

**T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
PARA, SERMAYE PİYASALARI VE FİNANSAL KURUMLAR**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**GAYRİMENKUL YATIRIM FONLARI İLE
ORTAKLIKLARINA TANINAN VERGİ
AVANTAJLARI VE SONUÇLARI**

Mert AKÇAY

2501190775

TEZ DANIŞMANI

Doç. Dr. İbrahim SIRMA

İSTANBUL – 2021

ÖZ

GAYRİMENKUL YATIRIM FONLARI İLE ORTAKLIKLARINA TANINAN VERGİ AVANTAJLARI VE SONUÇLARI

Mert AKÇAY

Türkiye ekonomisi açısından önemli bir yere sahip olan gayrimenkul ve türevleri, önemsenen ve etkin bir yatırım aracı olarak son yıllarda dikkate değer gelişim göstermiştir. Gayrimenkul sektörünün etki alanının hem ekonomik yönünün olduğu hem de şehir planlaması ile birlikte sosyal yönünün olduğu görülmektedir. Gayrimenkul sektörü, küreselleşmenin sonucu olarak sermaye akımlarının gelişmekte olan ülkelere yönelmesi ile birlikte yeni faktörler ve yeni ürün çeşitliliğiyle büyümüştür. 2001 krizi sonrası gelişimini hızlandıran gayrimenkul sektörü, 2008 krizinde de tehdit altında kalmış olsa da 2010 ve sonrasında toparlanma yaşanmıştır.

Türkiye’de gerek yaşanan genel salgın koşullarında gerekse de genel salgın öncesinde özellikle bireysel yatırımcıların gayrimenkulü bir yatırım aracı olarak dikkate aldığı görülmüştür. Bu ilginin ardında elbette ekonomik konjonktür karşısında hem bireysel yatırımcıların hem de kurumsal yatırımcıların varlıklarının değerini koruyabilmek ve ilave kazanç sağlamak olduğu görülmektedir. Bunun yanı sıra gayrimenkul yatırım ortaklıkları ile gayrimenkul yatırım fonları ise gayrimenkul sektörüne küçük yatırımcıları da dahil ederek sektörün gelişmesine katkıda bulunmaktadır.

Gayrimenkul sektörüne yatırımda bulunacak taraflar açısından önemli bir maliyet kalemi de vergilerdir. Ülke ekonomisinde önemli ve lokomotif sektör olan gayrimenkul sektörü açısından vergi düzenlemeleri ve teşvikler kritik önem arz etmektedir.

Çalışma, gayrimenkul yatırım ortaklıkları ile gayrimenkul yatırım fonlarına güncel vergi müktesebatı nezdinde sağlanan vergisel avantajları ele almakta ve bu avantajların gayrimenkul yatırım ortaklıkları ile gayrimenkul yatırım fonlarına olan etkisini tartışmaktadır. Çalışmanın konusu bu vergi düzenlemelerinin gayrimenkul yatırım ortaklıkları ile gayrimenkul yatırım fonlarının kuruluşuna etkisini tartışmaktadır. Çalışma, 1997 yılından bu yana faaliyette bulunan gayrimenkul yatırım ortaklıkları ile 2016 yılından bu yana faaliyette bulunan gayrimenkul yatırım fonlarına uygulanan

Türkiye'deki vergi oranlarının Türkiye'de faaliyette bulunan bu kuruluşların sayısına etkisini kapsamaktadır.

Literatürde ağırlıklı olarak GYO ve GYF'lerin performansları ve portföy yöneticilerinin tercihleri ele alınmış olmakla birlikte GYO'ların asıl gelişim merkezi olan Amerika Birleşik Devletleri'ndeki mevzuat değişiklikleri ve temettü vergilerinin GYO hisse fiyatına etkileri araştırma konusu olarak dikkati çekmiştir. Bu çalışmada ise kurumlar vergisi oranları ile faaliyette bulunan gayrimenkul yatırım ortaklığı ve gayrimenkul yatırım fon sayısı arasındaki ilişki araştırılmıştır. Bu bağlamda vergi oranları bağımsız değişken olarak belirlenmiş ve iki değişken arasındaki ilişki Spearman ρ testi uygulanarak araştırılmıştır. Araştırma sonucuna göre vergi oranları ile faaliyette bulunan kuruluşların sayısı arasında bir ilişki tespit edilememiştir.

Anahtar Kelimeler: Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Gayrimenkul Yatırım Fonları, Gayrimenkul Piyasası, Gayrimenkullerde Vergilendirme, Vergi Teşvikleri

ABSTRACT
TAX ADVANTAGES AND RESULTS RECOGNIZED TO REAL ESTATE
INVESTMENT FUNDS AND PARTNERSHIPS

Mert AKÇAY

Real estate and its derivatives, which have an important place in our country's economy, have shown a remarkable development in recent years as an prominent and effective investment tool. It is seen that the orbit of real estate sector has both an economic aspect and a social aspect along with urban planning. As a result of globalization, the real estate sector has grown with new factors and new product diversity, as capital flows have turned towards developing countries. Although the real estate sector, which accelerated its development after the 2001 crisis, was under threat in the 2008 crisis, there was a recovery in 2010 and after.

In Turkey, both in pandemic conditions experienced prior to both the pandemic, especially in real estate of individual investors were taking into consideration as an investment vehicle. It is seen that behind this interest is, of course, the ability to protect the assets of both individual investors and institutional investors in the face of the economic conjuncture and to gain additional income. In addition, real estate investment trusts and real estate investment funds contribute to the development of the sector by including small investors in the real estate sector.

An important cost item for the parties that will invest in the real estate sector is taxes. Tax regulations and incentives are critical for the real estate sector, which is an important and leading sector in the country's economy.

The study deals with the tax advantages provided to real estate investment trusts and real estate investment funds under the current tax acquis and discusses the effects of these advantages on real estate investment trusts and real estate investment funds. The subject of the study discusses the effects of these tax regulations on the establishment of real estate investment trusts and real estate investment funds. The study covers the effect of tax rates in Turkey applied to real estate investment trusts operating since 1997 and real estate investment funds operating since 2016 on the number of these institutions operating in Turkey.

In the literature, mainly the performances of REITs and REIFs and the preferences of portfolio managers have been discussed, and the effects of legislative changes and dividend taxes on REIT share prices in the United States, which is the main development center of REITs, have attracted attention as research subjects. In this study, the relationship between corporate tax rates and the number of operating real estate investment trusts and real estate investment funds was investigated. In this context, tax rates were determined as the independent variable and the relationship between the two variables was investigated by applying the Spearman *rho* test. According to the results of the research, no relationship could be found between tax rates and the number of operating establishments.

Keywords: Real Estate Investment Trusts, Real Estate Investment Funds, Real Estate Market, Taxation in Real Estate, Tax Incentives

ÖNSÖZ

Gayrimenkul sektörü kendisiyle birlikte birçok sektörün hareketlenmesine neden olması ve yatırımcılar açısından özellikle enflasyonist ortamlarda uzun vadede risksiz bir yatırım aracı olması nedeniyle ülke ekonomisinin gelişimine ivme sağlayan bir yapıya sahip olmuştur. Geçmişten bu yana tüm dünyada olduğu gibi Türkiye’de de hem gayrimenkul yatırım ortaklıklarına hem de gayrimenkul yatırım fonlarına çeşitli vergisel avantajlar sağlanarak sektörün gelişmesi ve sığ finansal piyasaların derinleşmesi amaçlanmıştır. Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının ve fonlarının halka açık olmaları, şeffaf bir yapıya sahip olmaları ve büyük ölçekli gayrimenkul yatırımlarının finansman ihtiyacını karşılama konusunda sağladığı imkanlar ile son dönemde önemli bir yere sahip olmuştur. Çalışma ile amaçlanan ise bu kuruluşlara güncel mevzuat kapsamında ve geçmişte sağlanan vergi istisnalarının kuruluşların faaliyetine etkisiyle birlikte faaliyette bulunan ortaklık ve fon sayısını nasıl etkilediğinin irdelenmesidir.

Bu tezin hazırlama ve yürütülmesi sürecinde tavsiye ve yönlendirmeleri ile gerekli tüm katkıyı sağlayan tez danışmanım Doç. Dr. İbrahim SİRMA'ya teşekkür ederim.

Mert AKÇAY
İSTANBUL, 2021

İÇİNDEKİLER

ÖZ	ii
ABSTRACT	iv
ÖNSÖZ	vi
TABLolar LİSTESİ	ix
ŞEKİLLER LİSTESİ	x
KISALTMALAR LİSTESİ	xi
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ VE GAYRİMENKUL PİYASALARI

1.1. Gayrimenkulün Tanımı ve Gayrimenkul ile İlgili Kavramlar	5
1.2. Gayrimenkul Sektörü ve Gayrimenkul Piyasaları	8
1.2.1. Gayrimenkul Piyasalarının Genel Özellikleri	9
1.2.2. Gayrimenkul Yatırımlarının Avantajları ve Dezavantajları	13
1.2.3. Gayrimenkul Sektöründeki Son Dönem Gelişmeleri	15

İKİNCİ BÖLÜM

GAYRİMENKUL YATIRIM FONLARI

2.1. Gayrimenkul Yatırım Fonlarının Tanımı	21
2.2. Gayrimenkul Yatırım Fonlarının Gelişimi	22
2.3. Gayrimenkul Yatırım Fonlarının Nitelikleri	27
2.4. Gayrimenkul Yatırım Fonlarının Faaliyetler Alanları	30
2.5. Gayrimenkul Yatırım Fonlarının Türleri	31
2.6. Gayrimenkul Yatırım Fonlarının Yasal Çerçevesi	34

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI

3.1. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Tanımı	39
3.2. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Gelişimi	40
3.2.1. Amerika Birleşik Devletleri'nde (ABD) Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Gelişimi	40
3.2.2. Avrupa Birliği'nde Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Gelişimi	42
3.2.3. Uzak Doğu ve Asya'daki Gelişim	43
3.2.4. Türkiye'de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Gelişimi	43
3.2.5. İslami Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Gelişimi	45
3.3. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Nitelikleri	46
3.4. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Faaliyetler Alanları	50

3.5. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Türleri	52
3.6. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Yasal Çerçevesi	53

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI İLE GAYRİMENKUL YATIRIM FONLARINDA VERGİLENDİRME REJİMLERİ

4.1. Vergi Teşvikleri	58
4.1.1. Vergi Teşvik Çeşitleri	59
4.1.2. Vergi Teşviklerinin Amaçları	60
4.2. Kurumlar Vergisi Kanunu'nda Yer Alan Düzenlemeler ve İstisna Uygulaması ..	63
4.2.1. Kurumlar Vergisi Kanunu'nda Yer Alan Düzenlemelerin Tarihçesi	63
4.2.2. Kurumlar Vergisi Kanunu'nda Yer Alan Güncel Düzenlemeler	68
4.2.3. Örnek Uygulamalar	72
4.3. Gelir Vergisi Kanunu'nda Yer Alan Düzenlemeler ve Vergisel Avantaj	76
4.3.1. 193 Sayılı Gelir Vergisi Kanunu'nda Yer Alan Güncel Düzenlemeler	76
4.3.1.1. Menkul Sermaye İradına Yönelik Düzenlemeler	76
4.3.1.2. Değer Artış Kazancına Yönelik Düzenlemeler	79
4.3.2. Örnek Uygulamalar	82
4.4. Damga Vergisi Kanunu'nda Yer Alan Düzenlemeler ve İstisna Uygulaması	86
4.5. Harçlar Kanunu'nda Yer Alan Düzenlemeler ve İstisna Uygulaması	88

BEŞİNCİ BÖLÜM

GYO ile GYF'LERE TÜRKİYE'DE UYGULANMAKTA OLAN KURUMLAR VERGİSİ ORANI İLE BU KURULUŞLARIN SAYISI ARASINDAKİ İLİŞKİNİN EKONOMETRİK UYGULAMASI

5.1. Literatür Taraması	91
5.2. Veri ve Yöntem	97
5.3. Normallik Testi	98
5.4. Spearman <i>rho</i> Testi	99
SONUÇ	101
KAYNAKÇA	105

TABLÖLER LİSTESİ

	Sayfa
Tablo 1.1: İktisadi Piyasaların Gayrimenkul Piyasası İle Karşılaştırılması.....	12
Tablo 1.2: İnşaat Sektörü Güven Endeksi.....	15
Tablo 1.3: İnşaat Sektöründe Faaliyetleri Kısıtlayan Temel Faktörler.....	18
Tablo 2.1: Dünyadaki Açık Uçlu Fonların Net Aktif Değeri.....	24
Tablo 2.2: Dünyadaki Açık Uçlu Fonların Net Satışları.....	24
Tablo 2.3: Seçilmiş Ülkelerde Gayrimenkul Yatırım Fonları Yapısı.....	26
Tablo 2.4: GYF'lerin Ülke Ekonomisi Açısından Katkıları.....	28
Tablo 2.5: GYF'lerin İnşaat Sektörü Açısından Katkıları.....	29
Tablo 2.6: GYF'lerin Gayrimenkul Sektörü Açısından Katkıları.....	29
Tablo 3.1: Türkiye'de GYO'ların Sayılarının Yıllara Göre Gelişimi.....	45
Tablo 3.2: Konvansiyonel GYO ile İslami GYO Üzerine Yapılan Bir Kıyaslama.....	46
Tablo 3.3: GYO'lara İlişkin Portföy Sınırlamaları.....	51
Tablo 4.1: Örnek Gelir Tablosu.....	72
Tablo 4.2: GVK'nın 75'inci Madde Metni Değişiklikleri.....	77
Tablo 4.3: GVK'nın Mükerrer 80'inci Madde Metni Değişiklikleri.....	79
Tablo 4.4: Bazı İşlemlere İlişkin Damga Vergisi Oranları.....	87
Tablo 4.5: Vergi Türleri İtibariyle Sağlanan Avantajlar.....	89
Tablo 5.1: Değişkenlere Yönelik Bilgiler.....	97
Tablo 5.2: Çarpıklık ve Basıklık Değerleri.....	98
Tablo 5.3: Bağımlı Değişken Shapiro-Wilk İstatistiği.....	99
Tablo 5.4: Spearman Korelasyon Testi Sonucu.....	100

ŞEKİLLER LİSTESİ

	Sayfa
Şekil 1.1: İnşaat Maliyet Endeksi.....	10
Şekil 1.2: TCMB Faiz Oranları (%) Gecelik (O/N) Borç Verme.....	11
Şekil 1.3: 2011/01-2020/09 Arası Konut Fiyat Endeksi Değişimi.....	11
Şekil 1.4: BIST 30 Yabancı Takas Oranı.....	16
Şekil 1.5: Pay Senedi Yatırımcı Sayısı.....	17
Şekil 1.6: Konut Satış Adedi.....	17
Şekil 2.1: GYF'de Tarafların Tanımlanması.....	21
Şekil 2.2: Gayrimenkul Yatırım Fonlarının Genel İşleyiş Şeması.....	22
Şekil 2.3: Kurulan GYF Türleri.....	32
Şekil 2.4: GYF Fon Çeşitleri.....	33
Şekil 2.5: Gayrimenkul Yatırım Fonu Türleri.....	34
Şekil 3.1: Türkiye'deki Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Yasal ve Operasyonel Yapısı.....	48
Şekil 3.2: GYO'larda Paydaşlar.....	49
Şekil 5.1: Bağımlı Değişken Histogramı	98

KISALTMALAR LİSTESİ

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
BİAŞ	: Borsa İstanbul A.Ş.
DVK	: Damga Vergisi Kanunu
EFAMA	: European Fund and Asset Management Association
EPRA	: European Public Real Estate Association
GVK	: Gelir Vergisi Kanunu
GYF	: Gayrimenkul Yatırım Fonu
GYO	: Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
GYODER	: Gayrimenkul ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Derneği
KVK	: Kurumlar Vergisi Kanunu
MK	: Medeni Kanun
MKK	: Merkezi Kayıt Kuruluşu
mREITS	: Mortgage REITs
NAREIT	: National Association of Real Estate Investment Trusts
PNLRs	: Public Non-Listed REITs
REIT	: Real Estate Investment Trusts
SEC	: Securities and Exchange Commission
SPKr	: Sermaye Piyasası Kurulu
SPKn	: Sermaye Piyasası Kanunu
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
TÜİK	: Türkiye İstatistik Kurumu
UPREIT	: Umbrella Partnership Real Estate Investment Trust
VUK	: Vergi Usul Kanunu

GİRİŞ

Günümüzde gerek sermaye piyasalarında gerekse de para piyasasında fon fazlası veren ile fon açığı bulunan birimleri bir araya getiren çeşitli ekonomik ajanlar bulunmaktadır. Bu kuruluşlar arasında Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) denetiminde bulunan, sermaye piyasası mevzuatında kolektif yatırım kuruluşları olarak anılan yatırım fonları ve ortaklıkları da yer almaktadır.

Kolektif yatırım kuruluşlarının geçmişi incelendiğinde 1800'lü yıllara kadar gitmektedir. Kolektif yatırım kuruluşlarında portföyün idaresi ve faaliyetlerinin sürdürülmesine hâkim olan bazı ilkeler vardır (Ertan, 2013). Yatırım fon ve ortaklıklarının tarihçesine bakıldığında kapitalist sistem içinde yer alan atıl sermayenin menkul kıymet yatırımlarına dönüştürülerek daha derin sermaye piyasası oluşturulması amaçlandığı görülmektedir.

Yatırım ortaklıkları Anglo-Sakson temelli bir yapılanmaya sahiptirler. Günümüz yatırım ortaklığı anlayışında ilk yatırım ortaklıkları 1860 yılında İskoçya'da kurulmuştur. Devam eden yıllarda ise İngiltere'nin dönemi ekonomik olarak iyi geçirmesi ve ticari ilişkilerin gelişmiş olması nedeniyle bu ülkede yatırım ortaklıklarının sayısı artmıştır. ABD'de yatırım ortaklığının kurulması ise 1929 yılı sonrasına sarkmıştır (Tuncer, 1985).

Küçük yatırımcıların çok fazla finansal ürünün olduğu sermaye piyasalarında kendi bilgi düzeyleri ve risk algıları doğrultusunda optimum yatırımı yapmaları zordur. Bu zorluğun sebebi küçük yatırımcıların piyasada bulunan varlıklar nezdinde sınırlı bilgiye sahip olmaları, bilgiye erişimin maliyetli olması, riskin dağıtılması, sektörel ve konjonktürel değerlendirmenin yapılmasının güçlüğünden kaynaklanmaktadır. İşte bu noktada yaşanan güçlüklerin kurumsal bir altyapıda çözülmesi anlamında yatırım ortaklıkları ve fonları küçük yatırımcılara fayda sağlamışlardır.

1940'lı yıllarda II. Dünya Savaşı'nın hem ekonomik hem gayrimenkul yapılarına yönelik olumsuz etkilerinin ortadan kaldırılmasına yönelik yeni arayışlar ortaya çıkmıştır. Gayrimenkul yatırım fonları ilk oluşturuldukları dönemde vergi avantajı sağlaması nedeniyle tercih edilirken bu defa hususiyetle Avrupa ülkelerinde gayrimenkullerin yenilenmesinde bir kaynak sağlama amacı olarak ortaya çıkmıştır. 1950'li yılların sonunda Almanya'da ilk açık uçlu gayrimenkul yatırım fonu kurulduğu görülmüştür (Sodin, 2019).

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları ise “real estate investment trust” adıyla ilk önce ABD’de ortaya çıkmış ve asıl gelişimini burada gerçekleştirmiş sermaye piyasası kurumlarıdır (Özkul, 2001). 1909 tarihli ABD’de çıkarılan Vergi Kanunu’nda (Revenue Act of 1909) iş ortaklıkları anonim şirket olarak görülmemiştir. Bu nedenle iş ortaklıkları anonim şirketlere göre daha çok tercih edilmiştir. Buna bağlı olarak iş ortaklıkları gayrimenkul yatırım ortaklıklarının öncüsü olarak görülmektedir (Susar, 2004). Büyük gayrimenkul projelerinin yüksek miktarda sermaye gereksinimine ihtiyaç duyması, çok sayıda yatırımcının bir araya gelmesi gerekliliğini ortaya çıkarmış ve bunu sağlayabilmek adına da çeşitli vergi muafiyetleri tanınarak gayrimenkul yatırım ortaklıklarının kurulmasının önü açılmıştır.

Türkiye’de ise sanayi devrimiyle birlikte kentleşme girişimi insanlığı, dağınık yaşam alanlarından belirli çalışma alanı çevresinde toplu bir şekilde yaşamaya itmiştir. Kentte yaşayanların burada hissettikleri özgür yaşantı, kentli olmanın kişide yaşattığı gurur, geniş bir grubun üyesi olma duygusu sosyopsikolojik olarak gayrimenkul sektörünün gelişimine etki etmiştir (Keleş, 2006). Türkiye’de 1950’li yıllardan itibaren Anadolu’nun birçok şehrinden büyük şehirlere göç artmış bu durum konut ihtiyacını artırmıştır. Bununla birlikte çeşitli ticari gayrimenkul yapılarına da ihtiyaç gün geçtikçe artmıştır. Sadece konutlar değil yer altı ve yer üstü düzenlemeleri, sosyal donatı alanları, spor alanları, çeşitli etkinlik alanları, baraj, köprü gibi mega yapılar da gayrimenkul sektörünün faaliyet alanı içine günümüzde dahil edilmektedir. Türkiye ekonomisinin büyüme trendine bakıldığında genel olarak gayrimenkul sektörüne bağlı olduğu görülmektedir. Sektör birçok alt sektörü etkileşim içine almakta, üretim ve istihdamda öncü rol oynamaktadır. Dolayısıyla sektörde yaşanan daralma veya büyüme tüm ülke ekonomisini de etkilemektedir. Bu nedenle çeşitli ekonomik krizlerin var olduğu ülkelerde teşvik ve desteklerin verildiği sektörlerin başında gelmektedir. Bununla birlikte gayrimenkul sektörünün gelişimini etkileyen kredi faizleri, enflasyon oranları, çeşitli maliyet endeksleri, arz-talep dengesi, vergilendirme rejimleri gibi faktörler de bulunmaktadır. Sektör her ne kadar 2018 yılında durgunluk içine girse de nüfusun büyüklüğü, evlilik yaşının yükselmesi, aile yapılarının küçülmesi gibi unsurlar potansiyel oluşturmaktadır.

Gayrimenkul sektöründe yer alan devasa yapıların niteliği gereği yüksek tutarlı finansman ve teknoloji gereksinimi duyması yatırımların gelişmesinde en büyük engel olmuştur. Bu sorunun giderilmesine yönelik geçmişi yatırım ortaklıkları ve yatırım

fonlarına dayanan gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve gayrimenkul yatırım fonları gibi kuruluşlar ekonomide rol almıştır. Devletler ise bu kuruluşların finansmanına katkı sağlamak amacıyla çeşitli vergi avantajları sağlamışlardır.

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları ya da fonlarının kuruluşu açısından bu kurumlara sağlanan vergi istisnaları bu kuruluşların varlığı açısından önem arz etmektedir. Zira benzer olarak Türkiye'deki ilk menkul kıymet yatırım fonu ve ortaklığı da Ağustos/1987'de yürürlüğe giren %0 kesinti oranı uygulamasının ardından kurulmuştur. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları ile fonlarına ise 1992 yılında kazanç istisnası getirilmiştir. Bu vergilendirme uygulamalarının Türkiye'deki gayrimenkul sektörü içerisinde yer alan ve sermaye piyasası kuruluşları olan gayrimenkul yatırım fonları ile ortaklıklarının gelişimine etkisi açısından konu önemli bulunmuş ve araştırma konusu olarak seçilmiştir.

Çalışmada bu kuruluşların tanımı, tarihsel süreçte hem dünyada hem de Türkiye'de gösterdikleri gelişimden bahsedilecek ve bu kuruluşlara uygulanan mevzuat ele alınarak Türkiye'de uygulanan vergilendirme rejimlerinin gayrimenkul yatırım ortaklığı ile gayrimenkul yatırım fonlarının sayısına nasıl etkide bulunduğu irdelenecektir.

Çalışmada Türkiye'de kurulu gayrimenkul yatırım ortaklıkları ile gayrimenkul yatırım fonlarına uygulanan kurumlar vergisi uygulamalarının bu kuruluşların sayısına etkisi olup olmadığı yönünde hipotez kurulmuş ve iki değişken arasındaki ilişkiyi araştırmak üzere kullanılan Spearman ρ testi uygulanarak analiz edilmeye çalışılmıştır. Parametrik testler yerine bu parametrik olmayan testin seçilmesinin sebebi ise gözlem sayısının az olması ve normal dağılım varsayımının sağlanamamış olmasıdır.

Çalışma beş bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde, gayrimenkul sektörü ile gayrimenkul piyasalarının işleyişi hakkında bilgi verilmiştir. Bununla birlikte bölümde, gayrimenkul kavramı ele alınmış ve konu ile ilgili diğer kavramlara da yer verilmiştir.

İkinci bölümde, gayrimenkul yatırım fonları tanımı, gelişimi, yasal çerçevesi gibi konular hakkında detaylı bilgilere yer verilerek bu fonların işleyiş mekanizması anlatılmıştır. Üçüncü bölümde, gayrimenkul yatırım ortaklıkları tanıtılmış ve gelişim süreci hakkında çeşitli bilgilere yer verilmiştir.

Dördüncü bölümde, genel manada vergi teşvikleri ifade edilmiştir. Bunun yanı sıra hem gayrimenkul yatırım ortaklıklarına hem de gayrimenkul yatırım fonlarına uygulanan vergilendirme rejimi yasal çerçeve içinde anlatılmıştır. Her bir vergi türü itibariyle çeşitli örnek uygulamalara bu bölümde yer verilerek yasal mevzuat daha somut olarak izah edilmeye çalışılmıştır.

Beşinci bölümde, literatür taramasına yer verilerek kurumlar vergisi oranları ile faaliyette bulunan gayrimenkul yatırım ortaklığı ve gayrimenkul yatırım fon sayısı arasındaki ilişki araştırılmıştır. Sonuç kısmında ise gayrimenkul yatırım ortaklıkları ile gayrimenkul yatırım fonlarına sağlanan vergisel avantajlar değerlendirilerek bu avantajların Türkiye’de kurulu fon ve ortaklık sayısına olan etkileri tartışılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE’DE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ VE GAYRİMENKUL PİYASALARI

1.1. Gayrimenkulün Tanımı ve Gayrimenkul ile İlgili Kavramlar

Gayrimenkul kavramı Arapça kökenli “Gayr” ve “Menkul” kavramlarının bir araya gelmesi sonucu oluşan ve taşınmaz anlamını taşıyan bir kelimedir (Kızılot, Sarısu, Özcan, & Kızılot, 2010).

Oluşturulduğu noktadan başka yerlere taşınması mümkün olmayan varlıklara gayrimenkul denmektedir. Bununla birlikte sınıflandırma açısından aynı haklar yönüyle gayrimenkul ve menkul ayrımının yapılması önem arz etmektedir. Menkul mallar kavramı temelinde taşınabilir olma ve gayrimenkul mülkiyetine dahil olmama özelliği göstermektedir. Menkul mallar üzerinde aynı hakkın tesisi zilyetlik ile ortaya konabilmektedir. Ancak gayrimenkul mallarda ise zilyetlik doğrudan mülkiyet hakkının ortaya koymamaktadır. Gayrimenkulün fiili zilyedi, gayrimenkul üzerinde sınırlı aynı hakka sahip olabileceği gibi sınırsız bir aynı hakka da sahip olabilmektedir. Dolayısıyla zilyetlik gayrimenkuller üzerinde belirgin bir hukuki statü oluşturmamaktadır (Özkul, 2001). Bu belirsizlik durumu ise adına tapu sicili denen bir sistem ile çözüme kavuşturulmuştur. Bu siciller devlet tarafından tutulmakta, devletin sorumluluğunda bulunmakta ve gayrimenkul mallara ilişkin aynı hakların durumunu ifade etmektedir (Unutkan, 1991).

Gayrimenkul mülkiyetinin bazı fiziki ve ekonomik vasıfları vardır. Bunlardan fiziki olanları sabitlik, tek mekâna bağlılık ve araziler için yok olmama olarak sayabiliriz. Ekonomik vasıflarını ise sınırlı olması, uzun ekonomik ömre sahip olması, değişebilirlik (kullanım ve mülkiyet gibi) ve mevki olarak sıralayabiliriz (Dikmen, 1999).

Gayrimenkul ve gayrimenkule bağlı kavramlara yönelik tanımlar teorik literatürde yer almakla beraber mülkiyete ilişkin bazı şekil şartları ve çeşitli ifadelerin neliği (mahiyeti) -arazi gibi- yasal mevzuatta yer alması, gayrimenkul sektörünün faaliyetini sürdürmesine etkisi ve kamu otoritesince yürürlüğe konulan normatif mevzuat kapsamında işlemlerin yürütülmesi nedeniyle Türk hukuk sistemindeki bu minvaldeki kavramlara da çalışmada yer verilecektir.

Medeni Kanun'a göre taşınmaz ifadesi, taşınması mümkün olmayan ve sabit varlıkları ifade etmektedir (Türeoğlu, 2008). Medeni Kanun'un (MK) 704'üncü maddesinde taşınmaz mülkiyetinin konusu yani sicile kaydolunabilecek varlıkların neler olduğu ifade edilmiştir:

Taşınmaz mülkiyetinin konusu şunlardır:

1. Arazi,
2. Tapu kütüğünde ayrı sayfaya kaydedilen bağımsız ve sürekli haklar, (kaynak hakkı, üst hakkı gibi)
3. Kat mülkiyeti kütüğüne kayıtlı bağımsız bölümler (dükkan, daire, depo...).

MK, taşınmaz mülkiyetinin kazanılmasını tescil, hukukî işlem, işgal, yeni arazi oluşması, arazi kayması, kazandırıcı zamanaşımı gibi şekillerle olabileceğini ifade etmiştir.

Buna paralel düzenlemeler aynı zamanda 22/7/2013 tarih ve 2013/5150 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ekinde yer alan Tapu Sicili Tüzüğü'nün 8'inci maddesinde de yer almaktadır. Mezkûr kararın 9'uncu maddesinde arazi: "*Sınırları hukukî ve geometrik yöntemlerle belirlenmiş yeryüzü parçasıdır.*" şeklinde tanımlanmıştır. Yine anılan kararın 10'uncu maddesinde sicile kaydedilecek bağımsız ve sürekli hakların ne olduğu: "*Süresiz veya en az otuz yıl süreli olan ve tasarrufları kısıtlanmayan ve izne tâbi kılınmayan bağımsız ve sürekli irtifak hakları, hak sahibinin yazılı istemi üzerine tapu kütüğünün ayrı bir sayfasına taşınmaz olarak tescil edilir.*" şeklinde ifade edilmiştir.

Kat mülkiyeti kütüğüne kayıtlı bağımsız bölümlere ilişkin detaylı bilgilere ise 634 sayılı Kat Mülkiyeti Kanunu'nun 1'inci maddesinde yer verilmiştir. Maddeye göre: "*Tamamlanmış bir yapının kat, daire, iş bürosu, dükkan, mağaza, mahzen, depo gibi bölümlerinden ayrı ayrı ve başlı başına kullanılmaya elverişli olanları üzerinde, o gayrimenkulün maliki veya ortak malikleri tarafından, bu Kanun hükümlerine göre, bağımsız mülkiyet hakları kurulabilir.*" hükmüyle kat mülkiyeti kütüğüne konu olabilecek bağımsız bölümlere açıklık getirilmiştir. Anılan maddenin (2) fıkrasında ise: "*Yapılmakta veya ileride yapılacak olan bir yapının, birinci fıkrafta yazılı nitelikteki bölümleri üzerinde, yapı tamamlandıktan sonra geçilecek kat mülkiyetine esas olmak üzere, arsa maliki veya arsanın ortak malikleri tarafından, bu Kanun hükümlerine göre irtifak hakları kurulabilir.*" hükmü yer almaktadır.

634 sayılı Kat Mülkiyeti Kanunu'nun 13'üncü maddesine göre: "...kat mülkiyetine konu olan her bağımsız bölüm, kat mülkiyeti kütüğünün ayrı bir sayfasına o bölüme bağlı arsa payı ve anagayrimenkulün kayıtlı bulunduğu genel kütükteki pafta, ada, parsel, defter ve sayfa numaraları gösterilmek suretiyle tescil edilir..." ifadesiyle gayrimenkul vasfının nasıl kazanılacağı belirtilmiştir.

213 sayılı Vergi Usul Kanunu'nun (VUK) 269'uncu maddesinde ise gayrimenkul tanımı değerlendirme anlamında daha geniş bir skalada tanımlanmaktadır:

"...

Bu kanuna göre, aşağıdaki yazılı kıymetler gayrimenkuller gibi değerlendirilir:

1. Gayrimenkullerin mütemmim cüzüleri ve teferruatı;
2. Tesisat ve makinalar;
3. Gemiler ve diğer taşıtlar;
4. Gayrimaddi haklar."

Öte yandan gayrimenkul piyasasında etkili olan faktörler arasında arz ve talep kavramlarından bahsetmek gerekmektedir. Arz: Belirli bir dönemde gayrimenkul stokunun olası tüm fiyatları ile gayrimenkul stokunun miktarı arasındaki korelasyondur. Genel kural olarak bir ürünün fiyatındaki değeri belirlemede miktardaki artış ve azalışlar etkili olmaktadır. Gayrimenkule yönelik arz ifadesi, belirli bir süre için kullanılabilir alanların toplamını ifade etmektedir. Tabii sonuç olarak arzın artması gayrimenkul getirilerini düşürmektedir (Ergen, 2001).

İhtiyaçlar hiyerarşisinde barınmanın temel bir ihtiyaç olduğu düşünülürse gayrimenkul talebinin diğer taleplerden farklı bir anlam taşıdığı ifade edilebilecektir. Nüfus, talebi etkilemektedir (Çıkkılı, 2010). Talep, genel olarak fiyat genel düzeyine göre oluşan ve konum, ulaşım gibi faktörlerden etkilenen konuta olan ihtiyaç düzeyini ifade etmektedir.

Talebin temel belirleyici parametreleri olarak aşağıdakileri sayabiliriz (Özkul, 2001):

- Gelecekteki Kiracı Kullanıcıların Sayı Olarak Çeşitliliği
- İşletme Giderlerinin Seviyesindeki Değişiklikler
- Gayrimenkul Dışı Diğer Varlıklardaki Mevcut Hasılat

- Teknoloji
- Müşteri Beğenisinin Değişmesi

Sektörde yer alan kavramlardan olan konut: Bir veya daha fazla insanın ikamet ettiği yer, ev, mesken, ikametgâhı; tarım arazileri ise: Üzerinde ekim veya dikim yapılabilen bağ, bahçe, tarla, sera, otlak vb. yerleri ifade eder (Çıkkılı, 2010).

Gayrimenkul türleri olarak: Konutlar, işyerleri, arazi arsalar ve diğer yapıları saymak mümkündür (Mert, 2012). Diğer yapılar özel kullanım amaçlı olup cami, hastane, kreş veya kültürel yapılar gibi yapılardır (Kabataş, 2005).

Gayrimenkul fiyatlandırmasına ilişkin olarak sektörde yer alan kavramlar ise aşağıdaki gibidir (Çıkkılı, 2010):

- Alım-Satım Fiyatı
- Olabilirliği En Yüksek Satış Fiyatı
- Pazar Değeri
- Yatırım Değeri
- Denge Fiyatı

Gayrimenkul yatırımları, tasarruf sahiplerinin yatırımlara yönelik tercihlerine göre ikiye ayrılmaktadır. Aktif yatırımcılar, yatırımları konusunda bizzat kendileri karar alan ve bu kararları sonuca etki eden yatırımcı türüdür. Yeni bir inşaat yapımı, bir gayrimenkulün kiralanması gibi. Pasif yatırımcılar ise tasarruflarını profesyonel şirketlere devreden ve yatırımların sonucuna sınırlı etkide bulunan yatırımcıları ifade etmektedir (Çıkkılı, 2010):

1.2. Gayrimenkul Sektörü ve Gayrimenkul Piyasaları

Piyasaları, genel olarak belirli ticari işlemleri yapmak amacıyla bir araya gelen alıcılar, satıcılar, muamelenin yapıldığı yerler ve bu muamelenin yapılmasını sağlayan araçlar olarak nitelendirmek mümkündür.

Gelişen ülkelerde kente göçün hızlanması kentsel alanlarda gayrimenkul talebinin artmasına neden olmuştur. Buna mukabil bu talebi yaratan kesimin, gayrimenkul ihtiyaçlarını karşılayabilecek düzeyde gelirleri bulunmamaktadır. Bu gelişme ve nüfusun artması, doğal afetler, teknolojik gelişmelerle küreselleşen dünyada değişen zevk anlayışı gayrimenkul piyasasının ortaya çıkmasına neden olmuştur (Mert, 2012). Kentlerde bulunan toplumsal, kültürel olanaklar ve sunulan

hizmetler kent yaşamını çekici kılmaktadır. Kentte yaşayanların burada hissettikleri özgür yaşantı, kentli olmanın kişide yaşattığı gurur, geniş bir grubun üyesi olma duygusu sosyopsikolojik olarak gayrimenkul sektörünün gelişimine etki etmiştir (Keleş, 2006).

Çalışmanın bu kısmında genel olarak gayrimenkul piyasalarının özelliklerine, gayrimenkul yatırımlarının avantaj ve dezavantajlarına ve sektördeki son dönem gelişmelerine değinilecektir.

1.2.1. Gayrimenkul Piyasalarının Genel Özellikleri

Türkiye’de gayrimenkul sektörü gayrimenkul yatırım ortaklıkları, bireysel yatırımcılar ve kurumsal yatırımcılardan oluşmaktadır. Bir başka ayrımda da sektör konut sektörü, yurtdışı müteahhitlik hizmetleri, altyapı hizmetleri ve ticari gayrimenkul sektörü başlıkları altında incelenmektedir (Erdoğan, 2018). Gayrimenkul piyasalarında genellikle alım satımla birlikte kiralama ve finansal kiralama işlemleri de bulunmaktadır.

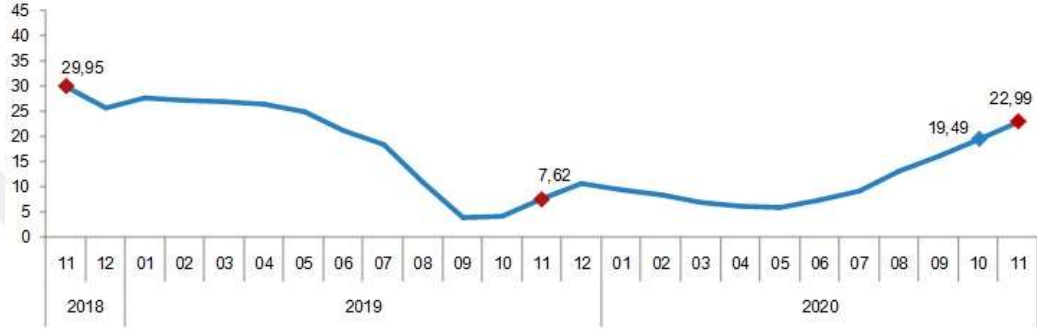
Sektörün en büyük sorunlarından biri finansmandır. Sektörde yer alan gayrimenkul yatırım ortaklıkları finansman temini konusunda daha avantajlı bir pozisyona sahiptirler. Büyük şirketler grubuna dahil olarak ve yapılan projeleri yurtdışına satarak kaynak sağlayabilmeleri yanı sıra sermaye artırımına giderek veya halka arz yoluyla öz kaynak yaratabilmektedirler.

Gayrimenkul piyasasının genel özellikleri itibarıyla diğer piyasalardan gösterdiği farklılıkları aşağıdaki gibi özetlemek mümkündür (Özkul, 2001):

1- Normal bir pazarda yer alan tüketim malları yahut hizmetler birbirleri ile ikame edilme potansiyeline sahip olmaktadır. Ancak gayrimenkul piyasasında bu durum, her parselin ya da taşınmazın tek olması ve konumunun değiştirilemez olması nedeniyle mümkün olmamaktadır. Fiziksel olarak birbirinin aynı olduğunu ifade edilebilecek taşınmaz bulunmamaktadır. Ekonomik olarak değerleri aynı olsa bile coğrafi manada aynılıktan söz edilememektedir.

2- Normal ve verimli olarak işleyen bir piyasada çok sayıda alıcı ve satıcı arasında oluşan serbest pazar vasıtasıyla fiyatlar belirlenmekte ve alıcı veya satıcılardan hiçbiri fiyatı etkileyebilecek kadar büyük pazar payına sahip olamamaktadır. Gayrimenkul piyasasında ise birkaç alıcı veya satıcı piyasada hedef kitlesi az olan gayrimenkul tipleri için fiyatları etkileyebilmektedir.

3- Gayrimenkul pazarları ekonomik göstergelere karşı aşırı duyarlıdır. Bunda en büyük etki gayrimenkullerin yüksek satın alma gücü gerektirmesidir. Enflasyon oranları, inşaat maliyet endeksi, konut fiyat endeksi ve ilgili taşınmazın potansiyel kira getirirleri bu etkinin göstergeleridir. Son dönemde bu göstergelerin Türkiye özelinde nasıl bir değişim gösterdiği aşağıdaki şekillerde görülmektedir.

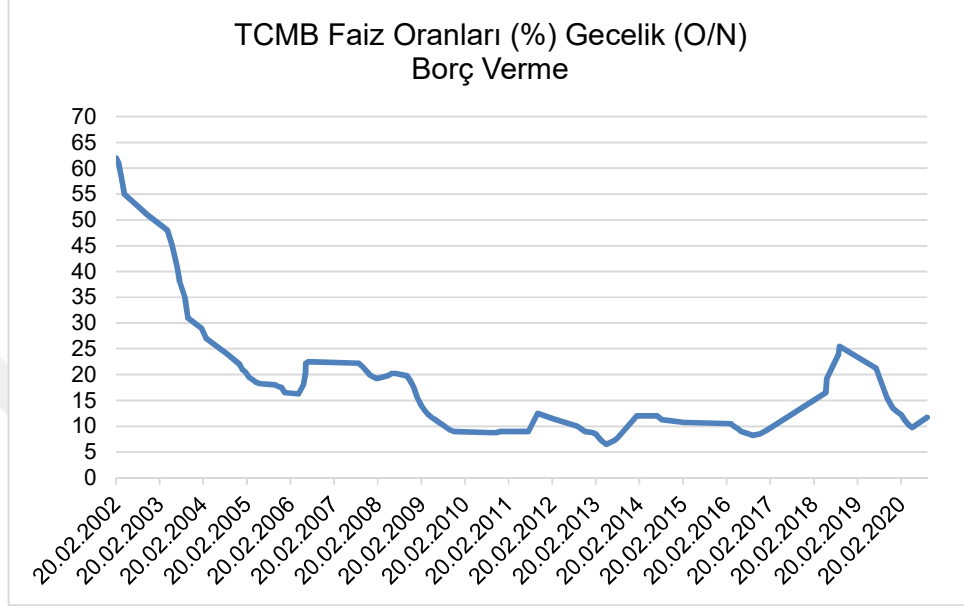


Şekil 1.1: İnşaat Maliyet Endeksi (TUİK, 2021)

Yukarıda yer alan inşaat maliyet endeksi Türkiye'deki işçilik ve malzeme ayırımında inşaat maliyetlerindeki yıllık değişimleri göstermektedir. Türkiye İstatistik Kurumu (TUİK) tarafından Türkiye'deki çeşitli inşaat projeleri analiz edilerek yukarıda yer alan endeks hazırlanmaktadır. Endeksin 2020 yılında enflasyonla birlikte bir önceki yıla göre artış eğiliminde olduğu görülmektedir.

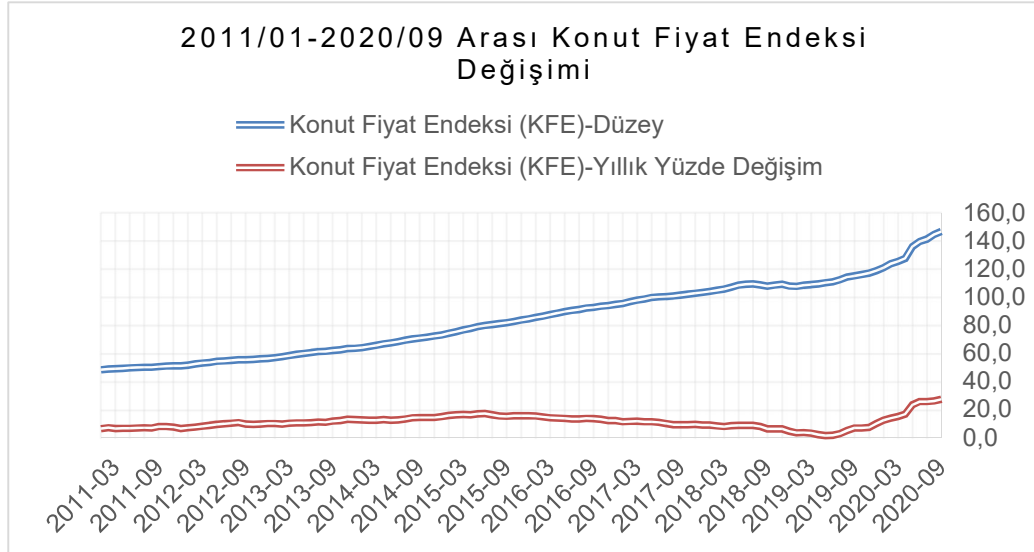
Enflasyon oranının yüksek olduğu ve buna bağlı olarak faiz oranlarının da yüksek olduğu gelişmekte olan ekonomilerde paranın değerini koruma yolu olarak gayrimenkul edinimi tercih edilmektedir. Aşağıdaki şekilden yıllar içinde faiz

oranlarında ne yönde değişim olduğu gözlemlenmektedir. Bu faiz oranları kişilerin yatırım tercihlerinde etkili olmaktadır.



Şekil 1.2: TCMB Faiz Oranları (%) Gecelik (O/N) Borç Verme (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 2020)

Benzer şekilde gayrimenkul pazarının hareketliliğine etki eden diğer bir gösterge de konut fiyat endeksidir. Bu endeksteki değişimin 2011 yılından bu yana aşağıda yer alan şekildeki gibi olduğu tespit edilmiştir. Endeks Türkiye’de yer alan konutları kalite etkisinden arındırarak fiyat değişimlerini izlemektedir.



Şekil 1.3: 2011/01-2020/09 Arası Konut Fiyat Endeksi Değişimi (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 2020)

Yukarıdaki şekilden de görüleceği üzere konut fiyat endeksinde yıllar itibarıyla istikrarlı bir artış görülmektedir. 2020 yılında sağlanan kredi kolaylıklarıyla birlikte de yıllık yüzde değişim son on yılın üzerine çıkmıştır.

4- Gayrimenkul piyasası kendi kendini düzenleyebilen bir yapıya sahip olmadığından tapu müdürlükleri ve belediyeler gayrimenkulün hak devrine ilişkin sözleşme ve hukuki kuralları koymada önemli rol oynamakta ve denetim altına almaktadır. Bu durum pazar koşullarında yasal kısıtlamalara bağlılığı oluşturmaktadır.

5- Arzın pazara girme hızı düşüktür. Arz ve talep koşulları dengede olduğunda gayrimenkul fiyatlarının dengede olması beklenir. Ancak talebin ani şekilde artması halinde arzın da buna uygun olarak artması mümkün olmayabilir. Aynı şekilde çeşitli nedenlerle talepte yaşanan ani düşüş var olan arzı hemen düşüremeyebilir. Bu durum arz ve talep ilişkisinin düşük bir etkileşimde olduğunu göstermektedir.

6- Ticari olmayan, bireysel bazda düşünüldüğünde, alıcı ve satıcılar sıklıkla gayrimenkul alım satımında bulunmadığından pazar hakkında yeterli bilgiye sahip olamamaktadırlar.

7- Gayrimenkullerin diğer ürünlere göre tüketim hızı ya da likiditesi nispeten düşüktür. Bunun sebebi fiyatların yüksekliği ve finansman koşullarının ağır olabilmesidir.

8- Gayrimenkul piyasaları mahalli piyasa olma özelliği göstermektedir. Yani arz fazlası otomobil veya gıda ürünlerinde olduğu gibi talep fazlası olan yere kayamamakta ve mobilite sağlanamamaktadır.

Aşağıdaki tabloda bazı iktisadi pazar türleri ile gayrimenkul sektörü karşılaştırmalı olarak anlatılmaktadır.

Tablo 1.1: İktisadi Piyasaların Gayrimenkul Piyasası ile Karşılaştırılması (Çıkılı, 2010)

	Tam Rekabet	Monopol	Monopolcü Rekabet	Oligopol	Gayrimenkul Sektörü
İkame edilebilirlik	İkame edilebilir	Yakın ikame yok	Yakın ikame var	Var	Yakın ikame var
Alıcı sayısı	Çok	Çok	Çok	Çok	Çok
Satıcı sayısı	Çok	Çok	Çok	Az	Çok
Rekabet	Var	Yok	Var	Karşılıklı bağımlılık	Var
Ön bilgiye sahip olunma durumu	Tam	Yok	Var	Var	Var

Homojenlik	Var	Yok	Yok	Var	Yok
Pazara Giriş-Çıkış	Serbest	Mümkün değil	Serbest	Zor	Serbest

Gayrimenkul sektöründe yer alan varlıkların birebir ikamesi bulunmamakla birlikte bu varlıkların yakın ikamesi bulunmaktadır. Örneğin bir apartman dairesi düşünüldüğünde alt ve üst daireler birbirinin tam ikamesi olmamakla birlikte yakın ikame olarak dikkate alınabilir. Alıcı ve satıcı sayısı diğer birçok piyasa türünde olduğu gibi fazladır. Satıcı sayısının fazlalığı sektörde rekabeti de doğurmaktadır. Birçok alıcı özellikle proje bazlı satışlarda ön bilgiye sahip olarak ve kimi zamanda henüz proje bitmeden alım yapabilmektedir.

1.2.2. Gayrimenkul Yatırımlarının Avantajları ve Dezavantajları

Gayrimenkul yatırımlarının çeşitli avantajları ve dezavantajları bulunmaktadır. Bunlar şu şekildedir (Özkul, 2001):

1-Gayrimenkulün değerinde artış gözlemlenebilmektedir. Gayrimenkul piyasası toprak, kullanım varlıkları ve yatırım varlıkları olmak üzere üç ana alt bölüme ayrılmıştır. Bir başka ayrıma göre ise ikamet amaçlı gayrimenkuller, endüstriyel gayrimenkuller, tarımsal gayrimenkuller, ticari gayrimenkuller, özel amaçlı gayrimenkuller olarak sınıflandırılabilir (Institute, 1996). İyi bir konumda yer alan gayrimenkul için, arzının sınırlı olması nedeniyle piyasada oluşan talep gayrimenkulün değer artışına neden olmaktadır. Bu minvalde gayrimenkulün kazandığı değer artışı malın konumunun, alternatif kullanımlarının, alış fiyatının ve piyasadaki genel talebin bir fonksiyonudur.

2- Değer artışıyla birlikte gayrimenkuller, kişinin sahip olduğu varlığın nakit yerine bir mala bağlanmış olması nedeniyle öngörülemeyen enflasyon artışlarına karşı koruma sağlamaktadır. Enflasyonla birlikte fiyatlar genel düzeyi artmakta ve buna bağlı olarak da gayrimenkul fiyatları artmaktadır. Bununla birlikte pek çok kiralama işleminin enflasyona endeksli olarak gerçekleştirildiği bilinmektedir.

Bir diğer avantaj ise gayrimenkule ilişkin çeşitli giderlerin kiracılar tarafından karşılanıyor olmasıdır. Bu faktörler enflasyonist dönemlerde gayrimenkul yatırımcıları açısından avantaj sağlamaktadır.

3- Özellikle yatırım amaçlı elde edilen gayrimenkuller yukarıda sayılanlarla birlikte dönemsel nakit getiri (kira) de sağlamaktadır.

4- Planlanan gelirden belirsizlik daha azdır. Menkul kıymet yatırımlarına göre getiri, gayrimenkul yatırımlarında daha az değişkendir. Menkul kıymet getirisi sağlayan birçok şirketin belirli dönemdeki performansını tahmin etmek güçtür. Ancak şirketin ödeyeceği kira giderinin yıllık olarak tahmin edilebilirliği, şirketin potansiyel karlılığının tahmin edilebilirliğinden daha muhtemeldir. Bu durum gayrimenkul yatırımcısı açısından belirsizliği azaltmaktadır.

5- Gayrimenkul yatırımlarının en önemli avantajlarından biri de finansal kaldıraç imkanının bulunmasıdır. Bu sayede elde edilen fonlar vasıtasıyla öz kaynak getirisi artabilecektir. Alınabilecek kaldıraçın büyüklüğü, elde edilen kaynakların ve gayrimenkul projelerinin senelik getirilerinin indirgenmesi aracılığıyla bulunmaktadır.

6- Düşük vergi oranları ya da uygulanan istisnalar, gayrimenkul yatırımları ile hayata geçirilen projelerin getirisinin diğer yatırım araçlarına nazaran daha fazla olması sonucunu doğurmaktadır.

7- Gayrimenkullere uygulanan amortisman giderleri de bir başka vergisel avantajı oluşturmaktadır. İlgili dönemde nakit çıkışı olmadığı halde muhasebe uygulaması olarak vergi matrahından düşülerek avantaj sağlamaktadır.

Yukarıda sayılan avantajlarla birlikte birtakım dezavantajların olduğunu da ifade etmek gerekmektedir. Bunlar;

1- Gayrimenkul yatırımlarında en önemli risk likiditenin düşük olmasıdır. Menkul kıymetlerle mukayese edildiğinde önemli ölçüde likiditenin düşük olması bu yatırımları dezavantajlı hale getirmektedir. Bunun yanı sıra gayrimenkullerin elden çıkarılması ekspertiz, emlakçı veya diğer aracı kurum ödemeleri gibi bazı maliyetleri de beraberinde getirmektedir.

2- Gayrimenkullere yapılan yatırımlarda ana para kaybı olabilmektedir. Gayrimenkulün tahrip edilmesi, ekonomide yaşanan konjonktürel değişimler, taşınmaz mülkiyetinin olağanüstü zamanaşımı ile kaybedilmesi gibi durumlar ortaya çıkabilmekte ve gayrimenkul yatırımcısı açısından risk oluşturmaktadır.

1.2.3. Gayrimenkul Sektöründeki Son Dönem Gelişmeleri

Türkiye ekonomisi özellikle son 30 yılda önemli ölçüde liberalleşmiş ve dünya ekonomisiyle de ciddi oranda entegrasyon sağlamıştır. Avrupa, Asya ve Orta Doğu ülkeleri arasında önemli bir ticaret merkezi ve bağlantı noktası olması nedeniyle ciddi bir potansiyele sahiptir. 2001 yılında yaşanan kriz sonrasında alınan özendirici politikaların olumlu etkileri ile yaşanan deprem olaylarının halkı alınması gereken önlemler kapsamında bilinçlendirmesi sektörün gelişimine olumlu yönde etki yaratmıştır (Çengel, 2006).

Türkiye emlak piyasası son birkaç yılda çok hızlı büyümüş ve kayda değer bir performans göstermiştir. Kaliteli ofis ve perakende alanına artan talebe paralel olarak, yepyeni konut kredi sistemi ve düşen faiz oranları gayrimenkul piyasasının toparlanmasında dikkat çekici ana katalizörler olmuştur. GYO'lar, devasa gayrimenkul portföylerinin kârlarına kolay erişim sağlayan avantajlı bir araç olarak Türkiye gayrimenkul piyasasına giriş yapmıştır. Böylelikle GYO'lar hem yerli hem de yabancı yatırımcıların ilgisini çekmiştir (Bayraktaroglu, 2020).

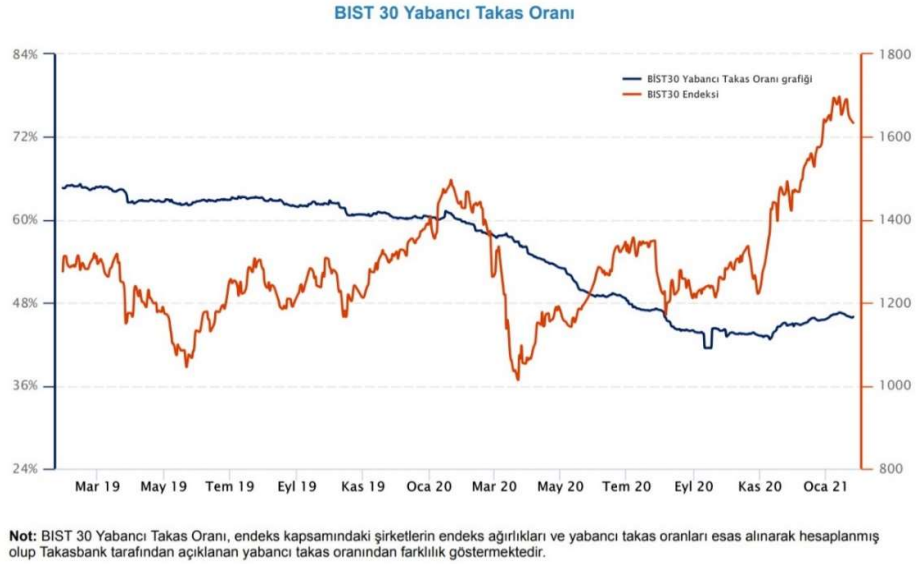
Yukarıda bahsedildiği üzere inşaat sektörü son dönemde yeni kredi sisteminin yasal mevzuatla yürürlüğe konulması ve faizlerin düşmesi ile birlikte olumlu bir performans göstermiştir. Sektörde yer alan girişimcilerin mevcut duruma ilişkin değerlendirmelerini ve yakın gelecek için beklentilerini gösteren inşaat sektörü güven endeksinde de bu durum gözlenmiştir. 2020 yılı Nisan ayında konut kredi faiz oranlarında yaşanan düşüşün bu dönemden sonraki olumlu etkileri de endekste görülmektedir. Aşağıdaki tabloda son yıllardaki inşaat sektörü güven endeksi (arındırılmamış) gösterilmektedir:

Tablo 1.2: İnşaat sektörü güven endeksi (arındırılmamış) (TUIK, 2020)

	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık
2011	104,1	106,7	102,3	111,3	110,4	108,6	109,1	100,4	99,7	96,5	94,2	92,6
2012	99,2	100,4	106,7	110,3	108,8	104,2	100,7	97,6	95,9	89,8	87,0	82,6
2013	91,4	96,4	105,7	103,4	102,3	98,7	96,1	94,2	90,0	89,1	87,9	84,1
2014	97,7	94,6	95,3	97,5	97,0	95,1	91,8	93,0	91,7	85,7	86,8	84,3
2015	91,9	98,3	100,7	99,6	100,8	99,5	94,9	92,9	88,0	84,0	89,0	86,9
2016	93,6	96,7	98,8	99,7	96,1	95,3	94,8	90,1	89,1	84,8	80,3	78,0
2017	84,0	89,9	102,9	104,2	103,1	101,3	98,0	98,6	91,3	88,4	86,3	83,2
2018	95,4	97,0	95,8	97,2	94,0	90,0	89,8	79,3	64,0	62,5	59,8	57,0
2019	64,8	65,4	70,2	72,0	65,7	65,2	65,9	67,0	69,3	71,2	68,5	72,3

2020 88,0 87,8 94,4 58,5 73,2 93,8 100,9 95,7 91,7 87,0 83,2 80,6

Her ne kadar son dönemde yatırım araçları sayısı Türkiye’de artmış olsa da finansal okuryazarlığın düşük olması nedeniyle halk nezdinde bu yatırım araçlarına yönelik istenilen düzeyde nüfuz ya da etkileşim sağlanamamıştır. Bununla birlikte genel salgının etkisi, yüksek enflasyon, düşük faiz oranları ve belirsizlik aşağıdaki tablodan da görüleceği üzere GYO’ların da işlem gördüğü Borsa İstanbul’da yabancı takas oranını azaltmıştır.



Şekil 1.4: BIST 30 Yabancı Takas Oranı (Halk Bankası, 2021)

Ancak Borsa’da yatırımcı sayısı azalmamış, yerli yatırımcılar mevcut ekonomik konjonktürde Borsa İstanbul’a teveccüh göstererek işlem yapmışlardır. Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) verilerine göre 15 Ocak 2021 itibariyle pay senedi bakiyeli yatırımcı sayısı toplam 2.002.873 kişiye ulaşmıştır. 2.002.873 toplam tekil yatırımcı sayısının 1.990.756’sı yerli, 12.117’si yabancı yatırımcılardan oluşmaktadır. Yerli yatırımcı grubunun 1.984.142’si bireysel, 6.614’ü kurumsal yatırımcılardan oluşurken yabancı yatırımcıların dağılımında 9.309 bireysel, 2.808 kurumsal yatırımcı bulunmaktadır (Merkezi Kayıt Kuruluşu, 2021).



Şekil 1.5: Pay Senedi Yatırımcı Sayısı (Merkezi Kayıt Kuruluşu, 2021)

Sağlanan teşviklerle birlikte yatırımcıların bir diğer yatırım seçeneği bu dönemde gayrimenkul olmuştur. Gayrimenkuller yatırımcılar açısından uzun zamandır hem sağlam hem de popüler yatırım araçlarından birisi olarak görülmektedir. Türkiye’de genel salgın önlemlerinin yoğun olarak alındığı 2020 yılı Mart, Nisan ve Mayıs aylarında konut satışları düşmüş, Haziran ayında sağlanan uygun kredi imkanıyla tekrar konut satışları artış göstermiştir. Aşağıda konut satışlarına ilişkin istatistiki veriler yer almakta ve bu durumu göstermektedir (TÜİK, 2021):



Şekil 1.6: Konut Satış Adedi (TÜİK, 2021)

Bununla birlikte TÜİK tarafından yapılan ankete göre inşaat sektöründe faaliyetleri kısıtlayan temel faktörlerin 2019 ve 2020 yıllarında aşağıdaki tabloda yer aldığı gibi olduğu tespit edilmiştir:

Tablo 1.3: İnşaat sektöründe faaliyetleri kısıtlayan temel faktörler (TÜİK, 2020)

(%)								
		Kısıtlayan faktör yoktur None	Talep yetersizliği Insufficient demand	Hava şartları Weather conditions	İşgücü eksikliği Shortage of labour force	Malzeme ve/veya ekipman eksikliği Shortage of material and/or equipment	Finansman sorunları Financial constraints	Diğer faktörler Other factors
2019	01	40,9	31,1	9,2	2,0	3,8	47,4	1,0
	02	42,0	33,3	14,0	2,8	3,2	42,7	0,8
	03	46,1	30,7	8,9	1,9	2,6	40,0	0,7
	04	44,8	33,7	7,9	2,1	3,1	42,0	0,8
	05	44,7	35,6	4,4	3,2	4,2	41,7	0,1
	06	45,3	35,3	1,5	2,4	2,7	40,5	0,6
	07	43,2	36,9	1,3	3,3	3,1	43,8	0,4
	08	42,9	38,3	1,0	2,9	3,1	41,2	0,7
	09	47,6	33,0	0,7	3,0	3,5	36,5	0,0
	10	50,7	31,9	1,3	2,3	3,0	37,1	0,0
	11	49,2	32,9	3,2	2,3	3,5	35,1	0,3
	12	49,3	32,1	5,8	2,2	3,1	32,9	0,1
2020	01	49,8	26,7	11,4	1,5	2,6	35,8	0,6
	02	53,4	25,0	13,2	2,1	2,3	30,3	0,6
	03	55,3	22,1	8,0	2,0	1,3	29,8	1,3
	04	30,5	35,6	5,4	4,1	2,6	32,8	42,6
	05	31,9	37,3	3,4	4,8	3,8	33,2	39,4
	06	48,7	25,6	1,5	2,7	1,5	27,4	24,4
	07	55,2	22,7	0,8	3,2	2,5	27,1	14,1
	08	52,4	22,8	0,7	2,2	2,0	29,0	14,7
	09	55,2	23,3	0,1	3,2	2,6	27,9	12,1
	10	52,2	23,0	0,6	3,5	2,2	28,8	21,4
	11	50,4	18,4	3,2	3,2	1,6	31,0	26,7
	12	45,2	24,9	3,4	5,1	2,3	30,5	27,5

Türkiye'deki inşaat sektöründe faaliyetleri kısıtlayan temel faktörlerden 2019 ve 2020 yıllarında en önemlisinin yaşanan finansman sorunu olduğu görülmektedir. 2020 yılında sağlanan düşük faizli kredi imkânı bu sorunun sektördeki olumsuz etkisini azaltmış ancak hala önemli bir sorun olduğu gerçeğini değiştirememiştir. Diğer faktörler kısmında ise 2020 Nisan döneminde görülen çarpıcı artış genel salgın kapsamında alınan önlemler ve belirsizlik kaynaklıdır. Bununla birlikte düşük faizli kredi imkanının getirilmesiyle birlikte talep yetersizliğine bağlı kısıtlayıcı faktörün etkisi de düşüş eğilimine geçmiştir.

Son yıllarda Türkiye'de sosyo-ekonomik sektörlerin başında konut ve gayrimenkul sektörleri gelmektedir. Kentleşme, demografik gelişmeler, nüfus artışı, göç, tüketim alışkanlıklarının farklılaşması bunda etkili olmuştur (Coşkun Y. , 2016). Ekonomide yaklaşık 250 alt sektörü harekete geçirme etkinliğinde olan gayrimenkul sektörü, ülke ekonomisinin en büyük ve lokomotif niteliğinde destekçisi olmuştur

(Hepsen, Berberoğlu, & Aydın, 2017). Bu nedenle hükümetler açısından da bu sektörde ekonomiyi harekete geçirmek adına çeşitli hamleler yapılmakta ve yürürlüğe konulan çeşitli teşvik politikaları ekonomiye canlılık katmayı amaçlamaktadır (Muti, 2020).

Gayrimenkul sektörü, 2018 ve 2019 yıllarında yaşanan olumsuz ekonomik gelişmelerden ciddi anlamda etkilenen sektörlerden biri olmuştur. Dalgalı kurda yaşanan yüksek volatilité, yüksek faiz baskısı, enflasyon ve talepte yaşanan düşüş sektörün potansiyelinin altında faaliyet göstermesine neden olmuştur. 2019 yılının ikinci yarısından itibaren ve yine 2020 yılının ikinci yarısından itibaren uygulanan düşük faiz uygulaması sektörün hareketlenmesinde olumlu katkıda bulunmuştur. Yine 2019 yılında uygulanan KDV ve tapu harcı teşvikleri de bu hareketlenmede tetikleyici etmenler arasında yer almaktadır (Eraslan, 2020). Bu dönemde KDV oranı %18 olan konut ve işyeri teslimlerinde oran %8'e indirilmiş ve genel oran olarak konut ve işyeri devirlerinde tapu harcı da binde 15 olarak uygulanmıştır.

Öte yandan genellikle yaz aylarında artan inşaat sektöründeki istihdam, yıllık ortalama 2,1 milyon seviyesinde seyretmektedir. Gayrimenkul sektöründeki ortalama istihdam ise 2 milyon kişi civarındadır. Her iki sektörde de kayıt dışılığın ileri derecede ve olağan olduğu bilinmektedir. Bu rakamlara kayıt dışı çalışanlar ile yurt dışında çalışan Türk vatandaşlarının dahil olmadığı dikkate alınmalıdır (Tanrıvermiş, 2019).

Türkiye, özellikle Marmara Bölgesi'nde ulaşım ve sosyo-ekonomik profili üzerinde büyük etkisi olan bir dizi büyük ölçekli altyapı yatırımına ev sahipliği yapmaktadır. Ulaşılabilirlikteki önemli artış ve ulaşımın zaman ve kaynak kullanımına yönelik tasarruf, ticari faaliyetler üzerinde olumlu bir etki yaratmaktadır. Marmaray raylı ulaşım sistemi, Yavuz Sultan Selim Köprüsü, Kuzey Marmara Otoyolu, Avrasya Tüneli bu projelere örnek verilebilir (Ermüt, 2017).

2019 yılında başlayan ve etkisini 2020 yılında artıran genel salgın tüm ekonomik ve sosyal faktörler üzerinde etkili olmuştur. Bu sistematik risk karar alma süreçlerini ve iş yapış şekillerini birçok şekilde değiştirmiştir. Dünya genelini etkileyen bu durum gayrimenkul sektöründe de olumsuz etkiye neden olmuştur. 2020 yılı itibarıyla birlikte aşılama uygulamalarının başlaması hem ekonomik hem de sosyal yaşantıda normalleşebilme adımlarının atılabilmesi adına beklenti oluşturmuştur.

Ekonomi yönetimi tarafından sektörde talep oluşturmak adına çeşitli adımlar atılmış ve bunların etkisi rakamlara da yansımıştır. 2019 yılında 1.348.000 adet, 2020

yılında ise 1.499.000 adet konut satılarak bir önceki yıla göre %11,2'lik artış sağlanmıştır. Bu artışa etki eden faktörler ise özellikle yaz aylarında salgın nedeniyle kapanma önlemlerinin zayıflaması, kredi faizlerindeki önemli düşüş ve ertelenen talep olarak ifade edilebilir.



İKİNCİ BÖLÜM

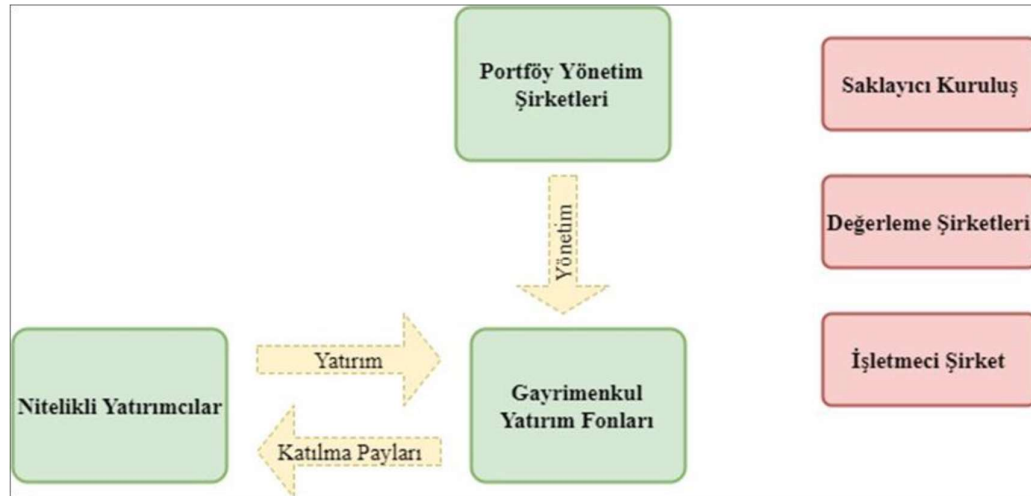
GAYRİMENKUL YATIRIM FONLARI

2.1. Gayrimenkul Yatırım Fonlarının Tanımı

Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin (III-52.3) Gayrimenkul yatırım fonu (GYF) başlıklı 4'üncü maddesinde GYF'ler: *"Fon, Kanun hükümleri uyarınca nitelikli yatırımcılardan katılma payları karşılığında toplanan para, gayrimenkuller, 18 inci maddenin üçüncü fıkrasında belirtilen gayrimenkul projeleri kapsamındaki bağımsız bölümler veya gayrimenkule dayalı haklarla, pay sahipleri hesabına inançlı mülkiyet esaslarına göre üçüncü fıkrada belirtilen varlık ve işlemlerden oluşan portföyü işletmek amacıyla Kuruldan faaliyet izni alan portföy yönetim şirketleri ve gayrimenkul portföy yönetim şirketleri ile gayrimenkul ve girişim sermayesi portföy yönetim şirketleri tarafından bir içtüzük ile süreli veya süresiz olarak kurulan ve tüzel kişiliği bulunmayan malvarlığıdır."* şeklinde tanımlanmıştır.

Gayrimenkul yatırım fonları, nitelikli yatırımcıların tasarruflarına yönelik ve bu tasarrufları da çeşitli gayrimenkullere yönelten kurumsal bir yapıyı ifade etmektedir.

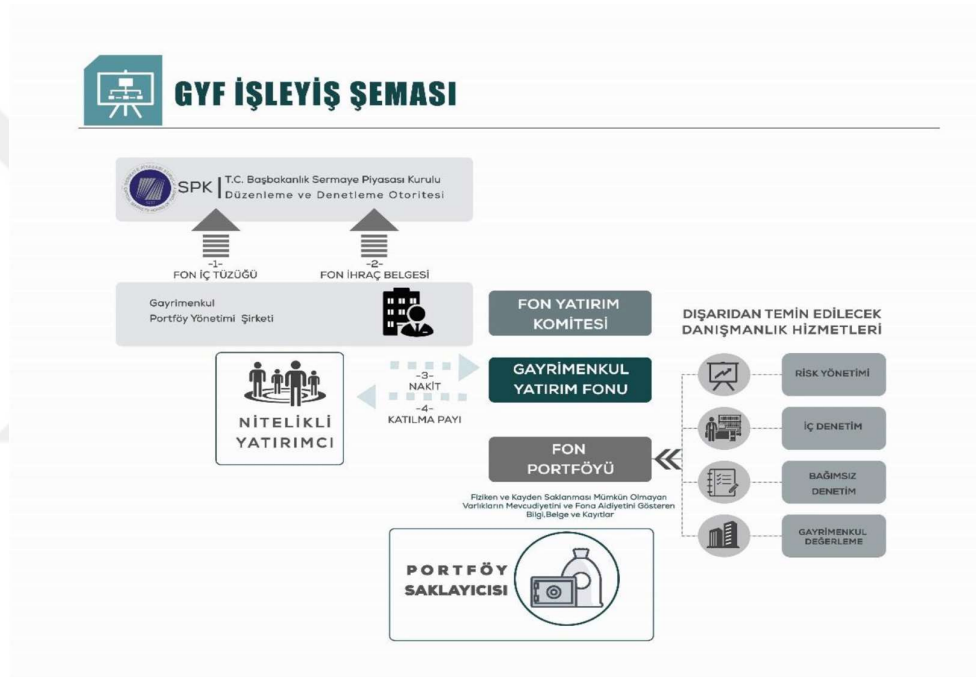
Gayrimenkul yatırım fonları portföy içeriği itibariyle genel olarak gayrimenkul ve buna benzer nitelikteki diğer varlıklardan meydana gelen portföyün nitelikli olarak tanımlanan ve çeşitli fon fazlasına sahip taraflardan sağlanan nakitle, bu fon fazlası sahiplerine katılma payı verilmesi suretiyle meydana gelen bir yapı olarak tarif edilebilmektedir (Güneş & Tanrıvermiş, 2020).



Şekil 2.1: GYF'de Tarafların Tanımlanması (Güneş & Tanrıvermiş, 2020)

Temel olarak GYF sisteminde, yatırımcılara fona dahil oldukları nispette katılma payı belgesi verilmektedir. Yatırımcılar ise fonda yer alan varlıklara ilişkin olarak elden çıkarma getirisi olan değer artış kazancı ya da dönemsel getiri olan kira gelirini katılma nispetleri muvacehesinde elde etmektedirler.

Gayrimenkul yatırım fonlarının genel işleyiş şeması aşağıdaki gibidir (Ergin, 2018):



Şekil 2.2: Gayrimenkul Yatırım Fonlarının Genel İşleyiş Şeması (Ergin, 2018)

Yukarıdaki şekilden görüleceği üzere GYF'lerin kuruluşunda fon içtüzüğü, yatırımcı bilgilendirme formu ve fon ihraç belgesi temel kuruluş belgelerini oluşturmaktadır. Portföy yöneticisi tarafından kurulan fona nitelikli yatırımcı fon aktarmakta ve bunun karşılığı olarak katılma payı almaktadır. Fon portföyünün yönetimi esnasında bazı hizmetlere ihtiyaç duyulmaktadır. Bu hizmetlerin yasal olarak dışardan temin edilmesi zorunludur. Fon portföyünün kurulmasında diğer bir önemli birim ise portföy saklama kuruluşudur. Bu kuruluşlar portföy saklama tebliği çerçevesinde portföy saklama hizmetini yürütmektedir.

2.2. Gayrimenkul Yatırım Fonlarının Gelişimi

GYF'lerin tarihsel olarak ortaya çıkış süreci bakımından öncelikle ve çoğunlukla Avrupa'da yer alması ve temel mevzuat düzenlemelerinin burada gelişim

göstermesi nedeniyle bu kısımda GYF'lerin Avrupa'daki gelişimi ele alınacak ve Türkiye'deki süreçten de bahsedilecektir.

Dünyada GYF'lerin oluşturulmasının temelinde, 1880'li yıllarda intikal vergisinden muafiyet sağlanması amacı ve buna bağlı olarak da ortaya çıkan fon ve ortaklıklar vardır. Bu yatırım araçlarında temel tercih sebebi vergisel avantajlardır (Cömert, 2019).

1940'lı yıllarda II. Dünya Savaşı'nın hem ekonomik hem gayrimenkul yapılarının olumsuz etkilerini ortadan kaldırılmasına yönelik yeni arayışlar ortaya çıkmıştır. GYF'ler ilk oluşturuldukları dönemde vergi avantajı sağlaması nedeniyle tercih edilirken bu defa hususiyetle Avrupa ülkelerinde gayrimenkullerin yenilenmesinde bir kaynak sağlama amacı olarak ortaya çıkmıştır. 1950'li yılların sonunda Almanya'da ilk açık uçlu gayrimenkul yatırım fonu kurulduğu görülmüştür (Sodin, 2019).

Almanya'nın yanı sıra Avrupa'da 1967 yılında İsviçre'de kurulmuş gayrimenkul yatırım fonları bulunmakta ve bu alandaki ilk gelişmelere katkıda bulunmaktadır (Özgüç, Gayrimenkul Yatırım Fonları: Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamalar ve Türkiye için Öneriler, 2008).

GYF'lerin çoğunlukla Avrupa'da yer aldığı görülmektedir. Avrupa Birliğinde 1985 yılında yayınlanan düzenleme ile kolektif yatırım kuruluşu olan yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları tanımlanmış ve işleyişi belirlenmiştir. Düzenlemenin öngördüğü koşulları taşıyan fonlar UCITS (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) olarak adlandırılmaktadır. Bu düzenlemenin temel amaçları arasında fonlara, Avrupa Birliği üye ülkeleri içinde yatırımcılar tarafından erişimin kolaylaştırılması, Avrupa Birliği genelinde uyumlaştırılmış bir müktesebat oluşturmak ve fon fazlası olanların hakkını korumak yer almaktadır. Temmuz 2011'de ise Alternatif Yatırım Fon Yönetimi Direktifi (AIFM) sunulmuş ve serbest fonlar, gayrimenkul yatırım fonları ve girişim sermayesi fonları gibi yatırım fonları düzenlenmiş ve 2014 Temmuz'dan itibaren üye ülkelerde uygulanmaya başlanmıştır. Fonların pazarlanmasına ilişkin düzenlemeler ise Avrupa Birliği ülkelerinde ülke düzeyinde çıkarılan yasal mevzuatla şekil almaktadır (Kahraman, 2017).

Avrupa Fon ve Varlık Yönetimi Birliği EFAMA'nın (European Fund and Asset Management Association) verilerine göre GYF'lerin toplam büyüklüğü 2019 yılı

sonunda 1,007 milyar Euro iken, 2020 yılı 2.Çeyrek itibariyle genel salgınında etkisiyle 1,005 milyar Euro'ya düşmüş ve yatay bir seyir izlemiştir.

Tablo 2.1: Dünyadaki Açık Uçlu Fonların Net Aktif Değeri (*European Fund and Asset Management Association, 2020*)

**Dünyadaki Açık Uçlu Fonların Net Aktif Değeri
(Milyar Euro)**

	2019				2020	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
Tüm Fonlar	48,005	48,797	51,148	52,726	47,046	51,675
Uzun Vadeli Fonlar	42,522	43,143	45,067	46,555	40,025	44,388
Hisse Fonları	19,942	20,258	21,100	22,165	17,789	20,730
Tahvil Fonları	9,923	10,229	10,934	10,970	10,237	10,731
Karma Fonlar	8,221	8,361	8,844	9,084	7,932	8,622
Ana Para Korumalı Fonlar	50	50	47	44	39	40
Gayrimenkul Yatırım Fonları	732	920	968	1,007	974	1,005
Diğer	3,654	3,324	3,173	3,284	3,053	3,260
Para Piyasası Fonları	5,483	5,654	6,081	6,171	7,022	7,287

2019 sonunda dünyadaki tüm fonlara 808 milyar Euro giriş olmuş, gayrimenkul yatırım fonlarına ise yüzde 1,86 payla 15 milyar Euro girmiştir. 2020 2. Çeyrek itibariyle dünyadaki tüm açık uçlu fonlara 818 milyar Euro giriş gerçekleşirken gayrimenkul yatırım fonlarının payı yüzde 1,22'ye gerileyerek 10 milyar Euro ile sınırlı kalmıştır.

Tablo 2.2: Dünyadaki Açık Uçlu Fonların Net Satışları (*European Fund and Asset Management Association, 2020*)

**Dünyadaki Açık Uçlu Fonların Net Satışları
(Milyar Euro)**

	2019				2020	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
Tüm Fonlar	301	315	622	808	617	818
Uzun Vadeli Fonlar	270	251	342	548	-213	377
Hisse Fonları	-22	-36	0.4	134	-15	4
Tahvil Fonları	236	210	245	233	-207	279
Karma Fonlar	23	23	50	120	-39	33
Ana Para Korumalı Fonlar	1	0.3	-3	-3	-2	-0.4
Gayrimenkul Yatırım Fonları	10	11	11	15	14	10
Diğer	23	43	39	49	37	51
Para Piyasası Fonları	32	64	279	259	829	441

Dünyada yaşanan gelişmeler küreselleşmeye neden olmuş ve bunun sonucunda da gelişmiş ülkelerde yer alan tasarruf sahipleri bu tasarruflarını değerlendirmek üzere, gelişim sürecinde olan ülkeler ise bu yatırımcıları kendi

lkelerine çekmek adına çeşitli girişimlerde bulunmuşlardır. Bu girişim genel manada sermaye piyasası araçları ya da para piyasası araçları kullanılarak gerçekleştirilmektedir. Gayrimenkuller ile bunlara bağlı varlıkların menkul kıymetleştirilerek daha likit bir yapıya bürünmesi son dönemde oldukça hız kazanmıştır. Bu menkul kıymetleştirme hareketi sermaye piyasasında yeni araçların oluşmasına neden olmuştur (Brueggeman, Chen, & Thibodeau, 1992).

Dünyada birçok ülkede faaliyette bulunmakta olan GYF'lerin Türkiye'de, 03.01.2014 tarihinde Resmî Gazete'de yayımlanan "Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği" ile yasal zemini oluşturulmuş ve faaliyete geçmiştir. Bu yasal düzenlemeyle birlikte yabancılardan da Türkiye'deki GYF kuruluşlarına ilgisi artmıştır.

2020 yılında GYF'lerin sayısının 51'e ulaştığı görülmüştür (Kamuyu Aydınlatma Platformu, 2020).

Bazı ülkelerde gayrimenkul yatırım fonlarının yapısı aşağıda yer alan tablodaki gibidir.

Tablo 2.3: Seçilmiş Ülkelerde Gayrimenkul Yatırım Fonları Yapısı (Kahraman, 2017).

Seçilmiş Ülkelerde Gayrimenkul Yatırım Fonları							
Kriter	Almanya	Fransa	İsviçre	İngiltere	Lüksemburg	Güney Kore	Türkiye
Fon Tipleri	Immobilier -Sondervermögen Özel Fon (Spezial - Sondervermögen) Investment KG Spezial Investment KG	Fonds de Placement Immobilier (FPI) Societe de Placement à Preponderance Immobiliere (SPPICAV)	Societe d'investissement à Capital variable (SICAV) Societe d'investissement à Capital fixe (SICAF) Fonds Commun de Placement (FCP)	Property Authorized Investment Fund (PAIF)	Fonds Commun de Placement (FCP) Societe d'investissement à Capital variable (SICAV) Societe d'investissement à Capital fixe (SICAF) Özel Yatırım Fonları (SIF) Societe d'investissement en Capital a Risque (SIÇAR) Tahsisli özel yatırım fonları (RAIF)	Şirket Ortaklığı Fonu Yatırım Ortaklığı Fonu	Gayrimenkul Yatırım Fonu
Yatırım Sınırlamaları	Fon toplam değerinin en az %51'inin gayrimenkul yatırımlarından oluşması zorunludur	Fon toplam değerinin en az %60'ının gayrimenkul yatırımlarından oluşması zorunludur	Fon toplam değerinin en az %60'ının gayrimenkul yatırımlarından oluşması zorunludur	Fon toplam değerinin en az %60'ının gayrimenkul yatırımlarından oluşması zorunludur.	Tüm fonlar için yatırım yapılabilecek varlık sınıfları açısından katı bir sınırlama yoktur. RAIF fonları düzenleyici otoritenin denetimi altında değildir.	Şirket ortaklığı fonunda fon toplam değerinin en az %50'sinin gayrimenkul yatırımlarından oluşması zorunludur. Yatırım ortaklığı fonunda bu oran fon içtüzüğüne göre belirlenir.	Fon toplam değerinin %80'inin gayrimenkul yatırımlarından oluşması zorunludur.
Yatırımcı Sınırlaması	Özel yatırım fonları dışındaki fonlara tüm yatırımcılar yatırım yapabilir.	Tüm yatırımcılar yatırım yapabilir. Ancak, SPPICAV fonları sadece nitelikli yatırımcılara yönelik olarak da ihraç edilebilir.	SICAV ve SICAF fonlarına tüm yatırımcılar yatırım yapabilir.	Genellikle fon içtüzüğü ile belirli bir payın satın alınması gerekmektedir. Bu koşulları sağlayamayanlar Feeder PAIF aracılığıyla yatırım yapabilir.	SIF ve SIÇAR yatırım fonları dışındaki fonlara tüm yatırımcılar yatırım yapabilir.	Tüm yatırımcılar yatırım yapabilir.	Sadece nitelikli yatırımcılar yatırım yapabilir.
Gelir Paylaşımı	Fon içtüzüğü ile belirlenir.	Fon kira geliri ve değer artış kazancının %85'ini yatırımcılara dağıtmak zorundadır.	Fon içtüzüğü ile belirlenir.	Fon kira geliri ve değer artış kazancının tamamını yatırımcılara dağıtmak zorundadır.	Fon içtüzüğü ile belirlenir.	Fon içtüzüğü ile belirlenir.	Fon içtüzüğü ile belirlenir.
Vergilendirme	Katılma payı sahipleri tarafından bu fonlardan elde edilen gelir ilgili vergi mevzuatına göre gelir vergisi ve stopaja tabidir	FPI için katılma payı sahipleri için değer artış kazancından doğacak olan vergi, gelir vergisi ve diğer vergilerle beraber %34,5 (22 yıl elde tutulması durumunda stopajdan, 30 yıl elde tutulması durumunda diğer vergilerden de istisna edilmiştir.) Pay sahipleri tarafından elde edilen gelir ilgili vergi mevzuatına göre gelir vergisi ve stopaja tabidir. Belirli bir elde tutma süresinin ardından gerçek kişilere vergi muafiyeti tanınabilmektedir. Fonun nakit kar payı dağıtması durumunda, gerçek kişiler %21 oranında stopaja tabidir.	Kurum kazancının dağıtımında %35 stopaj uygulanmaktadır. Bireysel yatırımcılar için değer artış kazançları vergilendirilmez.	PAIF fonunda nakit kar payı dağıtımında %20 stopaj uygulanmaktadır. Katılma payı sahipleri tarafından fondan elde edilen gelir ilgili vergi mevzuatına göre gelir vergisi ve stopaja tabidir. Hedefli yatırım hesapları yoluyla yatırım yapılması durumunda vergisel teşvikler uygulanır.	Lüksemburg'da yerleşik olan veya olmayan tüzel ve gerçek kişilerin fondan elde etmiş olduğu gelir stopaja tabi değildir. Yurtdışı yerleşikler ülkelerindeki vergi rejimine tabidir.	Katılma payı sahipleri tarafından bu fonlardan elde edilen gelir ilgili vergi mevzuatına göre gelir vergisi ve stopaja tabidir	Nakit kar payı dağıtımında %0 oranında stopaj uygulanmaktadır. Değer artış kazancında ise stopaj oranı %10 oranındadır. Elde edilen gelir ayrıca beyan edilmez.

2.3. Gayrimenkul Yatırım Fonlarının Nitelikleri

Gayrimenkul yatırım fonları, Türkiye sermaye piyasaları için birçok yatırım aracına göre yeni sayılmaktadır. Son yıllarda gösterdiği gelişimle bu fonlar ön plana çıkmaktadır. Bu fonlar gayrimenkullere yatırım yapmak isteyen küçük yatırımcılar için muazzam bir fırsat sunmaktadır.

GYF'lerin tasarruf sahipleri açısından en belirgin ve öne çıkan avantajı vergi teşviklerine sahip olan bir sermaye piyasası aracı olmasıdır. GYF dışındaki bir şirketle kıyaslandığında GYF'ler, gayrimenkul alımı, dönemsel getirisi ve elden çıkarılması pozisyonlarında birçok avantaja sahiptir.

GYF'lerin özellikleri arasında riskin dağıtılması ilkesi, asgari yatırım miktarının düşük olabilmesi, tasarruf sahiplerine verilen katılma belgelerinin her gün alınıp satılma imkanının sağlanması sayılabilir. Bu özelliklere sahip olması yatırımcılar açısından cezbedici bulunmakta ve bu fonlara sermaye girişi artmaktadır.

GYF'lerin önemli bir diğer özelliği ise enflasyona karşı koruma sağlayarak yüksek kazanç sağlamasıdır. Bu fonlar gayrimenkul sektörünün gelişmesine de katkı sağlamaktadırlar. Genel anlamda GYF'ler bankalardan kredi alarak, ipotek satarak kendilerine kaynak yaratmakta ve bu kaynakları gayrimenkul ve diğer varlıkları satın alarak kullanmaktadırlar (Süngü, 1989).

Gayrimenkul yatırım fonlarının bazı nitelikleri aşağıdaki gibidir:

- 1- Tasarruf sahiplerinin fona katılımı ile oluşan ve yönetici şirketin sahip olduğu mal varlığından ayrı olan bir varlık havuzunu temsil etmektedir.
- 2- Tüzel kişiliği yoktur. Sadece tapu işlemleri için tüzel kişiliği olduğu varsayılmaktadır.
- 3- Portföy yönetim şirketi yani kurucu şirket tarafından kurulmakta ve otorite olan SPK tarafından denetlenmektedir.
- 4- Portföy çeşitlendirmesi yapılmakta ve hangi varlıklara yatırım yapılacağı önceden bilinmektedir.
- 5- İşleme tabi tutulan gayrimenkullerin bağımsız bir değerlendirme kurumuna değerlendirilmesi zorunludur.
- 6- Fonlar süre kısıtlanmalı olarak ya da süre kısıtı olmadan da kurulabilir.
- 7- Fon, portföy yöneticisi ya da kurucu tarafından inançlı mülkiyet esaslarına göre yönetilmektedir.

- 8- Fondan sadece nitelikli yatırımcılar katılma belgesi alabilmektedir.
- 9- Fon portföyünün en az %80'inin gayrimenkul yatırımlarından oluşması zorunludur.

Gayrimenkul yatırım fonlarının sahip olduğu nitelikler temelinde ekonomiye sağladığı bazı katkılar mevcuttur. Portföy yöneticileri nezdinde GYF'lerin ülke ekonomisi açısından katkıları araştırılmış ve en büyük katkının ülkeye sıcak para girişi olduğunun düşünüldüğü belirtilmiştir. Aşağıdaki tabloda çalışmanın özeti verilmektedir.

Tablo 2.4: GYF'lerin Ülke Ekonomisi Açısından Katkıları (Şengül, 2017)

GYF'lerin Ülke Ekonomisi Açısından Katkıları								
No	A Portföy Yöneticisi	B Portföy Yöneticisi	C Portföy Yöneticisi	D Portföy Yöneticisi	E Portföy Yöneticisi	F Portföy Yöneticisi	G Portföy Yöneticisi	I Portföy Yöneticisi
1	Daralan gayrimenkul sektörünü ve buna bağlı kredileri rahatlatması	Sıcak para girişi sağlama	GYF'lerin sadece yurtiçinde yatırım yapma zorunluğunun bulunması ile yeni yatırımların Türkiye'de teşvik edilmesi	Denetim mekanizması sebebiyle yabancıların daha güvenli ve avantajlı yatırım yapmalarının sağlanması	Yabancı yatırımcının Türkiye'de kolaylıkla yatırım yapabilmesi	Bankaların fonlanması	Gerekli desteklerin sağlanması ile birlikte ülke ekonomisine katkıların artırılması	Sermaye piyasası araçlarının çeşitlendirilmesi
2	İşlerin kısa sürede tamamlanabilmesi için kaynak yaratabilmesi	Döviz kazandırıcı nitelikte olması	Yabancı para cinsinden yatırımın hedeflenmesi	Mevcut gayrimenkul stoklarının eritilmesine imkan vermesi	Yabancı para cinsinden yatırımın hedeflenmesi	Banka dışı fonlamanın sağlanması	Yabancı para cinsinden yatırımın hedeflenmesi	Tasarruf oranlarının ve sürelerinin artırılması
3	Mevcut gayrimenkul stoklarının eritilmesine imkan vermesi	Gayrimenkullerin menkul sermayeye dönüştürülmesine imkan sağlama ve ekonomik güç yaratması	Sektörde mevcut gayrimenkul stoklarının eritilmesi ve balon riskinin azaltılması	Sektörde mevcut gayrimenkul stoklarının eritilmesi ve balon riskinin azaltılması	Sektörde mevcut gayrimenkul stoklarının eritilmesine imkan vermesi	Doğrudan gayrimenkul faaliyetlerine verilmeyen kredilerin başka katma değerli yatırımlarda kullanılabilmesi	Sektörde mevcut gayrimenkul stoklarının eritilmesi ve balon riskinin azaltılması	Bireysel emeklilik fonları, sigorta fonları ve kamu fonları için alternatif yatırım imkanı
4		İşlerin kısa sürede tamamlanabilmesi için kaynak yaratabilmesi				Küçük birikim sahiplerinin büyük yatırımlar yapabilme olanağının verilmesi		
5		Küçük ve nitelikli yatırımcıları yatırıma özendirilecek nitelikte olması						
6		Yeni piyasa ve oyuncular yaratarak farklı yatırım ürünleri sağlayacak nitelikte olması						

Aynı çalışmada GYF'lerin inşaat ve gayrimenkul sektörüne ne yönde katkı yapacağı araştırılmış ve aşağıdaki tabloda özetlenmiş sonuç elde edilmiştir.

Tablo 2.5: GYF'lerin İnşaat Sektörü Açısından Katkıları (Şengül, 2017)

GYF'lerin İnşaat Sektörü Açısından Katkıları									
No	A Portföy Yöneticisi	B Portföy Yöneticisi	C Portföy Yöneticisi	D Portföy Yöneticisi	E Portföy Yöneticisi	F Portföy Yöneticisi	G Portföy Yöneticisi	H Portföy Yöneticisi	I Portföy Yöneticisi
1	İnşaat firmalarına yeni satış kanalı oluşturulması	Arazi ve arsaların daha efektif kullanılmasına imkân tanınması	GYF ile şeffaf olmayan inşaat sektörünün şeffaf, elle tutulur ve kurallara uygun bir sektör haline gelmesi	İnşaat sektörünün kar realizasyonuna yardımcı olması	Büyük ölçekli gayrimenkullerin stoklarının eritilmesi	Konut stokunun erimesine yardımcı olması	Gerekli yasal alt yapının sağlanması durumunda sektöre ciddi anlamda katkısının olması	İnşaat firmalarına finansman sağlanmış olacak	Geliştiricilerin ürünlerini toplu olarak satabilmeleri
2		İşin kanunlara, mevzuata uygun ve kaliteli yapılmasını sağlaması				Bankalara gerek kalmadan finansman sağlanması			Geliştiricilerin fonların kabul edebileceği kalitede ve yasal şartlarda inşaat yapmaları
3		Sektörün gelişmesine olanak sağlaması							
4		Sektörün edinilen know-how ile globalleşmesine imkân tanınması							

Aynı çalışmada GYF'lerin gayrimenkul sektörüne sağladığı katkıların sonucu ise aşağıdaki gibidir:

Tablo 2.6: GYF'lerin Gayrimenkul Sektörü Açısından Katkıları (Şengül, 2017)

GYF'lerin Gayrimenkul Sektörü Açısından Katkıları									
N o	A Portföy Yöneticisi	B Portföy Yöneticisi	C Portföy Yöneticisi	D Portföy Yöneticisi	E Portföy Yöneticisi	F Portföy Yöneticisi	G Portföy Yöneticisi	H Portföy Yöneticisi	I Portföy Yöneticisi
1	Yabancı yatırımcıların Ülkemiz gayrimenkulleri ne çok daha kolay yatırım yapma imkânı tanınması	Gayrimenkullerin menkulleştirilerek sürdürülebilir yatırım aracı olmasına imkân tanınması	Fonların yapmış oldukları yatırımlarla girmiş oldukları bölgeyi canlandırmaları ve gayrimenkul sektörünün gelişimine katkı sağlaması	Gayrimenkul sektörünün sağlıklı büyümesi	Gayrimenkul sektörüne yatırım yapmak isteyen yatırımcılar için yeni bir alternatif olması	Yatırımların kurumsallaşması	GYF'lerin tapuda yapmış olduğu işlem sayısı Temmuz/2017 itibarıyla 10 adedi geçmediğinden gayrimenkul sektörüne herhangi bir katkısı bulunmamaktadır.	Durağan seyreden piyasada işlemlerin artması	Gayrimenkul yatırımlarının kurumsallaştırılması
2		Konusunda uzman, eğitilmiş ve deneyimli kadrolar yaratacak olması			Doğrudan gayrimenkul alım ya da satın işiyle ilgilenmek isteyenler için yatırım ve geri dönüş süresinin kısalığı				Gayrimenkul piyasasının şeffaflaşması
3		Alıcı ve satıcılara ekonomik imkanlar yaratabilmesi							Özellikle ticari ürünlerin parça parça satılması nedeniyle ortaya çıkan yönetim problemlerinin ve değer düşüklüğünün önüne geçilmesi
4		Yaşam alanı imkanları olan, ekonomik değerler yaratabilen, altyapı ve çevre düzeni problemleri olmayan alanlara yatırım yapılacak olması nedeniyle sektörün birey-toplum ihtiyaçlarına yönelik çalışmaları yanında mevcut planlara da uyum göstermesi							Ailelerin atıl durumda bulunan gayrimenkullerini GYF'ler aracılığı ile ekonomiye kazandırabilmesi

2.4. Gayrimenkul Yatırım Fonlarının Faaliyetler Alanları

Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin (III-52.3) Yatırımlara İlişkin Esaslar başlıklı 18'inci maddesinde GYF'lerin yapabilecekleri işlemler belirtilmiş olup aşağıdaki gibidir:

“(1) Fon kurucusu ve portföy yöneticisi, bu Tebliğdeki sınırlar saklı kalmak üzere fon adına aşağıdaki işlemleri yapabilir:

a) Alım satım karı veya kira geliri elde etmek amacıyla; arsa, arazi, konut, ofis, alışveriş merkezi, otel, lojistik merkezi, depo, park, hastane ve benzeri her türlü gayrimenkulü satın alabilir, satabilir, kiralayabilir, kiraya verebilir ve satın almayı veya satmayı vaad edebilir.

b) Fon portföyüne alınacak her türlü bina ve benzeri yapılara ilişkin olarak yapı kullanma izninin alınmış ve kat mülkiyetinin tesis edilmiş olması zorunludur. Ancak, mülkiyeti tek başına ya da başka kişilerle birlikte fona ait olan otel, alışveriş merkezi, iş merkezi, hastane, ticari depo, fabrika, ofis binası ve şube gibi yapıların, tamamının veya ayrı bölümlerinin yalnızca kira ve benzeri gelir elde etme amacıyla kullanılması halinde, anılan yapıya ilişkin olarak yapı kullanma izninin alınması ve tapu senedinde belirtilen niteliğinin taşınmazın mevcut durumuna uygun olması yeterli kabul edilir.

c) Fon bilgilendirme dokümanlarında yer alması şartıyla üzerinde ipotek bulunan veya gayrimenkulün değerini etkileyecek nitelikte herhangi bir takyidat şerhi olan bina, arsa, arazi ve buna benzer nitelikteki gayrimenkuller ve gayrimenkule dayalı haklar fon portföyüne alınabilir. Bu hususta, 19 uncu maddenin birinci fıkrasının (c) bendi saklıdır.

ç) (Değişik:RG-30/6/2018-30464) Mülkiyeti başka kişilere ait olan gayrimenkuller üzerinde tapuya tescil edilmesi şartıyla 22/11/2001 tarihli ve 4721 sayılı Türk Medeni Kanunu hükümlerine göre fon lehine üst hakkı ve devre mülk irtifakı tesis edebilir ve bu hakları fon adına üçüncü kişilere devredebilirler.”

d) (Değişik:RG-30/6/2018-30464) Fon portföyünde yer alan gayrimenkuller üzerinde fon adına başka kişiler lehine tapuya tescil edilmesi şartıyla üst hakkı ve devre mülk irtifakı tesis edebilir ve bu hakların üçüncü kişilere devrine izin verebilirler.

e) Üst hakkı ve devre mülk hakkının devredilebilmesine ilişkin olarak bu hakları doğuran sözleşmelerde herhangi bir sınırlama getirilemez. Ancak özel kanun hükümleri saklıdır.”

Mezkûr maddede fon portföyünün yönetiminde yapılamayacak işlemler de anılmıştır:

“(2) Kurucu ve portföy yöneticisi fon portföyünün yönetimine ilişkin olarak;

a) (Değişik:RG-30/11/2016-29904) Hiçbir şekilde gayrimenkul projelerine yatırım yapamaz, gayrimenkullerin inşaat işlerini kendileri üstlenemez, bu amaçla personel ve ekipman edinemezler. Ancak, gayrimenkul projelerine yatırım bakımından üçüncü fıkra hükümleri saklıdır.

b) Kendi personeli vasıtasıyla başka kişi ve kuruluşlara proje geliştirme, proje kontrol, mali fizibilite, yasal izinlerin takibi ve buna benzer hizmetler veremezler.

c) Hiçbir surette otel, hastane, alışveriş merkezi, iş merkezi, ticari parklar, ticari depolar, konut siteleri, süpermarketler ve bunlara benzer nitelikteki gayrimenkulleri ticari maksatla işletemez ve bu amaçla personel istihdam edemezler.

ç) Birinci fıkranın (c) bendi hükümleri saklı kalmak kaydıyla, devredilebilmesi konusunda bir sınırlamaya tabi olan varlıkları ve hakları fon portföyüne dahil edemezler.

d) Fon portföyünden sürekli olarak kısa vadeli gayrimenkul alım satımı yapamazlar.

e) Altın ve diğer kıymetli madenler dışındaki emtialara ve bunlara dayalı vadeli işlem sözleşmelerine yatırım yapamazlar.

f) Fon portföyünde yer alan sermaye piyasası araçlarını açığa satamazlar, kredili menkul kıymet işlemi yapamazlar ve sermaye piyasası araçlarını ödünç alamazlar.

g) (Değişik:RG-20/12/2018-30631) Türev araçları kullanarak fon portföyüne korunma amacını aşan işlemler yapamazlar. Türev araçlar nedeniyle maruz kalınan açık pozisyon tutarı fon toplam değerinin %20'sini aşamaz. Bu bent kapsamında fonun hesap dönemi sonundaki net varlık değeri esas alınır.

ğ) Yurtdışında gayrimenkul alım, satım ve kiralama faaliyetinde bulunamazlar.”

2.5. Gayrimenkul Yatırım Fonlarının Türleri

Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin (III-52.3) Gayrimenkul yatırım fonu (GYF) başlıklı 4'üncü maddesinin (2) bendinde: “Fon, bilgilendirme dokümanlarında belirtilmek kaydıyla, belirli bir gayrimenkule yatırım yapmak ya da belirli bir sektörde faaliyet göstermek amacıyla kurulabileceği gibi amacında herhangi bir sınırlama olmaksızın da kurulabilir.” ifadesi yer almaktadır. Anılan düzenlemeden de görüleceği üzere tebliğin, GYF'lerin kurulmasına ilişkin dar bir çerçeve çizmek yerine kurucu şirketin tasarruf sahiplerinin talebini de gözeterek geniş bir skalada fon kurulabilmesine olanak sağladığı anlaşılmaktadır.

Yapılan bir sınıflandırmaya göre aşağıdaki şekilde de görüldüğü üzere Türkiye'de GYF türleri dört başlık altında toplanmaktadır (Ergin, 2018):



Şekil 2.3: Kurulan GYF Türleri (Ergin, 2018)

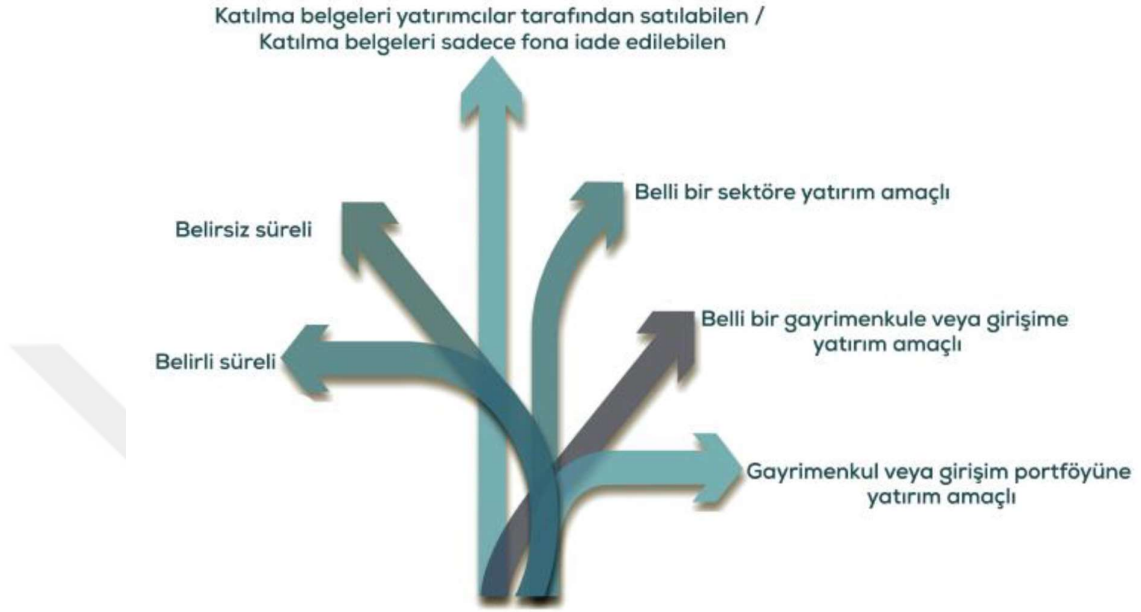
Markalı Konut Fonu: Gayrimenkul değer artışından faydalanmak isteyen ancak bu amacına ulaşmak için yeterli tasarrufa sahip olmayan yatırımcılara yönelik olarak kurulabilmektedir. Bu fonlar hacimsel olarak yüksek tutarlı işlemler gerçekleştirmekte ve buna bağlı olarak da ciddi iskonto oranlarından faydalanmaktadır.

Kira Fonu: Çeşitli gayrimenkullere yatırım yapmak isteyen ancak yeterli sermayesi olmayan tasarruf fazlası olanlar bu fona yatırım yaparak fonda yer alan gayrimenkullerin dönemsel kira getirileri karşısında temettü almaktadırlar. Küçük yatırımcılar tarafından, alışveriş merkezleri, ticaret merkezleri gibi büyük ölçekli yapılardan elde edilen kira gelirine bu fonlar sayesinde ortak olunabilmektedir.

Arsa Fonu: Bu fonlar daha çok orta ve uzun vadeli yatırımları kapsamaktadır. Stratejik öneme sahip olduğu düşünülen arsa ve arazilere yatırım yapılmaktadır.

Yatırımcıya Özel Fonlar: Özel aile fonları olarak ya da bireysel bir yatırımcının gayrimenkule yönelik varlıklarını yönetmek amacıyla kurulabilecek fonlardır.

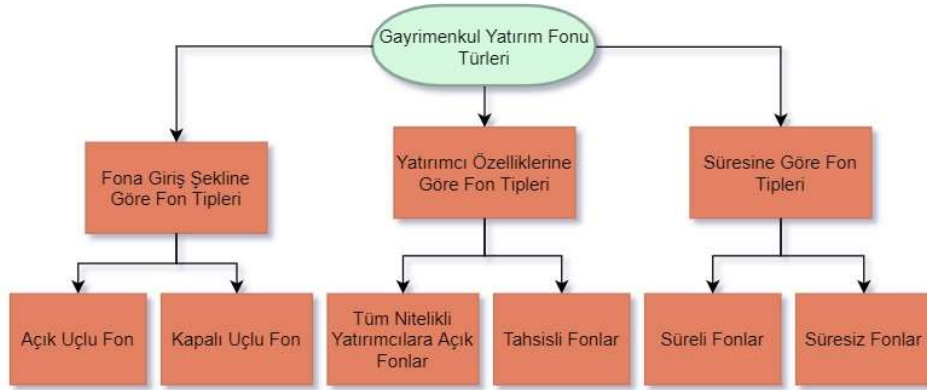
Kurulabilecek gayrimenkul yatırım fon çeşitlerini farklı kriterleri dikkate alarak sınıflandırmak mümkündür (Ergin, 2018):



Şekil 2.4: GYF Fon Çeşitleri (Ergin, 2018)

Yasal mevzuatta da yer aldığı şekliyle Türkiye’de GYF’ler belirli bir süre kurulabilmekte veya devamlı yeni yatırımcı ve yatırım alarak sınırsız süreli olarak ve tasfiye olmadan faaliyetini sürdürebilmektedir. Genellikle alım-satım kazançları için süreli fonlar, kira getirisi hedefleyenler için ise süresiz fonlar tercih edilmektedir. Bazı fonlara ait katılma belgesi üçüncü kişilere satılamayıp sadece fona iade olunarak itfa olmaktadır. Bazı fon türlerinde ise paylar borsada işlem görebildiği gibi borsa dışında da nitelikli yatırımcılar arasında el değiştirebilmekte ve günlük olarak çıkış yapılabilmektedir. Portföy yöneticileri oluşturdukları fonlarla belirli bir sektöre yönelik fon kurabileceği gibi belirli ve tek bir projeye, varlığa veya çeşitli projelerin karışımından oluşan bir portföye yönelik yatırım yapabilmektedirler.

Gayrimenkul yatırım fonlarına ilişkin olarak yapılan bir başka sınıflandırma ise aşağıdaki diyagramda görüldüğü şekildedir (Cömert, 2019):



Şekil 2.5: Gayrimenkul Yatırım Fonu Türleri (Cömert, 2019)

Açık uçlu fonlarda belirli sayıda katılımcı bulunmamaktadır. Açık uçlu fonlarda yatırımcılar diledikleri dönemde fona giriş çıkış sağlayabilmektedirler. Bu nedenle bu fonların likiditesi daha yüksektir. Kapalı uçlu fonlarda ise fona belirli giriş tarihi belirlenir ve bu tarihten itibaren fona giriş mümkün olmaz. Bu durum fona başka yatırımcıların girmesine engel olmaktadır. Bu tip fonlar yatırımcıları önceden belirli olan durumlarda tercih edilmektedir. Tüm nitelikli yatırımcılara açık fonlarda yatırımcının fona yatırım yapabilmesi için mevzuatta belirlenen nitelikli yatırımcı vasfına sahip olması yeterli bulunmaktadır. Tahsisli fonlarda ise hedef belirli yatırımcı grubunun sadece fona dahil olabilmesidir. Kurumsal şirketler, grup şirketler, aile şirketleri gibi yapılara ya da işverenin bayi, acente veya çalışanlarına verilmek üzere özel olarak kurulabilmektedir.

2.6 Gayrimenkul Yatırım Fonlarının Yasal Çerçevesi

Gayrimenkul yatırım fonlarının yasal tarihçesine bakıldığında, hangi kuruluşların GYF'leri kurmaya ya da işletmeye yetkili oldukları ilk defa 08.12.2004 tarih ve 5273 sayılı Arsa Üretimi ve Değerlendirilmesi Hakkında Kanun ile mülga 29.04.1969 tarih ve 1164 sayılı Arsa Ofisi Kanunu'nun 2/g hükmünde, Arsa Ofisi'nin 2499 sayılı SPKn hükümleri çerçevesinde yetkilendirildiği tespit edilmiştir (Coşkun Y., 2015). Günümüz GYF'leri düzenleyen mevzuat ise 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile bu kanunun alt düzenlemesini teşkil eden Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-52.3)'dir.

Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-52.3) fon kuruluşu ve çalışma ilkelerine ilişkin hükümleri aşağıdaki gibi özetlemek mümkündür:

- Fona sadece nitelikli yatırımcılar katılmayı payı karşılığında yatırım yapabilmektedir.
- Fon, belirli bir gayrimenkule yatırım yapmak, belirli bir sektörde faaliyet göstermek veya amacıyla herhangi bir sınırlama olmaksızın da kurulabilmektedir.
- Fonların işletebileceği portföy içeriği belirtilmiş ve bunlar dışında başka bir iş yapamayacakları belirtilmiştir.
- Fonlar gayrimenkul yatırımları kapsamında gayrimenkuller, gayrimenkule dayalı haklar, Tebliğ'in 18'inci maddesinin üçüncü fıkrası kapsamındaki gayrimenkul projeleri, gayrimenkul yatırım ortaklıklarınca ihraç edilen sermaye piyasası araçları, tabi oldukları mevzuat hükümlerine göre hazırlanan finansal tablolarında yer alan aktif toplamının devamlı olarak en az %75'i yurtiçi gayrimenkul yatırımlarından oluşan anonim ortaklıkların payları, gayrimenkul sertifikaları, diğer gayrimenkul yatırım fonlarının katılma payları, portföydeki gayrimenkullerin vadeli olarak satılmasından kaynaklanan alacaklar, gayrimenkul yatırımlarından kaynaklanan Katma Değer Vergisi alacaklarını kapsayan portföyleri işletebilirler.
- Fonlar gayrimenkul yatırımları dışında özelleştirme kapsamına alınanlar dahil Türkiye'de kurulan anonim ortaklıklara ait paylar, özel sektör ve kamu borçlanma araçları, 7/8/1989 tarihli ve 89/14391 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile yürürlüğe konulan Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 sayılı Karar hükümleri çerçevesinde alım satımı yapılabilen, yabancı özel sektör ve kamu borçlanma araçları ve anonim ortaklık payları, vadeli mevduat ve katılma hesabı, yatırım fonu katılma payları, repo ve ters repo işlemleri ile vaad sözleşmeleri, kira sertifikaları, varantlar ve sertifikalar, takasbank para piyasası işlemleri ve yurtiçi organize para piyasası işlemleri, türev araç işlemlerinin nakit teminatları ve primleri, Kurulca uygun görülen özel tasarlanmış yabancı yatırım araçları, Kurulca uygun görülen diğer yatırım araçlarını da portföylerine dahil ederek işletebilirler.
- Fonun unvanında katılım ibaresi kullanabilmesi için faaliyet ve yatırımlarının, katılım finans ilkelerine uygun olarak yerine getirileceğinin içtüzük ve ihraç belgesinde belirtilmesi gerekmektedir.

- Fonun malvarlığı kurucunun, portföy saklayıcısının ve portföy yöneticisinin malvarlığından ayrıdır.
- Fon malvarlığının belirli işlemler dışında teminat gösterilmesi ve rehnedilmesi yasaklanmıştır. Bu istisnai işlemler: Kredi alınması, koruma amaçlı türev araç işlemleri veya fon adına taraf olunan benzer nitelikteki işlemlerde bulunmaktadır.
- Fon malvarlığının başka bir amaçla tasarruf edilemeyeceği, kamu alacaklarının tahsili amacı da dahil olmak üzere haczedilemeyeceği, üzerine ihtiyati tedbir konulamayacağı ve iflas masasına dahil edilemeyeceği tebliğde açıkça belirtilmiştir.
- Tebliğde fon bilgilendirme dokümanları fon içtüzüğü, ihraç belgesi ve varsa yatırımcı bilgi formu olarak sayılmıştır. Tebliğde fon içtüzüğü, ihraç belgesi ve yatırımcı bilgi formunun tanımı yapılmıştır.
- Fon portföyünün yönetimi birden fazla portföy yöneticisi ile sözleşme yapılarak gerçekleştirilebilmektedir.
- Fonun sahip olduğu varlıkların Tebliğe göre muhakkak bir portföy saklama şirketi tarafından saklanması zorunludur. Fiziken veya kayden saklanması mümkün olmayan varlıklara ilişkin bilgi, belge ve kayıtlar da portföy saklayıcısı nezdinde tutulması gerekmektedir.
- Fon portföyünde bulunan gayrimenkuller ile gayrimenkule dayalı haklar tapu kütüğüne fon adına tescil edilmektedir. Sadece bu işlem için fonun tüzel kişiliği olduğu varsayılmaktadır.
- Fon, portföy yönetim şirketinin ya da gayrimenkul portföy yönetim şirketinin yönetim kurulu tarafından temsil edilmektedir.
- Fonun kurulabilmesi için portföy saklayıcısı ile saklama sözleşmesi imzalanmış olması ve içtüzüğün SPK tarafından onaylanması gereklidir.
- Kuruluş başvuruları, gerekli belgelerin SPK eksiksiz olarak sunulmasından itibaren iki ay içinde SPK tarafından karara bağlanmaktadır.
- Katılma paylarının ihraç edilebilmesi için fon ihraç belgesinin SPK tarafından onaylanması gerekmektedir. Katılma paylarının ihracı için ayrıca izahname düzenlenmemektedir.

- Katılma paylarının itibari değeri bulunmamaktadır. Fon birim pay değeri, fon toplam değerinin katılma paylarının sayısına bölünmesiyle elde edilmektedir.
- Fonda yer alan payların birim değeri en az yılda bir kere hesaplanmakta ve nitelikli yatırımcılara bildirilmektedir.
- Portföy yönetim şirketi tarafından katılma paylarının fon adına alım satımı esastır. Portföy yönetim şirketi, fonun katılma paylarını kendi portföyüne dahil edebilmektedir. Portföy yönetim şirketi, fon katılma paylarının fona iade edilmesinde gerekli likiditenin sağlanmasından sorumludur.
- Nitelikli yatırımcıların katılma paylarının birbirleri arasında devri mümkündür.
- Fon portföy değerinin en az 10.000.000 TL büyüklüğe ulaşması gerekmektedir.

Fon portföyünün yönetimine ilişkin bazı sınırlamalar bulunmaktadır:

- Portföyün toplam değerinin en az %80'inin gayrimenkul yatırımlarından oluşması gerekmektedir.
- Fon portföyünde yer alan gayrimenkuller portföy yönetim şirketi tarafından işletilememekte olup bu işletme işleminin işletmecisi şirketler tarafından yapılması gerekmektedir.
- Gayrimenkullere yönelik güvenlik, temizlik, genel idare ve buna benzer nitelikteki temel hizmetlerin verilmesi de ancak portföy yönetim şirketi ile bir işletmecisi şirket arasında bu tür hizmetlerin sunulmasına yönelik bir sözleşme imzalanması ile mümkün olmaktadır.
- Fonlar, fon toplam değerinin azami %50'si oranında kredi veya faizsiz finansman kullanabilmektedirler. Bu kredilerin temini kapsamında portföydeki varlıklar üzerinde rehin ve diğer sınırlı aynı haklar tesis edilebilmektedir.
- Fon ihraç belgesinde yer verilen esaslar çerçevesinde fon tarafından katılma payı sahiplerine kar dağıtılabilmektedir.
- Fon portföyüne alınacak varlıkların ve hakların rayiç değerleri ile rayiç kira bedellerinin değer tespitinin gayrimenkul değerlendirme kuruluşlarına yaptırılması gerekmektedir.

- Değerleme raporlarının değerleme tarihinden itibaren en az 10 yıl boyunca saklanması gerekmektedir.
- Fonlar aynı gayrimenkul değerleme kuruluşundan üst üste en fazla üç yıl hizmet alabilirler.



ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI

3.1. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Tanımı

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin (III-48.1) “*Ortaklık Tanımı*” başlıklı 4'üncü maddesinde gayrimenkul yatırım ortaklıkları (GYO): “*Gayrimenkul yatırım ortaklığı, bu Tebliğ ile belirlenmiş usul ve esaslar dahilinde, gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri, gayrimenkule dayalı haklar, altyapı yatırım ve hizmetleri, sermaye piyasası araçları, Takasbank para piyasası ve ters repo işlemleri, Türk Lirası cinsinden vadeli mevduat veya katılma hesabı, yabancı para cinsinden vadeli ve vadesiz mevduat veya özel cari ve katılma hesapları ile iştirakler ve Kurulca belirlenecek diğer varlık ve haklardan oluşan portföyü işletmek amacıyla paylarını ihraç etmek üzere kurulan ve Kanunun 48 inci maddesinde sınırı çizilen faaliyetler çerçevesinde olmak kaydı ile bu Tebliğde izin verilen diğer faaliyetlerde bulunabilen sermaye piyasası kurumudur.*” şeklinde tanımlanmıştır.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin (III-48.1) 5'inci maddesinde ise ortaklıkların amacı: “*Ortaklıklar; münhasıran altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşan bir portföyü veya 4 üncü maddenin birinci fıkrasında belirtilen diğer varlık ve haklardan oluşan bir portföyü işletmek üzere kurulabileceği gibi belirli bir projeye, gayrimenkule veya altyapı yatırım ve hizmetine yatırım yapmak ya da belirli bir alanda faaliyet göstermek amacıyla da kurulabilirler.*” şeklinde belirtilmiştir.

GYO'lar, ipoteğe ya da gayrimenkullere bağlı menkul kıymetlere ve gayrimenkullere yatırım yapabilen iş ortaklıkları ya da kurumlardır (Han, 2004). Bir başka tanımda da GYO'lar, portföyleri gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı varlıklardan oluşan ve gayrimenkullere dayalı projelere yatırım yapan SPK denetimindeki şirketlerdir (Gökçe, 1998).

GYO'lar şirket hisselerini halka arz ederek fon toplamakta ve topladığı fonları da gayrimenkule yatırmaktadır. Faaliyet konuları varlığa dayalı menkul kıymetlere yatırım yapmak, toplu inşaat projelerini ve inşaatları finanse etmek, kira sağlayan gayrimenkulleri satın almaktır. GYO'lar faaliyetleri sonucu elde ettiği karları paydaşlarına dağıtabilmektedir. GYO'larda pay sahibi olanlar aynı zamanda payların pay piyasasında değer artış kazançlarına da sahip olmaktadır (Teker, 2000).

GYO'lar halka açık ortaklık olmakla birlikte özetle ticari gayrimenkul ve ipotek kredileri portföyü yatırımcısı ve yöneticisi olarak görülmektedirler. GYO'lar gayrimenkul yatırımının en iyi seçeneği olarak belirtilmekle birlikte GYO'ların temelde sadece gayrimenkul alabileceği, GYO'lara yatırım yapan tasarruf sahiplerinin ise gayrimenkul ile birlikte GYO'nun hisse senetlerini de alabileceği bilinmektedir (Block, 1998).

3.2.Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Gelişimi

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının gelişim süreci incelendiğinde GYF'lerin aksine dünya üzerinde farklı bölgelerde gelişim gösterdiği görülmektedir. Bu nedenle bu gelişim sürecinde öncü rol oynayan Amerika Birleşik Devletleri ile Avrupa Birliği'ndeki gelişim süreci ele alınacaktır. Bununla birlikte bu süreçte Uzak Doğu ve Asya'daki gelişim ile birlikte özel bir tür olan İslami GYO'lara da değinilecektir.

3.2.1.Amerika Birleşik Devletleri'nde (ABD) Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Gelişimi

GYO'lar, "real estate investment trust" adıyla ilk önce ABD'de ortaya çıkmış ve asıl gelişimini burada gerçekleştirmiş sermaye piyasası kurumlarıdır (Özkul, 2001). 1909 tarihli ABD'de çıkarılan Vergi Kanunu'nda (Revenue Act of 1909) iş ortaklıkları anonim şirket olarak görülmemiştir. Bu nedenle iş ortaklıkları anonim şirketlere göre daha çok tercih edilmiştir. Buna bağlı olarak iş ortaklıkları GYO'ların öncüsü olarak görülmektedir (Susar, 2004). İlk GYO'lar ABD'de iş ortaklıkları (business trust) şeklinde yapılmış olup, ABD'nin Massachusetts eyaletinde 1930'larda anonim şirketlerin gayrimenkul edinmelerine tepki olarak ortaya çıkmıştır (Akçay, 1999). Bu tepkinin sebebi ise anonim şirketlerin gayrimenkul edinmelerine yönelik sınırlamaların getirilmesidir. Bu iş ortaklıklarının anonim şirketlere benzerliği, kurumlar vergisi ödeme gerekliliğini ortaya çıkarmış ve 1935 yılından itibaren iş ortaklıklarının sayısında durma yaşanmıştır (Özkul, 2001).

Business trustlar (yatırım ortaklıkları) 19. Yüzyıl'da çeşitli yatırım faaliyetlerinin gerçekleştirilmesinde kullanılırken 20. Yüzyılda ise gayrimenkul yatırımları için kullanılmıştır.

ABD'de gayrimenkul yatırım ortaklıklarına yönelik ilk yasal mevzuat düzenlemesi, 14 Eylül 1960'ta kongre tarafından onaylanarak fon fazlası sahiplerine, içinde farklı gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı varlıkları barındıran bir portföye

yatırım yapma şansını vermiştir. Bradley Real Estate Investors, Continental Mortgage Investors, First Mortgage Investors, First Union Real Estate, Pennsylvania REIT ve Washington REIT ABD’de 1960 ve 1961 yıllarında ilk GYO’lar olarak kurulmaya başlanmıştır. Continental Mortgage Investors 1965 yılı Haziran ayında NYSE kote olarak borsada işlem görmeye başlayan ilk GYO olmuştur (Çikot, 2011). Bu şirketlerin çoğu da dışardan buldukları danışman şirketlerle gayrimenkullerin yönetimini gerçekleştirmişlerdir (Belen, 2002).

1960 yılında yapılan yasal mevzuat düzenlemesiyle birlikte GYO’ların anonim şirket olarak kurulması gerektiği belirlenmiş ve vergilendirme rejiminde çeşitli muafiyetler sağlanmıştır. Büyük gayrimenkul projelerinin yüksek miktarda sermaye gereksinimine ihtiyaç duyması, çok sayıda yatırımcının bir araya gelmesi gerekliliğini ortaya çıkarmış ve bunu sağlayabilmek adına da bahsedilen vergi muafiyetleri tanınmıştır (Sırma, 2019). Bu yasal düzenleme tıpkı diğer yatırım araçları olan hisse senetleri ve bono şirketleri ve karma fonlarda olduğu gibi GYO’ları federal vergilendirmeden muaf tutmuştur. Bu sayede hisse sahiplerine dağıtılan gelirler için artık çifte vergilendirme sona ermiştir (Nijkamp, Klamer, & Gorter, 2002).

Ulusal Gelir Kanunu’na göre bir kurumun vergi açısından GYO niteliği taşıyabilmesi için aşağıda sıralanan özelliklere sahip olması gerekir (Akçay, 1999):

- Mülkiyet en azından bir yedd-i emin tarafından yönetilen bir anonim şirket olarak kurulan ortaklıkta veya birlikte olmalıdır.
- En az 100 tane intifa hakkı sahibi olmalıdır ve tahsil edilmemiş hisselerin %50’sinden fazlasına 5’ten daha az sayıda birey sahip olmamalıdır.
- Ortaklığın gayrisafi gelirlerinin tümü bireysel holding geliri gibi meydana gelse bile ortaklık, bir bireysel holding olmamalıdır.
- Ortaklık, birincil olarak adi işletme gibi müşterilere satmak için bir gayrimenkul tutmayabilir.
- Ortaklık, bir gayrimenkul yatırım ortaklığı ise bunun gereklerini yerine getirecek şekilde davranmalıdır.

ABD’deki halka açık GYO’ların sayısı değişmekle birlikte 1972 ve 2019 yılları arasında en fazla 226 olmuştur. 2019 yılı sonunda ise 219 adet halka açık GYO olup

piyasa değeri 1.328 trilyon \$'dır (REIT, 2019). Kurumlar vergisinden muaf olan GYO'ların ABD'de başarılı olmasındaki temel faktörler portföylerinin en az %75'inin gayrimenkule dayalı varlıklarla değerlendirilmesi ve elde edilen karın %90'ının yatırımcılara dağıtılmasıdır (Yetgin, 2006). Bununla birlikte GYO'ların bu oranın en az %85'ini elde ettiği yıl içinde dağıtamaması halinde %4 gider vergisi ödemesi gerekmektedir (Çikot, 2011).

3.2.2. Avrupa Birliği'nde Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Gelişimi

Yukarıdaki kısımda belirtildiği üzere gayrimenkul yatırım ortaklıklarına ilişkin hukuksal düzenlemelerin temelleri ABD'de atılmıştır. Hukuki kurumlar küreselleşen dünya yapısı içinde birbirleriyle etkileşim içinde bulunmaktadır. Bu bağlamda küreselleşen piyasa dinamikleri hukuki kurumların ekonomik düzene ilişkin yapısal tercihlerini de etkilemekte ve bu durum küresel bir entegrasyon ile sonuçlanmaktadır.

GYO'nun ilk kuruluşu Almanya'da (1923), İsviçre'de (1927) ve Hollanda'da (1969) görülmüş, bunu Lüksemburg (1988), İspanya (1994), İtalya (1994), Belçika (1995), Fransa (2003) ve son olarak İngiltere (2007) izlemiştir (Schacht & Wimschulte, 2008).

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarına ilişkin ilk yasal mevzuat düzenlemesi Avrupa'da Almanya'da 1957 yılında çıkarılan bir kanun ile yapılmıştır. Amaç tasarruf sahiplerini korumaktır. Bu düzenleme 1969 yılında değişikliğe uğramış ve 1970 tarihli Alman Yatırım Ortaklıkları Kanunu (Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften, KAGG) yürürlüğe girmiştir (Aksoy, 1974). Almanya'da ilk yatırım ortaklığı kurumlar vergisinden kaçmak amacıyla sermaye birliği şeklinde ortaya çıkmıştır (Belen, 2002).

Bunun yanı sıra bir diğer Avrupa ülkesi olan İsviçre'de ise ilk mevzuat düzenlemesi 1966 yılında yapılmıştır (Özkul, 2001). Bu ülkede yatırım ortaklıkları 1929 yılından sonra ortaya çıkmıştır. İsviçre'ye gelen yabancı sermayenin de etkisiyle büyük çapta gelişim göstermişlerdir (Göktepe, 2003).

İngiltere'de ise GYO'lar hakkında ilk düzenleme 2007 yılında yürürlüğe konulmuştur. Ülkede 2007 yılı öncesinde emlak şirketleri benzeri işlemleri yapmakta ve borsada işlem görebilmekteydi. Vergilendirme anlamında emlak şirketlerinin GYO'lara göre çeşitli dezavantajları bulunmaktaydı. Ancak GYO'ların gelirleri çeşitli istisnalara tabidir (Çikot, 2011).

European Public Real Estate Association (EPRA), merkezi Brüksel’de ve bir şubesi de Londra’da bulunan, 275’ten fazla Avrupalı GYO’nun katılımıyla oluşturulmuş, kâr amacı gütmeyen ve 1999 yılında kurularak sektöre raporlama, etik kuralların oluşumu, sektörel uygulamaların geliştirilmesi gibi konularda katkı sağlayan bir örgüttür.

3.2.3.Uzak Doğu ve Asya’daki Gelişim

Asya piyasasında Japonya ve Singapur’da 2001 yılında GYO’lar ortaya çıkmaya başlamıştır. Devamında Tayvan, Malezya, Güney Kore, Hong Kong gibi diğer ülkelerde de görülmeye başlanmıştır. Japonya’da yatırım ortaklıklarına ilişkin yasanın yenilenmesiyle birlikte gayrimenkul yatırım ortaklıklarına ilişkin uygulama Kasım 2000’de başlamıştır (Yelgen, 2010).

Singapur’da ise ilk GYO Temmuz 2002’de faaliyete başlamıştır. Güney Kore’de 2001 yılında, Hong Kong ve Tayvan’da ise 2003 yılında GYO’lar faaliyete başlamıştır. Asya’da GYO ile ilk tanışan ülkelerden birisi de Malezya’dır. Kuala Lumpur Borsası’nda ilk ortaklık işlemi 1989 yılında görülmüştür (Ooi, Newell, & Sing, 2006).

3.2.4.Türkiye’de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Gelişimi

Gayrimenkul yatırımlarına yönelik çalışmalar 1987-1988 yıllarında başlamış ve gayrimenkul yatırım ortaklığı yerine gayrimenkul sertifikası, gayrimenkule dayalı menkul kıymet gibi ürünler öncelikle tercih edilmiştir. Türkiye’de GYO'lara ilişkin ilk yasal mevzuat düzenlemesi ise 1995 yılında SPKı tarafından yapılmıştır (Özkul, 2001). GYO'lara ilişkin yasal düzenlemelerde, ayrıntılarda farklar bulunmasına rağmen temel düzenlemelerde dünya genelinde standart yaklaşımlar benimsenmiştir. 1995 yılında yürürlüğe konulan yasal düzenleme diğer ülkelerde çıkarılan yasal düzenlemelerle kıyaslandığında erken dönem düzenleme olarak dikkate alınmaktadır (Uyar, 2009).

Yasal düzenlemeler nezdinde ilk GYO, 1997 yılında Türk Borsası’nda işlem görmüştür (Kaçira, 2009). Alarko Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ve Vakıf Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. 1997 yılında hisse senetlerini satmaya başlamıştır. İlk dönemlerinde kiralık gayrimenkul portföylerine yatırım yapmayı tercih ederek büyüyen GYO’lar değişen zaman içinde gayrimenkul geliştiriciliği işlevini

benimsemiş ve bunun sonucu olarak da portföylerde geliştirme projelerinin sayısı artmıştır (Vakıf GYO, 2020). 19-20 Aralık 1996 tarihinde halka açılan Alarko Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Türkiye’de ilk halka açılan GYO şirketidir (Alarko Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.ř, 2020). Türkiye’de bulunan finansal piyasalara girişi ancak 1990’lı yıllarda mümkün olan gayrimenkul yatırım ortaklıkları, gerçek manada etkilerini 2000’li yılların sonuna doğru gösterebilmiştir (Burucu & Contuk, 2016).

GYO’ların gelişimi dört periyod olarak sınıflandırılabilir (Özkul, 2001):

- Finansman İhtiyacı Dönemi
- Borsaya Yönelme Dönemi
- Vergi İstisnası Dönemi
- GYO Patlaması Dönemi

Türkiye’de GYO sayılarının tarihsel artışına bakıldığında 2009 yılından itibaren hızlı bir artışın olduğu gözlemlenmektedir. Bunun bazı nedenleri şöyle sıralanabilir: Uzun vadeli konut kredilerinin bankacılık kredi sistemine 2007 yılında dahil olması ile birlikte kredi çeşitliliğini artırması, milli gelirdeki artış, faiz oranlarında tarihi düşük seviyelerin gözlenmesi, kente olan göçün artarak talebi tetiklemesi sayılabilir. Tüm bunların yanında GYO’lara sağlanan teşviklerde gelişime önemli katkı sağlamıştır (Burucu & Contuk, 2016).

Gayrimenkul sektörünün gelişimi için çözümler üretmek ve sektörün kurumsallaşmasını hızlandırmak, sektöre ilişkin konularda standartlar oluşturmak, sektörde iletişim ve bilgi alışverişini arttırmak ve koordinasyon sağlamak gibi amaçlarla 2 Ağustos 1999 tarihinde Gayrimenkul ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Derneği (GYODER) kurulmuştur.

2020 yılı 4. Çeyrek itibariyle GYO’ların aktif toplam piyasa değeri 7.445 milyon \$ iken sayısı 33’tür. Türkiye’de gayrimenkul yatırım ortaklıklarının sayısal olarak durumu aşağıdaki tabloda gösterildiği gibidir.

Tablo 3.1: Türkiye’de GYO’ların Sayılarının Yıllara Göre Gelişimi (Özcan & Gürol, 2020) ve (SPK Aylık İstatistik Bülteni, 2020/12)

Yıllar	Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Sayısı	Piyasa Değeri (Bin TL)
1997	2	15.000
1998	5	37.519
1999	8	421.023
2000	8	313.307
2001	8	475.975
2002	9	338.714
2003	9	543.092
2004	9	1.445.753
2005	9	2.489.225
2006	11	2.081.671
2007	13	3.189.974
2008	14	3.045.946
2009	14	2.853.765
2010	21	11.062.318
2011	23	11.708.492
2012	25	15.781.822
2013	30	18.632.452
2014	31	21.981.323
2015	31	21.279.729
2016	31	24.961.535
2017	31	26.924.062
2018	33	19.362.622
2019	33	32.711.518
2020	33	55.333.402

3.2.5. İslami Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Gelişimi

Kasım 2005’te, Malezya Menkul Kıymetler Komisyonu’nda yer alan şeriat danışma konseyi, dünyanın ilk İslami GYO’su olarak Al-Aqar KPJ REIT’in 28 Haziran 2006’da kurulmasına da zemin hazırlayan bir kılavuz yayınladı. Malezya’daki ikinci GYO olan Al-Hadaharah Boustead REIT, 8 Ocak 2007’de Bursa Malaysia’da tanıtılmıştır (Malaysia International Islamic Financial Centre, 2013).

İslami GYO’nun temel özelliği, GYO’nun İslami gelir koşulları ile fon yönetiminin şeriat ilkelerine uymasındır. Malezya Menkul Kıymetler Komisyonu’na göre İslami GYO, yatırımcıların yapılmasına izin verdiği faaliyetlerin yürütülmesinde kullanılan ve gayrimenkullere yatırım yapan kolektif bir yatırım programıdır. Bu program şer’i hükümlere uyumlu olarak gayrimenkullerin kiralama ve satış gelirlerini de kapsamaktadır. İzin verilmeyen faaliyetlere örnek olarak konvansiyonel banka

hizmetleri, kumarhane ve gazino faaliyetleri, helal olmayan ürünlerin satışı gösterilebilir. İslami GYO'larda şeriatı uygun olmayan faaliyetlerin de yapılması halinde, bu şeriatı uygun olmayan faaliyetler nedeniyle bir mali yılda elde edilen toplam gelir tüm gelirin %20'sini aşmamalıdır (Malaysia International Islamic Financial Centre, 2013).

Konvansiyonel GYO ile İslami GYO üzerine yapılan bir kıyaslama aşağıdaki gibidir.

Tablo 3.2: Konvansiyonel GYO ile İslami GYO Üzerine Yapılan Bir Kıyaslama (Hwa & Noor, 2007)

Kriter	Konvansiyonel GYO	İslami GYO
Şeriat Komisyonu ya da tavsiye verenler	Herhangi şeriat komisyonu uygulaması ya da tavsiye veren bir kurul ya da kişiye gerek yoktur.	İslami GYO'da şeriat hükümlerine uyumu sağlamak amacıyla muhakkak Şeriat Komisyonu ya da tavsiye veren bulunmak zorundadır.
Kiracılar tarafından yürütülen faaliyetlerin izin verilebilirliği	Kısıtlama yok.	Sadece izin verilen faaliyetler yürütülebilmektedir.
Varlıklara ilişkin sigortalama kısıtı	Yatırımcı tarafından onaylanan sigorta şirketlerinde konvansiyonel sigorta yapılabilir.	Yönetici konvansiyonel sigortadan önce İslami sigorta\Tekafül uygunluğunu dikkate alması gerekmektedir.
Finansman	Kısıtlama yok.	Finansman İslami hükümlere uygun olmak zorundadır.

3.3. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Nitelikleri

Genel olarak GYO'ların amacı, gayrimenkule dayalı projelere yatırım yapmak, kazanç potansiyeli yüksek gayrimenkullere yatırım yapmak ve GYO'nun portföyünde yer alan gayrimenkullerden dönemsel olarak kira geliri elde etmenin yanı sıra alım satım kazançları yoluyla da bu gayrimenkullerin rantına ulaşmaktır (Alp & Yılmaz, 2007).

GYO'ların ortaya çıkış nedenlerini şöyle sıralayabiliriz (Güven, 2006):

- Anonim şirketlerin gayrimenkul edinmelerinde ve yatırımlarını bu yöne kaydırmada ortaya çıkan hukuki sınırlamalar,
- Büyük çaplı gayrimenkul yatırımında gerekli olan finansman,

- Gayrimenkul yatırımlarının menkul kıymetleştirilerek likiditesinin artırılmasına duyulan ihtiyaç,
- Alternatif yatırım arayışları.

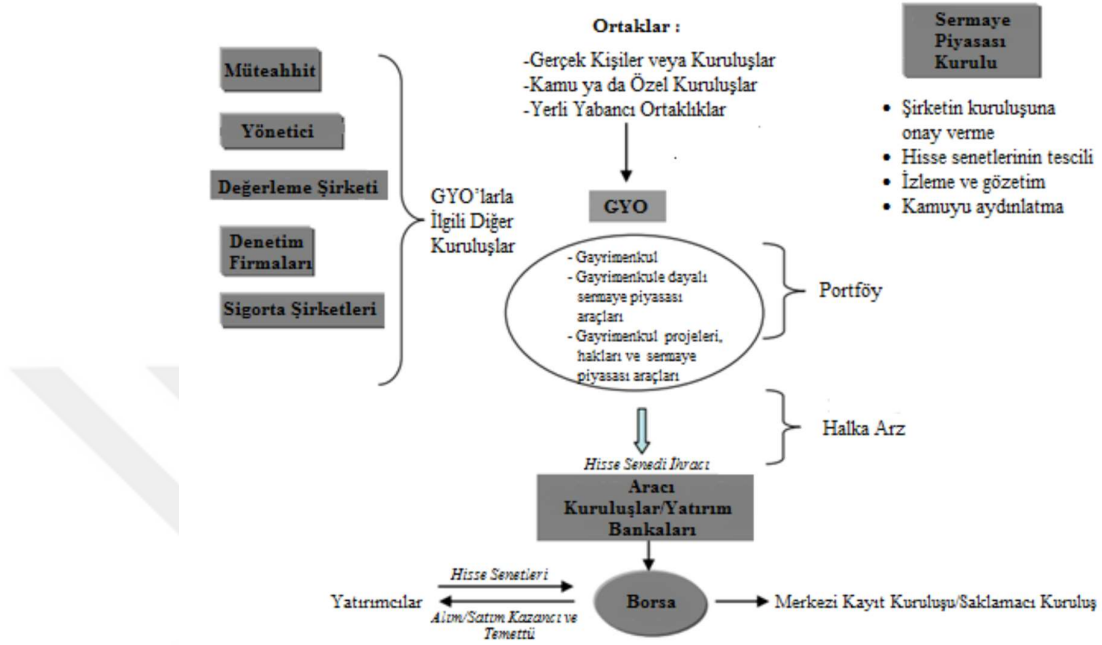
GYO'lar temel olarak aşağıdaki fonksiyonları gözetmektedirler (Kabataş, 2005):

- Portföy çeşitlendirmesi,
- Düzenli getiri,
- Finansal gücü korumak,
- Girişimcilik kazancı,
- Marka yaratmak ve sürdürmek,
- Değer yaratmak,
- Süreklilik.

GYO'lara ilişkin sermaye piyasası mevzuatı da dikkate alındığında aslında bu kurumlar sermaye piyasalarında ihraççı niteliğinde faaliyet göstermektedirler. GYO'lar bu ihraççı nitelikleri vasıtasıyla portföylerinde yer alan varlıkları halka arz yoluyla menkul kıymetleştirerek kısmen satışını gerçekleştirmektedirler. Bu sayede likit olmayan gayrimenkul niteliğindeki varlıklar likit yatırım araçlarına dönüşebilmektedir.

GYO'lar niteliği itibarıyla faaliyetlerini sürdürebilmeleri için öncelikle sermaye toplamaları gerekmektedir. Toplanan bu sermaye portföy oluşturma amacıyla fon havuzlarına ayrılmaktadır. Bu noktadan sonra yasal mevzuat çerçevesinde gayrimenkul yatırım ortaklıklarına izin verilen kiralama, gayrimenkul sertifikası ihracı gibi faaliyetlerde değerlendirilerek gelir elde edilir. Elde edilen gelirler ortaklara dağıtılır.

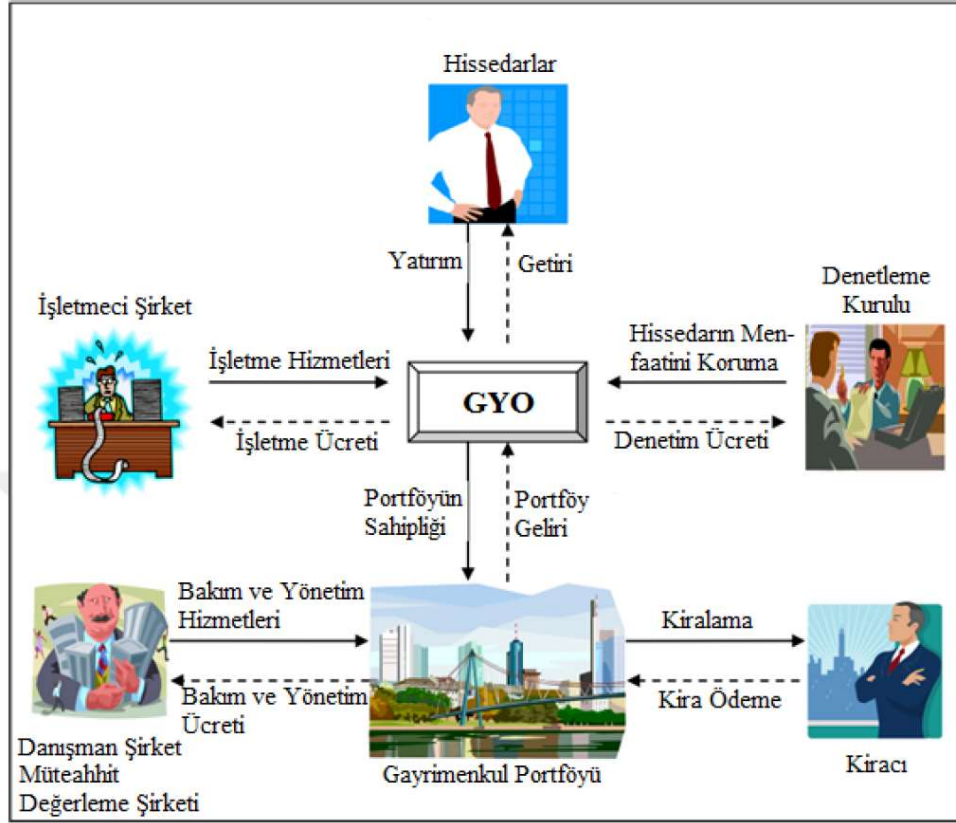
Aşağıda, Türkiye'deki gayrimenkul yatırım ortaklıklarının yasal ve operasyonel yapısına ilişkin bir şekle yer verilmiştir (Erol & Ozuturk, 2011):



Şekil 3.1: Türkiye'deki Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Yasal ve Operasyonel Yapısı (Erol & Ozuturk, 2011)

Şekilden de görüleceği üzere Sermaye Piyasası Kurulu GYO'ların kurulmasında otorite olarak görev almaktadır. GYO'larda GYF'lerde olduğu gibi nitelikli yatırımcı ayrımı bulunmamakta ve herkes şirkete ortak olabilmektedir. GYO'lar faaliyetlerini yürütürken denetim, değerlendirme gibi çeşitli hizmetlere gereksinim duymakta ve bu hizmetleri dışardan temin etmektedirler. Genel olarak GYO'ların portföyleri gayrimenkul ve gayrimenkul sertifikası gibi menkul kıymet niteliğindeki türevlerinden oluşmaktadır. GYO'lar kurulduktan sonra halka arz olmakta ve böylece şirket payları yatırımcılarla buluşmaktadır.

GYO'ların faaliyetlerini yürütmesinde çeşitli paydaşlar bulunmakta olup aşağıdaki şekilde bu paydaşların rolleri ve işlevleri özetlenmiştir (Dusuki, 2008):



Şekil 3.2: GYO'larda Paydaşlar (Dusuki, 2008)

Yatırımcılar açısından ise GYO'ların avantajlarının aşağıdaki gibi olduğu ifade edilebilir (Özus, 2001):

- Yatırımların profesyoneller tarafından yönetilmesi,
- Ortakların hisseleri oranında kâr payı alması,
- Gayrimenkul yatırımlarının likidite kazanması,
- Bireysel tasarrufların kendi kaynakları ile ulaşamayacakları büyüklük ve yüksek getirili gayrimenkul portföyüne ortak olması,
- Yatırım risklerini azaltması,
- Çok ve çeşitli gayrimenkule aynı anda yatırım imkânı sağlayarak portföy çeşitliliği olanağı yaratması,
- Periyodik performans izleme olanağı yaratması.

GYO'ların yatırım yaptıkları gayrimenkullerin sahip olduğu bazı riskler de mevcuttur. Örneğin, gayrimenkullerin likit olmayan varlıklar olması, getirisinin

enflasyonun altına düşmesi durumunda elden çıkarmayı zorlaştırabilir. Bunun yanı sıra gayrimenkulün maruz kaldığı tahribat ve yıpranma da risk olarak dikkate alınabilir.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin (III-48.1) "Ortaklığın Amacı ve Faaliyet Konusu" başlıklı 5'inci maddesinde GYO'ların amaçları belirtilmiş olup aşağıdaki gibidir:

"Ortaklıklar; münhasıran altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşan bir portföyü veya 4 üncü maddenin birinci fıkrasında belirtilen diğer varlık ve haklardan oluşan bir portföyü işletmek üzere kurulabileceği gibi belirli bir projeye, gayrimenkule veya altyapı yatırım ve hizmetine yatırım yapmak ya da belirli bir alanda faaliyet göstermek amacıyla da kurulabilirler."

Fon fazlasına sahip olan ve GYO hissesi alan bir yatırımcının amacı ise bireysel ve küçük miktardaki tasarrufunu, büyük çaplı yatırım finansmanı gerektiren gayrimenkullere yönlendirerek buradan gelebilecek potansiyel gelirlere ortak olmaktır (Çolak & Alıcı, 2001). Bireysel yatırımcılar GYO'lara yatırım yaparak gayrimenkul yatırımlarını çeşitlendirme ve kurumsal yatırımlarla daha güvenli bir yatırım seçeneği elde etme faydasına da kavuşmaktadırlar (Yüksel & Rodoplu, 1980).

3.4. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Faaliyetler Alanları

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin (III-48.1) "Yatırım Faaliyetleri ve Yatırım Faaliyetlerine İlişkin Sınırlamalar" başlıklı 22'nci maddesinde GYO'ların yapabilecekleri işler belirtilmiştir. Bu minvalde yapabilecekleri bazı faaliyetler aşağıdaki gibidir:

- "Alım satım kârı veya kira geliri elde etmek amacıyla; arsa, arazi, konut, ofis, alışveriş merkezi, otel, lojistik merkezi, depo, park, hastane ve benzeri her türlü gayrimenkulü satın alabilir, satabilir, kiralayabilir, kiraya verebilir ve satın almayı veya satmayı vaad edebilirler."
- "Portföylerine ancak üzerinde ipotek bulunmayan veya gayrimenkulün değerini doğrudan ve önemli ölçüde etkileyecek nitelikte herhangi bir takyidat şerhi olmayan gayrimenkuller ile gayrimenkule dayalı haklar dahil edilebilir."
- "Kendi mülkiyetlerindeki arsa ve arazilerin yanı sıra, hasılat paylaşımı veya kat karşılığı arsa satışı sözleşmeleri akdettiği başka kişilere ait arsalar üzerinde, gayrimenkul projesi geliştirebilirler veya projelere üst hakkı tesis ettirmek suretiyle yatırım yapabilirler."
- "Faaliyete geçirilebilmesi için belirli asgari donanım ihtiyacı duyan gayrimenkullerin kiraya verilmeden önce tefrişini temin edebilirler."
- "Mülkiyeti başka kişilere ait olan gayrimenkuller üzerinde kendi lehine üst hakkı, intifa hakkı ve devre mülk irtifakı tesis edebilir ve bu hakları üçüncü kişilere devredebilirler."

- “Mülkiyetine sahip oldukları gayrimenkuller üzerinde başka kişiler lehine üst hakkı, intifa hakkı ve devre mülk irtifakı tesis edebilir ve bu hakların üçüncü kişilere devrine izin verebilirler.”
- “Mülkiyetlerini edinmek kaydıyla yurt dışındaki gayrimenkullere ve yabancı sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilirler.”
- “Herhangi bir şekilde, devredilebilmesi konusunda bir sınırlamaya tabi olan varlıklara ve haklara yatırım yapamazlar.”
- “Aracılık faaliyeti kapsamında olmamak kaydıyla yerli ve yabancı sermaye piyasası araçlarını alabilir ve satabilir, Takasbank para piyasası ve ters repo işlemi yapabilir, Türk Lirası cinsinden vadeli mevduat veya katılma hesabı, yabancı para cinsinden ise vadeli ve vadesiz mevduat veya özel cari ve katılma hesabı açtırabilirler, sermaye piyasası araçlarını ödünç verebilirler.”

Aynı tebliğin 23'üncü maddesinde ise GYO'ların yapamayacakları işler sayılmıştır. Bunlardan bazıları aşağıdaki gibidir:

- “Mevduat veya katılım fonu toplayamazlar ve mevduat veya katılım fonu toplama sonucunu verecek iş ve işlemler yapamazlar.”
- “Tebliğde izin verilen işlemler dışında ticari, sınai veya zirai faaliyetlerde bulunamazlar.”
- “Hiçbir şekilde gayrimenkullerin, altyapı yatırım ve hizmetlerinin inşaat işlerini kendileri üstlenemez, bu amaçla personel ve ekipman edinemezler.”
- “Hiçbir surette otel, hastane, alışveriş merkezi, iş merkezi, ticari parklar, ticari depolar, konut siteleri, süper marketler ve bunlara benzer nitelikteki gayrimenkulleri ticari maksatla işletemez ve bu amaçla personel istihdam edemezler.”
- “Kendi personeli vasıtasıyla portföye konu olan veya olacak projeler hariç olmak üzere başka kişi ve kuruluşlara proje geliştirme, proje kontrol, mali fizibilite, yasal izinlerin takibi ve buna benzer hizmetler veremezler.”
- “Kredi veremezler.”
- “Belgeye dayandırılmayan ve piyasa rayicinden bariz farklılık gösteren bir harcama veya komisyon ödemesinde bulunamazlar.”
- “Sürekli olarak kısa vadeli gayrimenkul alım satımı yapamazlar.”

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'nde yer alan portföy sınırlamalarına ilişkin tablo aşağıdaki gibidir:

Tablo 3.3: GYO'lara İlişkin Portföy Sınırlamaları

Portföy Sınırlamaları	Tebliğdeki İlgili Düzenleme	Asgari/ Azami Oran
Üzerinde Proje Geliştirilecek Mülkiyeti Ortaklığa Ait Olmayan İpotekli Arsaların İpotek Bedelleri	Md.22/(e)	≤ %10
(Değişik:RG-9/10/2020-31269) Gayrimenkuller, Gayrimenkule Dayalı Projeler, Gayrimenkule Dayalı Haklar, Gayrimenkul Yatırım Fonu Katılma Payları ve sermayesine %100 oranında iştirak ettikleri 28 inci maddenin birinci fıkrasının (ç) bendi kapsamındaki şirketler	Md.24/(a)	≥ %51
Para ve Sermaye Piyasası Araçları ile İştirakler	Md.24/(b)	≤ %49

Yabancı Gayrimenkuller, Gayrimenkule Dayalı Projeler, Gayrimenkule Dayalı Haklar, İştirakler, Sermaye Piyasası Araçları	Md.24/(d)	≤ %49
Atıl Tutulan Arsa/Araziler	Md.24/(c)	≤ %20
İşletmeci Şirkete İştirak	Md.28/1(a)	≤ %10
Borçlanma Sınırı	Md.31	≤ %500
Döviz Cinsinden Vadeli-Vadesiz Mevduat / Özel Cari-Katılma Hesabı ve TL Cinsinden Vadeli Mevduat / Katılma Hesabı	Md.24/(b)	≤ %10
Tek Bir Şirketteki Para ve Sermaye Piyasası Araçları Yatırımlarının Toplamı	Md.22/(I)	≤ %10

3.5. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Türleri

GYO'lar temel olarak halka açık GYO ve halka açık olmayan GYO olarak ikiye ayrılmaktadır. Türkiye'de ise yasal mevzuat gereği halka açık olmayan GYO bulunmamaktadır. Halka açık GYO, halka arz yoluyla payları borsada işlem gören GYO'ları ifade etmekteyken, halka açık olmayan GYO'lar ise tıpkı aşağıda yer verilen ve ABD' de örneği görülen ve payları borsada işlem görmeyen ortaklıklardır (public non-listed REITs).

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının örgütlenme şekli dikkate alındığında ise üç farklı şekilde örgütlenme gerçekleşmektedir: Klasik GYO Modeli, Şemsiye Ortaklığı Modeli (UPREIT Modeli: Umbrella Partnership Real Estate Investment Trust), Eksik Şemsiye Ortaklığı Modeli (DOWNREIT Modeli) (Şarkaya, 2007). Klasik GYO modelinde GYO'lar aktiflerinde çeşitli gayrimenkule dayalı yatırımlara yer vermekte ve borsada halka arz olarak finansman temini sağlamaktadır. Şemsiye Ortaklığı modelindeki GYO'larda gayrimenkul sahipleri şemsiye ortaklık dahilindeki bir işletmeci ortağa varlıklarını devretmekte ve bu devir karşısında ortaklığın hisse senetlerini elde etmektedir. Bu hisse senetlerinin sermaye piyasasında işlem gören GYO hisse senetleriyle değişim imkânı bulunmaktadır. Eksik Şemsiye Ortaklığı modelinde GYO'lar işletmeci ortaklığa sahip oldukları gayrimenkullerin bir kısmını devrederek ortak olur. Ancak tam anlamıyla devir gerçekleşmediği için mülkiyet hakkı korunmaktadır (Betül, 2021).

Bunun dışında ABD'de GYO'lar, Türkiye uygulamasıyla da bilinen equity REIT (Özvarlığa dayalı GYO) yanı sıra mortgage REITs (mREITS, İpotekli GYO), public non-listed REITs (PNLRs, Borsada işlem görmeyen GYO) olarak da gruplandırılmaktadır (Brueggeman & Fisher, 2011). Equity REIT (Özvarlığa dayalı GYO'lar): Türkiye uygulamasıyla da bilinen ve yatırımcılara, gelir yaratıcı gayrimenkul varlık sınıflarını içinde barındıran portföylere yatırım yapma fırsatı veren GYO'lardır.

Bu şirketler, ofis binaları, alışveriş merkezleri, çeşitli yaşam alanları gibi kiralanabilir varlıklara sahiptirler. Gelirleri genellikle kira geliri olmaktadır. ABD mevzuatına göre bu şirketlerin, gelirlerinin en az %90'ını hisse sahiplerine kâr payı olarak dağıtması gerekmektedir. Mortgage REITs (mREITS, İpotekli GYO'lar) ise gayrimenkul piyasasına gerekli olan temel likiditeyi sağlamayı amaçlamaktadır. Bu GYO'lar konut ve ticari ipoteklere, konut ipoteğine dayalı menkul kıymetlere ve ticari ipoteğe dayalı menkul kıymetlere yatırım yapmaktadırlar. İpoteğe dayalı GYO, gayrimenkullerin sahibi değildir. Hem konut ipoteğine dayalı menkul kıymetlere hem de ticari ipoteğe dayalı menkul kıymetlere yatırım yapılmasına rağmen temel olarak konut ve ticari ipoteklere odaklanmaktadırlar. Public non-listed REITs (PNLRs) şeklinde kurulan GYO'lar ise Amerikan sermaye piyasası otoritesi olan Securities and Exchange Commission (SEC)'a kaydolur ancak borsada işlem görmez. Bu GYO'lar neredeyse tamamıyla borsada işlem gören GYO'lar gibi faaliyette bulunurlar ancak tipik olarak likiditelerini sınırlandıran itfa kısıtlamalarıyla karşılaşır. Borsada işlem gören GYO'lar gibi kendi varlıklarına sahiptirler ve kendileri, bu varlıkların finansmanı ve yönetimini gerçekleştirmektedirler (Nareit, 2020). Bunların dışında bir de hibrit GYO'lar vardır. Adından da anlaşılacağı üzere hibrit GYO'lar, özvarlığa dayalı GYO'lar ile ipotekli GYO'ların karışımıdır. Başka bir deyişle, GYO'lar kendi varlıklarına sahip olmakta ve yönetmekte aynı zamanda gayrimenkul sahipleri ile işleticilere uzun vadeli kredi imkânı sunmaktadır (Dusuki, 2008).

3.6. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Yasal Çerçevesi

Sermaye Piyasası Kanunu çerçevesinde, GYO'lara ilişkin temel düzenleyici metin, SPK tarafından Resmî Gazete'de ilan olunan Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-48.1)'dir.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-48.1)'nde de belirtildiği üzere GYO'lar, TTK kapsamında yeni bir anonim şirket olarak kurulabilmekte ya da daha önce başka bir faaliyetle iştigal eden bir anonim şirket, esas sözleşmesinde SPK düzenlemelerine riayet ederek dönüşüm şeklinde de gayrimenkul yatırım ortaklıkları kurabilmektedir. Bu iki kuruluş seçeneğinde de SPK tarafından kuruluşun uygun görülmesi gerekmektedir (Urak, 2016).

Bu uygunluğun sağlanması için Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-48.1)'nin 6'ncı maddesinde aşağıdaki şartlar sayılmıştır:

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

b) Kurulusta başlangıç sermayesinin, dönüşümde ise mevcut ödenmiş veya çıkarılmış sermayesi ile öz sermayesinin her birinin 30.000.000 TL'den, münhasıran altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşan portföyü işletecek ise 100.000.000 TL'den az olmaması,

c) (b) bendinde belirtilen sermaye miktarının;

1) 60.000.000 TL'den az olması halinde, sermayeyi temsil eden paylarının en az %10'unun,

2) 60.000.000 TL ve daha fazla olması halinde ise, sermayenin 6.000.000 TL'lik, münhasıran altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşan portföyü işletecek ise 10.000.000 TL'lik kısmını temsil eden paylarının kurulusta nakit karşılığı çıkarılmış olması ve nakit karşılığı çıkarılan pay bedellerinin tamamının ödenmesi, dönüşümde ise nakit karşılığı çıkarılmış olması veya son hesap dönemine ait bağımsız denetimden 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,

ç) Ticaret unvanında "Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı" ibaresini taşıması veya unvanını bu ibareyi içerecek şekilde değiştirmek üzere Kurula başvurmuş olması,

d) Kurucu ortakların veya mevcut ortakların bu Tebliğde öngörülen şartları haiz olması,

e) Esas sözleşmesinin Kanun ve bu Tebliğ hükümlerine uygun olması veya mevcut esas sözleşmesini Kanun ve bu Tebliğ hükümlerine uygun şekilde değiştirmek üzere Kurula başvurmuş olması,

f) Genel müdür ile yönetim kurulu üyelerinin bu Tebliğde öngörülen şartları taşımaları, genel müdürün kuruluş ve dönüşüm başvurularında belirlenmiş ve en geç kuruluşun veya esas sözleşme değişikliklerinin ticaret siciline tescili tarihi itibarıyla, münhasıran altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşan portföyü işletecek ise tescil tarihini takip eden altı ay içinde atanmış olması,

g) Portföyünde yer alan/alacak varlıkların niteliklerinin ve ortaklık aktif toplamı içinde sahip oldukları/olacakları ağırlıkların bu Tebliğde belirtilen niteliklere ve sınırlamalara uygun olması,

ğ) Kurulusta aynı sermaye konulması durumunda, 9 uncu madde çerçevesinde aynı sermaye değerinin tespit edilmiş olması,

h) Başlangıç sermayesinin veya çıkarılmış sermayesinin %25'i oranındaki paylarının, bu Tebliğde belirlenen süre ve esaslar dahilinde halka arz edileceğinin, münhasıran altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşan portföyü işletecek ise halka arz edileceğinin veya nitelikli yatırımcıya satılacağına Kurula karşı taahhüt edilmiş olması,

ı) Sermayesinin, son iki yıl içinde, varlıkların rayiç değere taşınması suretiyle oluşan fonlardan artırılmamış olması."

Ortaklığa aynı sermaye de konulabileceği tebliğde ifade edilmiş ve bununla ilgili olarak:

"Ortaklık kuruluşlarında ve sermaye artırımlarında, ancak üzerinde ipotek bulunmayan veya gayrimenkulün değerini doğrudan ve önemli ölçüde etkileyecek

nitelikte herhangi bir takyidat şerhi olmayan gayrimenkuller ve gayrimenkule dayalı aynı haklar TTK'nın 342 ve 343 üncü maddeleri çerçevesinde aynı sermaye olarak konulabilir. Münhasıran altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşan portföyü işletecek ortaklıklarda bu fıkra sayılan varlıklara ek olarak Kurulca uygun görülecek varlıklar da aynı sermaye olarak konulabilir.

Aynı sermaye artırımı kararı sadece genel kurulda alınabilir. Ortaklıkların esas sözleşmelerinde bu hususa yer verilmesi zorunludur.” denilmiştir.

Tebliğin 11'inci maddesinde payların halka arz yoluyla satılabilmesi için belirli şartlar ortaya konmuştur. Bunlar aşağıdaki gibidir:

- *“Kuruluşlarının veya esas sözleşme değişikliklerinin ticaret siciline tescilini takip eden üç ay içinde faaliyetlerin yürütülebilmesi için gerekli olan mekân, donanım ve personeli temin etmeleri ve organizasyonu kurmaları,*
- *Gayrimenkul yatırım ortaklığı olarak kurulan ortaklıkların 6 ncı maddenin ikinci fıkrasının (f) ve (g) bentleri kapsamında genel müdürün atanmasına ve portföye dahil edilecek varlıklara ilişkin taahhütlerini yerine getirmeleri,*
- *Şekli ve esasları Kurulca belirlenecek halka arz standart formunu ve formda belirtilen belgeleri tamamlayarak çıkarılmış sermayelerinin asgari %25'ini temsil eden payların halka arzına ilişkin izahnamenin onaylanması talebiyle Kurula başvurmaları.”*

Yukarıdaki mevzuatta bahsedildiği üzere GYO'ların kuruluşunda halka arz süreci önemli bir yer tutmaktadır. Bu nedenle genel olarak halka arz kavramı: Sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan halka çağrıda bulunulmasını, halkın bir anonim ortaklığa katılmaya davet edilmesini, hisse senetlerinin borsalar veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda devamlı işlem görmesini, Sermaye Piyasası Kanunu'na göre halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımları dolayısıyla paylarının veya hisse senetlerinin satışını ifade etmektedir (Açlar & Çağdaş, 2002). Ortaklığın en az, çıkarılmış sermayesinin asgari %25'i halka açık pay niteliğinde olmalıdır.

Halka arza ilişkin satış işlemlerini takiben 15 gün içinde kotasyon amacıyla SPK'ı başvurulması gerekmektedir.

Ortaklıklar portföylerini kendileri yönetmektedirler ancak ortaklık portföyünde yer alan gayrimenkullere ve/veya altyapı yatırım ve hizmetlerine ilişkin işletme hizmetleri işletmecilerden alınması gerekmektedir.

Ortaklıkların hangi şirketlere iştirak edeceği tebliğin 28'inci maddesinde açıklanmış olup aşağıdaki gibidir:

- “Ortaklıklar, sadece;*
- a) İşletmeciler şirketlere,*
- b) Diğer gayrimenkul yatırım ortaklıklarına,*
- c) Yap-işlet-devret projeleri kapsamında kurulan şirketlere,*

ç) **(Değişik:RG-2/1/2019-30643)** Belirli gayrimenkullerin, gayrimenkul projelerinin ya da gayrimenkule dayalı hakların portföye alınması amacıyla sınırlı olarak faaliyet konusu yalnızca gayrimenkul olan yurt dışında kurulu şirketlere doğrudan veya sadece bu amacı gerçekleştirmek üzere yurt dışındaki şirketlere yatırım yapmak üzere yurt içinde/yurt dışında kurulan özel amaçlı şirketlere,

d) Gayrimenkullerin ya da gayrimenkule dayalı hakların değerinin, iştirak edilecek şirketin tabii olduğu mevzuat hükümlerine göre hazırlanan finansal tablolarında yer alan aktif toplamının devamlı olarak en az %75'ini oluşturduğu Türkiye'de kurulu şirketlere,

e) Portföylerinde yer alan ve/veya yer alması planlanan gayrimenkul, gayrimenkule dayalı hak veya gayrimenkul projelerine ilişkin yol, su, elektrik, gaz, kanalizasyon, peyzaj, çevre gibi hizmetlerin ilgili mevzuatta yer alan yasal zorunluluklar gereği yalnızca bu hizmetlerin yerine getirilmesi amacıyla sınırlı olarak kurulmuş veya kurulacak şirketler tarafından gerçekleştirilmesinin zorunlu olması halinde bu şirketlere iştirak edebilirler.”

Ortaklığın portföyünde yer alan varlıkları sigortalaması gerekmektedir. Bu kapsamda arsa, arazi, haklar ve henüz inşaatına başlanmamış projeler ve sermaye piyasası araçları hariç olmak üzere tüm varlıkların oluşabilecek her tür hasara karşı rayiç değerleri dikkate alınarak sigortalanması gerekmektedir.

GYO'larda değerlendirme işlemi önemli bir yer tutmaktadır. Bu kapsamda tebliğde de buna ilişkin olarak hangi hallerde değerlendirme yaptırılması gerektiği belirtilmiştir:

“a) Gayrimenkuller, gayrimenkule dayalı haklar, gayrimenkul projeleri, altyapı yatırım ve hizmetleri ile projelerinin portföye dahil edilmesi veya portföyden çıkarılması,

b) Portföyde yer alan gayrimenkullerin kiraya verilmesi,

c) Kiraya verilmek üzere gayrimenkul kiralınması,

ç) Portföyde yer alan gayrimenkullerden kiraya verilenlerin kira sözleşmelerinin yenilenmesi veya uzatılması,

d) Gayrimenkul ipoteği kabul edilmesi,

e) Projelerin inşaatına başlanabilmesi için, yasal prosedüre uyulduğunun ve gerekli belgelerin tam ve doğru olarak mevcut olduğunun tespit edilmesi,

f) Kurulca değerlendirme yaptırılması uygun görülecek diğer varlıkların portföye dahil edilmesi ve portföyden çıkarılması,

g) Portföyde yer alan ve ortaklığın hesap döneminin son üç ayı içerisinde herhangi bir nedenle rayiç değeri tespit edilmemiş olan varlıkların yıl sonu değerlerinin tespiti,

ğ) (a) bendinde yer alan varlıkların niteliğinin veya cinsinin değiştirilmesi,

h) Ortaklığa aynı sermaye konulması,

ı) **(Ek: RG-2/1/2019-30643)** Portföyde yer alan gayrimenkuller için 3194 sayılı Kanunun geçici 16 ncı maddesi kapsamında yapı kayıt belgesi alınması.”

Altyapı gayrimenkul yatırım ortaklıklarına ilişkin esaslar, 29/1/2009 tarihli ve 27125 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan Altyapı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına

İlişkin Esaslar Tebliği (Seri: VI, No: 24)'nin, Altyapı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri: VI, No: 24)'nin Yürürlükten Kaldırılmasına Dair Tebliğ (III-48.4)'in 23/1/2014 tarih ve 28891 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanması ile Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-48.1)'nde düzenlenmektedir.



DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI İLE GAYRİMENKUL YATIRIM FONLARINDA VERGİLENDİRME REJİMLERİ

Vergi uygulamalarında geçmişten günümüze birçok konu ve faaliyet alanında vergi teşvikleri uygulanmıştır. Çalışmanın bu bölümünde daha önceki kısımlarda bahsedilen, gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve fonlarının faaliyetleri çerçevesinde elde edilen kazançlara uygulanan yasal mevzuat ile yasal mevzuat muvacehesinde uygulanan vergisel teşviklere yer verilecektir.

4.1. Vergi Teşvikleri

Ekonomiye müdahale anlamında vergisel teşvikler hem gelişmiş ülkeler hem de gelişmekte olan ülkeler açısından önemli bir araç olarak görülmektedir. Sosyal devletin lüzumu olarak teşvikler, ekonomiye müdahale etme konusunda devletler tarafından kullanılmaktadır. Teşvikler, ekonomik istikrarı sağlamak, belirlenmiş hedeflere ulaşmak, kalkınmayı sağlamak için devletlerin başvurduğu yöntemler arasında bulunmaktadır (Baştürk, 2012). Vergileendirme uygulamalarının ortaya çıkardığı sosyal, ekonomik ve mali işlevlere yönelik olarak belirli amaçlar bağlamında vergi ödemekle yükümlü olanları, önceden belirlenmiş tutum ve davranışları sergilemeleri için yürürlüğe konulan vergi kolaylıklarına vergi teşviki denilmektedir (Akdoğan, 2011).

Mali teşvikler, ekonomide yer alan aktörlerin belirli alanlarda daha etkin olmasını sağlamak ve davranışlarının da bu yönde gelişimini etkilemek amacıyla uygulanmaktadır. Teşvikler, özellikle yatırım alanlarına yönlendirilerek buradaki gelişimin sonuçları olan üretim hacminin artması, istihdamın artması ve büyüme hızının artması gibi etkileri açısından da itici güç olmaktadır. Bunun yanı sıra teşvik edilen sektörün gelişmesi, bölgeler arası dengesizliklerin giderilmesi ve küresel rekabet gücünün artırılması da hedeflenmektedir (Altay & Karabulut, 2017).

Mali destekler, hedeflenen sosyal, mali ve ekonomik hedeflere ulaşmada kullanılan vergisel desteklerdir. Genel manada mali, ekonomik, sosyal, hukuki bütün kolaylıkları sağlayarak belirli ekonomik hedeflere ulaşmak amacıyla verilen teşvikler vergisel teşvikleri oluşturmaktadır (Tuncer, 2008).

Aslında sektörlere sağlanan vergi teşvikleri, ekonomilerde baskı olarak görülen vergi yükünü ya azaltan ya da ortadan kaldıran bir etki yaratmaktadır. Vergi teşvikleri, kanunlar, yönetmelikler ve diğer düzenleyici işlemler vasıtasıyla mükelleflere tanınan vergisel yükümlülüklerin azaltılması veya ortadan kaldırılması olarak tanımlanmaktadır. Bu teşvikler her ülkede, ülkenin içinde bulunduğu ekonomik, siyasi ve sosyal gereksinimlere göre farklı olarak uygulanabilmektedir. Bu durum gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde farklı teşviklerin uygulanması sonucunu doğurmuştur. Vergilerin girişimcilerin elde ettikleri kazanç üzerinde oluşturduğu baskı karlarını düşürmekte ve devletler de vergi teşviklerini kullanarak girişimcilerin kayıplarını düşürmeyi amaçlamaktadırlar (Giray, 2008).

4.1.1. Vergi Teşvik Çeşitleri

Literatürde vergisel teşvikler birçok şekilde sınıflandırılabilir. Bu kısımda bunlardan bazılarını aşağıda kısaca yer verilecektir.

Vergi teşviklerini bir sınıflandırmaya göre yasal vergi teşvikleri ve efektif vergi teşvikleri olarak ikiye ayrılmaktadır. Bu ayrıma göre yasal vergi teşviki, özel olarak herhangi vergi düzenlemesi bulunmayan belirli niteliği haiz yatırım projelerine uygulamak üzere yürürlüğe konulan teşviklerdir. Ancak tanımdan da anlaşılacağı üzere tüm yatırım projelerine uygulanacak olan bir düzenlemeyi de ifade etmemektedir. Örneğin, yarı oranda yasal kurumlar vergisinin uygulandığı bir yabancı yatırım fonu kazancı vergi teşviki olacaktır. Fakat belirli süreli dahi olsa genel kapsamlı bir indirim bu minvalde değerlendirilemeyecektir. Öte yandan efektif vergi teşviki ise yine belirli yatırım projelerine bir şekilde ölçülebilen ve efektif vergi yükünü özel vergi hükmünün bulunmadığı durumlarda yatırımcılar tarafından karşılanacak olan vergi yüküne göre rölatif olarak azaltan özel bir vergi teşvikini ifade etmektedir (Zee, Stotsky, & Ley, 2002). Yasal mevzuat muvacehesinde yapılan çeşitli vergi teşvikleri yatırımların bu yöne kaymasını ve iş ortamının oluşmasını gösterirken, bu değişiklikler sonucu vergi yükü gerçekten azalmışsa efektif vergi teşvikinden de bahsedilebilmektedir (Tekin, 2016).

Bir başka ayrım ise vergi teşvikleri dolaylı teşvikler ve dolaysız teşvikler olarak iki bölümde incelenebilmektedir. Dolaylı vergi teşvikleri işlem üzerinden alınan vergilerde belirlenen tarifeler vasıtasıyla uygulanan istisna -katma değer vergisinde olduğu gibi- veya muafiyetleri ifade etmektedir. Dolaysız vergi teşvikleri ise kurumlar vergisi ve gelir vergisine uygulanan teşvik türüdür. Örneğin, genel vergi oranlarının

düşürülmesi veya bazı sektörlerde bölgelere düşük oranlı vergi uygulaması gibi uygulamalardır (Acinoroğlu, 2009).

Vergi tatili, firmaların belirli bir süre için indirimli vergi oranı aldığı ancak tatiller sona erdiğinde daha yüksek oranda vergi ödediği durumdur. Başka bir anlatımla vergi mükelleflerine süreli olarak muafiyet ya da istisna gibi uygulamalar vasıtasıyla çeşitli teşvikler tanınmaktadır (Samuelson & Bond, 1986).

Vergi cenneti tanımının tam olarak ne olduğu konusunda çeşitli tartışmalar mevcuttur. Genel olarak bu ifade yabancı yatırımcılar için cezbedici vergi rejimi bulunan ülkeleri ifade etmektedir. Bu ülkelerde vergi oranlarının hiç olmaması veya düşük oranlı olmasının yanı sıra banka ya da diğer finans kuruluşlarının bilgi değişimini sınırlı tutması gibi çeşitli unsurlar da yer almaktadır (Tobin & Walsh, 2013).

Yatırım indirimi, şirketlerin belirli bir dönemde elde etmiş oldukları kazançlarından yatırıma ayırdıkları kısmın ödemeleri gereken vergiden düşürülmesidir. Türkiye’de gelir vergisi kanununda yer alan düzenlemeler kapsamında mükelleflere bu teşvik sağlanmaktadır.

Hızlandırılmış amortisman uygulamasıyla da mükelleflere kısa süre içinde daha fazla gider yapma imkânı vererek teşvik sağlanabilir. Normal amortisman yönteminde mükellefler yıllara sâri olarak sabit tutarda gider yapabilmekte iken hızlandırılmış amortismanda ilk yıllarda daha fazla gider yapabilme imkânı sağlanmaktadır.

4.1.2. Vergi Teşviklerinin Amaçları

Sosyal devlet anlayışının gelişmesiyle birlikte ekonomik ve sosyal problemlerin çözümünde devlet yardımları önemli bir yer tutmaya başlamıştır. Teşvik uygulamalarının temel amaçları olan ekonomide istikrar ve büyümeyi sağlamanın yanında, ekonomik olarak bölgesel gelişmişlik düzeylerinde farklılığı ortadan kaldırmak, göçü, çevresel sorunları çözmekte vardır.

Gelişmiş ülkelerde teşvik uygulamaları geri kalmış bölgeleri kalkındırmak, üretimi artırmak, teknolojik gelişimi sağlamak ve işsizliği azaltmak için uygulanmaktadır (Aytemiz & Helhel, 2007).

Bu teşvik uygulamalarının temel hedefi ülkenin refahını artırmaktır. Ancak teşvik yöntemleri ve benimsenen uygulamalar ülkelerin içinde bulundukları ekonomik

konjonktür ve uyguladıkları makro iktisadi politika tercihlerine göre değişiklik göstermektedir (Topal, 2016). Gelişmekte olan ülkelere teşviklerle daha çok yatırımlar vasıtasıyla üretimi ve ihracatı artırmak ve işsizliği azaltmayı amaçlamaktadırlar.

Türkiye’de vergi teşvikleri değişik amaçlarla kullanılmakla birlikte bunların önde gelenleri yatırımları teşvik etmek ve doğrudan yabancı yatırımları Türkiye’ye çekmektir. Bu temel amaçların dışında da vergi teşvikleri kullanılabilir (Tekin, Vergi Teşvikleri ve Ekonomik Etkileri, 2006). Bunlar ise işsizliğin azaltılması, bazı sektör ve faaliyet türlerinin gelişiminin teşvik edilmesi, coğrafi kalkınma ve gelişmişlik düzeyindeki farklılıkların giderilmesi olarak sayılabilmektedir (Leblebici, 2002) (Akdeve & Karagöl, 2013).

Günümüz ekonomik konjonktürü gereği hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler açısından vergi teşvik uygulamalarının yürürlüğe konulması bir zorunluluk haline gelmiştir. Ekonomilerin küreselleşmenin de etkisiyle entegre olması, yatırımcıları, bir ülke ekonomisini tercih etme açısından çeşitli avantajları arar duruma getirmiştir. Bu vergisel teşviklerle birlikte sadece vatandaşları olan ülke bireyi değil diğer ülke vatandaşları da kendi ülkeleri dışında yatırım yapabilir hale gelmiştir.

Az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere teşvik uygulamalarının başlıca sebepleri aşağıdaki gibidir (Duran, 2003):

- İhracatı arttırmak,
- Katma değeri yüksek, ileri ve uygun teknolojileri kullanarak verimliliği arttırmak,
- Ülkeye yabancı sermaye girişini sağlamak,
- Ülke kalkınmasında hedeflere ulaşmayı sağlamak,
- İşsizliği azaltmak veya önlemek,
- Rasyonel kaynak dağılımını sağlamak,
- Gelir dağılımı adaletsizliği ve gelişmişlik farklılıklarını ortadan kaldırmak.

Vergi teşviklerinin uygulanması neticesinde çeşitli maliyetler ortaya çıkmaktadır (Tekin, Vergi Teşvikleri ve Ekonomik Etkileri, 2006):

- Teşvik sağlanan yatırımlar ile sağlanmayan yatırımlar arasındaki sapmalardan kaynaklanan maliyetler,
- Gelir kaybı nedeniyle teşvik sağlanmayan kaynaklardan vergi toplanması,
- İdari kaynakların oluşturduğu maliyetler,
- Uygulanan teşvik politikalarının kötüye kullanılması sonucu oluşan yozlaşma ve diğer sosyal maliyetler.

Vergi kanunları kapsamında uygulanan istisnalar, vergi alınması gereken bir muamele için yine kanun kapsamında konulan verginin ya hiç alınmaması ya da kısmen alınmasını, bazen şartlı bazen de şarta tabi olmaksızın uygulayan bir vergilendirme rejimidir. Bu şekilde nesnel vergi yükümlülüğü ortadan kalkmaktadır.

Muafiyet, vergi kanunları kapsamında vergilendirilmesi gereken bir kesimin vergi uygulaması dışında bırakılmasıdır. Burada ise öznel vergi yükümlülüğü vergilendirme rejimi dışında bırakılmaktadır. Bu muafiyetler incelendiğinde, muafiyet tanınan tüzel ya da gerçek kişilerin ortak noktalarının bulunduğu ve bazılarının kamusal mal ürettiği ve faaliyetlerinde kamu yararı bulunduğu görülmektedir (Şenyüz, Gerçek, & Yüce, 2008). İstisnalar çeşitli muameleleri vergilendirme rejiminin dışında bırakırken muafiyetler ise verginin muhatabı olan gerçek ya da tüzel kişileri rejimin dışında bırakmaktadır.

Vergi istisna ve muafiyet uygulamalarının bazı amaçları bulunmaktadır (Çelik R. , 2019):

- Ekonomik gerekçeler: Yatırımların gelişmesi ve bölgesel olarak gelişim sağlanması.
- Mali gerekçeler: Vergilerin toplanmasında sağlanan avantajlar
- Sosyal gerekçeler: Gelir dağılımında adalet sağlanması, bireyler arasında yatay ve dikey gelir dağılımını sağlamak, pozitif dışsallık üreterek sosyal fayda sağlamak
- Siyasi gerekçeler: Baskı ve çıkar grupları kendilerinin daha düşük bir vergi yükü altında kalmalarını isteyebilirler. Bu nedenlerle de istisna veya muafiyet tanınabilmektedir.

Öte yandan sağlanan teşvikler aynı zamanda vergi harcamasına da neden olmaktadır. Vergi harcaması: Ekonomik ve sosyal politika uygulamaları nedeniyle bazı mükelleflere özel indirim ve vergi yükü azaltan politikaların uygulanması sonucu kamu gelirlerinde yaşanan kayıptır (Wilkinson, 1986).

4.2. Kurumlar Vergisi Kanunu'nda Yer Alan Düzenlemeler ve İstisna Uygulaması

Çalışmanın bu kısmında gayrimenkul yatırım ortaklıkları ile gayrimenkul yatırım fonlarına ilişkin olarak, 21/06/2006 tarih ve 26205 sayılı Resmî Gazete'de yürürlüğe giren 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu (KVK) ile bu kanun yürürlüğe girmeden önceki mevzuat kapsamında yer alan istisna düzenlemeleri ve istisna uygulamalarına ilişkin örneklerle yer verilecektir.

4.2.1. Kurumlar Vergisi Kanunu'nda Yer Alan Düzenlemelerin Tarihçesi

1824 yılında şirketlerin vergilendirilmesine yönelik uygulamaların var olduğu ancak salt kurumlar vergisine yönelik uygulamaların, Birinci Dünya Savaşı sonrasında savaşın finansmanı amacıyla, yeni uygulamaların gerekliliği sonucu ortaya çıktığı görülmektedir (DPT, 1993).

Dünyada sermaye şirketlerinin vergilendirilmesi ilk olarak 1909 yılında ABD'de başlamıştır. Bu vergilendirme rejimi ABD'de, Birinci Dünya Savaşı sonrasında bağımsız bir vergi haline dönüşmüştür. Öte yandan Almanya 1920 yılında, Japonya 1940 yılında, İngiltere 1965 yılında, Fransa ise 1948 yılında gerçek manada ve tüzel kişi ayrımı yaparak kurumlar vergisini uygulamaya başlamıştır (Kızılot, Kurumlar Vergisi Kanunu ve Uygulaması, t.y.).

Kurumlar vergisinin tarihçesine bakıldığında, ilk olarak Osmanlı döneminde uygulanan temettü vergisi görülmektedir. Cumhuriyetin kuruluş döneminde dolaysız vergi olan temettü vergisi 1907 yılında uygulanmaya başlanmıştır (Turhan, 1987). Uygulamada mükellefler arasında gerçek ve tüzel kişi ayrımı yapılmayarak bütün ticari teşebbüsler kapsama alınmıştır. Bu vergi ile ortakların kurumlar vasıtasıyla elde ettiği kazançlar vergilendirilmekteydi. Temettü vergisi, ortakların kurumlar vasıtasıyla elde ettiği karları vergilendirdiğinden kurum kazançlarını kapsamakta ve o günün kurumlar vergisi olarak nitelendirilmektedir (Demirkan, 1981). Temettü vergisi ile

ticaret ve sanayi kesiminde çalışanlar hedef alınmış ancak bu kesimlerin zayıflığı, etkili olacak şekilde vergilendirilememesi gibi nedenlerle temettü vergisi o yıllarda bütçe gelirlerinin %5'ini aşamamıştır (Yaşa, 1980). Temettü vergisi, bugünkü gelir vergisinin özünü oluşturmakla birlikte temelini belediye vergilerinden almaktadır (Turan, Öngeloğlu, & Duru, 1982).

1925 yılında aşar kaldırılmış ve kamu gelirlerinde azalma meydana gelmiştir. Bunun ardından temettü vergisi kaldırılarak yerine kazanç vergisi getirilmiştir (Turhan, 1987). Temettü vergisine benzer şekilde kazanç vergisinde de gerçek ve tüzel kişi ayrımı yapılmayarak tüm kazanç sahiplerine bu vergi uygulanmıştır.

İkinci Dünya Savaşı'yla birlikte ücretliler ve diğer kazanç sahibi kişilerin vergilerine zamlar yapılmış ve bu durum çeşitli karışıklıklara neden olmuştur. Bu nedenle dönemin hükümeti savaş yıllarında daha çok ticaret ve sanayi kesiminde vergileri artırmayı amaçlamıştır. Savaşın sona ermesiyle birlikte, geçen dönemde kazanç vergisi sisteminde çeşitli değişiklikler ve artışlar meydana gelmiş ve bu durum güncel olan vergilendirme rejiminin gözden geçirilmesini gerekli kılmıştır (Bulutoğlu, 1970). Bunun sonucu olarak da kazanç vergisi kaldırılarak 1950 yılından itibaren kurumlar vergisi uygulanmaya başlanmıştır.

1946 yılı, Cumhuriyet tarihinde ekonomi politikaları uygulaması bakımından kapalı ve korumacı yapıdan dışa açık politikalara geçiş nedeniyle önemli bir tarih olarak dikkat çekmektedir. Çok karışık bir vergi sistemine sahip olan Türkiye için vergi sisteminin işlerliği bozulmuş ve reform gerekliliği ortaya çıkmıştır. Bu nedenle 1946 yılından sonra ve İkinci Dünya Savaşı bitimiyle vergi sisteminde yeni çalışmalara başlanmıştır. Yapılan çalışmaların neticesi olarak 1949 yılında kazanç vergisi kaldırılmış ve bunun yerine gelir vergisi, günümüz kurumlar vergisinin temelini oluşturan kurumlar vergisi ve esnaf vergisi kabul edilmiştir (İnan, 2010).

Kurumlar vergisi, batılı ülkelerde Birinci Dünya Savaşı sonrasında yaygınlık kazanmıştır. Türkiye'de ise, Alman kurumlar vergisinin temel alındığı bir yasal metin olan kurumlar vergisi, 03.06.1949 tarih ve 5422 sayılı kanunla kabul edilerek 1950 yılından itibaren elde edilen kazançlara uygulanmıştır (Armağan, 2007). Kurumlar vergisi, gelir vergisinden farklı olarak tek oranlı bir tarife yapısına sahip vergilendirme türüdür (Turhan, 1987). Kurumlar vergisinde temel olarak sermayede meydana gelen değişiklikler önem arz etmektedir. Yani safi kurum kazancı işletmeye ortaklar

tarafından konulan sermayenin dönem başı ve dönem sonu değerleri arasındaki farktan kaynaklanmaktadır. İşletme bu sermaye ile kurulmakta ve sermaye vasıtasıyla elde edilen kazançlar vergilendirilmektedir. Türk vergilendirme rejiminde mükerrer vergi alınması çeşitli tartışmaları ortaya çıkartmakla birlikte bu verginin alınmasında haklılığı ortaya koyan sebepler de mevcuttur. Kurumların, ortaklarından ayrı bir kişiliğe sahip olması, ortaklar vasıtasıyla sermaye birliğini temsil etmesi, şirket ortaklarının gelir düzeyi yüksek olması nedeniyle devlet açısından daha fazla gelir elde etme olanağı sağlayan bir kaynak oluşturmaları, elde edilen gelirlerin kaynağına göre ayrı bir vergilendirme rejimine tabi tutulması düşüncesine yönelik ayırma ilkesini uygulamasıyla ilgilidir (Tosuner & Arıkan, 2008).

5422 sayılı Kurumlar Vergisi Kanun Tasarısı'nın gerekçesinde yer alan ve yeni oluşturulan vergilendirme rejiminde kurumların müstakil bir kanun oluşturularak vergilendirilmesi gerektiği hususu aşağıdaki sebeplerle açıklanmıştır:

1- Gerçek kişilerin vergilendirilmesinde dikkate alınan mükelleflerin kişisel ve medeni durumları, ailenin maddi olarak içinde bulunduğu külfet ve en az geçim seviyesi gibi hususiyet arz eden durumlar önemlilik kazanmıştır. Ancak kurumların vergilendirmesinde yukarıda sayılan şahsa yönelik amiller yer bulamamaktadır. Kurumlar açısından vergilendirmede dikkate alınacak tek unsur sermayedir. Zira kurumların iktisadi ve mali varlıkları ve borçları bu unsurla izah edilmektedir. Bu nedenle kişisel ve psikolojik sebepler yerine, sermayenin:

- Tarzı
- Teşekkülü
- Miktarı
- Ortaklık ilişkileri
- Fesih, birleşme, tasfiye hükümleri,
- Ayrılması gereken ihtiyatların organizasyonu,
- Dağıtılması planlanan kazanç miktarı ve dağıtımı

gibi mali özellikler ön plana çıkmaktadır.

2- Gelir vergisi uygulamasında “Esnaf Muaflığı” gibi münhasıran gerçek kişileri ilgilendiren müesseselere yer verilmiş ve mükelleflerin vergilendirme uygulamaları bakımından bazı ayrımlar yapılması öngörülmüştür. Ancak kurumlar ele alındığında bu veya buna benzer

mükelleflerin şahıslarına yönelik vergilendirme uygulamalarında ayırım yapılmasına gerek bulunmamaktadır.

- 3- Gelir vergisi, şahsın gelir miktarı ve ihtiyaçları arasında ilişki kurarak katı bir artan oranlı vergilendirme prensibi benimsemiştir. Yani gelir vergisi uygulamasında müterakkilik olduğu bilinmektedir. Bununla birlikte ödeme becerileri ve iktisadi oluşumları sadece sermayeye dayalı olan kurumlar hakkında böyle bir prensibin uygulanması anlamlı olmamaktadır.
- 4- Gelir vergisi uygulamasında kazanç unsurları belirlenmiş ve kazançlar arasında ücret, menkul sermaye iradı, zirai kazanç gibi ayırım kaidesi oluşturulmuştur. Öte yandan kurumların vergilendirmesinde doğal olarak bu ayırım ilkesinin cari olması beklenemez ve uygulama alanı bulamaz. Zira, kurumların gelir kaynaklarında teklik vardır. Bu kaynak ise şirketin sahip olduğu sermayedir.
- 5- Son olarak kurumların ayrı bir vergi ile vergilendirilmesi hem gelir vergisinin hem de kurumlar vergisinin daha açık ve derli toplu bir araya getirilmesine olanak sağlamaktadır. Bu durum özellikle kanunlara nüfuz etmede ve doğru bir şekilde uygulanmasında önem arz etmektedir.

03.06.1949 tarih ve 5422 sayılı kurumlar vergisi kanununda 1960 yılına kadar herhangi değişiklik yapılmamıştır (İnan, 2010). 1960 ve 1970 yılları arasında 5422 sayılı kanunda dikkati çeken değişiklikler ise aşağıdaki gibidir (Küsmenoğlu, 2010):

- Yabancı kurumların tanımı kapsam olarak genişletilmiştir.
- Dar mükellefiyette kapsam daraltılmıştır.
- Kaynak kesinti suretiyle vergilendirme başlamıştır.
- Vergi güvenlik müesseseleri uygulanmaya başlanmıştır.
- Yardım ve bağış gibi konularda çeşitli düzenlemeler yapılmıştır.
- İki yıl olarak uygulanan zarar indirimi geriye dönük beş yıl için geçerli olmaya başlamıştır.
- Verginin iki eşit taksitte tahsil edilmesi uygulaması cari olmuştur.
- Yatırım indirimi uygulaması kurumları da kapsayacak şekilde genişletilmiştir.

1980 yılı sonrası 5422 sayılı kurumlar vergisi kanununda yapılan bazı değişiklikler ise aşağıdaki gibidir (Kusmenoğlu, 2010):

- Cemaat ve sendikalarında mükellef olabileceği kanuna eklenmiş ve kanunun kapsamı genişletilmiştir.
- 1985-1992 yılları arası uygulanmayan iştirak kazançları istisnası 1993 yılında yapılan değişiklikle tekrar uygulanmaya başlamıştır.
- 1993 yılında çeşitli istisnalar ve muafiyetler yürürlükten kaldırılmış ve yeni istisnalar getirilmiştir.
- Şirketlerin bölünmeleri, birleşmeleri ve devirleri konusunda düzenlemeler yapılmıştır.
- Kabul edilmeyecek giderler, zarar mahsupları, çeşitli indirimler konusunda düzenlemeler yapılmıştır.

03.06.1949 tarihli ve 5422 sayılı kurumlar vergisi kanununun 8'inci maddesi istisna kazançları düzenlemektedir. 5422 sayılı kurumlar vergisi kanunun yürürlüğe girdiği tarihte, kanunda, gayrimenkul yatırım ortaklıkları ya da gayrimenkul yatırım fonları nezdinde herhangi muafiyet ya da istisna bulunmamaktaydı. 11.07.1992 tarih ve 3824 sayılı kanunun 10'uncu maddesi ile 03.06.1949 tarihli ve 5422 sayılı kurumlar vergisi kanununun 8'inci maddesi değiştirilmiş ve birinci fıkrasının 12'nci bendinin d alt bendine: "*Gayrimenkul yatırım fonları veya ortaklıklarının kazançları*" ibaresi eklenerek GYO ve GYF'lerin kazançları istisna kapsamına alınmıştır.

Maddeye eklenen bu bent ile GYO ve GYF'lerin kazançları tamamen istisnaya tabi tutulmamış, kurumlar vergisi kanununun 24'üncü maddesi ile gelir vergisi kanununun 94'üncü maddesi uyarınca tevkif suretiyle ödenecek vergileri kapsamadığı madde metnine eklenen fıkra ile ifade edilmiştir.

Bununla birlikte yine 30.12.1993 tarih ve 3946 sayılı kanunun 30'uncu maddesiyle, 5422 sayılı kurumlar vergisi kanununun 8'inci maddesinin birinci fıkrasının altıncı bendine: "*Bu maddenin 4 numaralı bendinin (a), (c) ve (d) alt bentlerinde belirtilen yatırım fonlarının katılma belgeleri ve yatırım ortaklıklarının hisse senetlerinden elde edilen kar payları*" ibaresi eklenmiştir. Bu kapsamda yatırım fonlarının katılma belgeleri ve yatırım ortaklıklarının hisse senetlerinden elde edilen kar payları da istisna kazanç olarak dikkate alınmıştır. Ancak bu bent, 01.01.1999 tarihinden geçerli olmak üzere 29.07.1998 (Mükerrer) Resmî Gazete tarihli 4369 sayılı kanun ile yürürlükten kaldırılmıştır.

4.2.2. Kurumlar Vergisi Kanunu'nda Yer Alan Güncel Düzenlemeler

5520 sayılı yeni kanun, 1950 yılından beri uygulanmakta olan 5422 sayılı kanun yerine, 21 Haziran 2006 tarihli Resmî Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Yeni kanunun çıkarılmasında çağın gerekleri ve gerçekleri ile bağdaşır bir hukuki altyapı oluşturma hedefi ön plana çıktığı kanunun genel gerekçesinden anlaşılmaktadır. Kanun ile:

- Ekonomideki güvensizliğe neden olan unsurların azaltılması,
- Dar mükellefiyet rejimine ilişkin hükümlerin sistematik olarak kanuna yerleştirilmesi,
- Uluslararası entegrasyon için "düz vergi" (flat tax) olarak isimlendirilen sistemin uygulanması,
- Vergi kesintisi uygulamalarının Kurumlar Vergisi Kanunu kapsamına alınması genel olarak amaçlanmıştır.

2000'li yıllara gelmesiyle birlikte Türkiye'de inşaat sektörü açısından teknik donanımı yüksek ve uluslararası operasyonları yapabilecek donanım seviyesine ulaşılmıştır. Bu teknik gelişimin ardından gayrimenkul sektöründeki şirketlerin kurumsallaşması finansal ve idari alt yapılarının profesyonelleşme süreci yaşanmıştır.

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları ile gayrimenkul yatırım fonlarına ilişkin istisna hükmü, 5520 sayılı kurumlar vergisi kanununun 5'inci maddesinin birinci fıkrasının d bendinde aşağıdaki gibidir:

"d) Türkiye'de kurulu;

1) Menkul kıymetler yatırım fonları veya ortaklıklarının portföy işletmeciliğinden doğan kazançları,

2) Portföyü Türkiye'de kurulu borsalarda işlem gören altın ve kıymetli madenlere dayalı yatırım fonları veya ortaklıklarının portföy işletmeciliğinden doğan kazançları,

3) Girişim sermayesi yatırım fonları veya ortaklıklarının kazançları,

4) Gayrimenkul yatırım fonları veya ortaklıklarının kazançları,

5) Emeklilik yatırım fonlarının kazançları,

6) Konut finansmanı fonları ile varlık finansmanı fonlarının kazançları."

Kanun yayımı tarihinden itibaren bentte herhangi değişiklik olmamıştır. Madde gerekçesinde istisnanın amacının “*söz konusu kuruluşların gelişmesinin sağlanması*” olduğu ifade edilmiştir.

1 Seri No'lu Kurumlar Vergisi Genel Tebliği'nde, 01/12/2017 tarihine kadar, gayrimenkul yatırım ortaklıkları ile gayrimenkul yatırım fonlarının kazançlarının kurumlar vergisinden istisna olduğu yazılmıştır. Devam eden süreçte de anılan kazançlar istisna olmakla birlikte 01/12/2017 tarih ve 30257 Resmî Gazete'de Kurumlar Vergisi Genel Tebliği (Seri No: 1)'nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (Seri No: 13) yayımlanmış ve bu kazançlara ilişkin önemli düzenlemeler getirilmiştir.

Kurumlar Vergisi Genel Tebliği (Seri No: 1)'nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (Seri No: 13)'de:

- Altyapı gayrimenkul yatırım ortaklığının özel bir çeşit yatırım ortaklığı olduğu,
- Faaliyet konusu olarak altyapı gayrimenkul yatırım ortaklıkları ile gayrimenkul yatırım ortaklıklarının III-48.1 sayılı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'nde ayrıştırıldığı,
- Altyapı gayrimenkul yatırım ortaklıkları ile gayrimenkul yatırım ortaklıkları arasında, ortaklıkların kuruluşu açısından, III-48.1 sayılı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'nde asgari çıkarılmış sermaye ve öz sermaye şartı, kuruluş ve dönüşümü takip eden belli bir süre içinde payların halka arz edilmesi veya nitelikli yatırımcılara satılma zorunluluğu, yapılacak yatırımlarla ilgili asgari şartlar gibi konularda bu ortaklıkları birbirinden ayrıştıran düzenlemelerin bulunduğu ifade edilmiştir.

Tüm bu farklılıklar nedeniyle, Tebliğ'de, KVK'da yer alan istisnadan altyapı yatırım ve hizmetleri gibi diğer varlık ve haklardan oluşan yatırım fon veya ortaklıklarının kazançlarının yararlanamayacağı belirtilmiştir.

Öte yandan, KVK'nın 15'inci maddesinin üçüncü fıkrasında bu fon ve ortaklıkların kazançlarının kesinti yoluyla vergileneceği ifade edilmiştir. İstisna kazançlar üzerinden kurumlar, dağıtılsın veya dağıtılmasın kendi içinde %15 oranında kesinti yaparak beyan etmesi gerekmektedir. %15 olan kesinti oranı, 2009/14594

sayılı Bakanlar Kurulu Kararı uyarınca 03.02.2009 tarihinden itibaren %0 oranında uygulanmaktadır.

Ortaklık ve fonlar söz konusu kesintilere ilişkin ayrıca muhtasar beyanname vermeyecek olup, kesintiyi, kurumlar vergisi beyannamesinin verildiği döneme ilişkin muhtasar beyanname ile beyan edeceklerdir.

KVK'nın 34'üncü maddesinin sekizinci fıkrasında ise ortaklık ve fonların faaliyetleri esnasında KVK'nın 15'inci maddesi kapsamında kendilerinden yapılan kesintileri, KVK'nın 15/3 maddesi uyarınca kendi bünyelerinde yapacakları vergi kesintisinden mahsup edebilecekleri belirtilmiştir. Zira bu fon ve ortaklık kazançlarına tanınan istisnanın, kazancın elde edilmesi esnasında ödemeyi yapanlarca uygulanacak olan vergi kesintilerine şümulü bulunmamaktadır.

Tebliğ hükmüne göre KVK'nın 15'inci maddesinin üçüncü fıkrası kapsamında bir kesinti yapıldığı takdirde, KVK'nın 15'inci maddesinin ikinci fıkrasında yer alan vergiden muaf olan kurumlara dağıtılan GVK'nın 75'inci maddesinin ikinci fıkrasının (1), (2) ve (3) numaralı bentlerindeki kâr payları için tevkifat yapılmamaktadır. Burada mükerrer vergileme önlenmeye çalışılmıştır. Zira istisna kazanç 15/3 kapsamında vergilendirilmiş bulunmaktadır.

Dar mükelleflerin kazançları, ticari veya zirai faaliyet kapsamında ise kurum kazancına eklenmekte ve kurumlar vergisi beyannamesi ile beyan edilmektedir. Ancak dar mükellef kurumlar, Türkiye'de bir iş yeri veya daimî temsilcisi vasıtasıyla elde ettikleri ticari kazançları ile ilişkilendirmeden menkul sermaye iradı ve değer artış kazancı da elde edebilmektedirler. Kazancın vergilendirilmesi, kazancın nev'ine göre değişiklik göstermektedir. Menkul sermaye iradı ve değer artış kazancı hususiyetle gelir vergisine taalluk ettiğinden bir sonraki kısımda ele alınacaktır. Bu kısımda ise dar mükellef kurumların bu minvaldeki gelirleri işlenecektir.

Bununla birlikte KVK'nın dar mükelleflere ilişkin tevkifatları konu edinen 30'uncu maddesinin üçüncü fıkrasında benzer bir düzenleme yer almaktadır. Tam mükellef kurumlar tarafından, dar mükellef kurumlara veya kurumlar vergisinden muaf olan dar mükelleflere dağıtılan ve Gelir Vergisi Kanunu'nun 75'inci maddesinin ikinci fıkrasının (1), (2) ve (3) numaralı bentlerinde sayılan kâr payları için de KVK 15/3 kapsamında kesinti yapılmışsa eğer bu kazançlar üzerinden KVK 30/3 kapsamında tekrar tevkifat yapılamamaktadır. Gerekçe ise mükerrer vergilemenin önlenmesidir.

Benzer şekilde ve genel manada bu istisna kazançlara yönelik kar dağıtımında ayrıca bir vergi kesintisi olmayacaktır. Kanun koyucu açısından yine mükerrer vergilemeyi önleme amaçlanmıştır. Ancak burada özel bir durum bulunmaktadır. KVK'nın 5/1-a maddesi iştirak kazançları istisnasını düzenlemektedir. Genel anlamda kurumların başka kurumların sermayesine katılımı nedeniyle elde ettiği kazançlar istisna kapsamına alınmıştır. Tam mükellefiyete tabi girişim sermayesi yatırım fonu katılma payları ile girişim sermayesi yatırım ortaklıkları hisse senetleri nedeniyle elde edilen kar payları hariç olmak üzere diğer fon ve yatırım ortaklıkları vasıtasıyla elde edilen kazançlar, KVK'nın 5/1-a maddesi gereği, bu istisna hükmünden yararlanamamaktadır. Bunun sonucu olarak ise kurumların, gayrimenkul yatırım ortaklıkları veya gayrimenkul yatırım fonları vasıtasıyla kâr payı elde etmeleri halinde bu kazanç KVK'nın 5/1-a maddesi kapsamında değerlendirilmeyecektir. Kurumlar, KVK'nın 15/3 maddesi gereği tevkifata tutulmuş kâr payı kazançlarını kurum kazançlarına brütleştirerek ekleyeceklerdir. Tabii olarak, KVK'nın 34'üncü maddesi gereği kaynakta kesinti yoluyla ödenen vergi, kâr payı kazancı elde eden kurumun ödeyeceği kurumlar vergisinden mahsup edilebilecektir.

Dar mükellef kurumlarda matrahın tayini KVK'nın 22'nci maddesinde düzenlenmiştir. Bu düzenlemeye göre dar mükellef kurumların ticari ve zirai kazançları dışında kalan kazanç ve iratlarına GVK'nın ilgili hükümleri uygulanmaktadır. Bu durum dar mükellef kurumun Türkiye'de bir iş yeri veya daimî temsilci bulundurması ve kazancın ticari veya zirai kazançta dahil olup olmaması açısından önemlidir.

Bunun dışında KVK'nın 26'ncı maddesinde dar mükellef kurumlar için özel beyana yönelik düzenlemelere yer verilmiştir. Kazançları münhasıran GVK'da yer alan diğer kazanç ve iratlardan oluşan dar mükellef kurumlar için kazancın elde edilme tarihinden itibaren 15 gün içinde beyanname verilmesi gerekmektedir. Ancak KVK'nın Geçici 1'inci maddesinin üçüncü fıkrasında bazı hallerde özel beyannamenin verilmeyeceği belirtilmiştir:

- Dar mükellef kurumların Türkiye'deki işyerleri veya daimî temsilcileri vasıtasıyla olmayan ve GVK'nın Geçici 67'nci maddesi kapsamında tevkif edilen kazançları,
- Tam mükellef kurumlara ait olup Borsa İstanbul A.Ş.'de (BİAŞ) işlem gören ve 1 yıldan fazla süredir elde tutulan hisse senetlerinin elden

çıkarılması yoluyla sağlanan ve GVK'nın Geçici 67'nci maddesinin birinci fıkrasının altıncı paragrafı mucibince tevkifata tabi tutulmayan kazançlar,

- Dar mükellef kurumların daimî temsilcileri vasıtasıyla elde ettikleri ve tümü GVK'nın Geçici 67'nci maddesi kapsamında tevkifata tabi tutulmuş kazançları.

4.2.3. Örnek Uygulamalar

Çalışmanın hem bu kısmında hem de 4.3.2 ve 4.4 kısımlarında, çalışmada yer alan soyut hukuk normunun somut örneklerle daha anlaşılır hale gelmesi için çeşitli örneklerle yer verilecektir. Böylece kanun hükmünün uygulanarak somut olaylar üzerinden gerek gayrimenkul yatırım ortaklıklarına gerekse de gayrimenkul yatırım fonlarına vergi kolaylıklarının nasıl sağlandığı daha açık olarak görülebilecektir.

Örnek 1: Fata Morgana adlı gayrimenkul yatırım ortaklığının 2020 yılına ilişkin gelir tablosu aşağıdaki gibidir:

Tablo 4.1: Örnek Gelir Tablosu

GELİR TABLOSU	
A-BRÜT SATIŞLAR	43.438.000,35
1-Yurt içi Satışlar	43.438.000,35
B-SATIŞ İNDİRİMLERİ (-)	748.000,00
2-Satış İskontoları (-)	748.000,00
C-NET SATIŞLAR	42.690.000,35
D-SATIŞLARIN MALİYETİ (-)	27.938.453,27
BRÜT SATIŞ KÂRI VEYA ZARARI	14.751.547,08
E-FAALİYET GİDERLERİ (-)	3.875.418,33
2-Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	3.077.418,33
3-Genel Yönetim Giderleri (-)	798.000,00
FAALİYET KÂRI VEYA ZARARI	10.876.128,75
F-DİĞER FAALİYETLERDEN OLAĞAN GELİR VE KÂRLAR	4.576.358,00
1-İştiraklerden Temettü Gelirleri	2.388.000,00
2-Bağlı Ortaklıklardan Temettü Gelirleri	1.200.358,00
3-Faiz Gelirleri	648.000,00
6-Menkul Kıymet Satış Kârı	27.000,00
7-Kambiyo Kârları	313.000,00
G-DİĞER FAALİYETLERDEN OLAĞAN GİDER VE ZARARLAR (-)	106.818,00
4-Kambiyo Zararları (-)	103.000,00

6-Diğer Olağan Gider ve Zararlar (-)	3.818,00
H-FİNANSMAN GİDERLERİ (-)	3.800.000,00
1-Kısa Vadeli Borçlanma Giderleri (-)	3.800.000,00
OLAĞAN KÂR VEYA ZARAR	11.545.668,75
DÖNEM KÂRI VEYA ZARARI	11.545.668,75
K-DÖNEM KÂRI VERGİ VE DİĞER YASAL YÜKÜMLÜLÜK KARŞILIKLARI (-)	-
DÖNEM NET KÂRI VEYA ZARARI	11.545.668,75

Gelir tablosundan da görüleceği üzere dönem kârı vergi ve diğer yasal yükümlülük karşılıkları bulunmamaktadır. 5520 sayılı kurumlar vergisi kanununun 5'inci maddesinin birinci fıkrasının d bendinde anılan istisna nedeniyle ortaklık kazancı vergilendirilmemektedir. Benzer şekilde gayrimenkul yatırım fonlarının da kazançları istisna olacaktır.

Örnek 2: Novaya Zemlya adlı tam mükellef anonim şirketi, Looming Tower adlı gayrimenkul yatırım ortaklığına %47 oranında iştirak etmiştir. Looming Tower adlı şirket, genel kurul kararı ile 2020 yılında, 23.000.000,00 TL geçmiş yıl karını, iştiraklerine dağıtmaya karar vermiştir. Novaya Zemlya A.Ş., Looming Tower'a iştiraki nedeniyle 10.810.000,00 TL iştirak kazancı elde etmiştir. Bu kazanç Looming Tower şirketinde KVK 15/3 maddesi gereği %0 tevkifata tabi tutulmuştur. Bu nedenle Novaya Zemlya A.Ş. iştirak kazancını brütleştirirken herhangi düzeltme yapmasına gerek yoktur. 10.810.000,00 TL, KVK 5/1-a maddesi gereği iştirak kazançları istisnasına konu olmayacak ve Novaya Zemlya A.Ş.'nin kurum kazancına eklenerek vergiye tabi tutulacaktır.

Örnek 3: Tam mükellef Mirage A.Ş., Light Pillar adlı gayrimenkul yatırım ortaklığına %12 oranında iştirak etmektedir. Mirage A.Ş., iştirak ettiği payların tamamını 26.12.2018 tarihinde 2.200.000 TL'ye iktisap etmiştir. Payların %7'ye rastlayan kısmını 25.07.2019 tarihinde 1.500.000,00 TL'ye, kalanını ise 10.02.2021 tarihinde 1.200.000,00 TL'ye elden çıkarmıştır. Mirage A.Ş.'nin gayrimenkul yatırım ortaklığına iştiraki nedeniyle pay satışlarına ilişkin kazancın vergilendirilmesi 2019 ve 2021 hesap dönemlerinde şöyle olacaktır.

2019 hesap döneminde Mirage A.Ş., iki tam yıl aktifte bulundurma şartını sağlamadığından KVK 5/1-e istisnasından yararlanamayacak ve kazancın tamamı vergiye tabi olacaktır. 2021 yılında yapılan satış işleminden elde edilen kazanç ise diğer koşullarında sağlanmasıyla birlikte iki tam yıl aktifte bulundurma şartını sağladığından kurum kazancının tespitinde istisna olarak dikkate alınabilecektir.

Gayrimenkul yatırım fonlarının kazançları, 5520 sayılı kurumlar vergisi kanununun 5'inci maddesinin birinci fıkrasının d bendinde yer alan düzenleme nedeniyle istisnadır. Gayrimenkul yatırım fonu katılma payı sahibi olunması nedeniyle ise üç şekilde kazanç sağlanabilmektedir:

- 1) Katılma paylarının fona iadesi (itfa) suretiyle sağlanan kazançlar
- 2) Katılma paylarının üçüncü kişilere satışından doğan kazançlar
- 3) Katılma payları üzerinden alınan kar payları (Dividant)

Gayrimenkul yatırım fonlarının katılma paylarının fona iadesi (itfa) suretiyle sağlanan kazançları ile katılma payları üzerinden alınan kar payları (Dividant), gayrimenkul yatırım ortaklıklarında olduğu gibi tam mükellef kurumların kazancına dahil olmakta ve vergilendirilmektedir. Bu kazançlara KVK 15/3 gereği kaynakta kesinti yapılmakta ve bu gelirleri elde edenler de kazancı brütleştirerek kurum kazancına dahil etmektedirler. Bu satış kazançları daha önce anlatıldığı üzere KVK 5/1-a kapsamında da değildir. Öte yandan, katılma payları, KVK 5/1-e maddesi kapsamında iştirak hissesi, kurucu senedi, intifa senedi veya rüçhan hakkı mahiyetinde olmadığından katılma paylarının üçüncü kişilere satışından doğan kazançlar herhangi istisnaya tabi tutulmamakta ve kurum kazancına dahil edilmektedir.

Örnek 4: Green Flash adlı gayrimenkul yatırım fonunun, Türkiye'de bir iş yeri veya daimî temsilcisi bulunmayan ve ABD mukimi olan New York Stock Exchange'te işlem gören Bluerock Residential Growth REIT, Inc. şirketi, bir miktar katılma paylarını satın almıştır. Green Flash GYF 2020 hesap dönemi karını dağıtmaya karar vermiştir.

Green Flash GYF'nin kazancı, KVK 15/3 maddesi kapsamında kaynakta kesinti suretiyle vergilendirilmiştir. Öte yandan, KVK'nın 30/3 maddesi kapsamında dar mükellef kurumun menkul sermaye iradı için herhangi kesinti yapılmayacaktır. KVK'nın 30/9 maddesi kapsamında vergisi kesinti yoluyla alınan bu kazanç için beyanname verilmesi ihtiyaridir.

Bluerock Residential Growth REIT, Inc. şirketinin Türkiye'de bir iş yeri veya daimî temsilcisi bulunması ve kazancın bu iş yeri veya daimî temsilcisi vasıtasıyla elde edilmesi halinde ise kar payı KVK'nın 22/1 ve 15/3 maddeleri kapsamında yine tevkifata tabi tutulmayacak ve verilecek kurumlar vergisi beyannamesine eklenecektir.

Örnek 5: Tam mükellef ve payları BİAŞ'ta işlem gören Light Pillar A.Ş. adlı gayrimenkul yatırım ortaklığının %28 oranında paylarını, Almanya mukimi Halo REIT adlı firma 23.02.2018 tarihinde satın almıştır. Firmanın Türkiye'de başka faaliyeti bulunmamaktadır. Halo REIT, Light Pillar A.Ş.'nin hisselerinin bir kısmını 10.10.2018 tarihinde kalan kısmını ise 17.12.2019 tarihinde satmıştır.

Dar mükellef kurum kazancı, KVK'nın 22/2 maddesine göre Türkiye'de elde edilen diğer kazanç ve irat kapsamındadır. 10.10.2018 tarihindeki satışı, GVK'nın Geçici 67'nci maddesinin birinci fıkrasının altıncı paragrafı gereği henüz bir yıl dolmadığından vergilendirilecektir. Bu irat GVK'nın Geçici 67'nci maddesinin birinci fıkrası gereği %0 tevkifata tabi tutulacaktır. Ancak 17.12.2019 tarihinde yapılan satış GVK'nın Geçici 67'nci maddesinin birinci fıkrasının altıncı paragrafında yer alan hüküm gereği bir yıllık süre aşıldığından vergilendirilmeyecektir.

Örnek 6: İtalya'da kanuni merkezi bulunan SunBeam adlı şirket, 24.12.2017 tarihinde Türkiye'de mukim Rayleigh A.Ş. adlı gayrimenkul yatırım ortaklığının (payları BİAŞ'ta işlem görmeyen şirketin) %33 hissesini, 5.000.000\$ karşılığında satın almıştır (1\$=4,00 TL) SunBeam'ın Türkiye'de başka faaliyeti bulunmamaktadır. Firma aldığı hisselerin tamamını 20.10.2020 tarihinde Daytime A.Ş. adlı şirkete 8.000.000\$'a satmıştır (1\$=7,65 TL) Satış nedeniyle SunBeam'ın katlandığı maliyet 25.000 TL'dir. SunBeam şirketi vergi sonrası kalan tutarı İtalya'ya aktarmıştır.

Dar mükellef kurum kazancı, Türkiye'de elde edilen diğer kazanç ve irat kapsamındadır. Hesaplama aşağıdaki gibi olacaktır:

Satış Bedeli (8.000.000,00x7,65)	61.200.000,00
Maliyet Bedeli (5.000.000,00x4,00)	20.000.000,00
Değer Artışı (61.200.000,00-20.000.000,00)	41.200.000,00
Vergilendirilmeyecek Kur Farkı [5.000.000,00x(7,65-4,00)]	18.250.000,00
Gider	25.000,00
Safi Değer Artışı (41.200.000,00-18.250.000,00-25.000,00)	22.925.000,00
Kurumlar Vergisi (22.925.000,00x%22)	5.043.500,00
Menkul Sermaye İradı Matrahı (22.925.000,00-5.043.500,00)	17.881.500,00
KVK 30/6 Kesintisi (17.881.500,00x%15)	2.682.225,00

4.3. Gelir Vergisi Kanunu'nda Yer Alan Düzenlemeler ve Vergisel Avantaj

Gerek dar mükellef gerçek kişiler gerekse de tam mükellef gerçek kişiler gayrimenkul yatırım ortaklıkları ile gayrimenkul yatırım fonları vasıtasıyla çeşitli kazanç ve iratlar elde etmektedirler. Gelir Vergisi Kanunu kapsamında bu kişilerin elde edebilecekleri gelirler değer artış kazancı ya da dönemsel getiri olarak menkul sermaye iradıdır. Çalışmanın bu kısmında, 31/12/1960 tarih ve 193 sayılı Gelir Vergisi Kanunu'nda yer alan düzenlemelerle örnek uygulamalara yer verilerek, gerçek kişilerin GYO ve GYF nezdinde elde ettikleri kazanç ve iratların nasıl vergilendirildiği anlatılacaktır.

4.3.1. 193 Sayılı Gelir Vergisi Kanunu'nda Yer Alan Güncel Düzenlemeler

Cari düzenlemeler GVK'da yer alan menkul sermaye iradı ve değer artış kazancı kapsamında iki alt başlık halinde ele alınacaktır.

4.3.1.1. Menkul Sermaye İradına Yönelik Düzenlemeler

Menkul sermaye iradının ne olduğuna ilişkin olarak genel tanım, GVK'nın 75'inci maddesinin birinci fıkrasında yapılmıştır. 31/12/1960 tarih ve 193 sayılı Gelir Vergisi Kanunu'na göre ticari, zirai ve serbest meslek faaliyeti kapsamı dışında kalan ve nakit sermaye ya da para ile temsil edilebilen varlıklardan oluşan sermaye dolayısıyla elde edilen:

- Kira,
- Kâr payı (temettü),
- Faiz,
- Benzeri iratlar menkul sermaye iradıdır.

Para ile temsil edilen başlıca varlıklar: Hisse senedi, tahvil, mevduat sertifikası ve diğer bunlara benzeyen menkul kıymetler sayılabilir. Türk vergi mevzuatında temettünün tanımı yapılmamıştır. Ancak bu kavram yerine GVK'da kâr payı ifadesi kullanılmaktadır (Başak, 2016). Kanun bu genel tanımlamanın ardından bazı iratları sayarak bunlarında menkul sermaye iradı olduğuna dikkat çekmiştir.

Gerçek kişiler, GYO ya da GYF aracılığıyla aşağıdaki menkul kıymet sermaye iratlarını elde edebilmektedirler:

- Hisse senedi kâr payı (GYO),
- Katılma paylarının fona iadesi (itfa) suretiyle sağlanan kazançlar (GYF),
- Katılma payları üzerinden alınan kar payları (Dividant-GYF).

Bu kazançlara ilişkin düzenlemeler GVK'nın 75'inci maddesinin ikinci fıkrasının birinci bendinde tanımlanmaktadır. Bu kanun maddesinin tarihsel değişimi aşağıdaki gibidir:

Tablo 4.2: GVK'nın 75'inci Madde Metni Değişiklikleri

Kanun No	Yürürlük Tarihi	Madde Metni
193	01.01.1961	<i>"Her nevi hisse senetlerinin temettüleri (Müessis ve intifa hisseleri dâhil)"</i>
2574	01.01.1982	<i>"Her nevi hisse senetlerinin kâr payları (kurucu hisse senetleri ve diğer intifa hisse senetlerine verilen kâr payları ve pay sahiplerine hazırlık dönemi için faiz olarak veya başka adlarla yapılan her türlü ödemeler ile Menkul Kıymetler Yatırım Fonları katılma belgelerine ödenen kâr payları dahil.)"</i>
3824	01.01.1992	<i>"....Menkul Kıymetler Yatırım Fonları...." ifadesi, "....Sermaye Piyasası Kanununa göre kurulan yatırım fonları...." şeklinde değiştirilmiştir."</i>
5582	06.03.2007	<i>"Her nevi hisse senetlerinin kâr payları (kurucu hisse senetleri ve diğer intifa hisse senetlerine verilen kâr payları ve pay sahiplerine hazırlık dönemi için faiz olarak veya başka adlarla yapılan her türlü ödemeler ile Sermaye Piyasası Kanununa göre kurulan yatırım fonları katılma belgelerine ödenen kâr payları ile konut finansmanı fonlarını temsilen ihraç edilen ipotēğe dayalı menkul kıymetlere ve varlık finansmanı fonlarını temsilen ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetlere ödenen faiz, kâr payı veya benzeri gelirler dahil.)"</i>

GYO'lar, vergi uygulamaları bakımından anonim şirket gibi işlem görmektedir. Bu nedenle bu şirket payına sahip olan bir kişinin elde ettiği kâr payının vergilendirilmesi aksi bir düzenleme olmadıkça kural olarak anonim şirket pay sahibinin vergilendirilmesi gibidir. Gerek dar mükellef gerçek kişi gerekse de tam mükellef gerçek kişi açısından GYO pay senedi vasıtasıyla elde edilen kâr payı, KVK 15/3 kapsamında kurum bünyesinde 2009/14594 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı gereği %0 tevkifata tabi tutulduğu için kar dağıtımına yönelik ilave tevkifata tabi tutulmamaktadır.

Bunun dışında gerçek kişiler, GYF'ler vasıtasıyla, madde metninde de görüleceği üzere, katılma paylarının fona iadesi (itfa) suretiyle ve katılma payları üzerinden alınan kar payları (Dividant) suretiyle kazanç elde etmektedirler.

03/01/2014 tarih ve 28871 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan, Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin (III-52.3) 27'nci maddesinde: *"Fon ihraç belgesinde yer verilen esaslar çerçevesinde fon tarafından katılma payı sahiplerine kar dağıtılabilir."* ifadesi yer almaktadır. Bu yönetmelik düzenlemesiyle birlikte GYF'ler kar dağıtımını yapmaya başlamışlardır. Ancak yukarıda, madde metninde yapılan değişiklikler tablosunda görüldüğü üzere *"Sermaye Piyasası Kanununa göre kurulan yatırım fonları katılma belgelerine ödenen kâr payları"* ifadesi, 3824 sayılı kanunla 193 sayılı GVK'ya 01.01.1992 tarihinde eklenmiştir. Yatırım fonu çalışma düzeni, Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-52.3) öncesi sadece katılma belgelerinin fona iadesi suretiyle işlemekteydi. Fonların kar dağıtımını bulunmamaktaydı. Ancak vergilendirmede, katılma payı sahibinin katılma payını fona iadesi sonucu elde ettiği kazanç, kâr payı olarak dikkate alınmaktadır. Bunun sebebi ilk dönemlerde yatırım fonlarının yatırımcılarına sadece fona iade suretiyle kazanç sağlayabilmesiydi. Katılma payı sahibi katılma payını fona iade etmekte ve ana parası ile birlikte fonun işletilmesi suretiyle elde edilen nemayı da alarak adeta bir tahvil gibi katılma payı itfa olmaktaydı. İşte bu nema GVK açısından kâr payı olarak değerlendirilmektedir. GVK'da yer alan kanuni düzenlemenin karşılığı bunu ifade etmektedir. GYF'lerin 2014 yılında yapılan düzenleme ile kâr payı dağıtması işlemi de Gelir İdaresi Başkanlığı tarafından yayınlanan yatırım fon ve ortaklıklarında vergi uygulamaları taslak metninde yer bulmuştur. Sonuç olarak dar ve tam mükellefler tarafından elde edilen bu gelirler, GVK'nın Geçici 67'nci maddesinin birinci fıkrası kapsamında %10 oranında tevkifata tabi tutulmaktadır.

23 Aralık 2020 tarihli Resmî Gazete yayınlanan 3321 sayılı Cumhurbaşkanı Kararı ile yatırım fonlarından elde edilen menkul sermaye iratlarına bir avantaj daha tanınmıştır. 3321 sayılı Cumhurbaşkanı Kararı ekinin üçüncü maddesinin ikinci fıkrasında: *"Bu maddenin yürürlüğe girdiği tarih ile 31/3/2021 tarihi (bu tarih dâhil) arasında iktisap edilen, (değişken, karma, eurobond, dış borçlanma, yabancı, serbest fonlar ile unvanında "döviz" ifadesi geçen yatırım fonları hariç) yatırım fonlarından elde edilen gelir ve kazançlara, bu Kararın 1 inci maddesinin birinci fıkrasının (a) bendinin (1) numaralı alt bendi ile (ç) bendinde yer alan oranlar %0 uygulanır."* ifadesi yer almaktadır. Yani gayrimenkul yatırım fonu katılma belgesinin fona iadesi

nedeniyle elde edilen kazançlara uygulanan stopaj oranı %0'a indirilmiştir. Ancak bu oranın uygulanabilmesi için fon katılma belgesinin 23.12.2020 tarihi ile 31.03.2021 tarihleri arasında iktisap edilmiş olması gerekmektedir. Bu tarihler aralığında iktisap edilen gayrimenkul yatırım fonlarına ait katılma belgelerinin, fona iade tarihine bakılmaksızın elde edilen kazançlara %0 tevkifat uygulanacaktır.

4.3.1.2. Değer Artış Kazancına Yönelik Düzenlemeler

Mükelleflerin gelirlerine ilişkin olarak diğer kazanç ve iratlar mevzuatımızda ikiye ayrılmaktadır: Değer artış kazançları ve arızı kazançlar.

Değer artış kazançları GVK'nın mükerrer 80'inci maddesinde belirtilmiştir. Burada belirtilen mal ve hakların elden çıkarılması sonucu elde edilen gelirler değer artış kazancı olarak tanımlanmıştır. Maddenin birinci fıkrasında ise hisse senedi satışları ile menkul kıymetlerin ve diğer sermaye piyasası araçlarının elden çıkarılması dolayısıyla elde edilen kazançlar sayılmıştır. Bu kanun maddesinin tarihsel değişimi aşağıdaki gibidir:

Tablo 4.3: GVK'nın Mükerrer 80'inci Madde Metni Değişiklikleri

Kanun No	Yürürlük Tarihi	Madde Metni
193	1.01.1961	"Satın alınan menkul kıymetlerin iktisap tarihinden başlayarak bir yıl içinde veya iktisaptan evvel satılmalarından elde edilen ve bir takvim yılındaki tutarı 2 000 lirayı aşan kazançlar"
2361	1.01.1981	"Her ne şekilde olursa olsun edinilen menkul kıymetlerin (Kurucu hisse senetleriyle diğer her türlü intifa senetleri dahil) edinme tarihinden önce veya sonra elden çıkarılmasından sağlanan ve bir takvim yılındaki tutarı 50 000 lirayı aşan kazançlar"
3239	1.01.1986	"Borsada kayıtlı olanlar ve ivazsız olarak iktisap edilenler hariç menkul kıymetlerin iktisap tarihinden başlayarak bir yıl içinde veya iktisaptan evvel elden çıkarılmasından sağlanan kazançların bir takvim yılındaki tutarının 100 000,- lirayı aşan kısmı"
4783	1.01.2003	"İvazsız olarak iktisap edilenler ile üç ay süreyle elde tutulan ve Türkiye'de kurulu menkul kıymet borsalarında işlem gören hisse senetleri hariç, menkul kıymetlerin elden çıkarılmasından sağlanan kazançlar"
4842	24.04.2003	"İvazsız olarak iktisap edilenler, Türkiye'de kurulu menkul kıymet borsalarında işlem gören ve üç aydan fazla süreyle elde tutulan hisse senetleri ile tam mükellef kurumlara ait olan ve bir yıldan fazla süreyle elde tutulan hisse senetleri hariç, menkul kıymetlerin elden çıkarılmasından sağlanan kazançlar (Üç aylık süreyi bir yıla kadar çıkartmaya veya tekrar kanunî süreye kadar indirmeye Bakanlar Kurulu yetkilidir.)"
5281	1.1.2006	"İvazsız olarak iktisap edilenler ile tam mükellef kurumlara ait olan ve iki yıldan fazla süreyle elde tutulan hisse senetleri hariç, menkul kıymetlerin veya diğer sermaye piyasası araçlarının elden çıkarılmasından sağlanan kazançlar"

Gerçek kişiler, GYO ya da GYF aracılığıyla aşağıdaki değer artış kazançlarını elde edebilmektedirler:

- Hisse senetlerinin elden çıkarılması (GYO)
- Katılma paylarının üçüncü kişilere satışından doğan kazançlar (GYF)

Değer artış kazançlarının vergilendirmesinde yukarıda yer alan mevzuat hükümleri ile birlikte dikkate alınması gereken GVK'nın geçici 67'nci maddesinde belirtilen hükümler de mevcuttur. Vergilemenin ne şekilde yapılacağıın belirlenmesi açısından önemli bazı hususlar vardır. Bunları aşağıdaki gibi sıralayabiliriz:

- Pay senedinin iktisap tarihi: GVK'nın geçici 67'nci maddesinin on altıncı bendinde geçici 67'nci madde kapsamına girmeyen ve 01.01.2006 tarihinden önce iktisap edilmiş olan menkul kıymetlerin elden çıkarılmasından sağlanan gelirlerin vergilendirilmesinde 31.12.2005 tarihinde geçerli olan hükümler uygulanacağı belirtilmiştir. Yukarıda yer alan kazançların vergilendirilmesinde GVK'nın geçici 67'nci maddesinin birinci bendi kapsamında gerekli şartlar oluştuğu taktirde tevkifat yapılmaktadır. Bu tevkifatın yapılabilmesi için önemli kriterlerden biri de on altıncı bentte belirtildiği üzere ilgili menkul kıymet ya da sermaye piyasası aracının iktisap tarihinin 01.01.2006 tarihinden sonra olması gerekliliğidir. Benzeri bir düzenleme yine GVK'nın geçici 67'nci maddesinin onuncu bendinde de yer almaktadır. Aksi taktirde vergilendirme GVK'nın mükerrer 80'inci maddesi kapsamında yapılacaktır. İktisap tarihi ise 232 sayılı Gelir Vergisi Genel Tebliği'ne göre, hisse senedi üzerinde tasarruf hakkına sahip olunduğu tarih olarak dikkate alınmaktadır.
- Pay senedinin Borsa İstanbul'da işlem görüp görmediği ile tam mükellef kurumlara aidiyeti: GVK'nın geçici 67'nci maddesinin birinci bendinin altıncı fıkrasında Türkiye'de mukim, payları BİAŞ'ta işlem gören ve bir yıldan fazla süredir iktisap olunan hisse senetlerinin elden çıkarılmasında GVK'nın geçici 67'nci madde kapsamında vergilendirme yapılmayacağı belirtilmiştir. Aynı paragrafta, aynı durumdaki mükelleflere ait hisse senetlerinin elden çıkarılmasında GVK'nın mükerrer 80'inci madde hükümlerinin de uygulanmayacağı ifade edilmiştir. Yani bu durumda değer artış kazancı elde eden mükellefler açısından vergilendirme yapılmamakta ve uzun süreli sermaye piyasası yatırımlarına teşvik amaçlanmaktadır.

Anlatılan bu nedenlerle payların BİAŞ'ta işlem görüp görmediği ve tam mükellef kurumlara ait olup olmadığı önem arz etmektedir.

- Pay senedinin banka ve aracı kurum vasıtasıyla elden çıkarılması: GVK'nın geçici 67'nci maddesine göre tevkifat yapmakla sorumlu tutulanlar bankalar ve aracı kurumlardır. Benzer şekilde tevkifat yapmakla sorumlu tutulanlar 232 sayılı Gelir Vergisi Genel Tebliği'nde: 5411 sayılı Bankacılık Kanunu kapsamında Türkiye'de faaliyette bulunan bankalar, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası ve 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu kapsamında Türkiye'de faaliyette bulunan aracı kurumlar olarak sayılmıştır. Mezkûr tebliğde anılan bu kurum ve kuruluşlar dışında kalanların tevkifat yapma zorunluluğu olmadığı ifade edilmiştir. Bu kuruluşlar sadece elde edilmesine aracılık ettikleri kazançlar için tevkifat yapacak, kendi portföylerinde bulunan menkul kıymetler veya diğer sermaye piyasası araçlarından elde ettikleri kazançlar için ise herhangi tevkifat yapmayacaklardır. Bu açıklamalar muvacehesinde, satışa ilişkin ödeme yukarıda sayılanlar aracı kılınarak gerçekleşmemişse tevkifat yapılamayacaktır.
- Pay senedinin Türkiye'de ihraç edilmiş olması: GVK'nın geçici 67'nci maddesinin 13'üncü bendinde, GVK'nın geçici 67'nci maddesinde geçen menkul kıymet ve diğer sermaye piyasası aracı ifadesinin ne anlama geldiği ifade edilmiştir. Bu maddeye göre vergileme yapılabilmesi için menkul kıymet ve diğer sermaye piyasası aracının Türkiye'de ihraç edilmiş olması gerekmektedir.

GVK'nın geçici 67'nci maddesinde yer alan şartları haiz olması bakımından hisse senetlerinin elden çıkarılmasında uygulanan tevkifat oranı, 22/09/2017 tarihli ve 2017/10840 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile değişik 22/07/2006 tarihli 2006/10731 sayılı Bakanlar Kurulu Kararınca %0 olarak uygulanmaktadır.

09/07/2013 tarih ve 28702 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan, Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin (III-52.1) 15'inci maddesinde katılma paylarının alım satımı konusunda çeşitli hükümlere yer verilmiştir. Esas olarak yatırım fonlarının elden çıkarılması, bu sermaye piyasası aracını ihraç eden fona geri verilmesi suretiyle gerçekleşmektedir. Katılma payı sahiplerinin, fonun elde etmiş olduğu gelirleri, fon portföyüne eklemesiyle birlikte sahip oldukları katılma payına düşen değer

artmaktadır. Bu değer artışı, GVK'nın 75'inci maddesinin ikinci fıkrasının birinci bendi kapsamında kâr payı olarak dikkate alınmakta ve menkul sermaye iradı olarak vergiye tabi tutulmaktadır.

Yukarıda anılan III-52.1 no.lu tebliğin 15'inci maddesinde katılma paylarının ihracına ilişkin izahnamede yer alması ve Borsa tarafından da uygun görülmesi halinde, katılma paylarının Borsada işlem görebileceği belirtilmiştir. Günümüzde BİAŞ'ta Nitelikli Yatırımcı İşlem Pazarı'nda 7 adet gayrimenkul yatırım fonu işlem görmektedir.

Ayrıca Borsada işlem görmeyen katılma payları için de alım satım öngörülmüş ve bunun için bilgilendirme dokümanında hüküm bulunması şart koşulmuştur. Bu şekilde gerek Borsada oluşan fiyat dalgalanmaları ve gerekse de borsa dışı işlemler vasıtasıyla elde edilen kazançları kâr payı olarak değerlendirmek mümkün değildir. Katılma paylarından kâr payı elde etme usulü olan fon değerinin artması ve bu artışın katılma payı sahiplerine yansıtılması işlemi ile söz konusu fiyat dalgalanmaları neticesinde katılma payı sahibinin elde ettiği kazancın fonla ilgisi bulunmamasından dolayı bu kazanç menkul sermaye iradı olamayacaktır. Bu kazanç menkul sermaye iradının elden çıkarılması nedeniyle elde edildiğinden değer artış kazancı olarak dikkate alınacak ve GVK'nın mükerrer 80'inci maddesi kapsamında vergilendirilecektir.

Bununla birlikte GVK'nın geçici 67'nci maddesine göre 01.01.2006 sonrasında iktisap olunan gayrimenkul yatırım fonlarının katılma paylarının elden çıkarılması halinde %10 oranında tevkifat yapılmaktadır. GVK'nın geçici 67'nci maddesinin birinci fıkrasına göre bu oran, sermaye şirketleri ve yatırım fonları için %0 olarak uygulanmaktadır.

4.3.2. Örnek Uygulamalar

Örnek 1: N adlı dar mükellef gerçek kişi, tam mükellefiyete tabi ve payları BİAŞ'ta işlem gören Vakıf Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'ye ait 23.000 TL değerindeki payı 28.12.2009 tarihinde ve 54.000 TL değerindeki payı ise 03.01.2021 tarihinde iktisap (ivazlı olarak) etmiştir. N, sahip olduğu tüm payları BİAŞ'ta 02.02.2021 tarihinde satmıştır.

Vergilendirme açısından payların iktisap tarihi yukarıda açıklanan mevzuat hükümlerinden de anlaşılacağı üzere çok önemlidir. 257 sayılı Gelir Vergisi Genel Tebliği'ne göre vergilendirmede, ilk giren ilk çıkar yöntemi uygulanacaktır. Ancak örnekte payların tamamı aynı tarihte elden çıkarıldığından sadece iktisap tarihine bakmak yeterli olacaktır. Bu kapsamda, 28.12.2009 tarihinde iktisap edilen paylar bir yıldan uzun süredir elde tutulduğundan hem GVK'nın geçici 67'nci maddesine göre hem de GVK'nın mükerrer 80'inci maddesine göre vergilendirilmeyecektir. Ancak 03.01.2021 tarihinde iktisap olunan paylar, bir yıl dolmadan elden çıkarıldığı için GVK'nın geçici 67'nci maddesine göre aracı kurum tarafından %0 tevkifata tabi tutulacaktır.

Örnek 2: Tam mükellef gerçek kişi Ç, tam mükellef ve payları BİAŞ'ta işlem görmeyen Curcubeu A.Ş.'nin payını 12.10.2018 tarihinde 257.000,00 TL'ye satın almıştır. Ç, sahibi olduğu payların %30'unu 23.05.2019 tarihinde 124.000,00 TL'ye kalanını ise 03.11.2021 tarihinde satmıştır.

GVK'nın mükerrer 80'inci maddesine göre 03.11.2021 tarihinde satılan hisse senetleri iki yıldan fazla süredir elde tutulduğu için vergilendirilmeyecektir. Bununla birlikte 23.05.2019 tarihinde yapılan satıştan doğan kazanç değer artış kazancı olarak GVK'nın mükerrer 80'inci maddesi kapsamında vergilendirilecektir. Payların Borsada işlem görmemesi ve aracı kurum ya da banka vasıtasıyla satış gerçekleşmediğinden dolayı GVK'nın geçici 67'nci maddesi kapsamında vergilendirme, bu satış işlemi için yapılamamaktadır. %30'luk paya ilişkin katlanılan maliyet 77.100,00 TL'dir. GVK'nın mükerrer 80'inci maddesine göre bu maliyetin, Yİ-ÜFE artış oranının %10'un üzerinde olması halinde endekslenerek artırılması gerekmektedir. 2018 Eylül Yİ-ÜFE= 439,78, 2021 Ekim Yİ-ÜFE=555,18 (farazi) olması halinde artış oranı $(555,18 - 439,78) / 439,78 = \%26$ olmaktadır. Bu durumda artış oranı %10'u geçtiğinden, maliyet, endekslenerek $(77.100,00 * 1.26 =) 97.146,00$ TL olacaktır. Mükellefin vergiye tabi nihai kazancı ise $(124.000,00 - 97.146,00 =) 26.854,00$ TL olacaktır.

Örnek 3: Deutsche Konsum REIT-AG adlı dar mükellef gayrimenkul yatırım ortaklığının payları BİAŞ'ta işlem görmektedir. Tam mükellef M, bu şirkete ait 9.000,00 TL değerli pay senedini 10.10.2017 tarihinde, 3.000,00 TL değerindeki pay senedini ise 10.12.2020 tarihinde aracı kurum vasıtasıyla iktisap etmiştir. M, sahip olduğu pay senetlerinin tamamını 03.05.2021 tarihinde yine aracı kurum vasıtasıyla elden çıkarmıştır.

Bu işlem dolayısıyla elde edilen değer artış kazancına yönelik vergilendirme, payların Borsada işlem görmesi ve aracı kurum vasıtasıyla elden çıkarılmış olması nedeniyle GVK'nın geçici 67'nci maddesi kapsamında yapılacaktır. Belirlenen tevkifat oranı %0'dır. Burada dikkat edilmesi gereken nokta, tam mükelleflerde olduğu gibi belirli süre elde tutulan pay senetleri satışının vergilendirme dışı bırakılma hususunun dar mükellef kurum pay senetleri için geçerli olmayışdır. Yani dar mükellef pay senetleri elde tutulma süresine bakılmaksızın tevkifata tabi tutulacaktır.

Örnek:4 İngiltere mukimi British Land Company Plc şirketinin payları BİAŞ'ta işlem görmemektedir. Tam mükellef E, British Land Company Plc'nin %0,5 payını London Stock Exchange aracılığı ile 23.07.2004 yılında iktisap etmiştir. E, almış olduğu pay senetlerini 02.03.2021'de elden çıkarmıştır.

Tam mükellef E'nin kazancı, değer artış kazancıdır. Pay senedi Türkiye'de ihraç olmadığı, BİAŞ'ta işlem görmediği ve 01.01.2006 öncesi iktisap olunduğu için GVK'nın geçici 67'nci maddesi kapsamında vergilendirilemeyecektir. Bununla birlikte vergilendirme, GVK'nın mükerrer 80'inci maddesi kapsamında yapılacaktır. Madde de belirtildiği üzere iktisap tarihinden itibaren iki yıl geçmesine rağmen tam mükellef kuruma ait olmaması nedeniyle söz konusu değer artış kazancı vergiye tabi tutulacaktır.

Örnek 5: Dar mükellef S, Akfen Gayrimenkul Portföy Yönetimi A.Ş. Birinci Gayrimenkul Yatırım Fonu'na ait katılma belgesini 16.10.2020 tarihinde aracı kurum vasıtasıyla 275 TL'ye iktisap etmiştir. S, sahip olduğu katılma belgesini Borsa aracılığıyla 27.01.2021 tarihinde Türkiye mukimi M'ye 350 TL'ye satmıştır.

Dar mükellef S'nin kazancı değer artış kazancıdır. Bu kazanç GVK'nın geçici 67'nci maddesinin birinci fıkrası kapsamında %10 tevkifata tabi tutulacaktır.

Örnek 6: Tam mükellef K, Ziraat Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'ye ait hisse senetlerini aracı kurum vasıtasıyla 17.03.2021 tarihinde iktisap etmiştir. Ziraat Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş., 18.03.2021 tarihinde genel kurul kararıyla kâr payı dağıtım kararı almıştır. Söz konusu kâr payı tutarı K'nın yatırım hesabına 22.05.2021 tarihinde aktarılmıştır.

Daha önce bahsedildiği üzere KVK'nın 15/3 maddesi kapsamında kurum bünyesinde elde edilen kazançlar için dağıtılsın dağıtılmasın, 2009/14594 sayılı

Bakanlar Kurulu Kararı gereği %0 oranında tevkifat yapılmaktadır. Bu tevkifat nedeniyle mükerrer vergilemeyi önlemek amacıyla kar dağıtımında ilave tevkifat yapılmamaktadır. Tam mükellef K ise bu menkul sermaye iradını GVK'nın 22/3 ve 86/1-c maddesi kapsamında beyan edecektir. Hisse senetleri kar payları mevzuat gereği GVK'nın geçici 67'nci maddesi kapsamına girmemektedir.

Kurumlar vergisinde yer alan kurum kazancına ilişkin istisna ile yukarıda yer alan %0 oranlı tevkifat dikkate alındığında ve kurum bünyesinde ayrılması gereken zorunlu akçeler ihmal edildiğinde, GYO hisse senedi nedeniyle elde edilen kazanç açısından %33,7'lik bir vergi avantajı sağlanmaktadır.

Örnek 7: Dar mükellef Z, Emlak Konut Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'ye ait hisse senetlerini aracı kurum vasıtasıyla 11.02.2021 tarihinde iktisap etmiştir. Emlak Konut Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş., 24.04.2021 tarihinde genel kurul kararıyla kâr payı dağıtım kararı almıştır. Söz konusu kâr payı tutarı Z'nin yatırım hesabına 01.06.2021 tarihinde aktarılmıştır.

KVK'nın 15/3 maddesi kapsamında kurum bünyesinde elde edilen kazançlar için dağıtılsın dağıtılmasın, 2009/14594 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı gereği %0 oranında tevkifat yapılmaktadır. Bu tevkifat nedeniyle mükerrer vergilemeyi önlemek amacıyla kar dağıtımında ilave tevkifat yapılmamaktadır. Dar mükellef Z ise bu menkul sermaye iradını GVK'nın 86/2 maddesi kapsamında beyan etmeyecektir.

Örnek 8: Tam mükellef P, Albaraka Portföy Yönetimi A.Ş. Metropol Gayrimenkul Yatırım Fonu'na aracı kurum vasıtasıyla katılma belgesi alarak 11.07.2019 tarihinde ortak olmuştur. 01.10.2020 tarihinde P, katılma belgesini fona iade ederek fon portföyünde oluşan değer artışını, payı oranında elde etmiştir.

P'nin katılma belgesini fona iade etmesi sonucu oluşan kazanç menkul sermaye iradıdır. Bu kazanç, aracı kurum tarafından GVK'nın geçici 67'nci maddesinin birinci fıkrası kapsamında 2010/926 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile %10 oranında tevkifata tabi tutulacaktır. Yine GVK'nın geçici 67'nci maddesinin yedinci fıkrası kapsamında beyan edilmeyecektir.

Örnek 9: Dar mükellef G, Fiba Portföy Yönetimi A.Ş. Re-Pie Gayrimenkul Yatırım Fonu'na aracı kurum vasıtasıyla katılma belgesi alarak 18.04.2021 tarihinde ortak olmuştur. Fiba Portföy Yönetimi A.Ş. Re-Pie Gayrimenkul Yatırım Fonu,

13.05.2021 tarihinde kâr payı dağıtım kararı almıştır. Söz konusu kâr payı tutarı, ilgili banka vasıtasıyla G'nin yatırım hesabına 07.06.2021 tarihinde aktarılmıştır.

G, katılma payına sahip olması nedeniyle dönemsel getirilerden biri olan kâr payı geliri elde etmiştir. Bu kazanç menkul sermaye iradidir. Bu kazanç, banka tarafından GVK'nın geçici 67'nci maddesinin birinci fıkrası kapsamında 2010/926 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile %10 oranında tevkifata tabi tutulacaktır. Yine GVK'nın geçici 67'nci maddesinin yedinci fıkrası kapsamında beyan edilmeyecektir.

4.4. Damga Vergisi Kanunu'nda Yer Alan Düzenlemeler ve İstisna Uygulaması

488 sayılı Damga Vergisi Kanunu'nda (DVK) yatırım fonları ve ortaklıkları ile ilgili olarak çeşitli istisna hükümleri konulmuştur. DVK'nın 9'uncu maddesinde Kanun'a ekli (2) sayılı tabloda yazılı kağıtların Damga Vergisi'nden istisna tutulacağı ifade edilmiştir.

DVK'nın ekli (2) sayılı tablosunda, *"IV-Ticari ve medeni işlerle ilgili kağıtlar"* başlıklı bölüm bulunmaktadır. Bu başlığın 16'ncı maddesinde: *"(Ek:20/6/2001-4684/22 md.;Değişik: 16/7/2004-5228/36 md.) Anonim, eshamlı komandit ve limited şirketler ile yatırım fonlarının kuruluşlarına, pay devirlerine, sermaye artırımlarına ve süre uzatımlarına ilişkin olarak düzenlenen kağıtlar."* damga vergisinden istisna tutulmuştur. 21'inci maddesinde ise: *"(Ek: 12/6/2002-4761/6 md.) Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının ve gayrimenkul yatırım fonlarının münhasıran gayrimenkul portföylerine ilişkin alım satım sözleşmeleri ile gayrimenkul satış vaadi sözleşmeleri."* damga vergisinden istisna tutulmuştur.

Bununla birlikte sektöre sağlanan kolaylıklar hakkında bilgi vermek amacıyla gayrimenkul ve inşaat işlemleri ile ilgili DVK'da belirlenen bazı vergi oranları aşağıdaki gösterilmiştir:

Tablo 4.4: Bazı İşlemlere İlişkin Damga Vergisi Oranları

Yürürlük Tarihi	İşlem	Vergi Oranı
9.08.2016	Resmî şekilde düzenlenen gayrimenkul satış vaadi sözleşmeleri	Binde 0
8.03.2017	Resmî şekilde düzenlenen kat karşılığı veya hasılat paylaşımı inşaat sözleşmeleri	Binde 0

8.03.2017	Resmi şekilde düzenlenen kat karşılığı veya hasılat paylaşımı inşaat sözleşmeleri kapsamında yapı müteahhitleri ile alt yükleniciler arasında düzenlenen inşaat taahhüt sözleşmeleri	Binde 0
8.03.2017	Kat karşılığı veya hasılat paylaşımı inşaat işlerine ilişkin danışmanlık hizmet sözleşmeleri	Binde 0
8.03.2017	Yapı denetimi hizmet sözleşmeleri	Binde 0
9.08.2016	7/11/2013 tarihli ve 6502 sayılı Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun kapsamında düzenlenen: Ön ödemeli konut satış sözleşmeleri	Binde 0

Buna göre gayrimenkul yatırım ortaklıkları ile gayrimenkul yatırım fonlarının kuruluşuna, pay devirlerine, sermaye artırımlarına ve süre uzatımına ilişkin kağıtlar ile GYO ve GYF'lerin işlettikleri gayrimenkul portföylerine ilişkin alım satım sözleşmeleri ve gayrimenkul satış vaadi sözleşmeleri damga vergisinden istisna tutulmakta yukarıdaki işlemlerde ise vergi oranı 0 olarak uygulanmaktadır.

Örnek: Rainbow adlı gayrimenkul yatırım ortaklığı şirketi, 'Light' inşaat projesinin kaba inşaatı için Y firmasıyla 350.000.000 TL'ye anlaşmaya varmış ve 1 nüsha taşeronluk sözleşmesi düzenlenmiştir. Ayrıca bu proje kapsamında Bayan M'ye A Blok sekizinci katta 14 no.lu daireyi 950.000 TL'ye satmış ve aralarında 1 nüsha satış vaadi sözleşmesi düzenlemişlerdir. Anlaşma gereği sözleşmeye ait damga vergisini Rainbow GYO ödeyecektir.

Taşeronluk sözleşmesi: $350.000.000 \text{ TL} \times \text{binde } 9,48 = 3.318.000 \text{ TL}$

Satış Vadi Sözleşmesi: $950.000 \text{ TL} \times \text{binde } 9,48 = 9.006 \text{ TL}$

GYO'ların gayrimenkul satış vaadi sözleşmeleri damga vergisi uygulamasında istisna olduğundan dolayı 9.006 TL hesaplanan damga vergisi Rainbow GYO tarafından ödenmeyecektir. Ancak alt yüklenicilerle yapılan taşeronluk sözleşmeleri bu istisna kapsamında değerlendirilmemektedir. Dolayısıyla taşeronluk sözleşmesinden doğan 3.318.000 TL'lik damga vergisi, DVK'nın 14'üncü maddesinde yer alan üst sınırı da aşmadığından Rainbow GYO tarafından ödenecektir. Gayrimenkul yatırım ortaklıklarına ve gayrimenkul yatırım fonlarına sağlanan bu istisnanın, satış vaadi sözleşmelerinin sayısı da düşünüldüğünde, diğer inşaat işletmelerine karşı çok önemli bir avantaj sağlamış olduğu görülmektedir.

4.5. Harçlar Kanunu'nda Yer Alan Düzenlemeler ve İstisna Uygulaması

Damga Vergisi Kanunu'na benzer bir istisna, 492 sayılı Harçlar Kanunu'nun 123'üncü maddesinin üçüncü fıkrasında bulunmaktadır. Bilindiği üzere gayrimenkul yatırım ortaklıkları anonim şirket olarak kurulmakta ve tüzel kişiliği haiz bulunmaktadır. Öte yandan gayrimenkul yatırım fonlarının ise tüzel kişiliği bulunmamakta bunun istisnai durumu ise tapu işlemlerinde yer almaktadır. Mezkûr kanun maddesine göre: Anonim, eshamlı komandit, limitet şirket ve kooperatiflerin kuruluş, pay devri, sermaye artırımı, birleşme, devir, bölünme ve nev'i değişiklikleri nedeniyle yapılacak işlemler (tapu harcı dahil) Kanun'da yazılı harçlardan istisna tutulmuştur. Madde metninde yatırım fonlarına atıf yapılmadığından (belirtilen şirket türleri kapsamına girmediğinden) anılan istisna, gayrimenkul yatırım fonları için geçerli değildir.

Genel olarak gayrimenkul yatırım fonları ile gayrimenkul yatırım ortaklıklarına sağlanan avantajlar aşağıda özetlenmiştir:

Tablo 4.5: Vergi Türleri İtibariyle Sağlanan Avantajlar

Vergi Türü			Gayrimenkul Yatırım Fonu	Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
Gelir Vergisi	Tam Mükellef Gerçek Kişi	Kar Payı/Fona İade	% 10 oranında stopaja tabidir. Stopaj nihai vergidir. Beyan edilmez.	%0 oranında stopaja tabidir. Elde edilen kar paylarının yarısı gelir vergisinden istisnadır. Kalan tutarın 53.000 TL'yi (2021 yılı için) aşması halinde, 15% - 40% arasında değişen oranlarda gelir vergisine tabidir.
		Alım Satım Kazancı (Değer Artış Kazancı)	% 10 oranında stopaja tabidir. Stopaj nihai vergidir. Beyan edilmez.	% 0 oranında stopaja tabidir. Stopaj nihai vergidir. Beyan edilmez.
	Dar Mükellef Gerçek Kişi	Kar Payı/Fona İade	% 10 oranında stopaja tabidir. Stopaj nihai vergidir. Beyan edilmez.	% 0 oranında stopaja tabidir. Stopaj nihai vergidir. Beyan edilmez.
		Alım Satım Kazancı (Değer Artış Kazancı)	% 10 oranında stopaja tabidir. Stopaj nihai vergidir. Beyan edilmez.	% 0 oranında stopaja tabidir. Stopaj nihai vergidir. Beyan edilmez.
Ortaklık Yada Katılma Belgesi Nedeniyle Kurum Kazancı (Kurumlar Vergisi)	Tam Mükellef Kurum	Kar Payı/Fona İade	Sermaye şirketleri tarafından elde edilenler % 0 oranında stopaja tabidir. Bu kazançlar ayrıca kurumlar vergisine tabi olacaktır.	Sermaye şirketleri tarafından elde edilenler % 0 oranında stopaja tabidir. Bu kazançlar ayrıca kurumlar vergisine tabi olacaktır.
		Alım Satım Kazancı	Sermaye şirketleri tarafından elde edilenler % 0 oranında stopaja tabidir. Bu kazançlar ayrıca kurumlar vergisine tabi olacaktır.	Sermaye şirketleri tarafından elde edilenler % 0 oranında stopaja tabidir. Bu kazançlar ayrıca kurumlar vergisine tabi olacaktır.
	Dar Mükellef Kurum	Kar Payı/Fona İade	Sermaye şirketleri tarafından elde edilenler % 0 oranında stopaja tabidir. Beyan edilmez.	Sermaye şirketleri tarafından elde edilenler % 0 oranında stopaja tabidir. Beyan edilmez.

		Alım Satım Kazancı (Değer Artış Kazancı)	Sermaye şirketleri tarafından elde edilenler % 0 oranında stopaja tabidir. Beyan edilmez.	Sermaye şirketleri tarafından elde edilenler % 0 oranında stopaja tabidir. Beyan edilmez.
Faaliyet Kazancı (Kurumlar Vergisi)			Kazancın tamamı istisna.	Kazancın tamamı istisna.
Damga Vergisi (İstisna)			Yatırım fonlarının kuruluşlarına, pay devirlerine, sermaye artırımlarına ve süre uzatımlarına ilişkin olarak düzenlenen kağıtlar; gayrimenkul yatırım fonlarının münhasıran gayrimenkul portföylerine ilişkin alım satım sözleşmeleri ile gayrimenkul satış vaadi sözleşmeleri	Anonim, eshamlı komandit ve limitet şirketlerin kuruluşlarına, pay devirlerine, sermaye artırımlarına ve süre uzatımlarına ilişkin olarak düzenlenen kağıtlar; Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının münhasıran gayrimenkul portföylerine ilişkin alım satım sözleşmeleri ile gayrimenkul satış vaadi sözleşmeleri
Damga Vergisi (Gayrimenkul ve İnşaat Sektörüne Tanınan Oran Avantajı: Oran %0)			Resmî şekilde düzenlenen gayrimenkul satış vaadi sözleşmeleri; Resmi şekilde düzenlenen kat karşılığı veya hasılat paylaşımı inşaat sözleşmeleri; Resmi şekilde düzenlenen kat karşılığı veya hasılat paylaşımı inşaat sözleşmeleri kapsamında yapı müteahhitleri ile alt yükleniciler arasında düzenlenen inşaat taahhüt sözleşmeleri; Kat karşılığı veya hasılat paylaşımı inşaat işlerine ilişkin danışmanlık hizmet sözleşmeleri; Yapı denetimi hizmet sözleşmeleri; 7/11/2013 tarihli ve 6502 sayılı Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun kapsamında düzenlenen ön ödemeli konut satış sözleşmeleri	
Harçlar Kanunu (İstisna)				Anonim, eshamlı komandit, limitet şirket ve kooperatiflerin kuruluş, pay devri, sermaye artırımları, birleşme, devir, bölünme ve nev'i değişiklikleri nedeniyle yapılacak işlemler (tapu harcı dahil)

BEŞİNCİ BÖLÜM

GYO ile GYF'LERE TÜRKİYE'DE UYGULANMAKTA OLAN KURUMLAR VERGİSİ ORANI İLE BU KURULUŞLARIN SAYISI ARASINDAKİ İLİŞKİNİN EKONOMETRİK UYGULAMASI

5.1. Literatür Taraması

Türkiye'de GYF'lere ilişkin yasal mevzuat düzenlemesi 2014 yılında yürürlüğe girdiği için bu kuruluşlar nezdinde akademik çalışma sayısı sınırlı kalmıştır. Bununla birlikte GYF'lerin gelişiminin yurt dışında daha eski tarihlere gitmesi nedeniyle pek çok akademik çalışma bulunmaktadır. Türkiye'de yürürlüğe giren gayrimenkul yatırım fonlarına ilişkin Tebliğ'in temelleri Almanya'daki uygulamalara dayanmaktadır. Bu kapsamda Focke'nin (2006) çalışmasında Almanya'da kurulmuş açık uçlu GYF'lerin gelişimi incelenmiş ve portföy yöneticilerinin gelecekte yurt dışında bulunan yatırımlarının ağırlığını artıracakları sonucuna varılmıştır.

Maurer, Reiner ve Rogalla (2004) çalışmasında açık uçlu gayrimenkul yatırım fonunun (gelir vergilerinden önce ve sonra) risk ve getiri profilini belirlemeyi, diğer ana varlık sınıflarıyla karşılaştırmayı ve karma varlık portföyünde uygun rolleri için çıkarımlar sağlamayı amaçlamıştır. Ampirik kanıtlarda, açık uçlu gayrimenkul fonlarının finansal özelliklerinin, doğrudan gayrimenkul yatırımları için rapor edilenlere pek çok açıdan benzer olduğu anlaşılmıştır. Kısa vadeli getiri analizleri, Alman açık uçlu gayrimenkul fonlarının diğer varlık sınıflarından farklı getiri özellikleri sergilediği çalışmada görülmüştür. Sonuç olarak, gayrimenkul fonu getirileri, ılımlı bir ortalamaya sahip, nispeten düşük oynaklık ve seri korelasyon ile karakterize edilmektedir. Öte yandan, portföy analizleri, orta veya yüksek vergi oranları durumunda, gayrimenkul fonlarının orta ila yüksek derecelerde nispi riskten kaçınma ve orta ila uzun yatırım ufukları için optimal yapılandırılmış portföylerde önemli bir rol oynayabileceğini gösterdiği görülmüştür.

Lin ve Yung (2004) çalışmalarında 1993 ve 2001 yılları arasında gayrimenkul yatırım fonlarının performansını test etmiştir. Sonuçlara göre gayrimenkul yatırım fonları ortalamanın üzerinde getiri sağlamamaktadır. Fonun performansı büyük ölçüde gayrimenkul sektörüne bağlı belirlenmektedir. Ayrıca sonuçlar fon performansının kısa vadede istikrarlı olduğunu göstermiştir.

Redding (2006) çalışmasında gayrimenkul yatırım fonları örneği üzerinde net varlık değerlerindeki dalgalanmalar ve varlıkların yanlış fiyatlandırılmasının boyutlarına yönelik zorluklara değinerek bazı uzun vadeli yatırımcıların yanlış hesaplanan portföy değerleri nedeniyle zarara uğradığını ifade etmiştir.

Almanya, Malezya, Kore, Hindistan, Slovakya ve Çek Cumhuriyeti'ndeki GYF'leri incelemiş olan Özgüç (2008) raporunda, Dünya üzerindeki birçok ülkenin Almanya uygulamalarını referans aldığını ve ülkemizde yapılacak olan muhtemel mevzuat çalışmalarında Alman mevzuat hükümlerinin örnek alınması gerektiği önerisinde bulunulmuştur.

Kalender (2013) çalışmasında, gayrimenkul yatırımlarına yönelik vergi yükünün -çeşitli sektörlerde yer alan vergi yükünü de analizine dahil ederek- bu yatırımlar üzerindeki olumlu ve olumsuz etkilerini araştırmıştır. Çalışmanın sonunda gayrimenkul yatırımlarına yönelik çeşitli vergileme kolaylıklarının hayata geçirildiği ve bu sayede sermaye birikimlerinin gayrimenkul sektörüne yönlendirilmesine ilişkin teşvik sağlandığı sonucuna varmıştır. Bununla birlikte vergi yükünün gayrimenkul yatırımlarına yönelik en önemli etkiyi oluşturmakla birlikte diğer bir engelin de finansman sorunu olduğu kanısına varmıştır.

2017 yılında GYF'ler ve bunların Türkiye uygulaması Gülnaz Şengül tarafından değerlendirilmiş ve Türkiye ekonomisinde yer alan GYF'lere yönelik sorunlar ve çözüm önerilerine değinilmiştir. Araştırma kapsamında mülakat tekniğiyle görüş ve değerlendirmeler alınarak sektörün gelişme eğilimi ile birlikte temel sorun alanları tespit edilmeye çalışılmıştır.

Yalçınkaya (2018) çalışmasında GYF'lerin Türkiye uygulaması üzerine çalışmış, sanal gayrimenkul yatırım fonu oluşturarak fonun getirisi üzerinde analizler yapmıştır. Yapılan çalışmalar neticesinde bu yatırım kuruluşlarının Türkiye'de ilgi görebileceği anlaşılmıştır.

Lantushenko ve Nelling (2019) çalışmalarında GYF yöneticilerinin performansını araştırmışlardır. 1995-2015 yılları arasında ABD'de kurulu 151 fon incelemeye alınmıştır. Yoğunlaşma endeksi, R^2 ve aktif paylaşım yöntemleri çalışmada kullanılmıştır. Özellikle 2008 yılında yaşanan finansal krizden sonraki dönemde zaman içinde fon yöneticilerinin daha az aktif olduğu sonucuna varılmıştır.

2008 yılından sonra fon sayısının azalarak daha az rekabetçi bir hale geldiği ve fon yöneticilerinin krizden sonra daha az etkin olduğu çalışmada anlaşılmıştır.

Güneş (2020) çalışmasında, Türkiye’de henüz çok yeni bir sermaye piyasası aracı olan gayrimenkul yatırım fonlarından dört adedinin nitelikli yatırımcı işlem pazarında gösterdiği performansı incelemiş ve sonuç olarak da çeşitlendirmenin yeterli olmaması, yeni bir yatırım aracı olması, satışın nitelikli yatırımcılar özelinde olması gibi nedenlerden dolayı bu yatırım fonlarının piyasa portföyüne göre dahi iyi bir performans sergileyemediğini görmüştür.

Yukarıda görüldüğü üzere akademik alanda daha çok GYF’lerin performansları ile portföy yöneticilerinin etkinliği araştırma konusu olmuştur.

GYO’ları ele alan literatür ağırlıklı olarak GYO piyasasını, GYO getirilerinin enflasyon ya da faiz oranı gibi makroekonomik göstergeler karşısındaki duyarlılığı ile reel getiriye koruması, GYO hisselerinin diğer hisse senetleri ve başka bir yatırım aracı olan devlet tahvili ile olan ilişkisi ve GYO’ların içinde bulunduğu risk getiri ilişkisi ile portföy çeşitlendirmesindeki yerleri üzerine kurmuştur. Bu araştırmalarda yer alan temel amaçlardan biri GYO getirilerinin tahmin edilebilirliği ile diğer yatırım araçlarıyla ne yönde hareket ettiği yönündedir. Erol vd. (2012) gerçekleştirdiği çalışmanın sonucunda GYO yatırımlarının, diğer hisse senedi yatırımlarına benzeyen yüksek getirili, tahvillere benzemeyen ve tahmin edilebilir yatırım araçları olduğu tespit edilmiştir. Aynı ekibin diğer bir çalışma alanı ise GYO yatırımlarının enflasyona karşı koruyucu bir nitelik taşıyıp taşımadığı yönündedir. Araştırma sonucunda elde edilen bulgulara göre bu yatırım aracının hem beklenen hem de beklenmeyen enflasyona karşı değişik derecelerde hassasiyet gösterdiği görülmüştür.

Sanger, Sirmans ve Turnbull (1990) çalışmasında 1976 ve 1986 yıllarında yürürlüğe konulan iki büyük vergi reformunun etkilerini incelemiştir. Bunun için halka açık emlak firmalarının piyasa verileri kullanılmıştır. 1976’da yapılan yasal mevzuat değişikliğinin hem GYO’ların hem de diğer emlak firmalarının getirilerinde olumlu ve önemli bir piyasa tepkisine neden olduğu çalışmada görülmüştür. 1986 yılı yasal mevzuat değişikliğinde ise her iki firma grubu tarafından verilen tepki olumsuz olmuştur. Çalışma sonucunda her iki vergi kanunu için de GYO’ların ve diğer gayrimenkul şirketlerinin sistematik risklerinde önemli değişiklikler olduğuna dair kanıtlar bulunmuştur.

Gentry, Kemsley ve Mayer (2003) çalışmasında gayrimenkul yatırım ortaklıklarına odaklanarak temettü vergilerinin hisse fiyatına etkilerini regresyon analizi kullanarak incelenmiştir. 1992'den 1999'a kadar 389 gözlemden (85 firma) oluşan bir örneklem içinde GYO'ların varlıklarındaki vergiye esas değer fiyat etkileri incelenmiştir. Her bir vergi matrahının, gayrimenkullerin adil piyasa değerine bağlı olarak GYO hisse fiyatlarını 9 ila 26 sent artırdığı ve çoğu tahminin 9 ila 20 sent arasında değiştiği gözlemlenmiştir. Temettü politikasının büyük ölçüde isteğe bağlı olmadığı, kurumlar vergisinin olmadığı ve hisse geri alımlarının temettülere göre vergi avantajı sağlamadığı durumlarda yatırımcıların önemli miktardaki temettü vergisini sermaye olarak dikkate aldığı çalışmada görülmüştür.

Chamberlain ve Shahriari (2012) çalışmada Kanada hükümeti tarafından Kasım 2005 ve Ekim 2006'da vergi politikasına getirilen iki farklı değişikliğin Kanada'daki GYO sektörü üzerindeki etkilerini incelemiştir. Vergi politikası değişikliklerinin Kanada'daki gayrimenkul yatırım ortaklığı sektörü üzerindeki etkisini incelemek için 2004-2007 yılları arasında Toronto Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören otuz üç GYO'dan oluşan bir portföy oluşturulmuştur. 23 Kasım 2005'te yapılan ilk değişiklikle temettüler üzerindeki gelir vergisi azaltılmış ve böylece kurumlar aracılığıyla ödenen toplam vergi ile yatırım ortaklığı aracılığıyla ödenen gelir vergisindeki fark önemli ölçüde daraltmış ancak ortadan kaldırılmamıştır. İkinci olarak 31 Ekim 2006'daki değişiklik tüm yatırımcılar için yatırım ortaklıklarından alınan temettüler ve kurumsal temettüler arasındaki vergi muamelesini eşitlemek amacıyla belirli GYO'lar hariç, yatırım ortaklıkları tarafından yapılan dağıtımların vergiden düşülebilirliğini ortadan kaldırmayı önermiştir. Çalışmada, getiri oynaklığının yüksek olduğu ve negatif kümülatif anormal getirilerin olduğu bir dönemi izleyen Kasım 2005 vergi politikası değişikliğinin GYO'ların değerlemesinde olumlu ve önemli bir etkiye sahip olduğu görülmüştür. Ekim 2006 değişikliğinin ise GYO'lar için GYO olmayan yatırım ortaklıklarına göre farklı sonuçları olduğu tespit edilmiştir. Bununla birlikte, GYO olmayan yatırım ortaklıklarında olduğu gibi GYO'lar da mevzuat değişikliğinin yapıldığı gün ve ertesi gün olumsuz etkilenmiş ancak kısa bir süre içinde kaybettikleri değeri geri kazandığı görülmüştür.

Barclay, Heitzman ve Smith (2013) çalışmasında, borçlanmanın göreceli vergi avantajını, vergilendirilebilir ve vergiye tabi olmayan gayrimenkul firmaları arasındaki kaldıraç kararlarına etkisi yönüyle incelemiştir. Benzer varlık portföyüne sahip firmalar

için vergiye tabi firmaların vergiye tabi olmayan emsallerinden daha fazla borcu olması gerektiği şeklinde hipotez kurulmuştur. Araştırmada vergiye tabi gayrimenkul firmalarının kaldıraç tercihlerini vergiye tabi olmayan emsalleriyle karşılaştırarak hipotez test edilmiştir. Sonuçta borçlanmanın maliyet ve faydalarının, firmanın varlıklarının ve yatırım fırsatlarının doğası ile yakından ilişkili olduğu ve borcun vergiden düşülebilirliğinin firmanın kaldıraç kararında en iyi ihtimalle ikincil bir rol oynadığı anlaşılmıştır. Vergilendirilebilir firmaların vergiye tabi olmayan benzer firmalardan yaklaşık %5 daha yüksek kaldıraç oranlarına sahip olduğu görülmüştür.

Borden (2015) çalışmasında ABD’de yer alan GYO vergilendirmesine yönelik bazı eleştirileri incelemiş ve ABD Kongresi’nin amaçlarını ne kadar iyi yerine getirdiğine ve geleneksel vergi politikası hedeflerini ne kadar yerine getirdiğine bağlı olarak GYO vergilendirmesini analiz etmiştir. Analizde GYO vergilendirmesinin yararlı olduğu ve emlak piyasalarını istikrara kavuşturmaya yardımcı olarak ekonomiye fayda sağladığı tespit edilmiştir. GYO vergilendirmesinin devlet vergi gelirleri üzerinde önemli bir olumsuz etkisinin olmadığını ve herhangi bir vergi politikasına aykırı olmadığını vurgulamıştır. Sonuç olarak Kongre’nin, GYO vergilendirmesinin kapsamını önemli ölçüde daraltmak için harekete geçmesine gerek olmadığı görülmüştür.

Speckhahn (2015) doktora tezinde, Avrupa’daki GYO’ları ve Avrupa Birliği içindeki vergi rejimlerinin Avrupalılaştırılması konusunu tartışmıştır. Araştırma, sınır ötesi durumlarda doğrudan vergi uygulamalarına odaklanarak, Avrupa Birliği üye devletlerinin GYO rejimlerine ilişkin Avrupa Birliği’nin yerel mevzuat üzerindeki etkisini ele almayı amaçlamıştır. Çalışma, tümü ABD modeline dayalı GYO çerçeveleri oluşturmuş olan seçilmiş Avrupa Birliği üye ülkeleri (Fransa, Bulgaristan ve İspanya) arasındaki GYO’ların organizasyonunu karşılaştırmaktadır. Seçilen üç ülkenin çerçevesini kullanan Speckhahn, şirketlerin sınır ötesi faaliyetleri üzerindeki doğrudan vergilendirme, egemenlik kaybı ve vergi matrahları konusunda üç ülkenin sahip olduğu bazı ortak görüş ve bağlantıyı aktarmıştır. Teze göre ne hukukta ne de ekonomide herhangi bir akademik araştırmaya konu olmayan Avrupa Birliği hukukuna uyumlu tek tip bir Euro-REIT kurgulanmış ve özetlenmiştir.

Cardona (2016) çalışmasında, gayrimenkul yatırım ortaklıklarına bağlı vergilendirilebilir şirketlere sahip olmanın ne kadar riskli olduğunu incelemiştir. GYO’ların aksine, GYO’ya bağlı ortaklıklar vergilendirilmekte ve gayrimenkul sektörü

ile ilgili olsun veya olmasın herhangi bir ticari faaliyette bulunabilmektedirler. Bağlı şirketler, GYO düzeyinde genellikle yasaklanan ticari faaliyetleri gerçekleştirmek için kurulmaktadır. Çalışmanın sonunda bağlı şirkete sahip GYO'ların, bağlı şirkete sahip olmayan GYO'lara kıyasla daha az riskli olduğu görülmüştür.

French ve Price'ın (2016) araştırmasında vergi ve amortismanın gayrimenkul yatırım ortaklıklarının değerini nasıl etkilediğini adına '*vergi sonrası net likidite değeri*' dedikleri yeni bir model oluşturarak tartışmışlardır. Değerlemede ölçü birimi olarak vergi sonrası net likidite değeri kullanılmıştır. Araştırmada yatırım ortaklıklarının net varlık değeri ile dayanak varlıkları herhangi bir vergi borcu düşüldükten sonra adil piyasa fiyatından satma değerini imleyen vergi sonrası net likidite değeri karşılaştırılmıştır. Sonuç olarak GYO'ların gözlemlenen piyasa değerlerini kullanarak vergi sonrası net likidite değerlerinin GYO piyasa fiyatlarına ilişkin net varlık değerlerinden daha üstün tahminler verdiğine dair kanıtlar bulunmuştur.

Burucu ve Contuk çalışmasında (2016) GYO'ların rekabet düzeyini ölçmeyi amaçlamışlardır. CR-4, CR-5 ve HHI yoğunlaşma endeksi kullanılarak 2000 ve 2014 yılı arasında rekabet yapısı tespit edilmiştir. Çalışmanın sonucunda piyasanın genel olarak oligopol piyasa niteliğinde olduğu ancak son dönemde monopolcü rekabet yapısına yönelik gözlemlerin olduğu ve rekabetçi yapının var olduğu anlaşılmıştır.

Holland, Lindop ve Wahab (2021) çalışmada, Büyük Britanya'ya 2006 yılında getirilen GYO vergilendirme rejimine yönelik yöneticilerin ve hissedarların tepkilerini, yani bilgileri işleme yeteneklerini tek değişkenli ve çoklu regresyon analizlerinin bir kombinasyonunu kullanarak incelenmiştir. Çalışma sonucunda hissedarlarla karşılaştırıldığında, yöneticilerin mevzuat ve uygulanabilirliği hakkında daha fazla bilgi sahibi oldukları görülmüştür. Yöneticilerin, bu yeni rejime dönüşüm sürecinde hissedarların çıkarlarını kendi kişisel kazançlarına tercih etmedikleri anlaşılmıştır. Hissedarların, mevzuatın genel etkilerini doğru bir şekilde değerlendirebildikleri ancak kazanç sağlayabilecek şirketleri belirleyemedikleri tespit edilmiştir. Hissedarlar, kendi çıkarları ile yöneticilerin çıkarları arasındaki çatışmayı tahmin edebiliyor gibi görünse de bu farkındalığın yöneticilerin kendi çıkarları doğrultusunda hareket etmesini engellemediği veya kısıtlamadığı anlaşılmıştır.

Bu çalışma yukarıda anılan çalışmalardan farklı olarak Türkiye’de uygulanmakta olan kurumlar vergisi uygulamalarının GYO ve GYF kuruluşlarına etkisini tartışmaktadır.

5.2. Veri ve Yöntem

Çalışmada 1997 yılı ile 2020 yılları arasında Türkiye’de faaliyette bulunan GYO ve GYF’lerin kazançlarına uygulanan 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu’nda yer alan oranın bu kuruluşların sayısına etkisi araştırılacaktır. Veri seti 24 gözlemden oluşmaktadır. Kurumlar vergisi oranları 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu’ndan alınmıştır. GYO sayısı ise Sermaye Piyasası Kurulu’nun çıkarmış olduğu aylık istatistik bülteninden alınmıştır. Çalışmanın bir kısıtı ise yıllar itibarıyla faaliyette bulunan GYF sayılarına erişmede olmuştur. 2014 yılında GYF’lere ilişkin yasal mevzuat düzenlemesi yürürlüğe konulmuş ve ilk yatırım fonu 2016 yılında faaliyetine başlamıştır. Ancak bu dönemle birlikte hangi yıl kaç adet GYF’nin faaliyette bulunduğuna ilişkin veriye erişilememiştir. Bu nedenle çalışma GYO ile sınırlı kalmıştır. Ekonometrik modelde kullanılacak değişkenler aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 5.1: Değişkenlere Yönelik Bilgiler

Değişken İsmi	Değişkenin Modeldeki Rolü
Vergi Oranı	Bağımsız Değişken
Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Sayısı	Bağımlı Değişken

Çalışmaya ilişkin hipotezler aşağıdaki gibi belirlenmiştir:

H₁: Vergi oranı ile faaliyette bulunan GYO sayısı arasında ilişki vardır.

H₂: Vergi oranı ile faaliyette bulunan GYO sayısı arasında ilişki yoktur.

Yukarıda yer alan hipotezlerin sınanmasına ilişkin hangi ekonometrik yöntemin uygulanacağına belirlenmesi açısından değişkenlerin normal dağılıp dağılmadığının belirlenmesi önem arz etmektedir. Ekonometrik testler parametrik testler ve parametrik olmayan testler olarak ikiye ayrılmaktadır. Parametrik testlerin uygulanabilmesi için bazı varsayımların gerçekleşmiş olması gerekmektedir: Verilerin normal dağılım göstermesi, verilerin yazsız olarak seçilmesi, varyansların homojen olması, veri setinin 10’un altına inmemesi gibi. Eğer veri seti bu koşullara sahip değilse parametrik olmayan testler uygulanmaktadır (Toy & Tosunooğlu, 2007). Bu bağlamda ilk olarak veri setine normallik testi uygulanacak ve sonuca göre

değişkenler arası ilişkiyi açıklayan Pearson Korelasyon Katsayısı veya doğrusal regresyon ya da parametrik olmayan korelasyon testlerinden Spearman ρ testi uygulanacaktır.

5.3. Normallik Testi

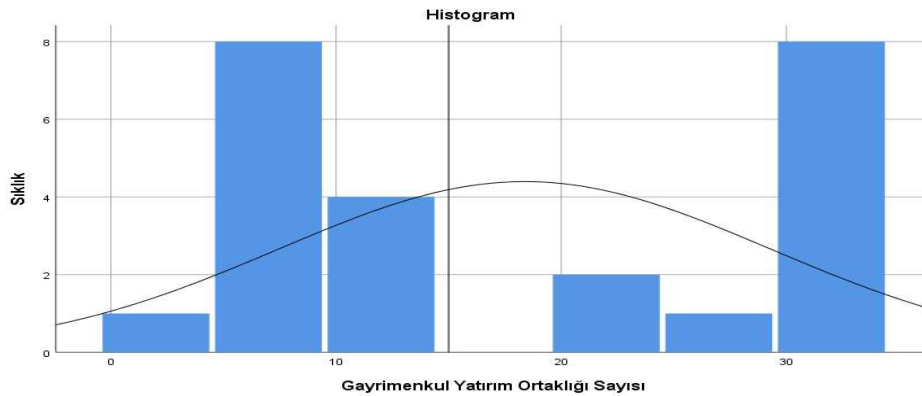
Literatürde normallik testleri veri setinin çarpıklık basıklık değerleri, Kolmogorov Smirnov ve Shapiro Wilk testleri ile yapılmaktadır. Normallik testleri arasında en yaygın olarak kullanılan ise Kolmogorov Smirnov ve Shapiro Wilk testleridir (Durmuş, Yurtkoru, & Çinko, 2018). Kolmogorov Smirnov ve Shapiro Wilk testlerinde veri sayısı 50'den fazla olduğunda Kolmogorov Smirnov testi tercih edilmekte daha az olduğunda ise Shapiro Wilk testi tercih edilmektedir (Mayers, 2013). Verilere IBM SPSS Statistics (26'ncı sürüm) programı kullanılarak normallik testi yapılmıştır.

Tablo 5.2: Çarpıklık ve Basıklık Değerleri

Değişken Adı	Değer	İstatistik	Standart Hata
Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Sayısı	Çarpıklık	0,193	0,472
	Basıklık	-1,697	0,918

Normal dağılımdan söz edilebilmesi için çarpıklık ve basıklık değerlerinin +1,00 ile -1,00 değerleri arasında değişmesi gerekmektedir. Yukarıda tablodan görüleceği üzere basıklık ve çarpıklık değerleri bu aralık içinde yer almadığından normal dağılım gözlenmemiştir (Büyüköztürk, Çokluk, & Köklü, 2020).

Veri setine yönelik histogram görseli aşağıdaki gibidir. Görselde ideal normal dağılım eğrisi yer almakta ancak verilerin dağılımı ise bundan farklılık göstermektedir. Bu görselden de verilerin normal dağılıma sahip olmadığı anlaşılmaktadır.



Şekil 5.1: Bağımlı Değişken Histogramı

Diğer bir yöntem de Shapiro Wilk testinin uygulanmasıdır. Bu testin seçilmesinin sebebi gözlem sayısının az olmasından kaynaklanmaktadır. Testte yer alan p değeri 0,05'ten büyük olduğunda değişkenin dağılımının normal olduğu kabul edilmekte aksi halde normal dağılım göstermediği anlaşılmaktadır (Durmuş, Yurtkoru, & Çinko, 2018). Bu test sonucunda p değeri $0,003 < 0,05$ olduğundan bağımlı değişken normal dağılmamaktadır.

Tablo 5.3: Bağımlı Değişken Shapiro-Wilk İstatistiği

Bağımlı Değişken Adı	Shapiro-Wilk İstatistiği	Veri Sayısı	Sig.
Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Sayısı	0,857	24	0,003

Normal dağılım gerçekleşmediğinden bağımlı değişken ile bağımsız değişken arasındaki ilişki Spearman ρ testi uygulanarak analiz edilecektir.

5.4. Spearman ρ Testi

Parametrik olan ve değişkenler arasındaki ilişkiyi açıklayan Pearson Korelasyon katsayısı ya da Regresyon Analizi testlerinin normallik varsayımı nedeniyle uygulanmadığı durumlarda Spearman ρ testi uygulanabilmektedir (Göktaş & İşçi, 2011). İki değişken arasındaki ilişki araştırıldığında en az bir değişkenin normal dağılım göstermemesi halinde Spearman ρ testi yapılması daha uygun olmaktadır (Kılıç S. , 2012).

Spearman ρ katsayısı bulunurken değişkenlerin sıralı olması gerekmektedir. Katsayının bulunması için aşağıdaki formül kullanılabilmektedir (Winter & Gosling, 2016).

$$\rho = 1 - \frac{6 \sum d_i^2}{n(n^2 - 1)}$$

Burada $d_i = x_i - y_i$, X_i ile Y_i sıra numaraları arasındaki farkı n ise iki değişkenli örnekleme toplam gözlem sayısını ifade etmektedir. Aşağıda SPSS programı ile yapılan analiz sonucu yer almaktadır. Vergi oranları ile GYO sayısı arasında herhangi korelasyon bulunmadığı tespit edilmiştir. Yapılan araştırma sonucunda Spearman ρ katsayısı oluşmamış ve değişkenler arasında ilişki tespit edilmemiştir. Bu analiz sonucunda çalışmada oluşturulan H_1 hipotezi reddedilmiştir.

Tablo 5.4: Spearman Korelasyon Testi Sonucu

			Vergi Oranı	Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Sayısı
Spearman's <i>rho</i>	Vergi Oranı	Correlation Coefficient	.	.
		Sig. (2-tailed)	.	.
		N	24	24
	Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Sayısı	Correlation Coefficient	.	1,000
		Sig. (2-tailed)	.	.
		N	24	24

SONUÇ

Türkiye’de artmakta olan nüfus, devam etmekte olan kentsel dönüşüm sürecinin yarattığı konut ihtiyacı ve gayrimenkul sektörünün ekonomide lokomotif rol oynaması bir arada değerlendirildiğinde sektörün gelecek dönemde gelişim göstermesi beklenmektedir. Bu nedenle gayrimenkul, yatırım aracı olarak önemli bir rol oynamaktadır. Finansal okuryazarlığın nispeten sığ olduğu Türkiye’de borsa, döviz ve emtialarda yaşanan ani düşüş ve yükselişler bunların yatırım aracı olarak tercih edilmesinde olumsuz etki yaratmakta, finansal ürün olmak yerine fiziksel ürün olan gayrimenkul bu kesim tarafından daha çok tercih edilebilir bulunmaktadır. Ülkenin ekonomik konjonktüründe yaşanan dalgalanmalara karşı daha güvenli bir yatırım aracı olarak gayrimenkulün görülmesi bundaki en büyük etkidir.

Genel olarak Türkiye’de gayrimenkulün yatırım aracı olarak tercih edilmesinin sebepleri aşağıdaki gibi sıralanabilir:

- Ekonominin lokomotifi niteliğinde yani sürükleyici, itici bir gücünün bulunması,
- Devletin çeşitli teşvikler vermesi,
- Nüfus artışına bağlı konut talebi artışı ile birlikte üretimde yaşanan artış,
- Ulaşım hatlarının yayılarak birbirine entegre olması ve hayata geçirilen büyük altyapı yatırımlarının gayrimenkul değerlerini olumlu yönde etkilemesi,
- Gayrimenkule bağlı yeni yatırım araçlarının çıkarılması.

Gayrimenkul sektörünün içinde yer alan ekonomik birimlerden gayrimenkul yatırım fonları ile gayrimenkul yatırım ortaklıkları sığ sermaye piyasasına entegre olarak piyasanın derinleşmesine katkı sağlamıştır. Ancak gayrimenkul yatırım fonları ile gayrimenkul yatırım ortaklıklarının gelişimine etki eden faktörlerin çalışma kapsamında yapılan araştırma ve incelemeler sonucunda aşağıdaki gibi olduğu anlaşılmıştır:

- Bankacılık sisteminde uzun vadeli kredi olanağının yaratılmasına ilişkin yasal düzenlemeler,
- Milli gelirde yaşanan artış,
- Faiz oranlarının düşmesi,
- Göç.

Türkiye’de yaşanan 1999 yılı Marmara depremi, 2001 yılında yaşanan ekonomik kriz ve 2003 yılında Irak savaşı ekonomide durgunluğa ve belirsizliğe yol

açmıştır. 2004 yılı sonu ve sonrasında ise bu süreç sona ermiş ve enflasyon oranları düşüş trendine girmiştir. Bu durum aynı zamanda faiz oranlarının da düşmesine ve daha uzun vadeli kredi verilebilmesine imkân sağlamıştır. 2007 yılında, 5582 Sayılı Konut Finansmanı Sistemine İlişkin Çeşitli Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun ile yasal düzenlemelere yer verilerek uzun vadeli konut finansmanına yönelik çeşitli adımlar atılmıştır. Bankaların konut finansmanına yönelik alacaklarını vadeden önce geri alma ve yeni konut finansmanı sunabilmesine yönelik imkân sağlanmıştır. Ekonominin içinde bulunduğu konjonktür ve bankacılık sistemine uzun vadeli konut finansmanının dahil edilmesi gayrimenkul yatırım ortaklıklarının ve fonlarının gelişimine olumlu yönde katkı yapmış ve çalışmanın “Türkiye’de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Gelişimi” bölümünde de görüleceği üzere, 2006 ve sonraki yıllarda gayrimenkul yatırım ortaklığı sayısında ciddi artışlar gözlemlenmiştir. 2006 yılında 11 olan gayrimenkul yatırım ortaklığı sayısı 2011 yılında 23’e çıkarak 5 yılda iki kat artış göstermiştir.

Sektörün gelişimini etkileyen bir diğer unsur ise milli gelirde yaşanan artıştır. Kuşkusuz kişi başı milli gelirde gözlemlenen artış ile birlikte sektörün talep tarafında yer alan kesimler daha fazla finansman olanağı elde edecektir. Aşağıdaki tabloda da görüleceği üzere 2006 ve sonraki yıllarda kişi başına düşen milli gelirde dikkate değer artış görülmüş ve bu da sektörün gelişimine katkı sağlamıştır.



Kişi Başına Düşen Milli Gelir (TÜİK, 2021)

Faiz oranlarının düşmesi sektör açısından talep tarafında bulunan kesimlere uzun dönemli finansman sağlanması yönüyle önem arz etmektedir. Konut kredi

faizlerinde yaşanan yükselme tüketicilerin talebini etkilemekte bir yandan da üreticilerin maliyetini arttırmaktadır. Faiz oranlarının düşmesiyle birlikte gayrimenkul yatırım ortaklıklarının sayısında da artış gözlemlenmektedir.

Gelişmekte olan ülkeler arasında bulunan Türkiye’de nüfus artışına bağlı olarak göç, 1950’li yıllardan bu yana sanayileşmenin de itici bir kuvvet uygulamasıyla birlikte zaman içinde artmış, bu durum kentleşme hızıyla birlikte konut talebini de canlandırmıştır. Konut talebi ise kırsal alanda yaşanan istihdam sorunlarına bağlı göç, ekonomik zorluklar, çarpık kentleşme, gelir dağılımındaki eşitsizlikler gibi sebeplerle konut açığının ortaya çıkmasına sebep olmuştur. Nüfus artışına bağlı olarak her sene konut talebinin de arttığı görülmektedir.

Türkiye’de yatırım fonlarına ilişkin olarak yasal düzenleme 1982 yılında sermaye piyasası mevzuatına dahil olmuşken gayrimenkul yatırım fonlarına ilişkin düzenleme ise 2014 yılında yürürlüğe girmiştir. Ancak kurumlar vergisi kanununa gayrimenkul yatırım fonlarının kazançlarının istisna tutulacağı hükmü 1992 yılında eklenmiştir. Çalışmada ise bu istisna hükmünün yıllar itibarıyla GYO ve GYF kuruluş sayısına istatistiksel analiz olarak herhangi etkisinin olmadığı görülmüştür. Dolayısıyla gayrimenkul yatırım fonlarının sayısının artmasında vergilendirme rejiminin doğrudan bir etkisi bulunmamakla birlikte genel olarak yatırım fonlarına yönelik katılma belgelerinin ihracında tarihsel olarak büyük önemiyet arz etmesi ilgiyi azaltıcı bir unsur olarak mülhaza edilmektedir. Zira Türkiye’de ilk yatırım fonunun ihracı için rağbeti azaltıcı etkisi olduğu görülen stopaj uygulaması 1987 yılında çıkarılan Bakanlar Kurulu Kararı ile çözülmüş ve aynı yıl ilk katılma belgesi ihraç edilmiştir.

Gayrimenkul yatırım fonlarında durum böyle olmakla birlikte gayrimenkul yatırım ortaklıklarında da benzerlik bulunmaktadır. Gayrimenkul yatırım ortaklıklarına yönelik ilk yasal düzenleme 1992 yılından sonra 1995 yılında SPK tarafından yapılmıştır. İlk hisse senedi ihracı ise 1997 yılında gerçekleşmiştir.

Hem gayrimenkul yatırım ortaklıklarına hem de gayrimenkul yatırım fonlarına uygulanan vergi teşvikleri dünya uygulamalarında da görüldüğü üzere bu ekonomik yapıların sayılarını etkilemek yerine doğrudan ekonomi içinde yer almalarını, kurulmalarını sağlamıştır. Vergi avantajının bulunmaması halinde bu yapıların yatırımcılar açısından cazibesini kaybedeceği izahtan varestedir. Aynı zamanda uygulamaya konulan vergi teşvikleri ile sadece yatırımcılar fayda sağlamamakta, bu yatırımcılar vasıtasıyla yüksek finansmana ihtiyaç duyan çeşitli yapılar üretilerek

tüketime sunulmaktadır. Bu durum bu teşviklerle birlikte oluşturulan yapıların içinde bulunduğu çevreye doğru fayda akımı yaratmasıyla birlikte dışsal bir fayda da sağlamaktadır. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve gayrimenkul yatırım fonları yaptıkları yatırımlar ile özel fayda sağlarken aynı zamanda bu yatırımlar tüketim amaçlı olarak toplumda bulunan diğer birimlerin faydasına sunulmaktadır. Bu durum ise anılan kuruluşlara vergi teşvikinin sağlanmasının gerekliliğini ortaya koymaktadır.



KAYNAKÇA

- Acinöroğlu, S. (2009). Genel Olarak Vergi Teşviklerinin Ekonomi Üzerine Etkinliği. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, 1(2), 147-169.
- Açlar, A., & Çağdaş, V. (2002). *Mühendis, mimar ve uzmanlar için taşınmaz (gayrimenkul) değerlemesi*. Ankara: TMMOB Harita ve Kadastro Mühendisleri Odası.
- Akçay, B. (1999). *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları*. Ankara: Bilkamat Yayınevi.
- Akdeve, E., & Karagöl, E. T. (2013). Geçmişten Günümüze Türkiye’de Teşvikler Ve Ülke Uygulamaları. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*(37), 336.
- Akdoğan, A. (2011). *Kamu Maliyesi* (14 b.). Ankara: Gazi Kitabevi.
- Aksoy, M. U. (1974, Mayıs). Yatırım Ortaklıklarının Almanya’daki Gelişimi ve Kuruluşu. *İktisat ve Maliye Dergisi*, XXI(2), 68.
- Alarko Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (2020, 11 26). Kısaca Alarko GYO: <http://www.alarkoyatirim.com.tr/index.php/kurumsal/kisaca-alarko-gyo> adresinden alındı
- Alp, A., & Yılmaz, M. (2007). *Gayrimenkul Finansmanı ve Değerlemesi* (3 b.). İstanbul: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası.
- Altaş, Z. Y. (2019). Yüksek Lisans Tezi. *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının İslam İktisadi Açısından İncelenmesi*. İstanbul: T.C. İstanbul Sabahattin Zaim Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İslam Ekonomisi Ve Finans Anabilim Dalı Uluslararası Finans Ve Katılım Bankacılığı Bilim Dalı.
- Altay, A., & Karabulut, Ş. (2017). Türkiye’de Mali Teşvik Sistemi ve Yatırımlara Sağlanan Mali Teşviklerin Değerlendirilmesi. *Adnan Menderes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 4(4), 190. doi:10.30803/adusobed.353997
- Armağan, R. (2007). Türkiye’de Gelir Ve Kurumlar Vergisi Oranlarında İndirimin Vergi Gelirleri Üzerine Etkileri. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 12(3), 227-252.
- Atay, T., & Öztürk, M. (2004). *Tüm Yönleriyle İştirak Hissesi ve Gayrimenkul Satış Kazancı İstisna Uygulaması*. Ankara: Yaklaşım Yayıncılık.
- Aydın, Ü. (2013). Türkiye’deki Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi: Dea Ve Tobit Model Uygulaması. *Marmara Üniversitesi İ.İ.B. Dergisi*, XXXIV(1), 88-110.

Aytemiz, L., & Helhel, Y. (2007). Kobilerin Teşvik Tedbirlerinden Yararlanma Eğilimi: Isparta Örneği. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 12(1), 163-179.

Barclay, M., Heitzman, S., & Smith, C. (2013). Debt and taxes: Evidence from the real estate industry. *Journal of Corporate Finance*, 20, 74-93.

Başak, L. (2016). *Türk Vergi Mevzuatı ve Vergi Anlaşmaları Çerçevesinde Temettü (Kar Payı) Vergilemesi*. Ankara: Yaklaşım Yayıncılık.

Baştürk, K. (2012). Yüksek Lisans Tezi. *Vergi Teşvik Politikası Ve Türkiye’de Ar-Ge Faaliyetlerine Yönelik Vergi Teşvikleri*, 6. Konya: Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Kamu Yönetimi Anabilim Dalı.

Bayraktaroglu, E. (2020). *Global REIT Survey 2020*. European Public Real Estate Association, Turkey.

Belen, H. (2002). *Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının faaliyetlerinin medeni hukuk açısından değerlendirilmesi*. İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş.,.

Betül, G. (2021). Yüksek Lisans Tezi. *Gyo İnşaat Yatırımlarında Mal Sahibi Kaynaklı Değişiklik Talepleri*. Fatih Sultan Mehmet Vakıf Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü.

Bilici, N. (2014). *Türk Vergi Sistemi* (32 b., Cilt 2). Savaş Yayınevi.

Bingöl, M. (2020, 11 11). *Gayrimenkul fonu yatırımcılarında vergi avantajları*. Finans Gündem: <https://www.finansgundem.com/yazarlar/gayrimenkul-fonu-yatirimcilarinda-vergi-avantajlari-yazisi/466758> adresinden alındı

Block, R. L. (1998). *Investing in REITs*. Usa.

Borden, B. (2015). Reforming REIT Taxation (Or Not). *Houston Law Review*, 53(1), 1-101.

Bozkurt, Ü. (1987, Aralık). Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi. 318. İktisat Bankası Eğitim Yayınları.

Brueggeman, W., & Fisher, J. (2011). *Real Estate Finance And Investments* (Fourteenth Edition b.). McGraw-Hill.

Brueggeman, W., Chen, A., & Thibodeau, T. (1992). Some additional evidence on the performance of commingled real estate investment funds: 1972-1991. *The Journal of Real Estate Research*(Fall92, Vol. 7 Issue 4), 433-448.

Bulutoğlu, K. (1970). *Türk Vergi Sistemi* (3 b.). İstanbul: Fakülteler Matbaası.

Burucu, H., & Contuk, F. Y. (2016). Türk Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında Rekabet Yapısı. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, 53(615), 89-99.

Büyükoztürk, Ş., Çokluk, Ö., & Köklü, N. (2020). *Sosyal Bilimler için İstatistik*. Ankara: Pegem Akademi Yayıncılık.

Cardona, J. (2016). Do taxable REIT subsidiary spell risk for REITs? An empirical examination. *Journal of Property Investment & Finance*, 34(4), 387 - 406.

Chamberlain, T., & Shahriari, H. (2012). Asset Prices And Taxes: An Empirical Study. *The Brc Academy Journal Of Business*, 1-25.

Coşkun, Aktan, C. C., Gencel, U., & Yay, S. (2019). Vergi Reformu Mu? Yoksa Vergi Deformu Mu? Türk Vergi Sisteminde Bitmek Bilmeyen Mevzuat Değişiklikleri ve. *Yönetim Bilimleri Dergisi*, 17(33), 165-186. doi:<https://doi.org/10.35408/comuybd.419790>

Coşkun, Y. (2015). *Türkiye’de Konut Finansmanı: Sorunlar ve Çözüm Önerileri*. İstanbul: Türkiye Bankalar Birliği.

Coşkun, Y. (2016, Nisan). Konut Fiyatları Ve Yatırımı: Türkiye İçin Bir Analiz. *Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*(9), 201-217.

Cömert, İ. A. (2019). Yüksek Lisans Tezi. *Türkiye’de Kurulan Gayrimenkul Yatırım Fonlarının Gayrimenkul Değerleme Sektörüne Etkisi*, 50. İstanbul: İstanbul Teknik Üniversitesi, Fen Bilimleri Enstitüsü.

Çamur, Y. (1990). Yüksek Lisans Tezi. *Yatırım Fonları*, 40. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Fakültesi Para Banka.

Çanakçı, E. (2008). *İMKB’de İşlem Gören Yatırım Ortaklıklarının Finansal Analizi (2005-2007)*. Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Dairesi.

Çelik, A. (1991, Kasım). Yatırım Fonları Ve Türkiye’deki Uygulaması. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*(9), 73-74.

Çelik, R. (2019). Yüksek Lisans Tezi. *Gayrimenkul Vergileri Ve Vergisel Teşviklerin Türkiye’de Gayrimenkul Piyasasına Etkileri*, 93. İstanbul: T.C. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Ana Bilim Dalı Gayrimenkul Değerlemesi Ve Finansmanı Bilim Dalı.

Çengel, Ö. (2006). Gayrimenkul Sektöründe Modern Pazarlama Teknikleri Ve Güncel Uygulamalar. *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*(9), 126-128.

Çıkılı, G. (2010). Yüksek Lisans Tezi. *Türkiye’de Gayrimenkul Sektörü Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları*, 4. İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi , Sosyal Bilimleri Enstitüsü.

Çikot, Ö. (2011). *GYO’ların Gelişimi*. Dünyada Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları. İstanbul: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği.

Çolak, A., & Alıcı, A. (2001). *A'dan Z'ye Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları Yayın No:136.

Demirkan, U. (1981). Atatürk'ün Maliye Siyaseti. *Maliye Dergisi*, 41-70.

Dikmen, M. O. (1999). Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Semineri. (s. 11). İstanbul: İktisadi Araştırmalar Vakfı.

DPT. (1993, Ekim). Devlet Planlama Teşkilatı Uzmanlık Tezi. *Türkiye'de Kurumlar Vergisi Uygulamasının Firma Davranışları Üzerindeki Etkisi*. İktisadi Planlama Genel Müdürlüğü Yıllık Programlar ve Finansman Dairesi.

Duran, M. (2003). *Teşvik politikaları ve doğrudan sermaye yatırımları*. Ankara: TC Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı.

Durmuş, B., Yurtkoru, E., & Çinko, M. (2018). *Sosyal Bilimlerde SPSS'le Veri Analizi*. İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş.

Dusuki, A. W. (2008). Practice and Prospect of Islamic Real Estate Investment Trusts (IREITs) in Malaysian Islamic Capital Market. *Journal of Islamic Economics, Banking and Finance*, 6(2).

Eraslan, M. (2020). *Türkiye Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Sektörü*. İstanbul: İstanbul Uluslararası Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.

Erdoğan, B. (2018). Yüksek Lisans Tezi. *Türkiye'de Gayrimenkul Sektörü A İternatif Finansman A raçları Ve Uygulamaları: Gayrimenkul Sertifikaları Ve Gayrimenkul Yatırım Fonları*, 6. İstanbul: T.C. Bahçeşehir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Ergen, E. (2001). Yüksek Lisans Tezi. *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ve Türkiye Uygulaması*. İstanbul: İ.T.Ü Fen Bilimleri Enstitüsü.

Ergin, M. A. (2018, Mayıs). Yüksek Lisans Tezi. *Gayrimenkul Yatırım Fonlarının Gayrimenkul Geliştirme Sektörüne Etkileri*. İstanbul: İstanbul Teknik Üniversitesi, Fen Bilimleri Enstitüsü.

Ermüt, A. (2017). The Real Estate Sector in Turkey. Republic of Turkey Prime Ministry Investment Support and Promotion Agency of Turkey.

Erol, I., İleri, A., & Hacıbrahinoğlu, D. (2012). *Türkiye'deki Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO) Piyasasının Kurumsal Finans Teorileri Kapsamındaki Analizi: Arbitraj Fiyatlandırma Modeli ve Vergi Arbitrajı için Olay Çalışması Uygulamaları*. Ankara: Orta Doğu Teknik U. İktisadi ve İdari Bilimler F. İktisat B.

Erol, T., & Ozuturk, D. D. (2011). An Alternative Model of Infrastructure Financing Based on Capital Markets: Infrastructure REITS (InfraREITs) in Turkey. *Journal of Economic Cooperation and Development*(32), 65-88.

Ertan, F. N. (2013). 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda Kolektif Yatırım Kuruluşları Ve Özellikle Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklığı. *İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası*(2), 131-132.

European Fund and Asset Management Association. (2020, 11 12).

Araştırma ve İstatistikler:

<https://www.efama.org/Publications/Statistics/International/Quarterly%20%20International/20%2009%20International%20Statistical%20Release%20Q2%202020.pdf> adresinden alındı

Eyüpgiller, S. (1988). *Banka ve Mali Kuruluşlar*. Ankara: Yargı Yayınları.

Focke, C. (2006). The development of German open-ended real estate funds. *Journal of Real Estate Literature*, 14(1), 39-56.

French, D., & Price, S. (2016). Depreciation-Related Capital Gains, Differential Tax Rates, and the Market Value of Real Estate Investment Trusts. *J Real Estate Finan Econ*, 43-63.

Gentry, W., Kemsley, D., & Mayer, C. (2003). Dividend Taxes and Share Prices: Evidence from Real Estate Investment Trusts. *The Journal Of Finance*, 261-282.

Giray, F. (2008). *Vergi Teşvik Sistemi*. Bursa: Ezgi Kitabevi.

Gökçe, G. (1998). *Gayrimenkul Yatırım Fonları, Yatırım Ortaklıkları, Sertifikaları ve Hazine Taşınmaz Mallarının Bu Yollarla Değerlendirilmesi*. Ankara: T.C. Maliye Bakanlığı Milli Emlak Genel Müdürlüğü.

Göktaş, A., & İşçi, Ö. (2011). A Comparison of the Most Commonly Used Measures of Association for Doubly Ordered Square Contingency Tables via Simulation. *Metodološki zvezki*, 8(1), 17-37.

Göktepe, H. (2003). Doktora Tezi. *ABD ve Türk Hukuklarında Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları*. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Gönenç, H. (1989). Türkiye'de Menkul Kıymet Yatırım Fonlarının Bugünü. *Hacettepe Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 7(1-2), 122.

Güneş, G. Ş., & Tanrıvermiş, H. (2020). Türkiye'de Gayrimenkul Yatırım Fonu Yöneticileri Üzerine Bir Araştırma. *Business and Economics Research Journal*(Vol. 11, No. 2), 433.

Güneş, Ş. (2020). Türkiye'de Borsada İşlem Gören Gayrimenkul Yatırım Fonlarının Performans Analizi. *Business & Management Studies: An International Journal*, 4438-4462.

doi:<http://dx.doi.org/10.15295/bmij.v8i5.1669>

Güven, M. (2006). Yüksek Lisans Tezi. *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Hisse Senetlerinin Verimini Etkileyen Faktörler Üzerine İmkb’de Bir Uygulama*. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Para, Sermaye Piyasaları Ve Finansal Kurumlar Anabilim Dalı.

Halk Bankası. (2021). Ocak 30, 2021 tarihinde Halk Bankası Yabancı Takas Oranları Analizi: https://www.halkyatirim.com.tr/pdf/2021/1/3641_Yabancı%20Takas%20Değişimleri%20-%2026.01.2021.pdf adresinden alındı

Han, B. (2004, Mart 3). *Insider Ownership and Firm Value: Evidences from Real Estate Investment Trusts*. 11 22, 2020 tarihinde SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=512022 adresinden alındı

Hepsen, A., Berberoglu, M., & Aydin, O. (2017). Real Estate Investment Trusts in Turkey: Structure, Analysis, and Strategy. *Journal of Business*(6), 191-199. doi:10.17261/Pressacademia.2017.508

Holland, K., Lindop, S., & Wahab, N. (2021). How Do Managers and Shareholders Respond to Taxation? An Analysis of the Introduction of the UK Real Estate Investment Trust Legislation. *A Journal Of Accounting, Finance and Business Studies*, 1-31.

Hwa, T. K., & Noor, A. (2007). Islamic REITs: A Syariah-compliant investment option. *12th Asian Real Estate Society Annual Conference*. Macau.

İnan, M. (2010). Türkiye’de Kazanç Vergisinden Gelir ve Kurumlar Vergisine Geçiş Süreci: 1946–1960 Dönemi. *Maliye Dergisi*(158), 349-364.

Institute, A. (1996). *The Appraisal of Real Estate*. Chicago.

Kabataş, Y. (2005). Yüksek Lisans Tezi. *Gayrimenkul Değerlemesi ve Raporlanması*, 55. İstanbul: Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Kaçıra, F. B. (2009). *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları*. İstanbul: Beta Yayınları.

Kahraman, D. (2017). *Gayrimenkul Yatırım Fonları*. Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği (TSPB). 11 12, 2020 tarihinde alındı

Kalender, M. (2013). Yüksek Lisans Tezi. *Vergi Yükünün Gayrimenkul Yatırımlarına Etkisi Ve Türkiye Uygulaması*. İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Kamuyu Aydınlatma Platformu. (2020, 11 11). Gayrimenkul Yatırım Fonları: <https://www.kap.org.tr/tr/YatirimFonlari/GMF> adresinden alındı

Keleş, R. (2006). *Kentleşme Politikası* (9 b.). Ankara: İmge Kitabevi.

Kılıç, D. H. (2004). Yüksek Lisans Tezi. *Yatırım Fonları ve Performansının Ölçülmesi, Türkiye Uygulaması 1999-2003*, 26. Ankara: Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Finansman Bilim Dalı.

Kılıç, S. (2002). *Türkiye'deki Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi*. Ankara: İMKB Yayınları.

Kılıç, S. (2012). Bağıntı Analizi Sonuçlarının Yorumlanması. *Journal of Mood Disorders*, 191-193.

Kızılot, Ş. (t.y.). *Kurumlar Vergisi Kanunu ve Uygulaması*. Yaklaşım Yayınları.

Kızılot, Ş., Sarısu, E., Özcan, S., & Kızılot, Z. (2010). *Gayrimenkul Rehberi*. Ankara: Yaklaşım Yayıncılık.

Kusmenoğlu, İ. (2010). *Cumhuriyet Dönemi Vergi Tarihi: 2. Kitap; 1980'den 2010'a*. Ankara: Oluşum Yayıncılık.

Kusmenoğlu, İ. (2010). *Cumhuriyet Dönemi Vergi Tarihi: 1. Kitap; Osmanlı Devleti'nden 1980'e*. Ankara: Oluşum Yayıncılık.

Leblebici, F. (2002). *Devlet Yardımlarının Uygulanmasının Maliyeti Ve Ekonomik Göstergelerle Mukayesesi*. Devlet Planlama Teşkilatı. İktisadi Sektörler Ve Koordinasyon Genel Müdürlüğü Sanayi Dairesi Başkanlığı.

Lin, C., & Yung, K. (2004). Real estate mutual funds: Performance and persistence. *Journal of Real Estate Research*, 26(1), 69-94.

Malaysia International Islamic Financial Centre. (2013, 11 13). 11 29, 2020 tarihinde Islamic Real Estate And Investment Trusts (Islamic Reits) A Promising Asset Class For Wealth Management: <http://www.mifc.com/?ch=28&pg=72&ac=60&bb=uploadpdf> adresinden alındı

Maurer, R., Reiner, F., & Rogalla, R. (2004). Return and risk of German open-end real estate funds. *Journal of Property Research*, 209-233. doi:<http://dx.doi.org/10.1080/09599910500136633>

Mayers, A. (2013). *Introduction to Statistics and SPSS in Psychology*. Pearson Education Limited.

Merkezi Kayıt Kuruluşu. (2021, Ocak 16). Ocak 30, 2021 tarihinde Haberler: [https://www.mkk.com.tr/tr-tr/haberler/Sayfalar/Pay-Piyasasi-Yatirimci-Sayisi-2-Milyonu-Asti.aspx#:~:text=Merkezi%20Kayıt%20Kuruluşu%20\(MKK\)%20verilerine,sa yısındaki%20artış%20oranı%20e%20oldu.](https://www.mkk.com.tr/tr-tr/haberler/Sayfalar/Pay-Piyasasi-Yatirimci-Sayisi-2-Milyonu-Asti.aspx#:~:text=Merkezi%20Kayıt%20Kuruluşu%20(MKK)%20verilerine,sa yısındaki%20artış%20oranı%20e%20oldu.) adresinden alındı

Mert, B. S. (2012). Yüksek Lisans Tezi. *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Yapısı, Faliyetleri Ve Gayrimenkul Sektöründeki Risklerin İncelenmesi*.

İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı
Gayrimenkul Değerlemesi Ve Finansmanı Bilim Dalı.

Muti, A. (2020). Tapu Harç Oranlarındaki İndirimin Konut Satışları Üzerine Etkisinin Araştırılması. *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*(24(Aralık Özel Sayı)), 277-287.

Nareit. (2020). 12 8, 2020 tarihinde What are the Different Types of REITs?: <https://www.reit.com/what-reit/types-reits#:~:text=Most%20REITs%20are%20traded%20on,own%20for%20the%20long-term.> adresinden alındı

Nelling, E., & Lantushenko, V. (2019). Active Management in Real Estate Mutual Funds. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 1-28.

Nijkamp, P., Klamer, P., & Gorter, C. (2002). Retail investments by real estate investment trusts: A comparative analysis of local retail returns for the United States. *Journal of Housing and the Built Environment*, 110.

Odabaşı, S. U. (1993). Yüksek Lisans Tezi. *Yatırım Ortaklığı ve Yatırım Fonları*, 1. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Avrupa Topluluğunun Ekonomik Yapısı Anabilim Dalı.

Ooi, J. T., Newell, G., & Sing, T.-F. (2006). The Growth of REIT Markets in Asia. *Journal of Real Estate Literature*, 14(2), 203- 222.

Özcan, N., & Gürol, B. (2020, Nisan 24). Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Performanslarının İncelenmesi: Türkiye'deki Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Üzerine Bir Araştırma. *Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*(18 (Özel Sayı)), 2. doi:Doi: 10.18026/cbayarsos.468166

Özdemir, I. (2016). Yüksek Lisans Tezi. *Borsa Yatırım Fonları ile A Tipi Yatırım Fonlarının Karşılaştırmalı Performans Analizi: Borsa İstanbul (İMKB) Örneği*, 14. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Özgüç, E. (2008). *Gayrimenkul Yatırım Fonları: Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamalar ve Türkiye için Öneriler*. Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Dairesi.

Özgüç, E. (2008). *Gayrimenkul Yatırım Fonları: Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamalar Ve Türkiye İçin Öneriler*. Sermaye Piyasası Kurulu.

Özkul, S. (2001). Yüksek Lisans Tezi. *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Ve Türkiye Değerlendirmesi*. İstanbul: İstanbul Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü.

Özus, E. (2001). Yüksek Lisans Tezi. *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Planlamaya Ve Kentsel Gelişmeye Etkilerinin İrdelenmesi İstanbul Örneği*. İstanbul: İstanbul Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü .

Redding, L. (2006). Persistent mispricing in mutual funds: the case of real estate. *Journal of Real Estate Portfolio Management*, 12(3), 223-232.

Reisoğlu, S. (1982). *Sermaye Piyasası Kanunu Açısından Bankalar*. Ankara: Türkiye Bankalar Birliği Yayınları.

REIT. (2019). 11 25, 2020 tarihinde Emlak Endeksi Tarihsel Piyasa Değeri: <https://www.reit.com/data-research/reit-market-data/us-reit-industry-equity-market-cap> adresinden alındı

REIT. (2020). Ocak 2, 2021 tarihinde Gayrimenkul Yatırım Endüstrisinde Aylık İstatistik Raporu (REITWatch): <https://www.reit.com/sites/default/files/reitwatch/RW2011.pdf> adresinden alındı

Samuelson, L., & Bond, E. (1986). *Tax Holidays as Signals*. American Economic Association.

Sanger, G., Sirmans, F., & Turnbull, G. (1990). The Effects of Tax Reform on Real Estate: Some Empirical Results. *Land Economics*, 409-424.

Schacht, U., & Wimschulte, J. (2008). German property investment vehicles and the introduction of G-REITs: an analysis. *Journal of Property Investment & Finance*(Vol. 26 No:3), s. 232 - 246. doi:<http://dx.doi.org/10.1108/14635780810871614>

Sırma, İ. (2019). Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Portföy Yapısının Piyasa Performansına Etkisi. *Alphanumeric Journal*, 26-35.

Sodin, M. (2019, Haziran). Yüksek Lisans Tezi. *Real Estate Funds*. Ljubljana: University of Ljubljana.

Speckhahn, W. (2015, May). Doktora Tezi. *Real Estate Investment Trusts (REITs) in Europe -Europeanizing Tax Regimes*. Anglia Ruskin University.

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

Süngü, S. (1989). Konut Finansmanında Sermaye Piyasasının Rolü. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 4(33), 24-28.

Şarkaya, C. (2007). Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Üzerine Bir İnceleme ve Türkiye'ye İlişkin Sektör Analizi. *İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*(1), 175-190.

Şengül, G. (2017). Yüksek Lisans Tezi. *Gayrimenkul Yatırım Fonları Ve Türkiye'deki Uygulamalarının Değerlendirilmesi*. Ankara: Ankara Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü.

Şenyüz, D., Gerçek, A., & Yüce, M. (2008). *En Son Değişikliklere Göre Türk Vergi Sistemi*. Ankara: Yaklaşım Yayıncılık.

Şimşek, Z. (2015). Yüksek Lisans Tezi. *Türkiye’de Yatırım Fonlarının Gelişimi*. Niğde: Niğde Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü .

Tanrıvermiş, H. (2019). Türkiye Ekonomisinde İnşaat ve Gayrimenkul Sektörlerinin Roller ve Gelişme Eğilimlerinin. *Kent, İnşaat ve Ekonomi Kongresi* (s. 35). Gaziantep: Gaziantep Ticaret Odası ve Mimarlar Odası Gaziantep Şubesi.

Teker, M. B. (2000). *Sermaye Piyasası Araçları Yoluyla Gayrimenkul Finansmanı ve Yatırımı* (2 b.). Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu, Pelin Ofset.

Tekin, A. (2006). Vergi Teşvikleri ve Ekonomik Etkileri. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*(16), 301-316.

Tekin, A. (2016). Vergi Teşvikleri ve Ekonomik Etkileri. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*(16), 301-316.

Tobin, G., & Walsh, K. (2013). What Makes a Country a Tax Haven? An Assessment of International Standards Shows Why Ireland Is Not a Tax Haven. *The Economic and Social Review*(44), 401-424.

Topal, M. H. (2016). Teşvik Politikalarının Gerekçeleri ve Etkinliği: Kuramsal Bir Yaklaşım. *Uluslararası Bilimsel Araştırmalar Dergisi*, 37. doi:<https://doi.org/10.23834/isrjournal.251522>

Tosuner, M., & Arıkan, Z. (2008). *Türk vergi sistemi*. İzmir: Neşa Ofset ve Ambalaj.

Toy, B., & Tosunooğlu, N. (2007). Sosyal Bilimler Alanındaki Araştırmalarda Bilimsel Araştırma Süreci, İstatistiksel Teknikler ve Yapılan Hatalar. *Ticaret ve Turizm Eğitim Fakültesi Dergisi*(1), 1-19.

TUİK. (2020). Şubat 3, 2021 tarihinde İnşaat sektöründe faaliyetleri kısıtlayan temel faktörler: https://tuikweb.tuik.gov.tr/VeriBilgi.do?alt_id=1103 adresinden alındı

TUİK. (2020). Şubat 3, 2021 tarihinde İnşaat sektörü güven endeksi (arındırılmamış): https://tuikweb.tuik.gov.tr/VeriBilgi.do?alt_id=1103 adresinden alındı

TUİK. (2020). Şubat 3, 2021 tarihinde Gayrisafi yurtiçi hasıla, iktisadi faaliyet kollarına (A21) göre cari fiyatlarla (değer, pay, değişim oranı), 1998-2019: https://tuikweb.tuik.gov.tr/VeriBilgi.do?alt_id=1108 adresinden alındı

TUİK. (2021, Ocak 2021). İnşaat Maliyet Endeksi: <https://tuikweb.tuik.gov.tr/PreHaberBultenleri.do?id=37281> adresinden alındı

TUİK. (2021, Ocak 14). Ocak 30, 2021 tarihinde Konut Satış İstatistikleri: <https://tuikweb.tuik.gov.tr/HbPrint.do?id=37464> adresinden alındı

TUİK. (2021, 04 12). Kişi Başına Düşen Milli Gelir: <https://data.tuik.gov.tr/Bulten/Index?p=Yillik-Gayrisafi-Yurt-Ici-Hasila-2020-37184#:~:text=Kişi%20başına%20GSYH%2C%202020%20yılında,8%20bin%20597%20dolar%20oldu.> adresinden alındı

Tuncel, K. (1997). *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Türkiye Uygulaması*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu.

Tuncer, S. (1985). *Türkiye'de Sermaye Piyasası*. Okan Yayıncılık.

Tuncer, S. (2008, Kasım). Türkiye'de Vergi Teşvikleri ve Uygulaması (Genel değerlendirme)-I. 191. İstanbul: Yaklaşım Dergisi.

Turan, K., Öngeloğlu, A., & Duru, C. (1982). *Atatürk dönemi maliye politikası : Mondros'tan Cumhuriyet'e mali ve ekonomik sorunlar*. Ankara: Tisa Matbaacılık.

Turhan, S. (1987). *Vergi Teorisi ve Politikası*. İstanbul: Der Yayınları.

Türeoğlu, Z. E. (2008). Yüksek Lisans Tezi. *Konut Finansmanı Sisteminde Taşınmaz Gayrimenkul Değerlemesi*. İstanbul,: Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2020, 11 10). Merkez Bankası Faiz Oranları:

<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+menu/temel+faaliyetler/para+politikasi/merkez+bankasi+faiz+oranlari/faiz-oranlari> adresinden alındı

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2020). 12 01, 2020 tarihinde Konut Fiyat Endeksi:

<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler/Reel+Sektor+Istatistikleri/Konut+Fiyat+Endeksi/> adresinden alındı

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2021, 12 04). Konut Kredi Faizi TL Üzerinden Açılan, Akım Veri, %:

<https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/portlet/K24NEG9DQ1s%3D/tr> adresinden alındı

Uçan, M. Ş. (1992). Yüksek Lisans Tezi. *Dünyada Ve Türkiye'de Menkul Kıymetler Yatırım Fonları*, 11-13. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Uluslararası Finans Bilim Dalı.

Unutkan, Ö. (1991). Yüksek Lisans Tezi. *Gayrimenkul Satış Karının Hesaplanması Muhasebeleştirilmesi ve Sermayeye Eklenmesi*. İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Urak, E. (2016). Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına Sağlanan Vergisel Teşvikler. *Mali Çözüm*(OCAK - ŞUBAT 2016), 162.

Ural, M. (2010). *Yatırım Fonlarının Performans ve Risk Analizi*. Ankara: Detay Yayıncılık.

Uyar, M. (2009). Doktora Tezi. *Türk Hukukunda Gayrimenkul Yatırım*. İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Hukuk Anabilim Dalı Özel Hukuk Bilim Dalı.

Ünsal, E. (2001). *Mikro İktisat* (4 b.). Ankara: İmaj Yayıncılık.

Vakıf GYO. (2020, 11 26). GYO Sektörü: <http://www.vakifgyo.com.tr/kurumsal/gyo-sektoru> adresinden alındı

Vural, G. (1978). *Yatırım Ortaklıkları*. Ankara: Ankara İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi.

Wilkinson, M. (1986). Tax Expenditure and Public Expenditure in the UK. *Journal of Social Policy*(15), 23 - 49. doi:10.1017/S0047279400023096

Winter, J., & Gosling, S. (2016). Comparing the Pearson and Spearman Correlation Coefficients Across Distributions and Sample Sizes: A Tutorial Using Simulations and Empirical Data. *Psychological Methods*, 21(3), 273-290.

Yalçınkaya, A. O. (2018). Doktora Tezi. *Sermaye Piyasalarında Yeni Bir Yatırım Enstrümanı Olarak Gayrimenkul Yatırım Fonlarının Yeri (Türkiye Uygulaması)*. İstanbul: Okan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Yaşa, M. (1980). *Cumhuriyet Dönemi Türkiye Ekonomisi 1923-1978*. İstanbul: Apo Ofset Basımevi, Akbank Kültür Yayını.

Yelgen, E. (2010). Yüksek Lisans Tezi. *Konaklama İşletmelerinde Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Uygulamaları: Alanya' Da Bir Araştırma*. Antalya: Akdeniz Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Yetgin, F. (2006). *Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının performans değerlemesi ve Türkiye uygulaması*. İstanbul: İMKB Yayınları.

Yıldırım, K. (2009). Yüksek Lisans Tezi. *Finansal Küreselleşme Açısından Yatırım Fonlarının Etkinliği*, 85. İstanbul: Marmara Üniversitesi Bankacılık Ve Sigortacılık Enstitüsü Bankacılık Ana Bilim Dalı.

Yüksel, A. S., & Rodoplu, G. (1980). *Sermaye Piyasası*. İstanbul: Filiz Kitabevi.

Zee, H., Stotsky, J., & Ley, E. (2002). Tax Incentives for Business Investment: A Primer for Policy Makers in Developing Countries. *World Development*(Vol. 30), 1497-1516.

