortaklığı olarak kurulan veya esas sözleşme tadili yoluyla gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşen ortaklıkların, paylarını halka arz yoluyla satabilmek için kuruluşlarının veya esas sözleşme değişikliklerinin ticaret siciline tescilini takip eden 3 ay içinde faaliyetlerin yürütülebilmesi için gerekli olan mekan, donanım ve personeli temin etmeleri ve organizasyonu kurmaları, gayrimenkul yatırım ortaklığı olarak kurulan ortaklıkların genel müdürünün atanmasına ve portföye dahil edilecek varlıklara ilişkin taahhütlerini yerine getirmeleri, şekli ve esasları Kurulca belirlenecek halka arz başvuru formunu ve formda belirtilen belgeleri tamamlayarak çıkarılmış sermayelerinin asgari %25’ini temsil eden payların halka arzına ilişkin izahnamenin onaylanması talebiyle Kurula başvurmaları zorunludur.”* (<http://www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/409> Erişim Tarihi: 27.12.2017).

Menkul Kıymetler Borsa kotuna alınacak veya alınmış ortaklıklar, menkul kıymetleri borsa pazarında işlem görecektir veya gören ortaklıklar, kotasyon başvurusu yapan kuruluş ve ortaklıklar, “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kotasyon Yönetmeliği” hükümlerine tabidir. Kotasyon şartlarının yer aldığı bu yönetmeliğin 5’inci maddesinde, ortaklık hakkı sağlayan ve SPK tarafından menkul kıymet olarak kabul edilen sermaye piyasası araçlarının borsada kota edilebileceği belirtilmektedir.

Tebliğin 14’üncü maddesinde de GYO’ların satış süresinin bitimini takip eden 15 gün içinde, ihraç edilen hisse senetlerinin Borsa kotuna alınması için gerekli belgenin verilmesi istemiyle SPK’ya başvuracakları belirtilmektedir (Çolak ve Alıcı, 2001: 85). Bu belgenin alınmasını takiben 15 gün içinde de hisse senetlerinin kota edilmesi isteği ile Borsa’ya müracaat edilmesi zorunludur. Borsa kotuna almada “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kotasyon Yönetmeliği” hükümleri uygulanır. (Kaçıra, 2008: 99).

Hisse senetleri halka arz edilen GYO’ların, bu hisse senetlerini borsaya kota ettirmeleri GYO Tebliği’nin 14 maddesi ile zorunlu tutulmuştur. Kural olarak halka



arz edilen hisse senetlerinin kot altında bulunmaları zorunluluğu yoktur (Türedi, 2013: 75-76).

### **3.8. Kotasyon Başvurusu**

Borsada, ortaklık hakkı veya alacaklılık hakkı sağlayan ve SPK tarafından menkul kıymet olarak kabul edilen sermaye piyasası araçları kota edilebilir. Bu yönetmelik ile kotasyon esasları düzenlenen menkul kıymetler dışında kalan diğer menkul kıymetlerin kotasyonu ile ilgili esas ve usuller, SPK'nın onayı ile Yönetim Kurulu tarafından belirlenir. Menkul Kıymetler Borsasında işlem görmeleri esastır. Bir ortaklığın halka arz edilmiş hisse senetleri, esas olarak aynı işlem sırasında işlem görür. Ancak, ortaklığın halka arz edilmiş farklı haklara sahip hisse senetleri bulunuyor ise, Yönetim Kurulu kararıyla birden fazla işlem sırası açılabilir. ([www.spk.gov.tr](http://www.spk.gov.tr), Erişim Tarihi: 28.08.2017).

Hisse senetlerinin borsa kotuna ya da kaydına alınması, esasen hisse senedinin borsa yönetimince uygun görülen pazarda işlem görmesine izin verilmesi anlamına gelmektedir. GYO hisse senetlerinin borsa kaydına alınması, yani ikincil pazarda işlem görmesi, GYO Tebliği Md.14 karşısında mümkün görünmediğinden, GYO'nun mutlaka birincil pazarda işlem görme şartlarını yerine getirmesi icap etmektedir. Borsa kotona alınmak amacıyla, GYO, İMKB'ye Kotasyon Yönetmeliği'nin 9. Maddesinde yer alan belgeleri hazırlayarak teslim etmek zorundadır (Çıkılı, 2010: 133).

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### HİSSE SENEDİ PERFORMANSINI ÖLÇMEYE YÖNELİK YAKLAŞIMLAR

Halka açılan şirketlerin hisse senetlerinin işlem gördükleri borsadaki kısa ve uzun dönem performansını araştıran araştırmalar aşağıda açıklanan yöntemleri kullanarak hesaplamalar yapmakta, elde edilen sonuçlara göre de hisse senetlerinin performansları hakkında bir sonuca ulaşmaktadır. Performans ölçüm araştırmalarında anormal getiriler iki periyot için hesaplanmaktadır. Bunlar; kısa ve uzun dönem getiridir (Ritter, 1991: 4).

#### 4.1. Kısa Dönem Performans Hesaplamasında Kullanılan Yaklaşımlar

Literatürde kısa dönem olarak, bir günden altı aya kadar olan bir dönem araştırma konusu yapılmakla birlikte, genel eğilim hisse senedinin borsadaki ilk işlem günü getirisinin kısa dönem getirisi ve düşük fiyatlamamanın varlığını için yeterli olduğu yönündedir. Sermaye piyasası gelişmiş ülkelerin borsalarında genellikle gün içi fiyat hareketlerinde bir sınırlama olmadığı için, halka arzı gerçekleştiren hisse senetlerinde ilk gün görülen fiyat artışı bu piyasalarda daha geniş bir marjda seyretmektedir. Türkiye'nin de içinde bulunduğu gelişmekte olan ülke borsalarında ise gün içi fiyat hareketlerinde genelde fiyat limitleri vardır ve hisse senetlerinde ilk gün görülen fiyat artışı/azalışı ancak bu sınır dahilinde gerçekleşebilir (Küçükkocaoğlu ve Alagöz, 2006: 45).

Ljungqvist (2007: 240) borsalardaki bu işlem kuralı nedeniyle gelişmiş ülke piyasalarında düşük fiyatlamamanın piyasa tarafından ilk işlem gününde düzeltileceğini, bu nedenle araştırmacılar tarafından halka arzlarda kısa dönem performansın hesaplanmasında, borsada ilk işlem gününün sonunda oluşan kapanış fiyatının baz olarak alındığını, daha sonraki günler için örneğin bir hafta sonraki fiyatların genel olarak ilk gün kapanış fiyatından çok fazla sapma göstermediğini belirtmiştir.

Özgüneş (2006), Almanya ve İngiltere ilk halka arzları üzerine yaptığı araştırmada, ortalama ilk gün getirisi ile ortalama bir haftalık getiriler arasında istatistiksel olarak farklılık bulunmadığını tespit etmiş ve Almanya için inceleme dönemindeki ortalama ilk gün getirisini %34,5, ortalama ilk hafta getirisini ise %35,3 olarak, İngiltere için ortalama ilk gün getirisini % 27,5, ortalama ilk hafta getirisini ise %29,2 olarak raporlamıştır. Benzer şekilde Gajewski ve Gresse (2006)'de Avrupa'da 15 ülkede 2001-2004 yılları arasında gerçekleştirilen ilk halka arzlarda ilk işlem günü için ortalama %12,19, beşinci işlem günü için % 12,76, onuncu iş günü için de %12,82 oranında ham getiri raporlanmış, aynı dönemde piyasa endeksine göre düzeltilmiş anormal getirileri ise sırasıyla %12,26, %13,01 ve %13,19 olarak hesaplanmıştır. Bu sonuçlar ilk gün getirilerinin, düşük fiyatlamamanın varlığı ve kısa dönem performansın önemli bir göstergesi olduğunu ortaya koymaktadır.

Ülkemizde BİST'te işlem günlerinde sabah ve öğleden sonra olmak üzere iki seans işlem yapılmakta, her seans için %10'luk bir fiyat marjı uygulanmaktadır. Buna göre bir hisse senedinin fiyatının her iki seansta da tavan yapması durumunda %21'lik bir getiri,  $\{(1+0,1)*(1,1)=1,21\}$  her iki seansta da taban yapması durumunda %19'luk bir kayıp  $\{(1-0,1)*(0,9)=0,81\}$  söz konusu olabilmektedir. İnceleme döneminde BİST düzenlemeleri gereğince Borsa'da satış yöntemini tercih edip, hisse senetlerini BİST birincil piyasasında ilk defa halka arz eden şirketler için birincil piyasa işlemleri en fazla 5 gün olarak düzenlenmiştir. Bu durumda birincil piyasadaki en son günün ağırlıklı ortalama fiyatı üzerinden baz fiyatı belirlenmekte ve ikincil piyasa fiyatı işlemleri başlatılmakta idi. BİST, 5 günlük süreyi 16 Temmuz 2010 tarih ve 338 sayılı Genelge ile 2 gün ile sınırlamıştır. Dolayısıyla borsada satış yöntemiyle ilk halka arz yapan ve birincil piyasa işlemleri bir günden fazla olan şirketler için izahnamede belirtilen ilk halka arz fiyatı ile ikincil piyasadaki ilk işlem günü kapanış fiyatı arasında +%21 ve %-19'dan daha yüksek bir oran söz konusu olabilmektedir.

Literatürde Ritter (1991), Güzelhan ve Ağar (1991), Ljunqvist (1997), Kıymaz (2000), Savaşkan (2005), Zeitun ve Tian (2007) ve Ünlü ve Ersoy (2008) gibi birçok araştırmacı da düşük fiyatlamamanın ve kısa dönem performansın göstergesi olarak hisse senetlerinin borsadaki ilk işlem günü getirisini kullanmıştır.

Araştırmacılar ilk gün getirilerini hesaplarken, öncelikle ham getirileri, beraberinde endeks getirilerini ve son olarak ham getirilerden endeks getirilerinin etkisini arındırarak anormal getiriyi hesaplamıştır.

## **4.2. Uzun Dönem Performans Hesaplamasında Kullanılan Yaklaşımlar**

Performans araştırmalarının kısa döneme göre daha problemlili alanı uzun dönem performansın hesaplanmasıdır. Bunun sebeplerinden birisi araştırmalarda uzun dönem performansı ölçmek için farklı yöntemler kullanılması ve yöntemlerin her zaman aynı sonucu vermemesidir. Analizler ya olay (event study) ya da takvim zamanına (calendar time) odaklanmaktadır.

Olay zamanı yaklaşımı kabul edildiğinde performans halka arz tarihine göre llr. Takvim zamanı yaklaşımı benimsendiğinde, her halka arz yapan Şirket için getiriler, inceleme dönemini kapsayan (rneğın 24 ya da 36 ay ) her takvim ayı için hesaplanır.

Araştırmada hisse senetlerinin uzun dönem performansının değerlendirilmesinde “olay çalışması” yaklaşımı kullanılmıştır. Olay alışması ilk kez Fama, Fisher, Jensen ve Roll tarafından yapılan bir çalışmada ortaya konulmuştur. Bu nedenle yöntem “Fama yöntemi” (Fama Approach) olarak da ifade edilmektedir. Yöntem daha sonraları hisse senetlerinin bir olay ya da duyuru karşısındaki fiyat değişikliği etkisini incelemek amacıyla kullanılan standart bir yöntem haline almıştır (Salih, 2013: 142). Bu yönteme göre bir hisse senedinin anormal getirisi, piyasadaki fiyat hareketleri dışında oluşan getiri olup, hisse senedi getirisinden piyasa getirisinin çıkarılmasıyla elde edilmektedir.

Uzun dönem performans çalışmalarının en önemli parametresi performans ölümünde kullanılan yöntemdir. En yaygın olarak kullanılan ölüm yöntemleri; kümülatif anormal getiri (cumulative abnormal return-CAR), satın al ve tut anormal getirisi (buy and hold abnormal return-BHAR) ve göreceli refah (wealth relative-WR) katsayısıdır (Gajewski ve Gresse, 2006: 154). Literatürde yer alan araştırmaların çoğu

CAR, bazıları BHAR, bazıları da her iki yöntemi birlikte ve az sayıdaki araştırma da üç yöntemi birlikte kullanmıştır.

Uzun dönem performans çalışmalarında önemli parametrelerden birisi de inceleme döneminin süresidir. Araştırmacılar uzun dönem performansı ölçmek için, farklı zaman periyotlarını kullanmışlardır. Uzun dönem, hisse senedinin borsada işlem gördüğü, ilk gün sonrası dönem olarak tanımlanmakta, çoğunlukla 36 ay olarak kabul edilmekle birlikte, literatürde inceleme periyodu olarak 12 aydan 72 aya kadar seçilen dönemleri araştıran çalışmalara da rastlanmaktadır. Ritter (1991), Ljungqvist (2007), Alvarez ve Gonzales (2005), Karan ve Ayden (2000), Ünlü ve Ulaş (2008) ve Tükel (2010) 36 ayı tercih etmiş, Aggarwal, Leal ve Hernandez (1993) 12 ay, Page ve Reyneke (1997) 48 ay, Kooli ve Suret (2004) 60 ay ve Loughran (1993) 72 aylık dönemi içeren araştırmalar yapmıştır.

Çalışmada literatür takip edilerek 36 aylık periyotta elde edilen getiriler uzun dönem performans göstergesi olarak seçilmiştir. Üç yıllık bir pencere diğer çalışmalarla karşılaştırma için de kolaylık sağlayacaktır.

Uzun dönem performans çalışmalarında önemli parametrelerden bir diğeri de karşılaştırma ölçütü (benchmark) seçimidir. Yapılan çeşitli çalışmalarda farklı araştırmacılar tarafından anormal getirileri hesaplamak için farklı yaklaşımlar benimsenmiştir. Literatürde;

(i) firma büyüklüğü ya da piyasa değeri/defter değeri gibi göstergelere dayalı benzer (karşılaştırma) Şirket performansı,

(ii) borsa genel endeksi (piyasa endeksi) performansı ya da

(iii) sektör endeksi, küçük Şirketler endeksi gibi özel endeks performansı

karşılaştırma ölçütü olarak kullanılmıştır.

Bu çalışmada potansiyel bir yatırımcının halka ilk kez arz edilen hisse senetlerine yatırım yaptığı ve yine bu yatırımcının alternatifinin BİST 100 Endeksine

yatırım yapmak olduğu varsayılmış, bu nedenle BİST 100 Getiri Endeksi karşılaştırma ölçütü olarak seçilmiştir.

BİST 100 Endeksi, BİST Hisse Senetleri Piyasası için temel endeks olarak kullanılmaktadır. Ulusal Pazar'da işlem gören şirketlerle, Kurumsal Ürünler Pazarı'nda işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve girişim sermayesi yatırım ortaklıkları arasından seçilen 100 hisse senedinden oluşmaktadır. BİST 100 Hisse Senedi Endeksi hem Fiyat hem de Getiri Endeksi olarak hesaplanmaktadır. Fiyat ve Getiri Endeksi arasındaki fark nakit temettü ödemelerinde ortaya çıkmakta, nakit temettü ödemelerinde; ödenen temettünün endekse dahil hisse senetlerine ağırlıkları oranında yatırıldığı varsayımıyla düzeltme yapılırken, Fiyat Endeksi'nde ödenen temettünün portföy dışına çıkarıldığı varsayılmakta ve düzeltme yapılmamaktadır.

Ritter (1991); karşılaştırma şirketleri performansı ile birlikte piyasa endeksi, sektör endeksi ve küçük şirketler endeksini, Kim, Krinsky ve Lee (1995); karşılaştırma şirketleri performansı ile birlikte piyasa endeksi ve sektör endeksini, Firth (1997) ve Kooli ve Suret (2004) sadece karşılaştırma şirketleri performansını ve Ljungqvist (1997), Huang (1999) ve Naceur ve Ghanam (2001) ise sadece piyasa endeksini, anormal getirileri hesaplamak için karşılaştırma ölçütü olarak tercih etmiştir.

### **4.3. Hisse Senedi Performansı Ölçümünde Kullanılan Teknikler**

#### **4.3.1. Sharpe Oranı**

Çok sayıda girdinin bulunması sonucunda hesaplanabilen Markowitz modeli yerine, uygulaması daha kolay olan ve menkul kıymet getirilerinin aralarındaki ilişkiyi daha basit bir şekilde ifade etmeyi sağlayan bu model, William Sharpe tarafınca geliştirilmiştir. Sharpe, geliştirmiş olduğu bu modelde, piyasa endeksi ile menkul kıymetlerin aralarında bulunan ilişkiyi araştırmıştır ve her ikisi arasındaki ilişkiyi basit doğrusal regresyon doğrusuyla ifade etmiştir.

Sharpe portföy performansını değerlendirirken sermaye piyasası doğrusunu esas almıştır. Sharpe endeksi, orijini risksiz getiri olan portföyün, sermaye piyasası doğrusunun eğimine eşit olduğunu savunmaktadır. Sharpe ölçüsünün değeri,

portföyün beklenen değeri ve risksiz faiz oranı arasındaki fark olarak tanımlanan risk priminin portföyün standart sapmasına bölünmesiyle hesaplanır. Bu indeks, portföyün taşıdığı toplam risk birimi başına ne kadarlık bir ek getiri sağlandığını ölçmektedir (Sharpe, 1966: 94).

$$S_p = \frac{R_a - R_f}{\sigma_a} \quad (1)$$

$r_a$  = a Portföyünün ortalama getirisi,

$r_f$  = risksiz faiz oranının ortalama getirisi,

$\sigma_a$  = portföyün standart sapması.

Sharpe tarafından geliştirilen bu indeks, portföyün toplam riskine kıyasla yatırımcıların risksiz faiz oranı üzerinde talep ettikleri ek getiriye gösterir. Sharpe'in ortaya koyduğu endekse alternatif olarak alınabilecek bir performans indeksi şu eksiklikleri tahmin etmelidir.

İndeks, getiriler normal dağılım gösterdiği zaman Sharpe oranı ile uyumlu olan düzenli portföyleri sıralamalı,

Getiriler normal dağılım göstermediği zaman indeks, ilerlemenin kolay ve Sharpe oranının faydalı istatistiksel yorumunu elde tutarken, çarpık referansları da yansıtmalı,

İndeks, özel olmayan ve bilinmeyen parametrelerin serbestliği altında sağlam bir davranış temelinden türetilmelidir (Stutzer, 2004: 96).

Son olarak da portföylerin farklı ortalama getiri ve riske sahip olmaları, Sharpe indeksi aracılığıyla doğrudan doğruya karşılaştırılabilirliklerini engellememektedir.

#### 4.3.2. M<sup>2</sup> Ölçütü

F. ve L. Modigliani tarafından geliştirilen ve M-Kare veya M<sup>2</sup> şeklinde ifade edilen performans ölçütü, Sharpe oranında olduğu gibi risk ölçütü olarak toplam riski

esas almakta fakat, karşılaştırma ölçütüne göre portföy getirilerinin performanslarını yorumlamak daha kolay olmaktadır (Bodie, Kane ve Marcus 2005: 809). Bu yöntemde Sharpe oranında olduğu gibi risk ölçütü olarak toplam risk veya standart sapma kullanılmaktadır.  $M^2$  ölçütü portföyün Sharpe oranı ile pazarın standart sapmasının çarpımına risksiz faiz oranının eklenmesi yoluyla hesaplanmaktadır (Kılıç, 2002: 56).

$$M^2 = r_f + \frac{r_p - r_f}{\sigma_p} \times \sigma_m \quad (2)$$

$r_p$ : portföyün ortalama getirisi,

$r_f$ : risksiz varlığın ortalama getirisi,

$\sigma_m$  : piyasa portföyünün standart sapması,

$\sigma_p$  : portföyün standart sapması.

### 4.3.3. Sortino Oranı

Sharpe oranı riski ayarlamak için oynaklığı ölçmede dolaylı olarak taraflı bir ölçü olan standart sapmayı kullandığından bu soruna çözüm bulmak için Sortino oranı geliştirilmiştir. Sharpe oranına çok benzeyen bu oranın, payda kısmında portföyün standart sapmasının yerine, minimum kabul edilebilir getiri düzeyinin altında kalan portföy getirilerinin standart sapmasının yer alması Sharpe oranıyla arasındaki tek farklılıktır (Korkmaz, Aydın ve Sayılğan, 2013: 209). Sortino oranına göre elde edilen değerlerin pozitif olması ya da büyük olması portföy performansının iyi olduğu anlamına gelmektedir (Gökgöz, 2006: 82). Sortino oranı şu şekilde formüle edilmektedir (Korkmaz ve Uygurtürk, 2007 :41).

$$\text{Sortino Oranı} = \frac{R_a - MK}{\sigma_{MKEG}} \quad (3)$$

$MKEG$  : minimum kabul edilebilir getiri oranı,

$\sigma_{MKEG}$  : minimum kabul edilebilir getiri düzeyinin altında kalan portföy getirilerinin standart sapmasını göstermektedir.

Sortino oranının yüksek olanı daha iyidir. 1 oranı 0,5 oranından daha iyidir.



#### 4.3.4. Treynor Oranı

Jack Treynor'un portföy performanslarını ölçmek için geliştirdiği indeks de temelde Sharpe'ın geliştirdiği indeks ile aynı niteliktedir. Treynor da portföyün risksiz faiz oranı üzerinde sağladığı ek getiriye portföy riskine oranlamış ve risk birimi başına elde edilen ek getiriye performans ölçüsü olarak kabul etmiştir. Ancak Treynor, portföy riskini ölçmek için toplam risk göstergesi olan standart sapma yerine, sistematik risk göstergesi olan beta ( $\beta$ ) katsayısını seçmiştir. Buna Treynor'un performans indeksi şöyle ifade edilmektedir (Bolak, 2001: 82).

$$T_p = \frac{r_p - r_f}{\beta_p} \quad (4)$$

$T_p$  : portföy için Treynor Endeksi,

$r_p$  : portföyün ortalama getirisi,

$r_f$  : risksiz varlığın ortalama getirisi,

$\beta_p$  : portföyün betası.

Treynor endeksinin yükselmesi portföy başarımının da yükselmesi anlamına gelmektedir (Coşkun, 2000: 10-11).

Bu indekse göre herhangi bir portföy için karakteristik doğruyu belirlemek mümkündür. Karakteristik doğrunun eğimi ise beta katsayısıdır. Beta, portföy getirilerinin piyasaya karşı olan değişkenliğini göstermektedir. Sharpe indeksinin hesaplanmasında portföyün toplam riski dikkate alınırken, Treynor indeksinin hesaplanmasında toplam risk yerine, portföyün çeşitlendirme ile yok edilemeyen riski yani betası dikkate alınmaktadır. Buradan hareketle doğrunun eğimi ne kadar yüksek olursa, beta da o kadar büyük olur. Dolayısı ile portföy de bir o kadar riskli olacaktır.

Portföylerin performanslarına göre sıralandırılmalarında, çoğu zaman Sharpe ve Treynor indeksleri benzer sonuçlar vermektedir. Amerika'da yatırım fonları üzerinde yapılan bir araştırmada, her iki indekse göre yapılan performans sıralamaları

arasında %97 oranında sıra korelasyonu gözlenmiştir (Francis ve Wonham, 1976: 458).

#### 4.3.5. T<sup>2</sup> Ölçütü

Treynor oranını, yüzde getiri şekline çeviren bu yöntem, M<sup>2</sup> yönteminde olduğu gibi değerlendirilen fona hazine bonusu eklendiğini varsayarak risk düzeltmesi yapar (Teker, 2000: 95). Aşağıdaki şekilde formüle edilmektedir;

$$T^2 = Treynor - (r_p - r_f) \quad (5)$$

Treynor= Treynor endeksini,

$r_p$ = Portföyün getirisini,

$r_f$  = Risksiz faiz oranını, ifade etmektedir.

T<sup>2</sup> oranının yüksek çıkması portföy performansının iyi olmasına işaret ederken, oranın düşüklüğü kötü performans anlamına gelmektedir.

#### 4.3.6. Jensen Endeksi

Ölçütü Michael C. Jensen (1968) tarafından geliştirilen bu ölçüt portföyün ortalama getirisi ile portföyün finansal varlık piyasa doğrusu üzerinde bulunması durumunda sağlayacağı getiri farkını ölçmeyi amaçlamaktadır (Gökgöz, 2006: 80).

Jensen ölçütü aşağıdaki gibi ifade edilmektedir (Kothari ve Warner, 2001: 1991):

$$r_{p,t} = r_{f,t} + (r_{m,t} - r_{f,t})\beta_p + e_{p,t} \quad (6)$$

$$r_{p,t} - r_{f,t} = \alpha_p + \beta(r_{m,t} - r_{f,t}) + e_{p,t} \quad (7)$$

$r_{p,t}$ : portföyünün t dönemdeki getirisini,

$r_{f,t}$  : t dönemindeki risksiz faiz oranını,

$\alpha_p$  : portföyünün alfa katsayısını,

$r_{m,t}$ : t dönemindeki piyasa getirisini,

$\beta_p$ : portföyünün beta katsayısını.

$e_{p,t}$ : t dönemindeki p portföyünün hata payını ifade etmektedir.

Alfa'nın değerinin pozitif olarak hesaplanması ( $\alpha_p > 0$ ) portföyün, finansal varlık piyasa doğrusunda yer alan düşük değerlenmiş bir portföy olduğunu, Alfa'nın değerinin negatif olarak hesaplanması ( $\alpha_p < 0$ ) portföyün, finansal varlık piyasa doğrusunun altında yer alan yüksek değerlenmiş bir portföy olduğunu gösterecektir. Alfa'nın sifıra eşit olması ( $\alpha_p = 0$ ) ise portföy yönetiminin profesyonel olarak yönetilmeyen portföyler kadar başarılı olduğuna işaret etmektedir. Jensen ölçütüne göre bir portföy finansal varlık piyasa doğrusunun üzerinde yer aldığı oranda taşıdığı riske göre beklenenden daha fazla getiri getiriyorsa, performansının aynı ölçüde yüksek olacağı anlamı taşımaktadır (Gökgöz, 2006: 80).

## BEŞİNCİ BÖLÜM

### MODEL VE AMPİRİK ÇALIŞMA

#### 5.1. Literatür Taraması

##### 5.1.1. GYO'ya İlişkin Literatür Taraması

GYO; gayrimenkullere, gayrimenkul projelerine, gayrimenkule dayalı menkul kıymetlere veya gayrimenkul haklarına yatırım yapmak ve yönetmek üzere kurulmuş olan ve faaliyetlerini gerçekleştiren bir sermaye piyasası kurumu olarak karşımıza çıkmaktadır. GYO'lar, hem finansal piyasalar hem de inşaat sektöründe reel kesim açısından hayati işlev görmektedir.

Karakaya (2017), Türkiye'deki GYO'ların etkinlikleri ile hisse senedi değeri arasındaki ilişkiyi ortaya koymak üzere bir çalışma yapmıştır. GYO'ların 2015 yılı etkinliklerinin Veri Zarflama Analizi ile değerlendirildiği çalışma sonucunda; GYO'ların süper etkinlik skorları ile borsa performansları arasında pozitif ve kuvvetli bir ilişkinin olduğu ortaya koyulmuştur.

Aytekin ve Kahraman (2015), BİST'te işlem gören GYO'ların finansal etkinliklerini VZA'nın bir modeli olan Süper Aylak Tabanlı Model (Super Slacks-Based Model – SupSBM) ile ölçmek üzere 2008 ile 2012 yılları arasını kapsayan beş yıllık döneme ait finansal tablolar, portföy değer tabloları ve bağımsız denetim raporlarını kullanarak bir çalışma yapmışlardır. Çalışma sonucunda BİST Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Endeksinde işlem gören şirketlerin, varlık ve kaynaklarından finansal etkinliğe ulaşma noktasında optimal düzeyde faydalanamadıkları ve söz konusu durumun şirketlerin finans yöneticileri tarafınca dikkate alınması gerekliliği ortaya koyulmuştur.

Erol ve İleri (2013), BİST GYO endeksi üzerinde enflasyon, risk primi, BİST risk primi ve reel sektör büyümesi gibi değişkenleri kullanarak bir çalışma yapmışlardır. Çalışma sonucunda GYO endeks getirilerinin enflasyona karşı negatif koruma sağlama, reel sektördeki değişimlerle pozitif korelasyon sergileme ve BİST

risk priminden ağırlıklı olarak etkilenme gibi nedenlerle GYO'ların gayrimenkul yatırımdan ziyade hisse senedi gibi hareket ettiklerini, bu yüzden portföy çeşitliliği sağlama özelliklerinin azaldığını ileri sürmüşlerdir.

Türkmen (2011) tarafından BİST'te işlem gören GYO'ların finansal tabloları, portföy tabloları ve finansal raporlarından yararlanılarak, 2007-2010 yıllarında gerçekleşen etkinlikler "değerlendirmiştir. CCR VZA tekniğinin kullanıldığı analizde, 2007 yılı için 12, 2008 yılı için 14, 2009 yılı için 14 ve 2010 yılı için 21 adet GYO şirketi seçilmiştir ve şirketlerin performans ölçümü için 3 girdi ve 2 çıktı değişkeni olmak üzere toplam 5 adet değişken kullanılmıştır. Analiz sonucunda 2007 yılında 4 adet, 2008 yılında 7 adet, 2009 yılında 4 adet, 2010 yılında ise 5 adet karar biriminin etkinlik değerlerinin 1 ile tam etkin olduğu ortaya koyulmuştur.

Şahin (2014), Ocak 2002 ile Aralık 2011 dönemleri arasını kapsayan aylık verileri kullanarak portföy büyüklüğü, Piyasa Değeri/Defter Değeri ve Fiyat/Kazanç oranının GYO getirisi üzerinde anlamlı bir etkisinin olup olmadığını, eğer anlamlı bir ilişki varsa bu etkinin yönünü ve şiddetini incelemek üzere bir çalışma yapmıştır. Verileri En Küçük Kareler Yöntemi (Least Squares Method)'ne göre değerlendirilmiş olup çoklu regresyon analizinden yararlanmıştır. Yapılan analizler sonucunda; portföy büyüklüğü ile GYO getirisi arasında anlamlı ve pozitif yönde bir ilişki olduğu, PD/DD ile GYO getirisi arasında ise anlamlı bir ilişki olmadığı ve F/K değeri ile GYO getirisi arasında ise anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki olduğu saptanmıştır.

Deran, Sarıay ve Savaş (2013) tarafından yapılan çalışmada 2009 ile 2011 yılları arasında BİST'e kayıtlı olan 25 adet Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları (MKYO) ile 18 adet GYO'nun performansları, finansal oranlar yardımıyla karşılaştırılmıştır. Finansal performansların; aktif karlılık, özsermaye karlılığı, hisse başına kar ve PD/DD oranları kullanılarak ölçüldüğü çalışmada elde edilen oranlar T testi ve Mann-Whitney U Testi kullanılarak analiz edilmiştir. Analiz sonucunda, aktif karlılık ve özsermaye karlılığı açısından GYO ile MKYO işletmeleri arasında 2009 yılı için istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık olduğu ancak 2010 ve 2011 yılları için anlamlı bir farklılığın olmadığı ortaya koyulmuştur. Ayrıca 2009 yılı için MKYO işletmelerinin aktif ve özsermaye karlılığının, GYO işletmelerinden daha yüksek

olduğu, hisse başına kar ve PD/DD oranları açısından GYO ile MKYO işletmeleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılığın bulunmadığı saptanmıştır.

Kuhle (1987) tarafından yapılan portföy çeşitlendirmesinin, GYO'ların portföy toplam riskini düşürmesi üzerine etkisinin araştırıldığı çalışmada, 82 şirket incelemeye tabi tutulmuştur. Söz konusu şirketlerin 26'sı varlığa dayalı GYO, 16'sı ipotekli GYO ve 42'si ise Standard and Poors 500'da işlem gören rastgele seçilmiş şirket hisseleridir. Çalışmada Eylül 1980 ile Ağustos 1985 yılları arasındaki aylık getiriler hesaplanmış ve sonuç olarak ortalama getirinin üzerinde bir performans sergilendiği gözlenmiştir.

Benefield, Anderson, ve Zumpano (2009) tarafından yapılan çalışmada GYO'ların mülkün türüne göre çeşitlendirilmesi ve performanslarını incelemek üzere ABD'de bulunan 75 adet özvarlığa dayalı GYO'ların 1995 ile 2008 yılları arasında gösterdikleri performanslar analiz edilmiştir. Jensen Alfa, Treynor Endeksi ve Sharpe oranının kullanıldığı çalışma sonucunda; bu zaman aralığında farklı mülk türüne yatırım yapan GYO'ların, tek türde mülk yatırımı yapan GYO'lara oranla daha iyi performans gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır.

Ro ve Ziobrowski (2009), özellikle bir türde gayrimenkul yatırımı yapan GYO'lar ile değişik türlerde yatırım yapan GYO'ların 1997-2006 yılları arasındaki getirilerini Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli (Capital Asset Pricing Model - CAPM) ve Fama-French üçlü faktör model kullanarak incelemişlerdir. Çalışma sonucunda, Benefield, Anderson ve Zumpano'nun çalışmalarına paralel olarak; değişik türlerde gayrimenkul yatırım yapan GYO'ların daha üstün performans gösterdiği ortaya koyulmuştur.

Gabriel, Post ve Rogers (2015) tarafından yapılan çalışmada, Brezilya ve ABD'deki GYO'lar risk performanslarına göre sınıflandırılmıştır. Risk performans ölçümünde Ocak 2003 ve Ağustos 2013 arasındaki veriler, 2008 finansal krizi öncesi ve sonrası olarak ele alınmıştır. Üç sınıflandırmanın yapıldığı grupta Kruskal-Wallis ve Dwass-Steel Critchlow-Fligner testleri kullanılmıştır. Çalışma sonucunda Brezilya GYO'larının kriz öncesi ve kriz esnasında daha iyi performans

gösterdikleri, kriz sonrası performanslarının ise düştüğü belirlenmiştir. Kriz sonrası ABD GYO'larının daha agresif; Brezilya GYO'larının ise daha korumacı bir strateji gösterdikleri ortaya koyulmuştur.

### **5.1.2. Hisse Senedi Performansına İlişkin Literatür Taraması**

Ege ve Bayrakdaroğlu (2007), tarafından yapılan çalışmada İMKB 100 endeksinde bulunan imalat işletmelerinin 2005 yılındaki dönemsel verileri kullanılarak hisse senetlerinin performansları lojistik regresyon tekniği yardımı ile ölçülmüştür. Çalışma sonucunda finansal performanslarına göre İMKB 100 şirketlerinin sınıflandırılması %80 oranından daha yüksek olarak bulunmuştur. Ayrıca; kontrol değişkenleri gibi diğer değişkenlerin de hisse senedi getirilerini efektif olarak açıkladıkları ortaya koyulmuştur.

Özboyacı (2010), halka arz ile hisse senedi performansı arasındaki ilişkiyi araştırdığı çalışmasında, halka arz oranının şirket performansı üzerinde güçlü bir etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Akkılıç ve Yıldırım (2017), işletmelerin halka arzda hisse senetlerinin fiyatlamasının optimum fiyattan olup olmadığının tespit edilmesi amacıyla bir çalışma yapmışlardır. Olay Çalışması metodunun kullanıldığı çalışmada 2014 ile 2016 yılları arasında BİST'te işlem görmeye başlayan 19 işletmenin verileri analiz edilmiştir. Analiz sonucunda halka arz sonrası hisse senedi performansı ölçülerek hisse senetlerinin fiyatlarının halka ilk arzdaki değeri tespit edilmeye çalışılmıştır. Çalışma bulgularına göre şirketlerin halka ilk arzlarında düşük fiyatlama ile hisse senetlerini ihraç ettikleri tespit edilmiştir.

Ritter'ın 1980-2010 döneminde A.B.D.'de yapılan ilk halka arzların performansını inceleyen araştırmasına göre, bu tezin inceleme dönemi olan 1998'den 2007 yılına kadar değişik sektörlere mensup tam 2000 şirket A.B.D. Borsaları'nda halka açılmıştır. On yıllık dönemde halka arz sayısı yıldan yıla büyük farklılık gösterirken, bazı yıllarda sayı 100'ün altında kalmış bazı yıllarda 500'e yaklaşmıştır. Bu halka arzlardan toplam \$355,31 milyar hasılat elde edilmiş, halka arz başına düşen hasılat ortalama \$177,6 milyon olarak gerçekleşmiştir. İnceleme döneminde \$355,31

milyar halka arz hasılatı karşısında düşük fiyatlama nedeniyle masada bırakılan para \$ 92,39 milyar olarak hesaplanmıştır.

Ritter'ın çalışması ABD'de de halka arz sayısının yıllar itibariyle önemli dalgalanma gösterdiğini, internet bubble dönemini izleyen 2001 yılının halka arz sayısında önemli düşüşler yaşandığı dönemin başlangıç yılı olduğunu, 2004-2007 yıllarındaki kısmi canlanmaya rağmen, hala 1990'lı yıllardaki canlılığa ulaşamadığını, 2000'li yıllarda yaşanan global krizde etkisiyle şirketlerin ve yatırımcıların önceki 10 yıla göre halka açılmaya ve halka açılan şirketlere daha az ilgi gösterdiklerini göstermiştir.

İlk halka arz piyasasının önemli olduğu diğer bir bölge Avrupa kıtasıdır. Gajewski ve Gresse (2006)'nin araştırması, AB'ye üye ülkeler arasında listeye alma mekanizmalarının, sektör ve periyot olarak birkaç küçük istisna dışında, genel olarak birbiriyle uyumlu olduğunu ortaya koymaktadır. Avrupa'da da yıllar itibariyle halka arz sayısında ve hacminde ABD'deki dalgalanmaya benzer bir konjonktür yaşanmıştır. 1998 yılında bölgede toplam 715 şirket halka açılırken bu sayı internet bubble dönemine denk gelen 2001 yılında 410'a, 2002 yılında 299'a, izleyen yılda da 264'e düşmüştür. 2004 yılından itibaren kısmi canlanma ile sayı 529'a çıkmış, izleyen yıllarda da sınırlı artışla 2007 yılında 629'a çıkmasına rağmen halen 1998 yılındaki düzeyine ulaşamamıştır. Bu gelişme IPO'lardan elde edilen hasılatı da yansıtmış 2001 yılında \$60 milyar olan bölgedeki toplam IPO hacmi 2002 yılında \$36,9 milyar, 2003 yılında da \$34 milyara düşmüş, izleyen yıllarda yeniden artışa geçerek 2007 yılı \$107 milyarlık bir hacimle sonlanmıştır.

Dinç, 2005 yılında stratejik karar ve hisse senedi performansını araştırdığı çalışmasında İMKB'ye kotalı 114 şirketin borsa performanslarının şirketlerin uyguladığı topluluk stratejileriyle açıklanıp açıklanamayacağını incelemiştir. Elde ettiği sonuçlar doğrultusunda makine ve metal, gıda, taş-toprak sektöründe stratejik kararların şirketlerin hisse senedi performansına etkisi olduğunu ortaya koymuştur.

Agarwall (1981), ABD'de 1974-1978 dönemi aylık hisse senedi fiyatları ve efektif döviz kuru verilerini kullandığı bu çalışmada, hisse senedi fiyatları ve



Amerikan Doları arasındaki ilişkinin pozitif yönlü olduğunu ve kısa dönemde uzun döneme nazaran daha güçlü bir etkiye sahip olduğunu ortaya koymuştur.

Asquith ve Kim (1982) tarafından 1960-1978 döneminde ABD’de birleşme veya devralma açıklamalarının hisse senedi performansı üzerindeki etkisini incelediği çalışmada, açıklama öncesi ve sonrasındaki 12’şer aylık dönemde tarafların hisse senetlerine ilişkin aşırı getirileri hesaplamış; alıcı firma hisselerinde açıklamanın yapıldığı ay pozitif veya negatif yönlü aşırı getiri elde edilemediği, hedef firma hisse senetlerinde ise açıklamanın yapıldığı ay içerisinde istatistiksel olarak anlamlı aşırı pozitif getiri sağladığını belirlemiştir.

Basu (1983), çalışmada kazanç (verim), firma büyüklüğü ve New York Borsası’ndaki hisse senedi performansı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Söz konusu çalışmada inceleme dönemi olarak 1963 ve 1983 yılları arası ele alınmıştır. Çalışmanın sonuçlarına göre; yüksek fiyat/kazanç oranına sahip olan firmalar, ortalama olarak, düşük fiyat/kazanç oranına sahip olan firmalardan riske dayalı olarak daha yüksek getiri sağlamışlardır ve bu sonuç firma büyüklükleri dikkate alınsa bile değişmeyecektir sonucuna ulaşmışlardır. Öte yandan, küçük ölçekli firmalar büyük ölçekli firmalara nispeten daha yüksek getiri elde etmişlerdir. Fakat getiriler risk ve fiyat/kazanç oranına göre kontrol altına alındıklarında bu etki gözden kaybolmuştur.

Keim (1983) çalışmada, 1963-1979 yılları arasında NYSE ve AMEX’te işlem gören hisse senetleri için öz kaynak piyasa değeri ve anormal getiriler arasındaki ilişkiyi aylık getirileri kullanarak incelemiştir. FVFM’ne firma büyüklüğü değeri de açıklayıcı değişken olarak eklenmiştir. Bu çalışma ile anormal getiriler ile büyüklük arasındaki ilişkinin her zaman negatif olduğu, ocak ayındaki anormal getirilerin, geri kalan 11 aya göre daha yüksek olduğu belirlenmiştir. Özellikle firma büyüklüğü anomalisinin ortalama boyutunun yaklaşık %50’sinin ocak ayı getirilerine, % 26’sının yılın ilk haftasındaki getirilere, % 11’inin de yılın ilk günündeki getirilere bağlı olduğunu göstermiştir.

Hiraki (1985), Japonya verilerine dayanan çalışmasında enflasyonun hisse senedi performansı üzerindeki negatif etkisinin sahte olduğunu ve önemli bir etken olmadığını savunmuştur.

Seyhun (1986), 1975 ve 1981 yılları arasında NYSE ve AMEX'de listelenen ve en az bir defa içeriden işlemlerin olduğu 769 hisseyi incelemiştir. Küçük firmalardaki içeridekilerin büyük firmadakilere göre daha fazla anormal getiri elde ettikleri sonucuna ulaşmıştır. Bu durum, küçük şirketlerde içeridekiler kendi firmalarını çok daha iyi tanıdıklarından, şirkete dayalı bilgilerle işlem yapmayı tercih ederken; büyük şirketlerde içeridekiler şirketle ilgili bilgilere daha az hâkim olduğundan, genel ekonomideki gelişmelere bakarak işlem yapmayı tercih edebilecekleri şeklinde açıklamıştır. Bu konunun başka bir sebebi de, büyük firmaların daha fazla kamuyu aydınlatma da bulunduğu gerçeği olabilir.

Bhandari (1988), çalışmasında 1948-1949'dan 1980-1981'e kadar 2 yıllık alt dönemler olarak, parametrelerdeki mümkün olan değişikliklerin en aza indirgenmesini amaçlamıştır. Beklenen hisse senedi performansı ile borç/özkaynak rasyosu arasında ocak ayı dahil edilse de, hariç tutulsa da pozitif ilişki bulmuştur. Bu sonuçlar elde edilirken beta ve firma büyüklük etkisi kontrol altında tutmuştur.

Soenen ve Hennigar (1988), çalışmalarında 1980-1986 dönemi aylık hisse senedi fiyatlarını ve döviz kuru verilerini kullanarak yaptıkları çalışmada, Amerikan doları ve hisse senedi fiyatları arasında negatif yönlü güçlü bir ilişki olduğu sonucuna varmışlardır.

Kaplan ve Weisbach (1990) 1971-1982 döneminde ABD'de büyük ölçekli 271 adet şirket satın alma işlemini incelemiştir. Araştırma sonucunda alıcı ve hedef şirketlerin benzer konularda faaliyet göstermesi veya faaliyet konularının farklı olmasının, açıklamaya dayalı hisse senedi getirilerini etkilemediğini belirlemiştir.

Ma ve Kao (1990), 1973:06-1983:12 tarihleri arasındaki aylık verileri kullanarak 6 gelişmiş ülkede (İngiltere, Kanada, Fransa, Almanya, İtalya, Japonya) yaptıkları çalışmalarında, kurlardaki bir yükselişin ihracat ağırlıklı ekonomilerde hisse

senedi fiyatlarını olumlu olarak etkilediğini, ithalat ağırlıklı ekonomilerde ise tam tersi bir durumun var olduğunu belirtmişlerdir.

Chan, Hamao ve Lakonishok (1991), Tokya Stock Exchange’de (TSE) işlem gören hisse senetlerini ele almış oldukları çalışmalarında, hisse senetlerinin performansında meydana gelen değişkenliği, temelde 4 değişkenle ilişkilendirmişlerdir. Söz konusu değişkenler; kazançların getirisi, firmanın büyüklüğü, defter değeri/piyasa değeri oranı ve nakit akışı getirisidir. İstatistiksel alternatif yöntemler ve çeşitli hesaplama metotları, 1971-1988 arasındaki dönemi kapsayan bir veri setine uygulanmıştır. Ampirik çalışmalar, göz önünde bulundurulmuş 4 değişkenden defter değeri/piyasa değeri oranının ve nakit akışı getirisinin, beklenen getiriler üzerinde en belirgin pozitif etkiye sahip olduklarını ortaya koymuştur. Firma büyüklüğünün ve kazanç/fiyat oranının ise bazı alt dönemlerde açıklayıcı güce sahip olmalarına rağmen, bazı alt dönemlerde açıklayıcı güçlerini kaybettiklerini ve açıklayıcı değişkenler bir arada ele alındıkları zaman kazanç/fiyat oranının ve firma büyüklüğünün açıklayıcı gücünün, diğer değişkenlerin açıklayıcı güçlerince bastırıldığını belirlemişlerdir.

Bulmash ve Trivoli (1991) yapılan analizler sonucunda, hisse senedi fiyatlarının, bazı ekonomik göstergelerin gecikmeli değerleri ile tahmin edilebileceği sonucuna varmışlardır. Elde edilen sonuçlara göre para arzının, bir, üç ve on iki ay gecikmeli değerlerinin, hisse senedi fiyatlarıyla pozitif yönde bağlantılı olduğunu bulmuşlardır.

Fama ve French (1992), 1963-1990 yılları arasında NYSE, AMEX ve NASDAQ’ta işlem gören hisse senetlerine ait verileri kullandıkları çalışmalarında, FVFM’ne açıklayıcı değişken olarak betanın yanı sıra, firma büyüklüğü, finansal borçluluk oranı, öz kaynak defter değeri/piyasa değeri oranı ve kazanç/fiyat oranını da eklemişlerdir. Finansal firmalar için yüksek borçluluk oranları normalken, finansal olmayan firmalar için sıkıntı göstergesi olduğu için, finansal firmalar örnek gruptan çıkartmışlardır. Ayrıca, negatif kazanç/fiyat oranına sahip firmaları da örnek gruba dahil edebilmek için kazanç/fiyat oranıyla ilgili bir kukla değişken de regresyonlarda kullanmışlardır. Daha önceki ampirik çalışmaların aksine, regresyonlar portföyler

yerine tek tek hisse senetleri ile yürütülmüştür. Bulgular, FVFM'nin en temel çıkarımlarından birisi olan, hisse senedi getirilerindeki değişkenliği açıklamada betanın açıklayıcı güce sahip olduğu sonucunu desteklememiştir. Sonuçlara göre beta, gerek alt dönemler gerekse tüm çalışma dönemi için hisse senedi getirilerindeki değişkenliği açıklamamaktadır. Bütün açıklayıcı değişkenler bir arada kullanılıp regresyonlar yürütülmüştür. Bu durumda firma büyüklüğü ve öz kaynak defter değeri/piyasa değeri oranının açıklayıcı gücünün, finansal borçluluk oranı ve kazanç/fiyat oranının açıklayıcı gücüne baskın olduğu belirlenmiştir. Eğer hisse senetlerinin fiyatlanması rasyonel şekilde gerçekleşiyorsa, bu durumda hisse senetlerinin getirilerini açıklamada firma büyüklüğü ve özkaynak defter değeri/piyasa değeri oranının güçlü açıklayıcı değişkenler olduklarını belirtmişlerdir.

Chowdhury, Howe, ve Lin (1993), çalışmaları 1975 ve 1986 yıllarında 626 haftayı kapsayan, Amerika'da 1402 firmada üzerine yapılmıştır. Çalışma sonucunda hisse senedi performansından içeridekilerin işlemlerine doğru nedensellik bulunmuştur. Bilinen içeriden öğrenenlerin davranışının tersine içeriden öğrenenlerin büyük oranda piyasa getirisine tepkide bulduklarını belirtmişlerdir.

Jones ve Kaul (1996) ABD, Kanada, Japonya ve İngiltere'de hisse senedi piyasalarının petrol fiyatlarındaki değişimlere tepkilerini araştırmışlardır. Onların sonuçları, ABD ve Kanada, hisse senedi fiyatlarındaki değişikliklerin petrol fiyatlarındaki değişimin tamamen nakit akışları üzerindeki etkisi ile olabileceğini göstermektedir. Öte yandan Japonya ve İngiltere hisse senedi fiyatlarındaki değişiklikler sadece nakit akımlarıyla açıklanamaz sonucuna varmışlardır.

Abdalla ve Murinde (1997) çalışmalarında Hindistan, Güney Kore, Pakistan ve Filipinler'de döviz kuru ve hisse senedi fiyatları ilişkisini 1985:01 - 1994:07 tarihleri arasındaki aylık veriler kullanarak VAR modeli yaklaşımıyla incelemişlerdir. Çalışmanın sonucunda; Hindistan, Pakistan ve Güney Kore'de döviz kurlarından hisse senedi fiyatlarına doğru tek yönlü bir nedensellik belirtirlerken, Filipinler'de nedenselliğin hisse senedi fiyatlarından döviz kurlarına doğru olduğunu ortaya koymuşlardır.

Ajayi, Friedman ve Mehdiyan (1998), çalışmalarında hisse senedi performansı ile döviz kuru arasındaki ilişkiyi Granger nedensellik analizi ile geliştirmiş ve yeni gelişen ekonomiye sahip ülkeler için incelemişlerdir. Gelişmiş ekonomiye sahip ülkeler olarak, Almanya, Fransa, Kanada, Japonya, İtalya, İngiltere ve Amerika'yı seçmişlerdir. Tayvan, Kore, Filipinler, Malezya, Singapur, Hong Kong, Endonezya ve Tayland'ı da yeni gelişen ekonomiye sahip ülkeler olarak analize dâhil etmişlerdir. Analiz sonucunda gelişmiş ekonomiye sahip ülkelerde hisse senedi piyasası ile döviz piyasası arasında tek yönlü bir ilişki olduğu sonucunu ortaya koymuşlardır. Yeni gelişen ekonomiye sahip olan ülkelerde ise hisse senedi piyasası ile döviz piyasası arasında hiçbir ilişki olmadığı sonucuna ulaşmışlardır.

Heston, Rouwenhorst ve Wessels (1999), çalışmalarında beta ve firma büyüklüğünün, 12 Avrupa ülkesinin borsalarında 1978-1995 yılları arasında işlem gören hisse senetlerinin ortalama getirilerdeki değişkenliği açıklayıcı gücünü araştırmışlardır. Söz konusu 12 ülke; Almanya, Avusturya, Belçika, Birleşik Krallık, Danimarka, Fransa, Hollanda, İspanya, İsveç, İsviçre, İtalya ve Norveç'tir. Çalışmada FVFM'ne firma büyüklüğü de eklenmiştir. ABD'deki benzer çalışmaların bulgularının aksine, bu çalışmada ortalama hisse senedi getirileri üzerinde firma büyüklüğünün yanı sıra betanın da önemli ölçüde açıklayıcı gücü olduğunu belirlemişlerdir. Ülkeler bir arada ele alındıkları zaman belirgin negatif bir firma büyüklüğü risk primi olduğu görülmüştür. Ülkeler ayrı ayrı incelendiği zaman da 12 ülkeden 11'inde ortalama hisse senedi getirileri ile firma büyüklüğü arasında negatif bir ilişki olduğu belirlenmiştir. Bununla birlikte, firmanın büyüklüğü anomalisinin büyük ölçüde ocak ayında gerçekleşen getirilerden kaynaklandığını belirtmişlerdir.

Nasseh ve Strauss (2000), yapmış oldukları çalışma ile Fransa, Almanya, İtalya, Hollanda, İsviçre ve İngiltere'de hisse senedi fiyatları ile yerel ve uluslararası makro ekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi 1962 ile 1995 yıllarında OECD temel ekonomik gösterge veri tabanından elde ettikleri verilerle incelemişlerdir. Çalışma sonuçlarına göre endüstriyel üretim ve imalat siparişlerinin hisse senedi fiyatlarındaki uzun dönemli hareketleri açıklamada önemli faktörler oldukları tespit edilmiş ve Almanya'nın kısa dönem faiz oranları, hisse senedi fiyatları ve endüstriyel üretimi

anlamli bir Şekilde diğer 5 ũlkedeki hisse senedi fiyatlarını etkilemektedir. Çalışmada eş-bũtũnleŐme analizi sonuçlarına gŕre Avrupa’da hisse senedi fiyatları ve makroekonomik faaliyetler arasında uzun dŕnemli bir ilişkinin varlığını gŕstermektedir. Varyans ayırıtırma testi sonuçlarına gŕre yerel ve uluslararası makro ekonomik değişkenlerin hisse senedi fiyatlarını etkilemesi 4 yıldan sonra %37’den %82’ye çıkmaktadır. Seçilen değişkenlerin hisse senedi fiyatlarındaki deđiŐimi açıklama oranı oldukça yũksektir.

Andrade, Mitchell ve Stafford’un 2001 yılında yapmış oldukları çalışmalarında 1973-1998 yılları arasında 4.000’den fazla birleşme ve satın alma olayı incelenmiŐtir. Araştırmanın bir boyutu, birleşme ve satın alma duyurularının karşısında piyasanın verdiği tepkinin incelenmesi Şeklindedir. Bu kapsamda analiz aşamasında anormal getiri hesaplamaları ve yatay kesit regresyon analizi gibi yŕntemler kullanılmıştır. Analizlerden ıkarılan sonuçlar ise Şu Şekildedir; birleşme ve satın alma işlemleri sonrasında satın alan işletmenin hisse senedi fiyatı negatif yŕnlũ eğilim sergilemiŐtir. Bununla birlikte, birleşme kazanımlarının hedef işletme hissedarları açısından bir değer yaratmadığı savunulmuŐtur.

Anari ve Koları (2001) 6 adet gelişmiş ũlkeye (Amerika, Kanada, İngiltere, Fransa, Almanya, Japonya) ait hisse senedi fiyat endeksi ve tũketicisi fiyat endeksi arasındaki ilişkiyi 1953-1998 yılları arasında incelemiŐler ve araştırma sonucuna gŕre hisse senedi fiyatlarının tepkileri başta negatif olmakta ama uzun dŕnemde pozitif eğilime dŕnmektedir.

Aydoğan ve Gũney (1997) İMKB Şirketleri ũzerine yaptığı çalışmada, hem F/K oranının hem de temettũ veriminin hisse senedi getirilerini 3 ile 12 ay arasında tahmininde ŕnemli birer araç olduğunu vurgulamıŐlardır. Yũksek temettũ veriminin gŕzlemlendiđi dŕnemleri izleyen sũrelerde hisse senedi getirilerinin çok yũksek olduğu, dũŐũk temettũ veriminin olduğu dŕnemlerde ise dũŐũđũnũ vurgulamıŐlardır.

Hatipoğlu (1997) İMKB’ye kote olmuş olan 32 Şirketin 1987- 1996 yılı verilerini kullanmak suretiyle finansal kaldıraç oranlarıyla hisse senedi performansı arasındaki ilişkiyi test etmiştir. Yapılan test sonucunda hisse senedi performans

değişimleriyle finansal kaldıraç arasında bir ilişki tespit edilememiş, buna neden olarak da firmaların kaldıraç oranlarının bazılarının yüksek bazılarının da düşük olması neticesinde ortalamanın düşmesi olarak gösterilmiştir. Daha sonra bu 32 firma içerisinde finansal kaldıraç oranları en yüksek 5 firma seçilerek analiz tekrar edildiğinde hisse senedi performansındaki değişimleri ile finansal kaldıraç arasında negatif bir ilişki olduğu sonucuna varmıştır.

Durukan (1999), çalışmada Ocak 1986 ile Aralık 1998 dönemleri arasında makroekonomik değişkenlerle hisse senedi fiyatları arasındaki ilişki araştırmıştır. Çalışmada bağımlı değişken olarak İMKB Ulusal-100 endeksi TL ve Dolar bazında alınmıştır. Bağımsız değişkenler ise şunlardır; TUFEE, aylık mevduat faiz oranı, sanayi üretim endeksi, Dolar döviz kuru, Mark döviz kuru, Para arzı. Analiz sonucu elde edilen bulgular, bir bütün olarak, faiz oranının hisse senedi fiyatlarını açıklamada en etkin makroekonomik değişken olduğunu göstermiştir. İMKB Ulusal-100 Endeksindeki değişimleri açıklamada faiz oranı ve sanayi üretim endeksinin yeterli olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Demir (2001), yaptığı çalışmada 1991-2000 yılları arasında İMKB’de işlem gören mali sektör kuruluşları arasından 16 şirket seçmiştir. Bu şirketlerin hisse senedi getirilerini etkileyen finansal oranları tespit etmeye çalışmış ve uygulamada yöntem olarak, belirlenen değişkenlere ait zaman serilerine istatistiki olarak çoklu regresyon analizi kullanmıştır. Yapılan analiz sonucuna bakıldığında mali sektör hisse senedi fiyatını etkileyen işletme düzeyindeki faktörler; piyasa değeri/defter değeri, hisse başına kâr, fiyat/kazanç oranı, öz sermaye kârlılığı, kaldıraç oranı, net kâr artış hızı, işlem görme oranı, temettü ödeme oranıdır. Fakat bu faktörlerin denkleme girme sayıları farklıdır. Görülmektedir ki en çok mali sektör hisse senedi fiyatlarını etkileyen faktör piyasa değeri/defter değeri oranıdır.

Akçaraoğlu ve Yurdakul (2002), hisse senedi getirileri ve global değişkenler arasındaki ilişkiyi, Türkiye hisse senedi piyasası için sınamak üzere Ocak 1987-Ocak 2001 dönemine ait üç aylık veriler kullanmışlardır. Özel hata düzeltim modeline ilişkin sonuçlara göre, her bir global değişkenin İMKB bileşik endeksi üzerinde anlamlı bir kısa dönemli etkisi vardır. A.B.D. hisse senedi fiyat endeksi, cari işlemler dengesi,

döviz kuru, sermaye hareketleri dengesi ve İMKB bileşik endeksi ile gecikmeli değişkenlerin hisse senedi getirileri üzerinde anlamlı etkileri bulunmaktadır ve döviz kuru ve cari işlemler dengesinin şimdiki değerleri ile İMKB endeksi arasında önemli ve negatif yönlü bir ilişki bulunmaktadır sonucuna varmışlardır.

Yıldız ve Tenekecioğlu (2004) tarafından yapılan bir çalışmada hisse senedi getirileriyle entelektüel sermaye varlıklarının aralarındaki ilişki regresyon analizi yöntemiyle araştırılmıştır. Çalışmalarında İMKB-100’de işlem görmekte olan işletmelerin entelektüel sermaye faktörü olabilecek değişkenler 29 sorudan oluşan bir anket yoluyla toplanmıştır. Söz konusu anket, 28 işletme tarafından cevaplandırılmıştır. İlk olarak ankete katılan işletmelerin 2001 yılındaki finansal oranlarıyla bu işletmelerin hisse getirileri arasındaki  $R^2$  cinsinden ilişkinin gücü bir regresyon yardımı ile ölçülmüştür. Daha sonra finansal oranlara, anketin sonucunda ulaşılan değişkenler de eklenerek kurulan ikinci regresyondaki  $R^2$  ile önceki  $R^2$  arasında fark olup olmadığını incelenmişler ve neticede entelektüel sermayeye yönelik değişkenlerin eklenmesi ile finansal oranların hisse senedi getirilerini açıklama gücünün arttığı sonucuna varmışlardır.

Karamustafa ve Karakaya (2004), Türkiye’de enflasyon trendi ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi ortaya koyan bu çalışmada, gelişmiş birçok ülkedeki gibi değişkenler arasında negatif bir ilişkinin olduğunu tespit etmişler ve analiz sonucunda Fama’nın hipotezini doğrular nitelikte bazı sonuçlara ulaşmışlardır. Enflasyon ile reel üretim arasında negatif yönlü bir ilişki bulunmasına rağmen, reel üretim ile reel hisse senedi getirileri arasında pozitif yönlü anlamlı bir ilişki ortaya çıkmamıştır. Enflasyon trendinin reel üretim düzeyindeki gelişmeden arındırılmasıyla yapılan analizde, bu arındırılmış enflasyonun reel getiriler üzerinde pozitif yönlü ilişkinin olduğu, bu ilişkinin ise beklenmeyen enflasyondan kaynaklandığını tespit etmişlerdir.

Karacaer ve Aygün (2009), İMKB’de 2007 yılında işlem gören 50 firmayı içeren çalışmalarında, entelektüel sermayenin firma performansı üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Çalışmada firma performans ölçütleri olarak; kârlılık, verimlilik ve piyasa değeri kullanmışlardır. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’na kayıtlı 50



firmanın 2007 yılı verileri incelenmiş ve entellektüel sermaye ölçümünde Entellektüel Sermaye Katma Değer Katsayısı yönteminden yararlanmışlar ve çalışma sonucunda, yapısal sermaye etkinliği dışında entelektüel sermaye katsayısı ile firma performansı arasında pozitif ve anlamlı ilişkiler elde etmişlerdir.

Karamustafa vd. (2009), çalışmalarında 2008 itibari ile hesaplanmaya başlanan kurumsal yönetim endeksinde işlem gören firmaların, endeks kapsamına girmeden önceki dönemlere göre faaliyet ve finansal performanslarında anlamlı bir değişimin ortaya çıkıp çıkmadığını ortaya koymuşlardır. Bu amaçla firmaların kurumsal yönetim endeksine girmeden önceki 5 çeyrek dönem ve kurumsal yönetim endeksine girdikten sonraki 2 çeyrek dönem sekiz ayrı oran açısından performans gerçekleştirmelerini hesaplamışlar ve araştırma sonucunda, aktif devir hızı, aktif kârlılığı ve özsermaye kârlılığı performans göstergelerinde endeks kapsamı öncesi ve sonrası için anlamlı farklılıklar ortaya çıkmıştır.

## **5.2. Araştırmanın Amacı ve Önemi**

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının içinde bulunduğu gayrimenkul ve inşaat sektörü, özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından çok önemli görevler üstlenmektedir. Bu sektör kendisiyle çok yakın bir ilgi kurulabilecek çimento ve demir sektöründen başlayarak kendisiyle alakasız gibi görünen turizm ve ulaştırma sektörüne kadar uzanabilen pek çok sektör ve alt sektörler ile ilişki içerisindedir. Bunun doğal sonucu olarak, gayrimenkul ve inşaat sektöründe yaşanacak olası bir canlılık sinerji etkisi yaratacak ve milli gelir üzerinde olumlu etkiler yaratacaktır.

Ekonominin temel sorunu olan finansman kaynağı sıkıntısının giderilmesi açısından GYO'lar önemli işlevleri yerine getirmektedir. Ayrıca, Türkiye gibi zengin taşınmaz varlığına sahip ülkelerde GYO'lar aracılığıyla, ilgili taşınmazların alanında uzman kişilerce rasyonel ve verimli bir yönetimle değerlendirilmesi gerçekleştirilir. Tam rekabet piyasasında gerçek değerini bulabilecek hazine arazileri üzerinde makro ölçekli planlar ile büyük kentleşme projeleri, toplu konutlar hayata geçirilebilir. GYO hisse senetlerinin borsada likidite kazanması ve portföy yoluyla yatırımın çeşitlendirilmesi alternatif yatırımcıların sermaye piyasasına çekecektir. Özellikle

yabancı sermayenin cezbedilmesi ve ülkeye girişinin sağlanmasında bu ortaklık türü oldukça elverişlidir (Bahtiyar, 1999: 155- 156).

Bu çalışmanın amacı, borsada işlem gören GYO'lar için, borsa performansını etkileyen finansal oranların panel regresyon analizi yardımıyla ortaya konulmasıdır. Böylece, yatırımcılar ve konu ile ilgili kişiler için GYO'ların performans analizi yol gösterici olacaktır.

### **5.3. Araştırmanın Yöntemi**

Ekonometrik çalışmalarda, genellikle yatay kesit veya zaman serisi verileri kullanılmaktadır. Zaman serilerine yönelik olarak yapılan çalışmalarda, zaman boyutu göz önünde bulundurulmakta iken yatay kesit çalışmalarda ise kesit boyutu üzerinde durulmaktadır. 2000'li yıllardan bu yana panel veri ile yapılan çalışmaların yaygınlaşmaya başladıkları görülmektedir. Bahsi geçen panel veri çalışmalarında ise, zaman boyutuyla kesit boyutu bir arada kullanılmaktadır.

Yatay kesit verileriyle zaman serisinin verilerinin birleşmesi sonucu ulaşılan veriler “uzunlamasına (longitudinal) veriler” şeklinde ifade edilmekle beraber söz konusu verilerdeki gözlemler, aynı zaman boyutunda aynı birimlerden elde ediliyor ise “panel veri” şeklinde adlandırılmaktadır. Ancak uygulama aşamasında ise panel veri, “yatay kesit ve zaman serisi verisinin birleşimi” anlamına gelmektedir. Panel veri, bir kesimin (insan, işletme, ülke vb) belli bir dönem süresince belli bir zaman aralığında devamlı olarak takip edilmesi sonucunda ulaşılan veri kümesidir. Panel veri analizi ise belirli bir zaman kapsamında dönemsel şekilde gözlenen belli bir nesnenin analizinin metodudur. Bahsi geçen veri analiz yöntemi, pek çok bilim sahasında uygulama alanı bulabilmektedir. Panel veri hem zaman hem de yatay kesit boyutlarına sahip olduğu için regresyon metotlarının panel veriye uygulanması yalnızca bir kesit boyutuna sahip olan verilere uygulanmasına nispeten daha zordur. Bunun yanı sıra, panel veri analizi giderek artan bir şekilde yaygınlaşmakta ve hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde kullanılmaktadır.

Panel verinin yatay kesit verileri ve zaman serilerine kıyasla üstünlükleri ise aşağıdaki gibi maddeler halinde özetlenebilir:

Panel veri araştırmacıya daha fazla sayıda veri noktası (gözlem) sağlar, serbestlik derecesini artırır ve açıklayıcı değişkenler arasındaki doğrusal bağlantının derecesini düşürür. Böylece ekonometrik tahminlerin etkinliğini artırır (Hsiao, 2003: 3).

Panel veri analizine dahil olan kişiler, işletmeler, bölgeler veya ülkeler şeklindeki yatay kesit birimlerinin aynı özellikleri taşımadıkları, yani homojen olmadıkları kabul edilmektedir. Panel veri analizi zaman serileri ve yatay kesit verileriyle kontrolü sağlanamayan veri setinin içerdiği heterojenliği göz önünde bulundurmaktadır (Baltagi, 2005: 4).

Panel veri, bir değişimin sonrasında meydana gelen uyum dinamiklerinin incelenmesi açısından daha uygun görülmektedir. Nispeten istikrarlı, durağan yatay kesit dağılımları birçok değişimi gizler. Örneğin işsizlik süreleri ve gelir hareketliliği panel veri ile daha iyi incelenebilir. Bununla birlikte panel veri, işsizlik ve fakirlik şeklindeki ekonomik durumların sürelerini incelemeye de uygun bir yöntemdir. Eğer kullanılan panel yeteri kadar uzunsa ekonomi politikasının değişimlerindeki uyarlamayı da ortaya koyabilmektedir (Hsiao, 2003: 3).

“Panel veri modellerinde, dışlanan değişkenler nedeniyle hata terimi ile bağımsız değişkenler arasında korelasyonlu olmakta ve parametre tahminleri sapmalı olmaktadır. Panel veri kullanılarak bu değişkenlerin etkileri kontrol altına alınabilir. Bu durumda tahmin sapması azalmakta ya da tamamen yok olmaktadır” (Tatoğlu, 2013: 11).

Zaman serilerinde serbestlik derecesinin az olması ve ciddi çoklu doğrusal bağlantı sorunu panel veri analizinde bağımsız değişkenlerdeki birimler arası farklılıklar modele dahil edildiğinden azalmaktadır. Panel veri kullanımında değişkenlerin değerleri arasındaki çoklu doğrusal bağlantı birim farklılıklarının dahil edilmesiyle azalmaktadır (Tatoğlu, 2013: 13).

Sahip olduğu avantajların yanında panel veri kullanarak yapılan analizlerin bazı dezavantajları da vardır. İlk olarak, panel veriler yapısı gereği hem zaman hem de yatay kesit verilerine özgü sapmaları içerdiğinden modelin hata terimi çoğu zaman

sapmalı olacaktır. Bunun yanı sıra panel verilerin toplanması ve tasarlanmasının güçlüğü, ölçüm hataları, örnek seçim sapması ve heterojenlik sapması panel verinin dezavantajları arasında sayılabilir. Ayrıca panel verinin zaman serisinin yatay kesite göre kısa olması durumunda özellikle doğrusal olmayan panel veri analiz yöntemleri kullanımında çeşitli zorluklar meydana getirmektedir (Tatoğlu, 2013: 14).

Panel verinin zayıflıkları aslında kesit veriyle zaman serisinde karşılaşılabilecek sorunlardan farklı değildir. Yani, avantajları da göz önünde bulundurularak karşılaştırma yapıldığında, panel veri açıkça daha üstün analiz fırsatları sağlamaktadır. Panel veri setinin her bir yatay kesit için eşit uzunlukta zaman serisi içermesi durumu dengeli panel; zaman serisi uzunlukları yatay kesitten yatay kesite değişmesi durumu ise dengesiz panel olarak adlandırılmaktadır (Wooldridge, 2010: 284).

Genel olarak hazırlanmış bir panel veri analizinde denklem şu şekilde yazılmaktadır;

$$y_{it} = \beta_{1it} + \beta_{2it}X_{2it} + \beta_{3it}X_{3it} + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

Buradaki eşitlikte  $i= 1, \dots, N$  hane halkları, bireyler, firmalar, ülkeler gibi yatay kesit birimlerini ve  $t=1, \dots, T$  zamanı göstermektedir. Olasılıklı olmayan hata terimi  $\varepsilon$  'nun ortalamasının sıfır ve sabit varyanslı olduğu varsayılmaktadır. Buna göre:

$y_{it}$ :  $i$ 'nci yatay kesit biriminin  $t$  zamanında bağımlı değişken değerini,

$X_{2it}$ :  $i$ 'nci yatay kesit biriminin  $t$  zamanında 2. bağımsız değişken değerini değişken değerini,

$\beta_{2it}$ :  $i$ 'nci yatay kesit biriminin  $t$  zamanında 2. bağımsız değişkenin tahmin edilen katsayısını göstermektedir (Wooldridge, 2010: 284). Panel veri analizinin en basit şekli, tüm katsayıların tüm yatay-kesit birimleri için sabit tutulması durumudur. Bu durum eşitlik (9) da gösterilmektedir.

$$y_{it} = \beta_1 + \beta_2X_{2it} + \beta_3X_{3it} + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

Eşitlikte analizdeki bağımsız değişkenlerin tamamının yatay kesit birimlerinin her birini aynı derecede etkilediği öngörülmektedir. Eğer bağımsız değişkenlerin farklı birimleri, farklı şekilde etkilediğine inanılıyorsa bu denklem yetersiz kalacaktır. Bu noktada diğer önemli bir konu ise, başlangıç noktasının ( $\beta_1$ ) nasıl tanımlanacağıdır. Başlangıç noktası, tüm birimler için sabit tutulabilir veya böyle bir kısıt konulmayarak, farklı yatay kesit birimler için farklı başlangıç noktalarının olmasına izin verebilmektedir (Baltagi, 2005: 16).

Panel verilerin analizinde en çok bilinen bu metotta, havuzlanmış verilerin (pool data) kesit ve zaman boyutu ihmal edilerek geleneksel Klasik En Küçük Kareler modeli (Ordinary Least Squares) OLS tahmincisi kullanılabilir. Ancak bu modelde, tahmin edilen parametre sayısı kullanılan gözlem sayısını aşabilmekte, böylece model tahmin edilmesinde güçlükler yaşanabilmektedir. Bu tür sorunları çözebilmek açısından panel veri analizlerinde hata terimlerinin özellikleri ve katsayıların değişebilirliğine yönelik farklı varsayımlarda bulunarak farklı modellere ulaşılabilmektedir (Wooldridge, 2002: 301).

Sabit başlangıç noktası kısıtlamasının kaldırılması durumunda, başlangıç noktası tanımlanması için, “Sabit Etkiler Modeli (*Fixed Effects Model*)” ve “Tesadüfi Etkiler Modeli (*Random Effects Model*)” olarak bilinen iki alternatif yöntem bulunmaktadır. Sabit Etkiler Modelinde (SEM), başlangıç noktasının tüm yatay kesit birimleri için farklı sabit bir değer alacağı öngörülmektedir.

$$y_{it} = \beta_{1i} + \beta_{2i}X_{2it} + \beta_{3i}X_{3it} + \varepsilon_{it} \quad \beta_{1j} \neq \beta_{1i} \quad (10)$$

En Küçük Kareler Kukla Değişkeni Modeli (least squares dummy variables-LSDV) olarak da bilinen Sabit Etkiler Modeli kukla değişkene ait katsayıların performans testi F istatistiğine dayanmaktadır. Literatürde SEM, En Küçük Kareler Kukla Değişkeni Modeli olarak da adlandırılır. Kukla değişkene ait katsayıların performans testi F istatistiğine dayanmaktadır. Sıfır hipotezi, etkin tahmin modelinin gruplara özgü sabit kesişim katsayılarının değişmediğini varsayan OLS olduğunu ifade ederken, alternatif hipotez SEM modelinin uygunluğunu belirtmektedir (Baltagi, 2005: 21).

Sabit Etkiler Modeli'nin yoğun bir şekilde kullanım bulmasına rağmen, çok sayıda yatay kesitin söz konusu olması serbestlik derecesi azalmasına neden olabilmektedir. Bununla birlikte, bu modelin bir diğer kusuru da, zaman içinde değişmeyen değişkenler için uygun olmamasıdır. Bu nedenlerden dolayı “Tesadüfi Etkiler Modeli” önerilmektedir. Burada yatay kesit birimlere veya birimlere ve zamana göre meydana gelen değişiklikler, modele hata teriminin bir bileşeni olarak dâhil edilmektedir. Söz konusu modelde de, rassal etkilerin bir yatay kesitten diğer yatay kesite değiştiği, ancak zaman içinde aynı kaldığı; yatay kesit birimler arasında değişmediği, ancak zaman içerisinde değişim gösterdiği ya da hem yatay kesit birimler arasında hem de zamana göre değişim gösterdiği kabul edilebilir (Hodoshima vd., 2000: 518).

Tesadüfi Etkiler Modeli, başlangıç noktasını tesadüfi değişken olarak tanımlamaktadır. Buna göre başlangıç noktaları,  $\beta_1$  sabit değeri ve ortalaması sıfır olan  $u_i$  tesadüfi değişkeninin toplamından oluşmaktadır (Baltagi, 2005: 19).

$$y_{it} = \beta_{1i} + \beta_{2i}X_{2it} + \beta_{3i}X_{3it} + \varepsilon_{it} \quad \beta_{1j} \neq \beta_{1i} + \mu_i \quad (11)$$

Uygulamalarda, olası tahmin modelleri arasında seçim yapabilmesi için bazı istatistiksel testler gerçekleştirilmektedir. Modellerdeki tüm değişkenler ülkeler ve zamanlar arasında değişebildiği için temel soru, verinin ülkeler ve zamanlar arasında toplanıp toplanmayacağıdır. Bu ülke spesifik etkiler ile zaman spesifik etkilerin ortak anlamlılığının belirlenmesi için Chow testi kullanılmaktadır. Burada sıfır hipotezi altında etkin tahmin edici “Havuzlanmış (pooled) EKK” iken alternatif hipotez altında etkin tahminci ise “sabit etki” (fixed effect) modelidir. Bununla beraber, çalışmada sıfır hipotezinin tesadüfi etkinin olmaması şeklinde olduğu Breusch-Pagan (BP) testi ile tesadüfi birimsel etkinin anlamlılığı test edilmektedir. Sıfır hipotezinin reddedilmesi tesadüfi etki modelinin Havuzlanmış EKK modeline karşı tercih edilmesi gerektiğine işaret etmektedir.

Son olarak, model seçiminde sabit etkiler modelinin mi yoksa tesadüfi etkiler modelinin mi uygun olduğuna karar verilmesi için Hausman testi kullanılmakta ve bu testte sıfır hipotezi birimsel etkilerin modeldeki diğer bağımsız değişkenlerle ilişkisiz

olduğunu (tesadüfi etkinin varlığını) belirtmektedir. Sıfır hipotezinin reddedilmesi ise, sabit etki modelinin tesadüfi etki modeline tercih edilmesi gerektiğini göstermektedir.

#### 5.4. Örneklem Seçimi ve Verilerin Tanıtımı

Ana kütlede verileri eksiksiz olan (kuruluş tarihi ve/veya halka arz tarihi 2011 yılında önce olan) 34 adet GYO bulunmaktadır. Bu GYO'ların verilerine bakıldığında, istatistiki olarak çok az işlem gören şirketlerin değişkenliği arttırdığı ve ortalamayı temsil etmediği görülmüştür.

**Tablo 0.1: Borsada İşlem Gören Verisi Eksik Olmayan GYO Listesi**

Sıra	Kod	GYO Unvanı	Sıra	Kod	GYO Unvanı
1.	AKFGY	Akfen Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	18.	NUGYO	Nurol Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
2.	AKSGY	Akiş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	19.	OZKGY	Özak Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
3.	AKMGY	Akmerkez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	20.	OZGYO	Özderici Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
4.	ALGYO	Alarko Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	21.	PAGYO	Panora Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
5.	ATAGY	Ata Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	22.	PEKGY	Peker Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
6.	AGYO	Atakule Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	23.	PEGYO	Pera Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
7.	AVGYO	Avrasya Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	24.	RYGYO	Reysaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
8.	DZGYO	Deniz Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	25.		Saf Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
9.	DGGYO	Doğuş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	26.	SRVGY	Servet Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
10.	EKGYO	Emlak Konut Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	27.	SNGYO	Sinpaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
11.	HLGYO	Halk Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	28.	TRGYO	Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
12.		İdealist Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	29.	TDGYO	Trend Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
13.	ISGYO	İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	30.	TSGYO	TSKB Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
14.	KLGYO	Kiler Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	31.	VKGYO	Vakıf Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
15.		Körfez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	32.	YKGYO	Yapı Kredi Koray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
16.	MRGYO	Martı Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	33.	YGGYO	Yeni Gimat Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
17.	MSGYO	Mistral GMYO	34.	YGYO	Yeşil Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.

Yapılacak olan model çalışmasının ortalamadan uzaklaştıracak olan şirketlerin çıkarılması için, BİST de işlem görme hacimleri ölçüt olarak alınmıştır. Yapılan inceleme sonucunda, şirketlerin en çok işlem gören 10 GYO'nun toplam ana kütleinin %86'lık bölümünü oluşturduğu görülmüştür.

Ortalamalara yaklaşılması amacıyla, çalışmanın hedefi en çok işlem gören 10 GYO üzerinde yoğunlaştırılmıştır.

**Tablo 0.2: Ana Kütlelden Örneklem Seçimi**

Kod	Unvan	5 Yıllık Ortalama Günlük Hacim		Kod	Unvan	5 Yıllık Ortalama Günlük Hacim	
AKFG Y	Akfen GMYO	1639500.138		OZKGY	Özak GMYO	1,285,502.20	
AKSG Y	Akiş GMYO	476,010.47		OZGYO	Özderici GMYO	2,696,167.90	
AKMG Y	Akmerkez GMYO	190,351.75		PAGYO	Panora GMYO	193,300.79	
ALGY O	Alarko GMYO	6,400,463.63	1	PEKGY	Peker GYO	-	
ATAG Y	Ata GMYO	66,162.52		PEGYO	Pera GMYO	679,815.04	
AGYO	Atakule GMYO	460,043.17		RYGYO	Reysaş GMYO	877,704.23	
AVGY O	Avrasya GMYO	4,849,497.71	2	SRVGY	Servet GMYO	222,421.59	
DZGY O	Deniz GMYO	882,423.32		SNGYO	Sinpaş GMYO	4,199,083.47	8
DGGY O	Doğuş GMYO	3,039,142.94		TRGYO	Torunlar GMYO	3,122,943.17	9
EKGY O	Emlak Konut GMYO	99,354,545.21	3	TDGYO	Trend GMYO	-	
HLGY O	Halk GMYO	3,812,579.53	4	TSGYO	TSKB GMYO	778,334.70	
ISGYO	İş GMYO	4,222,468.12	5	VKGYO	Vakıf GMYO	7,748,275.42	10
KLGY O	Kiler GMYO	9,822,930.10	6	YKGYO	Yapı Kredi Koray GMYO	2,589,142.50	
MRGY O	Martı GMYO	1,383,731.26		YGGYO	Yeni Gimat GMYO	247,423.54	
MSGY O	Mistral GMYO	3,090,693.23		YGYO	Yeşil GMYO	2,238,175.12	
NUGY O	Nurol GMYO	4,040,009.28	7				
					<b>Ana Kütle</b>	<b>170,608,842.04</b>	
					<b>Örneklem</b>	<b>147,572,795.64</b>	



					Örneklem/Ana Kütle	0.86	
--	--	--	--	--	-----------------------	------	--

Böylelikle Tablo 5.2’de görülen ve mavi renkle gösterilen GYO’lar örnekleme dahil edilmiştir.

Firmanın finansal olarak öncelikli hedefi, hissedarların servetinin maksimize edilmesidir. Finansal oranlar ve borsa performansı arasındaki ilişki, uzun dönemdir finans alanında çalışmalar yapan akademisyenlerin ilgisini çekmiştir. Hisse senetleri finansal araçlar içerisinde riskli bir yatırım aracıdır. Bu nedenle, yatırımcıların hisse senetlerine yatırım yaparken, firmaların risk seviyelerini de ölçmeleri gerekmektedir. Ayrıca, yatırımcılar, hisse senetlerine yatırım yaparken, elde edecekleri getirileri etkileyen firmalara özgü faktörleri doğru ve anlamlı bir şekilde analiz etmeleri gerekecektir. Finansal oranlar, yatırımcılara hisse senetlerinin gerçek değeri hakkında bilgi verebilmektedir. Bu oranlar, likidite, karlılık, faaliyet, mali yapı ve borsa performans oranlarıdır. En yaygın şekilde kullanılan ve geleneksel finansal performans ölçütleri olarak değerlendirilen ölçüm araçları; Hisse Başına Kazanç (EPS, Earnings per Share), Aktif Karlılığı (ROA, Return on Asset), Faiz Vergi Amortisman Öncesi Kar (EBITDA, Earnings Before Interest, Tax, Amortization and Depreciation) ve Özsermaye Karlılığıdır (ROE, Return on Equity). Bu oranların dışında da geniş bir seçenekler kümesi bulunmakta, çalışmanın amacına göre farklı oran bileşimleri ile analizler yapılmaktadır.

Çalışmada, sistemde önemli bir işlem hacmine sahip 10 GYO için kriz dönemi elemine edilerek, 2011-2017 dönemi için yıllık veri bazında panel regresyon analizi uygulanmıştır. GYO bilançolarından elde edilen finansal oranlar ile borsa performansı göstergeleri ele alınmıştır. Veriler [www.finnet.com](http://www.finnet.com) veri bankasından elde edilmiştir.

Tablo 0.3: Analizde Kullanılan Finansal Oranlar

Asit-test Oranı (L1)	Likidite Oranları
Cari Oran (L2)	
Nakit Oranı (L3)	
Özsermaye Çarpanı (MY1)	Mali yapı oranları
Finansal Kaldıraç Oranı (MY2)	
Kısa Vadeli Borçlar/Toplam Aktifler(MY3)	
Kısa Vadeli Borç/Toplam Borç(MY4)	
Uzun Vadeli Borç/Toplam Aktifler(MY5)	
Uzun Vadeli Borç/Devamlı Sermaye(MY6)	
Duran Varlıklar/Özsermaye(MY7)	
Duran Varlıklar/Devamlı Sermaye(MY8)	
Net İşletme Sermayesi Devir Hızı (FD1)	Faaliyet oranları
Dönen Varlık Devir Hızı(FD2)	
Aktif Devir Hızı(FD3)	
Duran Varlık Devir Hızı(FD4)	
Alacak Devir Hızı (FD5)	
Stok Devir Hızı (FD6)	
Favök/Satışlar(K1)	Karlılık oranları
Net Kar Marjı (K2)	
Esas Faaliyet Kar Marjı (K3)	
Özsermaye Karlılığı (K4)	
Aktif Karlılığı (K5)	
Ebitda (K6)	
Fiyat/Kazanç Oranı (Y1)	Borsa performans oranları
Piyasa değeri/defter değeri (PD/DD) (Y2)	
Hisse başına kar (Y3)	

**Çalışmanın ana hipotezi;** GYO'lar üzerinde bilançolarına ilişkin karlılık ve mali yapı oranlarının borsa performansları üzerinde etkili olduğudur.

## 5.5. Analiz Sonuçları ve Yorumları

Çalışmada ilk aşamada verilere yönelik tanımsal bilgiler ikinci aşamada panel regresyon analizi uygulama sonuçlarına yer verilmiştir.

### 5.5.1. Tanımlayıcı İstatistiklere İlişkin Bilgiler

Ele alınan finansal oranlara yönelik ortalama, st sapma, maksimum ve minimum değerler aşağıda verilmiştir.

Tablo 0.4: Tanımsal İstatistikler Tablosu

Finansal Oranlar	Minimum	Maksimum	ortalama	Std. sapma
Asit Test Oranı	.08	237.26	20.77	44.55
Cari Oran	.78	237.26	21.91	44.99
Nakit Oranı	.00	209.43	9.15	33.65
Özsermaye Çarpanı	.74	54.32	3.10	7.32
Finansal Kaldıraç	.18	98.16	32.01	26.65
Kısa Vadeli Borç/Aktif	.15	72.36	18.28	18.48
Kısa Vadeli Borç/Toplam Borç	.04	1.00	.57	.27
Uzun Vadeli Borç/Aktifler	.00	.51	.13	.13
Uzun Vadeli Borç/Devamlı Sermaye	.00	.96	.20	.23
Duran Varlık /Özsermaye	.15	6.70	1.14	.93
Duran Varlık / Devamlı Sermaye	.13	1.36	.75	.24
Favök/ Satışlar	-846.52	88.09	13.58	128.67
Net Kar Marjı	-486.27	2512.56	202.89	506.85
Esas Faaliyet Kar Marjı	-853.75	88.05	11.63	129.59
Özsermaye Karlılığı	-277.03	115.45	5.88	39.54
Aktif Karlılığı	-7.77	25.00	7.17	6.82
EBITDA	-45617405	1861690000	71289513	235238604
PD/DD	.00	49.96	1.69	5.92

### 5.5.2. Panel Regresyon Analizi Sonuçları

Panel veri yöntemleri Baltagi (2005)'de belirtildiği gibi, havuzlanmış (pooled), sabit ve tesadüfi etkilerle gerçekleştirilmektedir. Çalışmada, iki olası tahmin modeli arasında seçim yapabilmesi için bazı istatistiksel testler gerçekleştirilmektedir. Modellerdeki tüm değişkenler şirketler ve zamanlar arasında değişebildiği için temel soru, verinin şirketler ve zamanlar arasında toplanıp toplanmayacağıdır. Şirket spesifik etkiler ile zaman spesifik etkilerin ortak anlamlılığının belirlenmesi için Chow testi kullanılmaktadır. Burada boş hipotez altında etkin tahmin edici “pool EKK” iken alternatif hipotez altında etkin tahminci ise “sabit etki” (fixed effect) modelidir.

Hangi panel regresyon modelin seçileceğinin belirlenmesi için uygulanan Chow ve Breush-Pagan (BP) test sonuçları Tablo 5.5'te verilmiştir. Chow testi için  $H_0$

hipotezi havuzlanmış regresyon  $H_1$  hipotezi SEM model iken, BP testinde  $H_0$  hipotezi havuzlanmış regresyon ve  $H_1$  TEM model olarak ele alınır. Tablo 5.5 panel regresyon tahmin yöntemi seçim test sonuçlarını göstermektedir.

**Tablo 0.5: Panel Regresyon Tahmin Yöntemi Seçim Test Sonuçları**

Test	olasılık	Karar
Chow(F testi)	0.018	$H_0$ red
BP( $\chi^2$ testi)	0.001	$H_0$ red

Her iki testte de  $H_0$  hipotezinin reddilmesi TEM ve SEM modelleri arasında bir seçim yapma gerekliliğine işaret etmektedir. Diğer aşama Hausman testi yardımıyla TEM ve SEM modeller arasında karara dayanmaktadır. Bu testin hipotezleri;

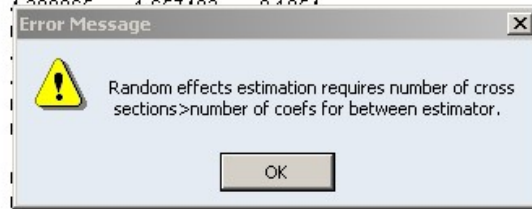
$H_0$  : Tesadüfi etki var (TEM)

$H_1$  : Tesadüfi etki yok (SEM)

şeklinde oluşturulmuştur.

Eviews 10.0 sürümü içinde TEM çalıştırılmadığı ve Hausman testi uygulanamayacağı uyarısı gelmiştir. Bu nedenle Chow ve BP testleri gereğince SEM analiz edileceği belirlenmiştir.

.008980	2.188891	-1.831512	0.0747
.182785	0.979156	2.229252	0.0316
.291415	1.228885	1.667183	0.1051
.675407			
.128992			
25.2713			
.267774			
.066147			
.25E-09			
.129407			
.002506			
.043683	0.009600	4.550303	0.0001
.082263	0.060108	1.368597	0.1790
.001004	0.001782	0.563800	0.5761
.092829	0.063511	-1.461631	0.1519
.629325	1.982143	1.831011	0.0747



Öncelikle tablo 5.3'te verilen tüm finansal oranlar kullanılarak model çözümlenmiştir. Bazı mali yapı oranları ve faaliyet oranlarının tümü anlamsız çıkmış

ve çoklu doğrusal bağlantıyı güçlendirmişlerdir. Bu nedenle model dışında bırakılmış, tablo 5.4'te sunulan model analiz edilmiştir. Diğer taraftan borsa performans göstergesi olan değişkenlerden her biri bağımsız değişken olarak ayrı ayrı regresyonlar oluşturulmuş, sadece PD/DD ile anlamlı model elde edilmiştir. Bu nedenle bağımlı değişken olarak PD/DD değişkeni kullanılacaktır.

**Tablo 0.6: Model Tahmin Sonuçları Çıktısı**

<b>Dependent Variable: PD/DD</b>				
<b>Method: Panel Least Squares</b>				
<b>Sample: 2011 2017</b>				
<b>Periods included: 7</b>				
<b>Cross-sections included: 10</b>				
<b>Total panel (balanced) observations: 70</b>				
<b>Variable</b>	<b>Coefficient</b>	<b>Std. Error</b>	<b>t-Statistic</b>	<b>Prob.</b>
MY8	-4.008980	2.188891	-1.831512	0.0747
MY7	0.182785	0.109156	1.674537	0.0216*
MY2	-7.291415	4.399065	-1.657492	0.1054
MY1	0.675407	0.141831	4.762040	0.0000*
MY3	7.128992	4.396696	1.621443	0.1130
MY5	725.2713	440.4487	1.646664	0.1077
L3	-0.267774	0.227945	-1.174731	0.2472
L2	-0.066147	0.077158	-0.857288	0.3965
K6	-1.25E-09	1.11E-09	-1.130127	0.2653
L1	0.129407	0.104720	1.235746	0.2239
K5	0.002506	0.045620	0.054923	0.9565
K4	0.043683	0.009600	4.550303	0.0001*
K3	0.082263	0.060108	1.368597	0.1790
K2	0.001004	0.001782	0.563800	0.5761
K1	-0.092829	0.063511	-1.461631	0.1519
C	3.629325	1.982143	1.831011	0.0747
<b>Effects Specification</b>				
<b>Cross-section fixed (dummy variables)</b>				
<b>Period fixed (dummy variables)</b>				
R-squared	0.972018	Mean dependent var	1.501551	
Adjusted R-squared	0.950494	S.D. dependent var	5.924214	
S.E. of regression	1.318133	Akaike info criterion	3.691091	
Sum squared resid	67.76156	Schwarz criterion	4.686853	
Log likelihood	-98.18819	Hannan-Quinn criter.	4.086620	
F-statistic	45.15907	Durbin-Watson stat	2.808352	
Prob(F-statistic)	0.000000			

\*0.05 için istatistik anlamlı değişken

Finansal oranlar ile elde edilen regresyon çıktısında Özsermaye Çarpanı (MY1), Duran Varlıklar/Özsermaye(MY7) ve Özsermaye Karlılığı (K4)değişkenleri istatistik anlamlı ve önemli çıkmıştır. Bu üç bağımsız değişken bağımlı değişken olan PD/DD üzerinde arttırıcı yani pozitif yönlü etkiye sahiptir. MY1 değişkeni 1 br

arttığında PP/DD değişkeni %67 artacaktır. MY7 değişkeni 1 br. arttığında PD/DD değişkeni %18 artacaktır. K4 değişkeni 1 br. arttığında PD/DD değişkeni %4 artacaktır. Görüleceği üzere, mali yapı değişkenleri borsa performansı üzerinde karlılığa göre daha etkili çıkmıştır.

Bütün zaman serilerinde olduğu gibi panel veri analizlerinde de otokorelasyon önemli bir sorundur. Bilindiği üzere, regresyon analizlerinin temel varsayımlarından birisi farklı gözlemler için hata teriminin ardışık değerleri arasında ilişkinin (korelasyon) olmamasıdır. Eğer hata terimleri birbirleri ile ilişkili ise bu durum otokorelasyon ya da serisel korelasyon olarak adlandırılır. Veri setinde otokorelasyonun olup olmadığı Wooldridge (2002) otokorelasyon testi ile araştırılmıştır.

**Tablo 0.7: Wooldridge Otokorelasyon Testi Sonuçları**

<b>F değeri</b>	<b>Olasılık(p)</b>
327.045	0.194

Wooldridge (2002) tarafından önerilen otokorelasyon test istatistiği sonucuna göre, modelde “otokorelasyon yoktur” şeklinde kurulan sıfır hipotezi kabul edilmiştir ( $p < 0.05$ ). Diğer bir deyişle, denklemlerdeki hata terimleri arasında otokorelasyon problemi yoktur.

Modelde değişen varyanslılık probleminin gözlenip gözlenmediği ise Greene (2003) tarafından geliştirilen heteroskedasite testi ile sınanmış ve yapılan analizlerde değişken varyansın olmadığını belirten  $H_0$  hipotezi kabul edilmiştir. Sonuçlar Tablo 5.7’de verilmiştir.

**Tablo 0.8: Greene Heteroskedasite Testi Sonuçları**

Ki Kare (2) = 262.345

Olasılık Ki Kare = 0.161

Böylece yapılan analizler sonucunda tahmin edilen regresyon parametrelerinin istatistiksel olarak anlamlı olduğu belirlenmiştir.



## SONUÇ

Ülke ekonomilerinde önemli bir yeri olan ve daha çok gelişmiş ekonomilerde gayrimenkul piyasalarının en önemli kurumsal yatırımcıları arasında yer alan GYO'lar Türk sermaye piyasalarına 1990'lı yıllarla birlikte girmeye başlamıştır. Sermaye piyasası aracılığıyla temin ettiği kaynakları reel yatırımlara dönüştüren özellikle inşaat sektörünün finansmanında lokomotif bir görev üstlenen gayrimenkul yatırım ortaklıkları, pay senetleri karşılığında topladığı kaynakları gayrimenkule, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına ve gayrimenkul projelerine yatıran elde ettikleri kazancı kar payı olarak yatırımcılara dağıtan şirketlerdir.

Gayrimenkul sektörü, gayrimenkulleri para ve benzeri kıymetlerle karşılıklı olarak değiştirilebilen ve bunun için bireylerin birbirleriyle etkileşim içinde olabildiği bir pazar olarak ifade edilmektedir. Bu pazarda gayrimenkul değişim işlemlerinin yürütülmesinde yine karşılıklı etkileşim içinde olan grup ve firmalar yer almaktadır. Gayrimenkul sektörü ve GYO'lar gelişmekte olan ülkelerin ekonomisinde lokomotif olarak görülmektedir. Fakat gayrimenkul sektörü ekonomide meydana gelen krizlerden en erken etkilenmekte ve bu krizden en geç çıkan sektör olarak birçok risk altında olan sektör olarak değerlendirilmektedir.

GYO'nun amacının getiri potansiyeli yüksek gayrimenkullere ve gayrimenkule dayalı projelere yatırım yapmak, portföyünde bulunan gayrimenkullerden kira geliri sağlamak ve alım satım yoluyla gayrimenkullerin rantına ulaşmak olarak belirtilebilir. GYO'lar ülkenin modern anlamda şehirleşmesine, konut ihtiyacının karşılamasına ülke ekonomisinin gelişmesine oldukça faydalıdır.

Faaliyetleri özellikle konut sektöründe yoğunlaşmış olan GYO'lar bugün ülke ekonomilerinin de dinamiği haline gelmiştir. Gayrimenkul sektörü, ülke ekonomisine önemli derecede katkıda bulunabilmektedir. GYO'lar hem ülkenin konut sorununa çözüm olabilmekte, hem de beraberinde sanayi ve inşaat gibi diğer sektörleri de besleyebilmektedir. Bununla birlikte iş olanağı açısından istihdam sağlayabilmekte ve hatta niteliksiz iş gücüne bile iş fırsatı yaratabilmektedir. Türkiye'de 1992 yılından itibaren GYO sayısı günümüze kadar artarak gelmiştir. Sermaye Piyasası Kanunu ve bağlantılı diğer mevzuatlar ile hukuki yeri sağlanmıştır. GYO'lara ait mevzuat ile



GYO'ların faaliyet alanları, özellikleri, kısıtlılıkları, ortaklık şekli gibi tüm nitelikleri yasal olarak tanımlanmıştır.

Diğer yandan ülkede yabancı yatırımcıların yatırımlarıyla gayrimenkul sektörü gelişebilmekte ve sektörün canlı kalmasına katkıda bulunabilmektedirler. Ancak GYO'ların ülkemizdeki gelişimi, gelişmiş olan diğer ülkelerdeki gibi hızlı değildir. Çünkü, GYO'lar hem ulusal hem de küresel boyuttaki birçok değişkenden etkilenebilmekte ve piyasadaki değerleri de değişkenlik gösterebilmektedir.

Özellikle Türkiye gibi politik ve ekonomik istikrarın olmadığı bir ülkede, GYO'ların istikrarlı bir şekilde yol alabilmeleri için faaliyetlerine yönelik stratejilerini ve politikalarını profesyonel bir şekilde yürütebilmeleri gerektiği ifade edilebilir. Bununla birlikte, gelişmiş ülkelerde olduğu gibi ihtisaslaşmış GYO'ların kurulması, gayrimenkul değerlemelerin uzman kişiler tarafından yapılması, ayrıca projelerinin profesyonel planlamacılar ile yürütülmesinin, GYO'ların gelişimine katkıda bulunabilecek olup GYO'ların planlarını ve stratejilerini belirlerken söz konusu değişkenleri göz önünde bulundurması ve bu değişkenleri yönetebilecek profesyonel kişilerden ve yeterli bilgidен yararlanabilmeleri ile GYO'ların piyasadaki değerlerinin ve ülkeye sağlayacağı faydanın artacağı söylenebilir.

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 gözeten 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 kurtarır, 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.

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.

Bu çalışmanın amacı, borsada işlem gören GYO'lar için, borsa performansını etkileyen finansal oranların panel regresyon analizi yardımıyla ortaya konulmasıdır. Böylece, yatırımcılar ve konu ile ilgili kişiler için GYO'ların performans analizi yol gösterici bir sonuca ulaşılmaya çalışılmıştır. Verisi düzenli olarak sunulan 34 GYO içinden işlem hacmi yüksek olan ve sektörün %85'ini oluşturan 10 adet GYO ile çalışılmıştır. Kriz dönemini elemine etmek amaçlı 2011-2017 yılları için panel regresyon analizi uygulanmıştır. Yapılan testler sonucunda sabit etkiler modeli (SEM) uygunluk göstermiştir. Analiz sonucunda Özsermaye Çarpanı (MY1), Duran Varlıklar/Özsermaye(MY7) ve Özsermaye Karlılığı (K4)değişkenleri istatistik anlamlı ve önemli çıkmıştır. Bu üç bağımsız değişken bağımlı değişken olan PD/DD üzerinde arttırıcı yani pozitif yönlü etkiye sahiptir. MY1 değişkeni 1 br arttığında PP/DD değişkeni %67, MY7 değişkeni 1 br. arttığında PD/DD değişkeni %18, K4 değişkeni 1 br. arttığında PD/DD değişkeni %4 artacağı belirlenmiştir. Mali yapı değişkenleri borsa performansı üzerinde karlılığa göre daha etkili çıkmıştır. Model varsayımları sağlamıştır, sonuçlar güvenilir yapıdadır.

Özsermaye çarpanlarının ne kadar düşük olursa, bu firmaların görece olarak daha az riskli olduğu düşünülmektedir. Bunun yanında teoride, likidite oranları, firmaların kısa vade içindeki likit fonlarının yeterliliğini göstermektedir. Ani kriz dönemlerinde, firmaların borç ödeme gücünün yüksek olması, firmaların hisse performanslarını olumlu etkilemektedir. Mali yapı oranlarında ise, yine risk algısı ile ilgili olarak, özkaynak ve borç bileşenlerinin optimum seviyede olması beklenmektedir. Yatırımcılar sektörel olarak optimum seviyeye yakın borçlu şirketlere daha fazla yatırım yapma eğilimindedir. Karlılık oranları, ağırlıklı olarak temettü dağıtım politikalarını belirlemektedir. Firmaların kar dağıtım politikaları yatırımcılar açısından, kendilerine nakit akım / gelir beklentisini karşılamaktadır. Bu beklenti

Gordon modelinin esasını oluşturarak hisse senedi fiyatlaması yöntemlerinden birini oluşturur.

Bütün bunların yanında, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları seri üretim yapan sanayi firmalarından büyük farklılıklar görünmektedir. Yapılmış olan bütün model çalışmalarında, Likitide oranları ve stok devir hızı, alıcılar / satıcılar devir hızı, faaliyet döngüsü gibi oranların GYO'nun hisse performansı açısından anlamlı olmadığını ortaya koymuştur. Bunun en önemli gerekçesinin, GYO'ların yıllara sari işler yaptığı, bu yıllara sari inşaat işleri ile ilgili olarak likidite oranlarının ve devir hızları/faaliyet döngülerinin sektör açısından bir önemi olmamasından kaynaklandığı düşünülmektedir. Zira yatırımlar için elde fazladan likit bulundurmak, uzun sürede biten inşaatlardaki ofis, işyeri stoklarının yıllar içinde satılacağı bilinmesi/beklenmesi nedeniyle yatırımcıları ilgilendirmemektedir.

Mali yapı oranlarında ise, GYO yatırımcılarının duyarlılığı olduğu görülmektedir. Fakat, bu duyarlılık sanayi şirketlerine yatırım yapan kişilerle ters yöndedir. GYO yatırımcıları, faaliyet konusunun yıllara sari ve büyük miktarda finansman gerektiren işler olduğunu bildiğinden, borçlanma ile daha büyük yatırımlar yapılabileceğini düşünmektedir. Daha büyük yatırımların yapılması ise GYO'ların daha fazla proje bitirmesi ve sonuç olarak şirket değerinin, şirketin portföyünde bulunan gayrimenkullerin değerlendirilmesi ile sağlayacağını beklemektedir.

Çalışmamız, karlılık oranlarının GYO yatırımcılarının üzerinde beklenen olumlu etkiyi ortaya koyamamıştır. Özellikle Esas Faaliyet karlılığı, Aktif karlılığı, Ebitda gibi piyasada önemli olduğu düşünülen hiçbir oran yatırımcının beklentilerinde ve karar verme sürecinde anlamlı çıkmamıştır. Bunun yanında özkaynak karlılığı GYO'ların hisse performansında pozitif yönlü olarak anlamlı çıkmıştır. Özkaynak karlılığının artması, firmaların borçluluk oranlarının artması ile gerçekleşebilmektedir. Yani şirketler borçlandıklarında, özkaynak ve borç bileşenlerinin kardan aldıkları pay, kaldıraç etkisi ile sermaye başına karlılığı artırmaktadır. Bu da yatırımcıların firma değerlerinin borçluluk seviyesinin artması ile gerçekleşeceği beklentisi içinde olduğunu göstermektedir.

Özkaynak karlılığının ve özsermaye çarpanı bağımsız değişkenlerinin arttığında, piyasa değeri/defter değerinin artmaktadır. Bu da Gayrimenkul Yatırım ortaklıklarına yatırım yapan kişilerin, firmaların borçlanmaları ve/veya borçlanabilmeleri karşısında yeni projeler yapmalarını, yaptıkları yeni projelerle de firmanın piyasa değerini en çoklayacaklarını beklediğini ortaya koymaktadır. Bunun yanında, özkaynak çarpanı, bir firmanın aktif toplamının özkaynaklarına bölünmesi ile bulunan oranı ifade etmektedir. GYO'ların ne kadar az özkaynak kullanılarak, başka bir deyişle ne kadar fazla borçlanılarak faaliyetler sürdürülürse piyasa değeri / defter değerinin arttığı görülmektedir. Burada da kaldıraç etkisi ön plana çıkmaktadır.

Analiz sonucunda Özsermaye Çarpanı (MY1), Duran Varlıklar/Özsermaye(MY7) ve Özsermaye Karlılığı (K4)değişkenleri pozitif olarak çıkmış olması , yatırımcıların GYO ların borçlanma kabiliyetleri üzerinde konsantre olduklarını göstermektedir. Duran Varlıklar/ Özsermaye, Varlıklar/Özsermaye ve Özkaynak Karlılığı direkt olarak “Finansal Kaldıraç” ile ilgilidir. Kaldıraçın artırılması durumunda şirketlerin daha yüksek tutarlı projeler yapması ve daha yüksek aktiflere sahip olması, daha fazla birim Özsermaye'ye daha fazla temettü almasını sağlamaktadır.

GYO'lar büyük projeler yapmaktadır. Bu projelerin finansmanı tek başına özkaynaklarla karşılanamamaktadır. Bunun için firmalar dış kaynağa yönelmektedir. Ne kadar fazla dış finansman kullanma imkanı varsa, o kadar büyük proje yapma ve sonuç olarak biten her büyük projede de firmaların piyasa performansının artacağı beklentisi oluşmaktadır. Bütün bunların yanında GYO'ların BIST'de yeteri kadar talep yaratamadığı ve bu nedenle derinlik ve genişlik açısından görece olarak sığ bir piyasa olduğu da görünmektedir. GYO' ların düzenli bir kar dağıtım politikalarının olmaması klasik beklentide bulunan yatırımcılar açısından da cazip gelmediği düşünülebilir. BIST'de işlem gören 34 GYO'dan sadece 11 adedi kar dağıtımında bulunmuş ve geri kalan firmalar ise ya karlarını yeni yatırımlara yönlendirmiş ya da dağıtabilecek kar elde edememiştir.

Yatırımcıların bu beklentisi 2018 yılına kadar gayrimenkul fiyatlarının doğrusal artışı ile tutarlılık göstermektedir. Ancak Şubat 2018 dönemi TÜİK verilerine göre, birinci el konut satışları %5, ikinci el konut satışları ise %7 oranında azalış göstermektedir.

Kentsel dönüşüm projelerinin çokluğu, mevcut GYO'ların ve inşaat şirketlerinin konut, ofis ve alışveriş merkezi üretimi devam etmektedir. Arzın hız kesmeden devam ediyor olması ve talebin daralma içine giriyor olması, yakın bir gelecekte büyük bir olasılıkla, biten projelerin satış fiyatlarının düşeceğini göstermektedir.

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 gidilmelidir.

## KAYNAKÇA

Abdalla, Issam SA; Murinde, Victor:	“Exchange Rate And Stock Price Interactions İn Emerging Financial Markets: Evidence On India, Korea, Pakistan and the Philippines”, <b>Applied financial economics</b> , 7(1), 1997, pp. 25-35.
Adıgüzel, Burak:	<b>İpotekli Sermaye Piyasası Araçları</b> , İstanbul, 2008.
Agarwal, Naresh C.:	“Determinants of Executive Compensation”, <b>Industrial Relations: A Journal of Economy and Society</b> , 20(1), 1981, pp. 36-45.
Ajayi, Richard A.; Friedman, Joseph; Mehdian, Seyed M.:	“On The Relationship Between Stock Returns And Exchange Rates: Tests Of Granger Causality”, <b>Global Finance Journal</b> , 9(2), 1998, pp. 241-251.
Akçay, Belgin:	““Evolution Of Housing Policies In Turkey During The Planning Period”, <b>Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi</b> , 1999, ss. 3-15.
Akgül, Aydın:	<b>Danıştay Kararları Işığında Sermaye Piyasası Kurulu Kararlarının Hukuki Niteliği ve Yargısal Denetimi</b> , İstanbul, 2008.
Akkılıç, M. Emin; Yıldırım, H. Hüseyin:	“Halka İlk Arzlarda Optimum Fiyatlandırmanın Hisse Senetlerinin Getirisi Üzerine Etkisi: 2014-2016 Borsa İstanbul Örneği”, <b>Journal of Economics, Finance and Accounting</b> , 4(1), 2017, ss. 37-47.
Alp, Ali:	<b>Modern Konut Finansmanı</b> , Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları No:51, Ankara, 2000.
Alp, Ali; Yılmaz, M. Ufuk:	<b>Gayrimenkul Finansmanı ve Değerlemesi</b> , İMKB Yayınları, İstanbul, 2004.
Anari, Ali; Kolari, James:	“Stock Prices and Inflation”, <b>Journal of Financial Research</b> , 24(4), 2001, pp. 587-602.
Andrade, Gregor; Mitchell, Mark; Stafford, Erik:	“New Evidence And Perspectives On Mergers”, <b>Journal Of Economic Perspectives</b> , 15(2), 2001, pp. 103-120.
Apak, Sudi:	<b>Sermaye Piyasaları ve Borsa</b> , Bilim Teknik Yayınevi, Eskişehir, 1995.

Ar, Metin:	“Sermaye Piyasalarının Reel Sektöre Kaynak Yaratmadaki Önemi”, <b>Avrupa Birliği’ne Doğru Türkiye Sermaye Piyasalarında Sorunlar ve Çözümler Sempozyumu</b> , 2004.
Ardıç, Muhammed; Seçer, Taştan:	“Türkiye’de Konut Sektöründeki Katma Değer Vergisi Uygulamalarının İncelenmesi ve Çözüm Önerileri”, <b>Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi</b> , 19(1), 2015.
Arkan, Sabih:	<b>Ticari İşletme Hukuku</b> , Nadir Kitap, Ankara, 2009.
Arpacı, Abdülkadir:	<b>Türk Medenî Kanunu Açısından Müşterek Mülkiyette Yararlanma ve Yönetim</b> , Kazancı Hukuk Yayınları, İstanbul, 1990
Asquith, Paul; Kim, Han E.:	“The Impact of Merger Bids on The Participating Firms' Security Holders” <b>The Journal of Finance</b> , 37(5), 1982, pp. 1209-1228.
Aydoğan, Kürşat; Güney, Alparslan:	“Hisse Senedi Fiyatlarının Tahmininde F/K oranı ve Temettü Verimi”, <b>İMKB Dergisi</b> , 1(1), 1997, ss. 83-96.
Ayiter, Nûşin:	<b>Mamelek Kavramı Üzerinde İnceleme</b> , Ankara, 1968.
Aytaç, Zühtü:	“Sermaye Piyasası Yardımcı Kuruluşu Olarak Menkul Kıymetler Yatırım Ortakları”, <b>Türkiye’de Sermaye Piyasası (Araçlar ve Kuruluşlar) Seminer Tebliğleri</b> , İstanbul, 1984, ss. 245-291.
Aytekin, Sinan; Kahraman Eda:	“BİST Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Endeksindeki (XGMYO) Şirketlerin Finansal Etkinliklerinin Veri Zarflama Analizi Yöntemi ile Değerlendirilmesi”, <b>Niğde Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi</b> , 8(1), Ocak 2015, ss. 289-301.
Bahtiyar, Mehmet:	“Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları”, <b>Prof. Dr. Erdoğan Moroğlu’na 65. Yaş Günü Armağanı</b> , İstanbul, 1999.
Baltagi, Badi H.:	<b>Econometric Analysis of Panel Data</b> , (3rd Edition), John Wiley & Sons, England, 2005.
Basu, Sanjoy:	“The Relationship Between Earnings' Yield, Market Value And Return For Nyse Common Stocks: Further Evidence”, <b>Journal Of Financial Economics</b> , 12(1), 1983, pp. 129-156.
Bayraktar, S. Ulaş:	“Turkish municipalities: Reconsidering local democracy beyond administrative autonomy”, <b>European Journal of Turkish Studies. Social Sciences on Contemporary Turkey</b> , 2007.

Belen, Herdem:	<b>Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Faaliyetlerinin Medenî Hukuk Açısından Değerlendirilmesi</b> , Beta Yayınevi, İstanbul, 2002.
Benefield, Justin; Anderson, Randy; Zumpano, Leonard:	“Performance Differences in Property-Type Diversified Versus Specialized Real Estate Investment Trusts”, <b>Published in Review of Financial Economics</b> , 2, 2009, pp. 70-79.
Bhandari, Laxmi Chand:	“Debt/equity Ratio And Expected Common Stock Returns: Empirical Evidence”, <b>The Journal Of Finance</b> , 43(2), 1988, pp. 507-528.
Bilici, Nurettin; Bilici, Adem:	“İstinaf Mahkemeleri Geliyor”, <b>Dünya E-Gazete</b> , 2014.
Bodie, Zvi; Kane, Alex; Marcus, Alan J.:	<b>Ready Notes to Accompany Essentials of Investments</b> , McGraw-Hill, Europe, 2005.
Bolak, Mehmet:	<b>Sermaye Piyasası, Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi</b> , (4. Baskı), Beta Yayınları, İstanbul, 2001.
Boyce, Jefferson C.:	“Digital Logic and Switching Circuits Operation and Analysis”, 1975.
Brueggeman, William B., Fisher, Jeffrey D.:	<b>Real Estate Finance and Investment</b> , McGraw Hill, Irwin, 2005.
Bulmash, Samuel B.; Trivoli, G. William:	“Time–Lagged Interactions Between Stocks Prices And Selected Economic Variables”, <b>The Journal of Portfolio Management</b> , 17(4), 1991, pp. 61-67.
Büyükçulcu, Uğur:	“Kurumlar Vergisinin Şirketlerdeki Vergi Yüğü Üzerine Bir Değerlendirme: Isparta Örneği”, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, 2006.
Celep, Hatice:	“Kamu Sektöründe Performans Yönetimi ve Ölçümü”, Maliye Bakanlığı Mesleki Yeterlilik Tezi, Ankara, 2010.
Chan, Louis KC.; Hamao, Yasushi; Lakonishok, Josef:	“Fundamentals and Stock Returns in Japan”, <b>The Journal of Finance</b> , 46(5), 1991, pp. 1739-1764.



Chowdhury, Mustafa; Jowe, John S.; Lin, Ji-Chai:	“The Relation Between Aggregate Insider Transactions And Stock Market Returns”, <b>Journal of Financial and Quantitative Analysis</b> , 28(3), 1993, pp. 431-437.
Conradi, Elisabeth:	“Inklusion in demokratische Debatten–von der sozialen zur politischen Praxis”, <b>Neue soziale Bewegungen: Forschungsjournal</b> . Stuttgart: Lucius & Lucius, 4, 2008, pp. 82-86
Cornu, Gérard:	<b>Vocabulaire Juridique</b> , Paris, 2005.
Coşkun, Arife:	<b>Performans ve Risk Denetim Terimleri</b> , Araştırma/İnceleme/Çeviri Dizisi, 2000.
Çakmak, Nermin; Ocaklı, Emre:	“Performans Değerlendirmesi Gerekli midir? Neden?”, <b>UNAK</b> , 6, 2006, ss. 406-418.
Çancı Çalışaneller, Saniye:	“Fact, Fiction, Fact-in-Fiction: Gore Vidal’s Historiographic Metafictions in the Narratives of Empire”, 2013.
Çıkılı, Gökhan:	“Türkiye’de Gayrimenkul Sektörü ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları” Basılmamış Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi SBE, İzmir, 2010.
Çolak, A. Ender, Alıcı, Aşkın:	“Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları A’dan Z’ye”, <b>SPK Yayın No: 136</b> , Ankara, 2001.
Deran, Ali; Sarıay, İbrahim; Savaş, İncilay:	“İMKB’de İşlem Gören Menkul Yatırım Ortaklıkları ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Finansal Performansları Karşılaştırılması”, <b>Fırat Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi</b> , 23(2), 2013, ss. 195-203.
Devlet Planlama Teşkilatı (DPT):	<a href="http://www.bilgitoplumu.gov.tr/wp-content/uploads/2015/01/Sekizinci_Kalkinma_Planı.pdf">http://www.bilgitoplumu.gov.tr/wp-content/uploads/2015/01/Sekizinci_Kalkinma_Planı.pdf</a> , (Erişim Tarihi: 18.08.2017).
Dinç, Serdar:	“Politicians and banks: Political influences on government-owned banks in emerging markets”, <b>Journal of Financial Economics</b> , 77(2), 2005, pp. 453-479.
Doğan, Hulusi; Üngüren, Engin; Yelgen, Esin:	“Alanya Turist Profiline Yönelik Bir Araştırma”, <b>Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi</b> , 15(3), 2010, ss. 79-100.
Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu:	<a href="http://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.4875.pdf">http://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.4875.pdf</a> (Erişim Tarihi: 12.08.2017).

Durukan, M. Banu:	“İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda Makroekonomik Değişkenlerin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi”, <b>İMKB Dergisi</b> , 3(11), 1999, ss. 19-47.
Ege, İlhan; Bayrakdaroğlu, Ali:	“The Use of Some Multivariate Methods in Analysing Stock Performance: An Application to Use 100 Index”, <b>Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi</b> , 3, 3(1), 2007, ss. 66-86.
Egenhofer, Max J., Frank, Andrew U.:	“Object-Oriented Modeling for GIS”, <b>URISA Journal</b> , 1992, pp. 3-19.
Ergen, Esin:	“Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ve Türkiye Uygulaması”, İTÜ Fen Bilimleri Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2001.
Ergin, N. Emre:	<b>Hasta Adam Avrupa: Avro Krizi</b> , 1. Baskı, Maliye Uzmanları Derneği Yayınları, İstanbul, 2013.
Erol, Işıl; İleri, Adem:	“What Determines REIT Returns in Turkey? An Application of Time-Varying Arbitrage Pricing Model in an Emerging REIT Market”, <b>İktisat, İşletme ve Finans</b> , 28, 2013, ss. 9-32.
Erol, Turan:	<b>Kamu Altyapı Yatırımlarının Sermaye Piyasaları Aracılığıyla Finansmanı</b> , SPK 7. Arama Konferansı’nda yapılan konuşmanın metni, Ankara, 2006.
Fama, Eugene F.; French, Kenneth R.:	“The Cross - Section Of Expected Stock Returns”, <b>The Journal Of Finance</b> , 47(2), 1992, pp. 427-465.
Francis, Bruce; Wonham, Murray W.:	“The Internal Model Principle of Control Theory” <b>Automatica</b> , 12(5), 1976, pp. 457-465.
Gabriel, S. Fernanda; Post Kareem; Rogers, Pablo:	“Clustering Real Estate Investing Trusts: Brazil Versus United States”, <b>Journal of Management Research</b> , 7(4), 2015.
Gajewski, Jean-François; Gresse, Carole:	“A Survey of the European IPO Market”, <b>ECMI Paper</b> , No: 2, August, 2006.
Gelirler İdaresi Başkanlığı:	<a href="http://www.gib.gov.tr/">http://www.gib.gov.tr/</a> , (Erişim Tarihi: 14.12.2017).
Gelirler Vergisi Kanunu:	<a href="http://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.4.193.pdf">http://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.4.193.pdf</a> , (Erişim Tarihi: 14.12.2017).

Gemici, İlke Aytekin:	<b>Portföy Yönetim Sözleşmesi ve Hukuki Sorumluluk</b> , SPK Yeterlik Etüdü, Ankara, 2006.
Gökçe, Gamze:	“Gayrimenkul Yatırım Fonları, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Gayrimenkul Sertifikaları ve Hazine Taşınmaz Mallarının Bu Yollarla Değerlendirilmesi”, Ankara, 1998.
Gökgöz, Elif:	<b>Riske Maruz Değer (VaR) ve Portföy Optimizasyonu</b> , Sermaye Piyasası Kurulu, 2006.
Greenhalgh, Christine; Rogers, Mark:	<b>Innovation, Intellectual Property, and Economic Growth</b> , Princeton University Press, New Jersey, 2010.
Gültekin, Turgay:	<b>Gayrimenkul Bilgi Bankası</b> , İstanbul, 2008.
Günday, Metin:	<b>İdare Hukuku</b> , (8. Baskı), Ankara, 2003.
Güngör, Eser:	“Gayrimenkul Değerlemesi ve Türkiye’de Sermaye Piyasalarında Gayrimenkul Ekspertiz Şirketlerine Yönelik Düzenlemeler Yapılmasına İlişkin Öneriler”, Yayınlanmamış Yeterlilik Etüdü, Ankara, 1999.
Güzelhan, Hayal; Ağar, Mediha:	“İlk Halka Arzlarda Hisse Senetlerinin Fiyat Performansı”, <b>İktisat İşletme ve Finans</b> , 1991, 6(68), ss. 51-59.
GYODER:	<a href="http://www.gyoder.org.tr/amac/">http://www.gyoder.org.tr/amac/</a> , (Erişim Tarihi: 18.11.2017).
GYODER:	<a href="http://www.gyoder.org.tr/gyolarin-listesi/">http://www.gyoder.org.tr/gyolarin-listesi/</a> , (Erişim Tarihi: 28.04.2018).
GYODER:	“Executive director of MHA’s address to fourth summit of real estate investment trusts”, 2004.
Hansmann, Henry; Kraakman, Reinier; Squire, Richard:	“Law and the Rise of the Firm”, <b>Harvard Law Review</b> , Vol 119, 2006, pp. 1333-1403
Helios, Marcus; Wewel, Uwe; Wiesbrock, Michael R.:	<b>REITGesetz Gesetz über deutsche Immobilien - Aktiengesellschaften mit börsennotierten Anteilen (Real Estate Investment Trusts) mit Nebenbestimmungen Kommentar</b> , München, 2008.
Hepşen, Ali:	<b>Bir Finansman Yöntemi Olarak Menkul Kıymetleştirme: İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetleştirme ve Türkiye Uygulaması</b> , İstanbul Ticaret Odası Yayınları No: 2005-13.

Heston, Steven L.; Rouwenhorst, K. Geert; Wessels, Roberto E.:	“The Role Of Beta And Size İn The Cross - Section Of European Stock Returns”, <b>European Financial Management</b> , 5(1), 1999, pp. 9-27.
Hodoshima, Jiro; Xavier Garza–Go´mez; Michio Kunimura:	“Cross-Sectional Regression Analysis of Return and Beta in Japan”, <b>Journal of Economics and Business</b> , 2000.
Hsiao, Cheng:	<b>Analysis of Panel Data</b> , Cambridge University Press, (2nd Edition), 2007.
Independent Directors:	“Beyond “Independent” Directors: A Functional Approach to Board Independence”, Note, Harvard Law Review, Vol. 119, 2006, pp. 1553-1575 (Anlış; Independent Directors, Harvard Law Review).
İhtiyar, Mustafa:	<b>Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi</b> , İstanbul, 2006.
İlhan, İlhami:	“6085 Sayılı Sayıştay Kanunu’nda Performans Denetimine İlişkin Olarak Yapılan Değişiklik Üzerine Değerlendirmeler”, <b>Dış Denetim Dergisi</b> , 2011, ss. 112-117.
Jones, Charles M.; Kaul, Gautam:	“Oil and The Stock Markets”, <b>The Journal of Finance</b> , 51(2), 1996, pp. 463-491.
Kaçıra, Betülay:	<b>Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları</b> , İstanbul 2009.
Kanalıcı, Hülya:	<b>Hisse Senedi Fiyatlarının Tesbiti ve Tesir Eden Faktörler</b> , Sermaye Piyasası Kurulu, 1997.
Kaplan, Steven N.; Weisbach, Michael S.:	“The Success of Acquisitions: Evidence From Divestitures”, <b>The Journal of Finance</b> , 47(1), 1992, pp. 107-138.
Karabıyık, Lale Erdem:	<b>Menkul Kıymetler Borsası ve Diğer Yatırım Alternatifleri</b> , Marmara Kitabevi, Bursa, 1997.
Karacaer, Semra; Aygün, Mehmet:	“Entellektüel Sermayenin Firma Performansı Üzerindeki Etkisi”, 2009, ss. 127-140.
Karakaş, Tülay:	<b>Portföy Yönetimi Sözleşmesi</b> , Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi Yayınları, Ankara, 2000

Karakaya, Aykut:	“Türkiye’deki Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Hisse Senedi Değeri ve Süper Etkinliği Arasındaki İlişki”, <b>Anadolu İktisat ve İşletme Dergisi</b> , 1(1), 2017, ss. 1-17.
Karamustafa, Osman; Karakaya, Aykut:	“Enflasyonun Borsa Performansı Üzerine Etkisi”, 2004.
Karan, Mehmet Baha:	<b>Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi</b> , Gazi Kitabevi, Ankara 2004.
Karlı, Muharrem:	<b>Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler</b> , İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, 2004.
Kayar, İsmail:	<b>Anonim Ortaklıkta Mali Durumun Bozulması ve Alınacak Tedbirler</b> , Konya, 1997.
Keim, Donald B.:	“Size-Related Anomalies And Stock Return Seasonality: Further Empirical Evidence”, <b>Journal Of Financial Economics</b> , 12(1), 1983, pp. 13-32.
Kılıç, Saim:	<b>Türkiye’deki Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi</b> , İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, 2002.
Kıymaz, Halil:	“The Initial and Aftermarket Performance of IPOs in an Emerging Market: Evidence from Istanbul Stock Exchange”, <b>Journal of Multinational Financial Management</b> , 10, 2000, pp. 213- 227.
Kızılot, Şükrü; Taş, Metin:	<b>Vergi Hukuku ve Türk Vergi Sistemi</b> , Gazi Kitabevi, Ankara, 2013.
Kocayusufpaşaoğlu, Necip; Hatemi, Hüseyin; Serozan, Rona; Arpacı, Abdülkadir:	<b>Borçlar Hukukuna Giriş Hukuki İşlem Sözleşme</b> , Filiz Kitabevi, İstanbul, 2008.
Korkmaz, Turhan; Aydın, Nurhan; Sayılğan, Güven:	<b>Portföy Yönetimi</b> , Açıköğretim Fakültesi Yayınları, 2013.
Korkmaz, Turhan; Uygurtürk, Hasan:	“Türk Emeklilik Fonlarının Performans Ölçümünde Regresyon Analizinin Kullanılması”, <b>Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi</b> , Cilt 3, Sayı 5, 2007, ss. 37–52
Kothari, S.P.; Warner Jerold B.:	“Evaluating Mutual Fund Performance”, <b>The Journal of Finance</b> 56(5), 2001, pp. 1985-2010.

König, Markus:	<b>Anlegerschutz im Investmentrecht</b> , Osnabrück, 1998.
Krieger, Gerd; Schneider, Uwe H.:	<b>Handbuch Managerhaftung, Risikobereiche und Haftungsfolgen für Vorstand, Geschäftsführer, Aufsichtsrat</b> , Köln, 2007.
Kuhle, L. James:	“Portfolio Diversification and Return Benefits, Common Stocks vs. Real Estate Investment Trusts (REITs)”, <b>The Journal of Real Estate Research</b> , <a href="http://pages.jh.edu/jrer/papers/pdf/past/vol02n02/v02p001.pdf">http://pages.jh.edu/jrer/papers/pdf/past/vol02n02/v02p001.pdf</a> (Erişim Tarihi: 19.11.2017), 1987.
Küçükkocaoğlu, Güray; Alagöz, Ayşegül:	“Halka Arzlarda Fiyat İstikrarı Sağlayıcı İşlemlerin Etkinliği Üzerine Bir İnceleme”, <b>Çalışma Sayfası</b> , 2006.
Larenz, Karl; Wolf, Manfred:	“Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts”, <b>9. neubearbeitete und erweiterte Auflage</b> , München, 2004.
Latruffe, Laure:	“Competitiveness, Productivity and Efficiency in the Agricultural and Agri-Food Sectors, OECD Food”, <b>Agriculture and Fisheries Working Papers</b> , No. 30, OECD Publishing, Paris, 2010.
Ljungquist, Larsen:	“How Do Core Competencies Discriminate? Identification of Influencing Similarities and Differences”, <b>Knowledge and Process Management</b> , 14 (4), 2007, pp. 237-247.
Ma, Christopher K.; Kao, G. Wenchi:	“On Exchange Rate Changes And Stock Price Reactions”, <b>Journal of Business Finance &amp; Accounting</b> , 17(3), 1990, pp. 441-449.
Mert, Ayşem:	“Partnerships and The Privatisation of Environmental Governance: On Myths, Forces of Nature and Other Inevitabilities”, <b>Environmental Values</b> , 2(4), 2012, pp. 475-498.
Nasseh, Alireza; Strauss, Jack:	“Stock Prices And Domestic And International Macroeconomic Activity: A Cointegration Approach”, <b>The Quarterly Review of Economics and Finance</b> , 40(2), 2000, pp. 229-245.
Nomer, N. Füsün:	<b>Yatırım Ortaklıkları</b> , Beta Yayınevi İstanbul, 2003.
Oğuzman, M. Kemal; Barlas Nami:	<b>Medeni Hukuk</b> , (14. Basım), İstanbul, 2007.
Oğuzman, M. Kemal; Seliçi, Özer:	<b>Eşya Hukuku</b> , İstanbul, 2006.

Saibe, Oktay Özdemir:	
Oy, Osman; Güngüler, Gülcan:	<b>Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları</b> , Beta Yayınları, İstanbul, 2010.
Öner, Erdoğan:	<b>Türk Vergi Sistemi</b> , Seçkin Yayınevi, Ankara, 2015.
Özboyacı, Mustafa:	“Halka Arzın Şirket Performansı Üzerine Etkisi ve İMKB’de Bir Uygulama”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2010.
Özgüç, Erkan:	“Gayrimenkul Yatırım Fonları: Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamalar ve Türkiye için Öneriler”, <b>Kamuya Açık Araştırma Raporu</b> , Ankara, 2008.
Özgüneş, Kadri:	“IPO Performances of VC Backed and Non-VC Backed Companies: A Cross Country Comparison of Germany and the UK”, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Boğaziçi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2006.
Özkul, Selin:	“Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ve Türkiye Değerlendirmesi”, İTÜ Fen Bilimleri Enstitüsü Doktora Tezi, İstanbul, 2001.
Pekcanitez, Hakan; Atalay, Oğuz; Sungurtekin, Özkan/ Meral; Özekes, Muhammet:	<b>İcra ve İflâs Hukuku</b> , Vedat Kitapçılık, Ankara 2005
Poroy, Reha; Tekinalp, Ünal; Çamoğlu, Ersin:	<b>Ortaklıklar ve Kooperatifler Hukuku</b> , (10. Baskı), İstanbul, 2007.
Propenko, Joseph:	<b>Verimlilik Yönetimi Uygulamalı El Kitabı</b> , (Çev. Olcay Baykal vd.), MPM Yayınları, Ankara, 1992.
Rehman, Scheherazade S.:	“Can Financial Institutional Investors Legally Safeguard American Stockholders” <b>NYU Journal of Law and Business</b> , Vol. 2, 2006, pp. 683-730.
Ritter, Ray J.:	“The Long Run Performance of Initial Public Offerings”, <b>Journal of Finance</b> , Vol: 46(3), 1991, pp. 3-27.
Ro, Seung Han; Ziobrowski, Alan:	“Does Focus Really Matter? Specialized vs. Diversified REITs”, Department of Real Estate, J. Mack Robinson College of Business, Georgia State University, Atlanta, USA, Published Online: 22 May, 2009.

Rounds, Charles E.; Dehio, Andreas:	“Publicly-Traded open-end Mutual Funds in Common Law and Civil Law Jurisdictions: A Comparison of Legal Structures”, <b>New York University Journal of Law &amp; Business</b> , Vol. 3, No.2, 2007, pp. 473-518
Sağcan, Mustafa:	<b>Menkul Kıymetler ve Pay Senetleri</b> , Cumhuriyet Matbaası, İzmir, 1987.
Savaşkan, Ozan:	“Halka Arz Fiyatının Belirlenmesinde Kullanılan Yöntemler, Halka Arz Sonrası Hisse Senedi Performansı”, SPK Yeterlilik Etüdü, İstanbul, 2005.
Seyhun, H. Nejat:	“Insiders' Profits, Costs Of Trading, And Market Efficiency”, <b>Journal of financial Economics</b> , 16(2), 1986, pp. 189-212.
Sharpe, William:	“The Portevin-le Chatelier Effect in Aluminium Single Crystals and Polycrystals”, <b>Journal of the Mechanics and Physics of Solids</b> , 14(4), 1966, pp. 187-198.
Smith, Adam:	<b>An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations</b> , Edwin Cannen Edition, 1994.
Soenen, Luc A.; Hennigar, Elizabeth S.:	“An Analysis Of Exchange-Rates And Stock-Prices-The United-States Experience Between 1980 and 1986”, <b>Akron Business and Economic Review</b> , 19(4), 1988, pp. 7-16.
SPK:	<a href="http://www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/409">http://www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/409</a> (Erişim Tarihi: 27.12.2017).
SPK:	<a href="http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/16/2">http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/16/2</a> , (Erişim Tarihi: 30.07.2017).
Stockmann, Heinrich:	“Zum Problem der Gleichbehandlung der Aktionäre”, <b>Lebendiges Aktienrecht</b> , Zürich 1971, pp. 387-404.
Stutzer, Alois:	“The role of income aspirations in individual happiness” <b>Journal of Economic Behavior &amp; Organization</b> , 54(1), 2004, pp. 89-109.
Susar, Özkan:	<b>Tüm Yönleriyle Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları</b> , Adalet Yayınevi, Ankara, 2004.
Şahin, Cumhur:	“Firmaya Özgü Değişkenlerle Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO) Getirisi Arasındaki İlişkiyi İncelemeye Yönelik Bir



	Uygulama”, <b>Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi</b> , 42, Ekim 2014.
Şahin, Ender Taner:	“Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Kentsel Gelişmeye ve Planlamaya Etkilerinin İstanbul Örneğinde İncelenmesi”, Gazi Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2010.
Şarkaya, Cansu:	“Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Üzerine Bir İnceleme ve Türkiye’ye İlişkin Sektör Analizi”, <b>Sosyal Bilimler Dergisi</b> , 1, 2007, ss. 175-190.
Şenyüz, Doğan; Yüce, Mehmet; Geçek, Adnan:	<b>Türk Vergi Sistemi</b> , (11. Baskı), Ekin Yayınevi, Bursa, 2014.
T.C. Resmi Gazete:	Sayı: 28660, Tarih: 28 Mayıs 2013, <a href="http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/05/20130528-14.htm">http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/05/20130528-14.htm</a> , (Erişim Tarihi: 14.10.2017).
Taner, Berna; Polat, Lale:	<b>Sermaye Piyasası</b> , Senbil Ofset, İzmir, 1992.
Tanör, Reha:	<b>Türk Sermaye Piyasası Halka Arz</b> , 2. Cilt, Beta Yayınları, İstanbul, 2000.
Tatoğlu, Ferda:	<b>İleri Panel Veri Analizi</b> , (2. Baskı), Beta Basım Yayın, İstanbul, 2013.
TDK:	<a href="http://www.tdk.gov.tr/index.php?option=com_gts&amp;arama=gts&amp;gclid=TDK.GTS.5b09d573d395d0.98996217">http://www.tdk.gov.tr/index.php?option=com_gts&amp;arama=gts&amp;gclid=TDK.GTS.5b09d573d395d0.98996217</a> (Erişim tarihi: 04.08.2017).
Teker, Murat Bahadır:	“Sermaye Piyasası Araçları Yoluyla Gayrimenkul Finansmanı ve Yatırımı”, <b>SPK</b> , 2. Baskı, Ankara, 2000.
Tekinalp, Ünal:	<b>Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları</b> , İstanbul, 1982.
Tekinalp, Ünal:	“Yatırım Ortaklıklarının Düzenlenmesinde Temel Alınabilecek İki Model ve Türk Sistemi”, <b>İktisat ve Maliye</b> , C. XVII, Sayı 9, 1970, pp. 386–392
Tevetoğlu, Mete:	<b>Mali Durumu Bozulan Aracı Kurumlarda Alınacak Tedbirler ve Özellikle Tedrici Tasfiye</b> , İstanbul, 2006.

Tuna, Okan:	“Türkiye İçin Lojistik ve Denizcilik Stratejileri: Uluslararası ve Bölgesel Belirleyiciler”, <b>Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi</b> , 3(2), 2011.
Tuncel, Kürşat:	“Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ve Türkiye Uygulaması”, <b>SPK</b> , Yayın No: 105, Ankara, 1997.
Türedi, Salih:	“Bilgi Ve İletişim Teknolojilerinin Ekonomik Büyümeye Etkisi: Gelişmiş Ve Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Panel Veri Analizi”, <b>Gümüşhane Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi</b> , 4(7), 2013.
Türk Medeni Kanunu:	<a href="http://portal.tnb.org.tr/Kanunlar/Medeni%20Kanun%20(4721).pdf">http://portal.tnb.org.tr/Kanunlar/Medeni%20Kanun%20(4721).pdf</a> , md. 704 (Erişim Tarihi: 07.08.2017).
Türkmen, Y. Sibel:	“İMKB’de İşlem Gören Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Finansal Etkinliğinin Veri Zarflama Analizi ile Değerlendirilmesi”, <b>Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi</b> , 31(2), 2011, ss. 273-288.
Uysal, Tolga; Şenlik, Mehmet:	<b>Genel Muhasebe</b> , (7. Baskı), Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2008
Ünal, Oğuz Kürşat:	<b>Sermaye Piyasası Hukuku ve Mevzuatı</b> , Ankara, 2005 (Anılış Sermaye Piyasası).
Ünlü, Ulaş; Ersoy, Ersan:	“İlk Halka Arzlarda Düşük Fiyatlama ve Kısa Dönem Performansın Belirleyicileri: 1995- 2008 İMKB Örneği”, <b>Dokuz Eylül Üniversitesi İİBF Dergisi</b> , 2, 2008, ss. 243-258.
Vatansever, Nursen:	“Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Uygulaması”, <b>Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü</b> , Cilt I, Sayı 1, 2000, ss. 259-273
Wilson, Patrick; Zurbrugg, Ralf:	“International Diversification of Real Estate Assets – Is it Worth it? Evidence from the Literature” <b>University of Technology Finance and Economics Research Newsletter</b> , Sidney, 2003, pp. 257-278.
Wooldridge, Jeffrey M.:	<b>Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data</b> , (2nd Edition), The MIT Press, USA, 2010.
Yasaman, Hamdi:	“Finansal Hizmetler Kanunu Tasarısı Uyarınca Bankaların Yönetimi ve Kurumsal Yönetim”, <b>Banka Hukuku İle İlgili Makaleler, Hukuki Mütalaalar, Bilirkişi Raporları</b> , İstanbul 2005, ss. 14-34.

Yasaman, Hamdi:	<b>İsviçre ve Fransız Hukukunda Yatırım Fonları ve Türk Hukukunda Uygulanma İmkânları</b> , Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Yayınları, İstanbul, 1980
Yıldız, Birol; Tenekecioğlu, Berrin:	“Entelektüel Sermayenin İşletmelerin Piyasa Değeri Üzerindeki Etkisi ve İMKB 100 İşletmelerinde Görgül Bir Çalışma”, 3. Ulusal Bilgi, Ekonomi ve Yönetim Kongresi, 25-26 Kasım, 2004, 579-590.
Yükçü, Süleyman; Atağan, Gülşah:	“Etkinlik, Etkililik ve Verimlilik Kavramlarının Yarattığı Karışıklık” <b>Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi</b> , 23(4), 2009, ss. 1-13.
Zeitun, Rami; Tian, Gary Gang:	“Does Ownership Affect a Firm’s Performance and Default Risk in Jordan?”, <b>Corporate Governance: The International Journal of Business in Society</b> , 7 (1), 2007, pp. 66- 82.

## ÖZGEÇMİŞ

1970 İstanbul doğumludur. Lisans derecesini Anadolu Üniversitesi İktisat Fakültesi, İktisat bölümünde tamamlanmıştır. Yüksek Lisans derecesini İstanbul Üniversitesi, İşletme İktisadı Enstitüsü Finans Yönetimi Bölümünde tamamlamıştır. 2002 yılından bu yana Soyak Holding A.Ş. nde Mali İşler ve Denetim Direktörü olarak görev yapmaktadır. Evli ve üç çocuk babasıdır.

