

**T.C.  
SAKARYA ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**PORTFÖY YATIRIM STRATEJİLERİNİN  
GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ  
PİYASA PERFORMANSI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**Adem ÇELİK**

**Enstitü Anabilim Dalı : İşletme  
Enstitü Bilim Dalı : Muhasebe ve Finansman**

**Tez Danışmanı: Yrd. Doç. Dr. Sedat DURMUŞKAYA**

**EKİM – 2016**

T.C.  
SAKARYA ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ



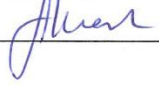
PORTFÖY YATIRIM STRATEJİLERİNİN  
GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ  
PİYASA PERFORMANSI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Adem ÇELİK

Enstitü Anabilim Dalı : İşletme  
Enstitü Bilim Dalı : Muhasebe ve Finansman

“Bu tez ....../..../201.. tarihinde aşağıdaki jüri tarafından Oybirliği /~~Oyçokluğu~~ ile kabul edilmiştir.”

JÜRİÜYESİ	KANAATI	İMZA
Yrd. Doç. Dr. Aysel GÜNEY	Başarılı	
Yrd. Doç. Dr. Sedat DURMUŞKAYA	Başarılı	
Yrd. Doç. Dr. Filiz KONUK	Başarılı	

## **BEYAN**

Bu tezin yazılmasında bilimsel ahlak kurallarına uyulduğunu, başkalarının eserlerinden yararlanılması durumunda bilimsel normlara uygu olarak atıfta bulunulduğunu, kullanılan verilerde herhangi bir tahrifat yapılmadığını, tezin herhangi bir kısmının bu üniversite veya başka bir üniversitedeki başka bir tez çalışması olarak sunulmadığını beyan ederim.

**Adem ÇELİK**

**07.10.2016**

## ÖNSÖZ

Bu tezin yazılması aşamasında, çalışmamı sahiplenerek titizlikle takip eden danışmanım Yrd. Doç. Dr. Sedat DURMUŞKAYA 'ya değerli katkı ve emekleri için içten teşekkürlerimi ve saygılarımı sunarım. Son olarak Yüksek Lisans eğitimim süresince gösterdikleri hoşgörü ve sabırlarından ötürü sevgili eşime ve kızıma yürekten teşekkür ederim.

**Adem ÇELİK**

**07.10.2016**

## İÇİNDEKİLER

<b>KISALTMALAR</b> .....	<b>iv</b>
<b>TABLO LİSTESİ</b> .....	<b>v</b>
<b>ŞEKİL LİSTESİ</b> .....	<b>vii</b>
<b>ÖZET</b> .....	<b>viii</b>
<b>SUMMARY</b> .....	<b>ix</b>
<b>GİRİŞ</b> .....	<b>1</b>
<b>BÖLÜM 1: GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI</b> .....	<b>4</b>
1.1. Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Tanımı.....	4
1.2. Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Türleri.....	4
1.3. Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Amacı.....	5
1.4. GYO'ların Dünyadaki Gelişimi.....	5
1.4.1. Amerika Birleşik Devletleri'nde Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları.....	11
1.4.2. Avrupa'da Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları.....	12
1.5. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Türkiye'deki Gelişimi.....	13
1.5.1. Hukuki Düzenlemeler.....	21
1.5.2. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği.....	21
1.5.3. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Paylarının Halka Arzı.....	23
1.5.4. Yatırım Faaliyetleri ve Yatırım Faaliyetlerine İlişkin Sınırlamalar.....	23
1.5.5. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Yapamayacakları İşler.....	27
1.5.6. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Portföy Sınırlamaları.....	28
<b>BÖLÜM 2: PERFORMANS DEĞERLEME</b> .....	<b>30</b>
2.1. Portföy Yönetimi.....	30
2.1.1. Geleneksel Portföy Yönetimi.....	30
2.1.2. Modern Portföy Yönetimi.....	32
2.2. Riskler ve Portföy Yönetimi.....	34
2.2.1. Sistematik Risk.....	34
2.2.1.1. Kur Riski.....	34
2.2.1.2. Piyasa Riski.....	34
2.2.1.3. Enflasyon Riski.....	34
2.2.1.4. Politik Risk.....	35

2.2.1.5. Faiz Oranı Riski.....	35
2.2.2. Sistematik Olmayan Risk.....	35
2.2.2.1. Yönetim Riski.....	36
2.2.2.1. İş ve Endüstri Riski.....	36
2.2.3. Sistematik Olmayan Riskin Azaltılması.....	36
2.3. Portföy Riskinin Hesaplanması.....	37
2.3.1. Risk Ölçüm Yöntemleri.....	37
2.3.1.1. Standart Sapma.....	37
2.3.1.2. Kovaryans Katsayısı.....	38
2.3.1.3 .Beta Katsayısı.....	38
2.3.2. Performans Ölçüm Yöntemler.....	39
2.3.2.1. Sharpe Oranı.....	39
2.3.2.2. $M^2$ Ölçütü.....	40
2.3.2.3. Sortino Oranı.....	41
2.3.2.4. Treynor Endeksi.....	42
2.3.2.5. $T^2$ Ölçütü.....	43
2.3.2.6. Jensen Endeksi.....	44
<b>BÖLÜM 3: AMPİRİK BULGULAR.....</b>	<b>46</b>
3.1. Literatür .....	46
3.2. Veri Seti ve Metodoloji.....	51
3.2.1 Portföy Getirileri.....	52
3.2.2 Piyasa Endeksi Getirisi.....	53
3.3. Analiz Sonuçları.....	53
3.3.1. Kar Payı Dağıtım İle İlgili Sonuçlar.....	53
3.3.2. Ticari Faaliyet Türleri ile İlgili Sonuçlar.....	59
3.3.3. Halka Arz Oranlarıyla İlgili Sonuçlar.....	64
3.3.4. Oluşturulan Portföyleri Tümüyle İlgili Sonuçlar.....	69
<b>SONUÇ.....</b>	<b>72</b>
<b>KAYNAKÇA.....</b>	<b>75</b>
<b>ÖZGEÇMİŞ.....</b>	<b>80</b>

## KISALTMALAR

<b>AB</b>	: Avrupa Birliği
<b>ABD</b>	: Amerika Birleşik Devletleri
<b>AYD</b>	: Alışveriş Merkezleri ve Yatırımcıları Derneği
<b>BİST</b>	: Borsa İstanbul
<b>EPRA</b>	: European Public Real Estate Association
<b>GLA</b>	: Gross Leasable Area
<b>GYO</b>	: Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
<b>GYODER</b>	: Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Derneği
<b>KAP</b>	: Kamu Aydınlatma Platformu
<b>REIT</b>	: Real Estate Investment Trusts
<b>SPK</b>	: Sermaye Piyasası Kurumu
<b>XGMYO</b>	: Bist Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı

## TABLO LİSTESİ

<b>Tablo 1</b> : Ülkelerin GYO Sayısı 2011 – 2015.....	8
<b>Tablo 2</b> : Ülkelerin GYO Piyasa Değeri 2011- 2015 .....	9
<b>Tablo 3</b> : Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Net Aktif Değeri.....	14
<b>Tablo 4</b> : Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Piyasa Değeri.....	14
<b>Tablo 5</b> : Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları 2015 3.Çeyrek Verileri.....	15
<b>Tablo 6</b> : Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Faaliyet Alanları .....	17
<b>Tablo 7</b> : Türkiye’deki Alışveriş Merkezlerinde Durum.....	18
<b>Tablo 8</b> : Temettü Dağıtımı Yapanlar ve Yapmayanlar Portföyler GYO Listesi.....	53
<b>Tablo 9</b> : Portföy A Temettü Dağıtımı Yapanlara ait Tanımlayıcı İstatistikler.....	54
<b>Tablo 10</b> : Portföy B Temettü Dağıtımı Yapmayanlara ait Tanımlayıcı İstatistikler.....	55
<b>Tablo 11</b> : Portföy A Temettü Dağıtımı Yapanlar Performans Ölçümleri.....	56
<b>Tablo 12</b> : Portföy B Temettü Dağıtımı Yapmayanlar Performans Ölçümleri.....	57
<b>Tablo 13</b> : Portföy Kira, Stok ve Karma GYO Listesi.....	59
<b>Tablo 14</b> : Portföy C Kira Tanımlayıcı İstatistikler.....	59
<b>Tablo 15</b> : Portföy D Stok Tanımlayıcı İstatistikler.....	60
<b>Tablo 16</b> : Portföy E Karma Tanımlayıcı İstatistikler.....	60
<b>Tablo 17</b> : Portföy C Kira Performans Ölçümleri.....	61
<b>Tablo 18</b> : Portföy D Stok Performans Ölçümleri.....	62
<b>Tablo 19</b> : Portföy E Karma Performans Ölçümleri.....	62
<b>Tablo 20</b> : Portföy F ve G Halka Arz GYO Listesi.....	64
<b>Tablo 21</b> : Portföy F Dolaşımdaki Paylar %25 Üstü Tanımlayıcı İstatistikler.....	64
<b>Tablo 22</b> : Portföy G Dolaşımdaki Paylar %25 Altı Tanımlayıcı İstatistikler.....	65
<b>Tablo 23</b> : Portföy F Dolaşımdaki Paylar Performans Ölçütü.....	66
<b>Tablo 24</b> : Portföy G Dolaşımdaki Paylar Performans Ölçütü.....	67



<b>Tablo 25:</b> Bütün Portföylerin Risk ve Getiri Listesi.....	68
<b>Tablo 26:</b> Bütün Portföylerin Performans Ölçümleri.....	68

## ŞEKİL LİSTESİ

<b>Şekil 1</b>	: Sharpe Oranı.....	39
<b>Şekil 2</b>	: M <sup>2</sup> Performans Ölçütü.....	40
<b>Şekil 3</b>	: Treynor Endeksi.....	42
<b>Şekil 4</b>	: Jensen Alfaşı.....	44

## GRAFİK LİSTESİ

<b>Grafik 1</b>	: 2006-2013 Yıllık Temettü Getirileri.....	6
<b>Grafik 2</b>	: 2000 ve 2014 Yılları Arasında GYO Piyasa Değer Değişikliği.....	7
<b>Grafik 3</b>	: ABD GYO'larının Varlıklarının Sektörlere Göre Dağılımı.....	7
<b>Grafik 4</b>	: Global GYO'ların Varlıklarının Sektörlere Göre Dağılımı.....	8
<b>Grafik 5</b>	: Yıllara Göre Açılan GLA.....	19
<b>Grafik 6</b>	: Yıllara Göre Açılan AVM.....	19
<b>Grafik 7</b>	: BİST GYO Endeks Performansı.....	20

**Tezin Başlığı:** Portföy Yatırım Stratejilerinin Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Piyasa Performansı Üzerindeki Etkisi

**Tezin Yazarı:** Adem ÇELİK **Danışman:** Yrd. Doç. Dr. Sedat DURMUŞKAYA

**Kabul Tarihi:** 07 Ekim 2016 **Sayfa Sayısı:** ix (önkısım)+80 (tez) + 0(ek)

**Anabilim dalı:** İşletme

**Bilim dalı:** Muhasebe ve Finansman

Gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırım yapan gayrimenkul yatırım ortaklıkları (GYO), son yıllarda Türk gayrimenkul sektörünün büyümesi ile beraber önemini giderek artırmaktadır. GYO'lar, gayrimenkul ve ilgili sektörlerde bir yatırım portföyü oluşturarak bireysel ya da kurumsal yatırımcılar için sahip oldukları fonlarının gayrimenkul sektörüne aktarılmasına yardım ederek, bu fonların sektörde değerlendirilmesinde aracılık rolü üstlenmektedirler. Gayrimenkul sektörüne yatırım yapmak isteyen yatırımcılar için alternatif bir yatırım imkânı sunan GYO'ların, bu fonksiyonlarını ne ölçüde yerine getirebildikleri de bu sektörle ilgili merak edilen sorulardan biridir. Diğer yandan GYO'ların bu yatırım faaliyetlerini yürütürken yatırımcılarına sundukları kazanç fırsatları, onların başarısının bir göstergesi niteliğindedir.

Bu itibarla çalışmada Türkiye'de faaliyet gösteren gayrimenkul yatırım ortaklıklarının Aralık 2010 ve Aralık 2015 dönemine ait beş yıllık performansları incelenmiştir. Çalışmada cevabı araştırılan temel sorular, kar payı dağıtım kararları, halka az oranları ve gayrimenkullerin ticari faaliyet türlerinin GYO performansına etkisi var mıdır? şeklinde olacaktır. GYO'ların farklı değişkenleri ve özellikleri değerlendirilerek üç ana grup altında yedi farklı portföy oluşturulmuştur. Bu etkinin ortaya konulabilmesi için, portföy performansının ölçülmesinde kullanılan, toplam riski ve sistematik riski esas alan Sharpe, Treynor ve Jensen gibi yaklaşımlar kullanılmıştır. Elde edilen sonuçlara göre genel literatürün aksine kar payı dağıtımının, halka az oranları ve gayrimenkullerin ticari faaliyet türlerinin GYO performanslarına olumlu bir katkı yapmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

**Anahtar Kelimeler:** Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı, Portföy yönetimi, Performans Ölçümü, Kar Payı Dağıtımı, Halka Arz.

**Title of the Thesis:** Portfolio Investment Strategies Impact on The Market  
Performance of Real Estate Investment Trusts

**Author:** Adem ÇELİK      **Supervisor:** Assist. Prof. Sedat DURMUŞKAYA

**Date:** 07 October 2016      **Nu. of pages:** ix(pretext)+80 (main body)+0 (App.)

**Department:** Management      **Subfield:** Accounting and Finance

In recent years, Real estate investment trusts (REITs) that invest real estate and real estate based capital market instruments are becoming more important with the growth of the Turkish real estate sector. REITs –by having funds to finance real estate and related sectors- create an investment portfolio which obtain to transfer individual or corporate funds besides they are assumed to have a significant role through the evaluation of these funds. REITs offer an alternative investment opportunities for invest or seager to invest in the real estate sectoral some at the needs as questions for the investors wondering about the mentioned sector. On the other hand the profit opportunities REITs offer to investors conducting investment activities are indicators of their success.

In this regard; the study focuses on the real estate investment trusts operating in Turkey and analyse their performance for the 5- years period of December 2010 and December 2015. The basic question investigates here whether dividend distribution decisions , public offering rates and types of commercial real estate activity of REITs have impact on their portfolio performance or not? Evaluating the different variables and characteristics of REITs were created seven different portfolios under three main groups. In order to reveal this effect; the methods as Sharpe, Treynor and Jensen approaches aroused to measure the performance of the portfolio , based on the total risk and systematic risk. Contrary to the general literature, the dividend distribution decisions, public offering rates and types of commercial real estate activities of REITs are suggested to not to have impact on their portfolio performance.

**Keywords:** Real Estate Invesment Trust, Portfolio Management, Performance Measurement, Dividend Distribution, IPO

## GİRİŞ

Ülkemizde yıllardır yaşanan hızlı nüfus artışı, köyden şehire yaşanan nüfus hareketleri, kültürel ve sosyal yapının değişimi sonucu yaşanan kentleşme, gelir düzeyinin artması ve yaşam standartlarının yükselmesi ile gayrimenkullere olan talep sürekli bir artış göstermektedir. Bunun yanında ülkemizde gayrimenkulün yatırım aracı olarak görülmesi talebi artıran en büyük etkenlerden biridir. Yerli ve yabancı yatırımcıların gayrimenkulü hem kira getirisi hem değer artışı ile güvenli bir yatırım aracı olarak görmeleri, yaşanan talep artışının asıl nedenleri arasında başı çekmektedir.

Gayrimenkul sektörü konut, işyeri, alışveriş merkezleri, otel, depo ve bunun gibi gayrimenkullerin üretimini gerçekleştirirken karşılaştığı en önemli problemlerden biri finansman ihtiyacı olmuştur. Özsermaye yetersizliği nedeni ile yaşanan sıkıntıların en önemlisi, gayrimenkul projelerinin gerçekleşmesi için gereken finansmanın sağlanmasında kullanılan krediler ve bu kredilere ait faiz maliyetinin, faizlerin yükseldiği dönemlerde, yatırımlar üzerinde ek maliyet yüküne neden olmasıdır.

Ortaya çıkan olumsuzlukların aşılması için, gayrimenkul sektöründe faaliyet gösteren şirketler, finansman ihtiyacı ve vergisel avantajlardan yararlanmak amacıyla Sermaye piyasası Kanunu ile Gayrimenkul yatırım ortaklıklarına dönüşmektedirler. GYO'ların sermaye piyasasında halka arz edilmesiyle, kurumsal ve bireysel yatırımcıların gayrimenkul sektörüne yatırım yapmaları sağlanmaktadır. Bu sayede GYO'lar yatırımları için gerekli olan finansman ihtiyaçlarını sermaye piyasalarından özkaynak temini yolu ile gidermeye çalışmaktadırlar.

GYO'lar çeşitli inşaat ve konut piyasasında oluşturdukları portföyleri ile bu portföylerin den temelde, kira geliri ve gayrimenkul alım satım kazancı elde ederek, bu kazancı temettü olarak yatırımcılarına dağıtmaktadırlar. Gayrimenkul sektörüne yatırım yapan kurumsal ve bireysel yatırımcılar, temettü geliri yanında bir anlamda portföy değerini yansıtan ve borsada oluşan fiyat artış yada azalışları ile değer artış kazancı elde etmeye çalışmaktadırlar.

GYO'ların yapmış oldukları yatırımların türleri dikkate alındığında, iki tür ticari faaliyette bulunmaktadır. Bunlardan ilki, kira getirisi sağlayan yatırım amaçlı gayrimenkuller, ikincisi alım satım amacıyla geliştiren gayrimenkul yatırımlarıdır.

Türkiye’de faaliyet gösteren GYO’lar genel olarak her iki türde de yatırım yaparak, özellikle bir alanda yoğunlaşmak yerine tüm faaliyet türlerinin getirilerinden faydalanmaya çalışmaktadırlar.

### **Çalışmanın Amacı:**

GYO’lara yatırım yapan bireysel ve kurumsal yatırımcıların, bu ortaklıkların ne kadar başarılı yönetildiğini bilmek istemesi, alacakları yatırım kararlarını gözden geçirmesi bakımından önem arz etmektedir. Bu itibarla çalışmada, Borsa İstanbul’da faaliyet gösteren Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının finansal performanslarının, gerek sistematik riski ve gerekse toplam riski dikkate alan yöntemlerle ölçülmesi amaçlanmıştır. GYO’ların sahip oldukları kendilerine özgü yönetim kararları ile bu kararların risk ve getirileri üzerinde etkileri olup olmadığı sorusunun cevabı aranmaktadır.

### **Çalışmanın Önemi:**

Ekonomik olarak ülkelerin büyüme ve gelişmesinde kilit sektörlerden biri olan inşaat sektörü, doğrudan etkileşim içinde bulunduğu alt sektörlerle birlikte, ülke yönetimlerinin ekonomik aktivitelerin canlandırılması söz konusu olduğunda ilk akla gelen seçenekler arasındadır. Temel amacı inşaat ve inşaaata dayalı projeler ile inşaaata dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmak olan Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, üstlendikleri bu fonksiyonlarını yerine getirerek inşaat sektöründe yaşanan hareketliliğin öncülüğünü yaptıkları söylenebilir. Kurumsal yapıları ve tabi oldukları sınırlamalar nedeni ile sektörde önemli yer tutan GYO’ların, inşaat sektörüne ilişkin riskleri daha iyi yönetmesi beklenmektedir. Üstlendikleri kamu yada özel projelerle, sektörün bireysel yatırımcılar tarafından da finanse edilmesine yardımcı olmaları nedeni ile son yıllarda yatırımcıların ilgi odağı haline gelmektedirler. Bu nedenle sektörde faaliyet gösteren GYO’ların ne kadar başarılı yönetildiği ve aldıkları kararlar ile yatırımcılarına ne kadar kazanç sağladığının ortaya konması, yatırımcıların alacakları kararlarda önem arz etmektedir.

### **Çalışmanın Yöntemi:**

Borsa İstanbul’da işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıklarının Aralık 2010 ve Aralık 2015 yıllarını kapsayan 5 yıllık performansları incelenmiştir. GYO’ları kendi içerisinde göstermiş oldukları farklılıklar değerlendirilerek gruplara ayrılmış ve yedi ayrı portföy

oluşturulmuştur. Bu portföylerin oluşmasında kar payı dağıtım kararları, halka az oranları ve kendi varlıklarını oluşturan gayrimenkullerin ticari faaliyet türü bilgileri kullanılmıştır. Oluşturulan her bir portföyün, hem sistematik riski dikkate alan hem de toplam riski dikkate alan yöntemlerden; Sharpe, Treynor, Jensen, Sortino,  $T^2$  ve  $M^2$  yöntemleri ile performansı ölçölmüştür.

Hesaplamalarda, GYO'ların bu dönem ait günlük kapanış fiyatları kullanılmıştır. Portföylerin piyasaya göre performansının değerlendirilmesi için gösterge portföy olarak BİST 100 seçilmiş ve günlük kapanış fiyat verileri kullanılmıştır. Risk odaklı portföy performansı ölçümü için anılan değerkenlerden risksiz faiz oranı olarak, merkez bankası gecelik repo faizleri analize konu olan döneme indirgenerek kullanılmıştır.



## **BÖLÜM 1: GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI**

### **1.1. Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Tanımı**

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları 30 Aralık 2012 tarihli ve 28513 sayılı Resmi Gazetede yayımlanarak yürürlüğe giren 6362 nolu Sermaye Piyasası Kanunu'nda kolektif yatırım kuruluşları başlığı altında sayılan yatırım ortaklık türlerinden bir tanesidir. SPK tarafından yayımlanan Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-48.1)'de gayrimenkul yatırım ortaklığı, gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri, gayrimenkule dayalı haklar, sermaye piyasası araçları ve Kurulca belirlenecek diğer varlık ve haklardan oluşan portföyü işletmek amacıyla paylarını ihraç etmek üzere kurulan ve Kanununun 48 inci maddesinde sınırı çizilen faaliyetler çerçevesinde olmak kaydı ile bu Tebliğde izin verilen diğer faaliyetlerde bulunabilen sermaye piyasası kurumu olarak tanımlanmıştır (Aksoy ve Tanrıöven, 2013:132). Sermaye Piyasası Kanunu çerçevesinde yapılan tanımlamanın yanında görev alanı, içeriği ve amacı yönünden farklı tanımlamaları yapılabilir.

GYO'ların görev alanına göre yapılan bir tanımlamaya göre, GYO'lar, ortaklık portföyünü yöneten, gerektiğinde portföylerde değişiklik yapan, portföyü çeşitlendirerek yatırım riskini azaltan, gayrimenkuller ve gayrimenkule dayalı araçlardaki gelişmeleri izleyerek portföy yönetimini devam ettiren, portföyün değerini korumak için gerekli önlemleri alınması için faaliyette bulunan kuruluşlardır. (Tuncel, 1997 : 9)

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

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları belirli bir projeye veya gayrimenkule yatırım yapmak ya da belirli bir alanda faaliyet göstermek amacıyla kurulabileceği gibi, amaçlarında böyle bir sınırlama olmaksızın ancak belirlenen varlık ve haklardan oluşan portföyü işletmek amacı dahilinde kalmak şartıyla da kurulabilirler (Sermaye Piyasası Kurumu, 2014: 4). GYO'lar süreli veya süresiz kurula bilirler. Bir projenin yatırımını gerçekleştirmek için kurulup daha sonra projenin gerçekleşmesiyle faaliyetlerine son verilebilir.

### **1.3. Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Amacı**

Gayrimenkul yatırım ortaklığının amacı, getiri potansiyeli yüksek gayrimenkullere ve gayrimenkul projelerine yatırım yapmak, portföyündeki gayrimenkullerden kira geliri ve gayrimenkul alım satım kazancı elde etmektir. Portföyündeki gayrimenkullerin alım satımından kar sağlayan gayrimenkul yatırım ortaklığı, yıl sonunda bu kârı ortaklarına temettü olarak dağıtabilmekte ve bu suretle gayrimenkul gelirini ortaklarına aktarabilmektedir. Böylece gayrimenkul yatırım ortaklığının paylarını satın alarak ortak olan bir yatırımcı, yüksek getirili gayrimenkullerin gelirlerinden dolayı olarak yararlanmış olmaktadır. Yatırımcılar gayrimenkul yatırım ortaklıklarının temettülerine ortak olmak yanında, bu ortaklıkların paylarının borsada oluşan olası fiyat artışlarından da yararlanma imkanına sahiptirler. Gayrimenkul yatırım ortaklığı sisteminde, likiditesi daha düşük olan gayrimenkulün kendisinden ziyade, ona yatırım yapan bir şirketin paylarının satın alınması, gayrimenkul yatırımının likidite edilmesi sorununu ortadan kaldırmaktadır (Sermaye Piyasası Kurumu, 2014: 4). Bu şekilde gayrimenkul sektörüne kaynak yaratılarak ülkemizde veya bu sistemi kullanan ülkelerde gayrimenkul sektörünün daha planlı ve profesyonel gelişmesi sağlanmaktadır.

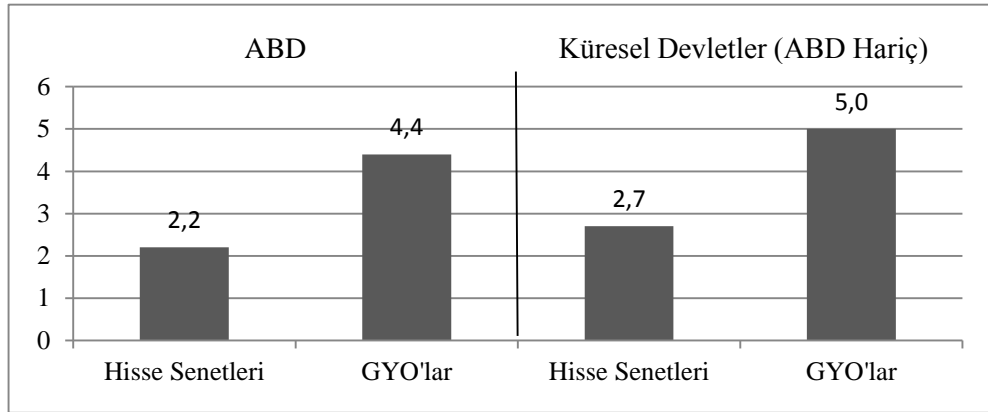
### **1.4. GYO'ların Dünyadaki Gelişimi**

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları ilk defa Amerika Birleşik Devletleri'nde "Real Estate Investment Trust Act of 1960" isimli yasayla tanımlanmıştır. Hollanda'da 1969 yılında ve onun takiben 1971 yılında Avusturalya'da kurulmuştur. 1990'dan 2000 yılına kadar Türkiye dahil 6 ülkede gayrimenkul yatırım Ortaklıkları kurulmuştur. (Cohen and Steers, 2014). Ülkemizde 1995 yılında Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yasal düzenlemeleri tamamlanarak hayata geçirilen GYO Şirketleri, ilk kez 1997 yılında borsada işlem görmeye başlamıştır. 2000 yılından sonra global anlamda bu sayı hızla artmıştır 2014 sonu itibariyle 40 ülkede gayrimenkul yatırım ortaklıkları kurulmuştur.

Üç tür GYO bulunmaktadır, birinci tür, belirli bir proje için kurulan: ikinci tür, belirli alanlara yatırım yapmak için süreli veya süresiz kurulan: üçüncü tür, ise amaçlarında ve kurulma sürelerinde sınırlama olmaksızın kurulan GYO'lardır. Türkiye'de kurulan GYO'lar genellikle üçüncü türe girmektedir. Avrupa ve Uzak Doğu'da yaygın olan

GYO'lar ise gayrimenkul sektörüne finansman yaratan yatırımcı şirketlerdir (<http://www.dogusgyo.com>).

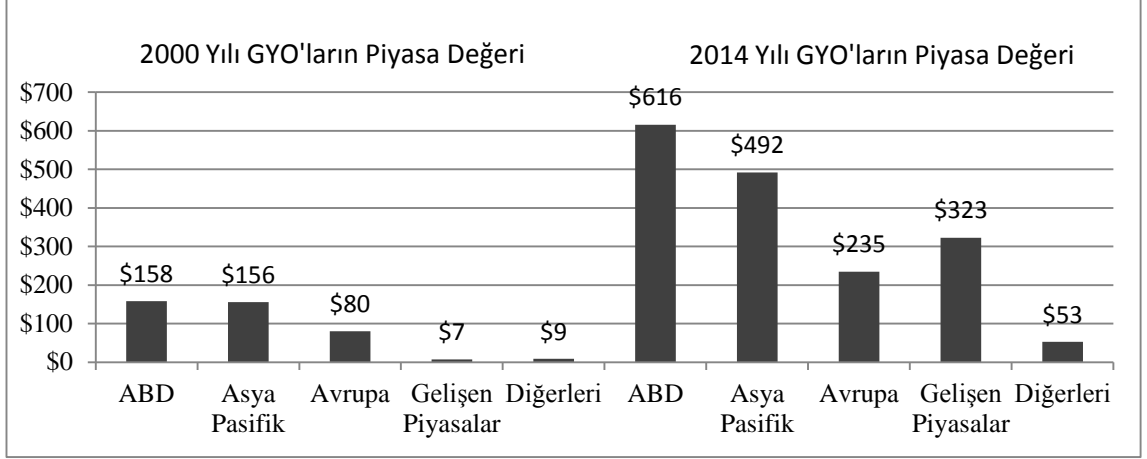
Dünya'da gayrimenkul sektörünün büyüklüğü 25,4 trilyon USD; halka açık GYO'ların piyasa büyüklüğü ise 2,5 trilyon USD'dir. Dünya borsalarının 64,1 trilyon USD büyüklüğü içinde halka açık GYO'ların payı %5 iken; bu oran ülkemizde %3,6'dır. Başlangıçları 45 yıl öncesine dayanan GYO'ların bugünkü sayısı, 400'ün üzerindedir. GYO'ların dünyada en yaygın oldukları ülke ABD'dir. ABD'ye bakıldığında yaklaşık olarak 635 milyar dolarlık toplam piyasa değerinin GYO başına düşen yaklaşık hisse değeri ise 2 milyar dolar mertebesindedir. Bu büyüklük oranlarını da İngiltere ve Fransa gibi ülkeler takip etmektedir (<http://www.dogusgyo.com>). Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının dünyadaki gelişimini hızla artmakta her geçen yıl diğer ülkeler tarafından uygulanması beklenmektedir.



**Grafik 1.** 2006-2013 Yıllık Temettü Getirileri

**Kaynak:** Cohen and Steers, Ağustos 2014, s.4

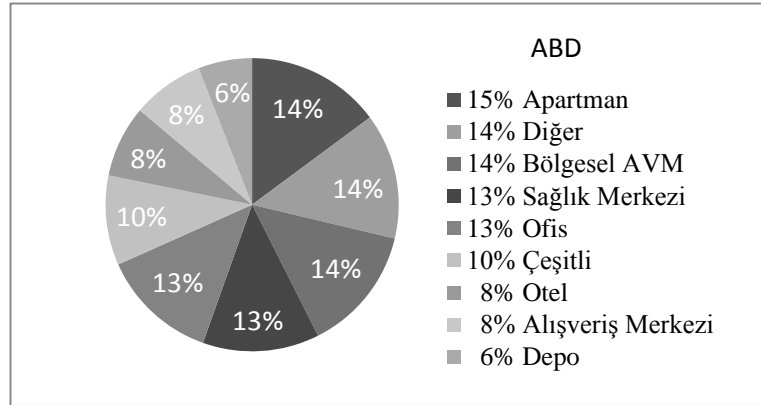
2006 ve 2013 yılları arasındaki temettü getirilerine bakıldığında gayrimenkul yatırım ortaklıklarının getirileri hem ABD'de hem de dünyada diğer hisse senedi ortalamalarından yüksektir. ABD' hisse senetleri 2,2% getirisine karşın GYO'lar 4,4% getiri sağlamıştır. Diğer ülkelerde bu oran hisse senetlerinde %2,7 iken GYO'larda %5 olarak gerçekleşmiştir. Grafik 1'de sermaye piyasalarında temettü getirileri bakımından GYO'lar diğer hisse senetlerine oranla fazla getiri sağlamaktadır.



**Grafik 2.** 2000 ve 2014 Yılları Arasında GYO Piyasa Değer Değişikliği

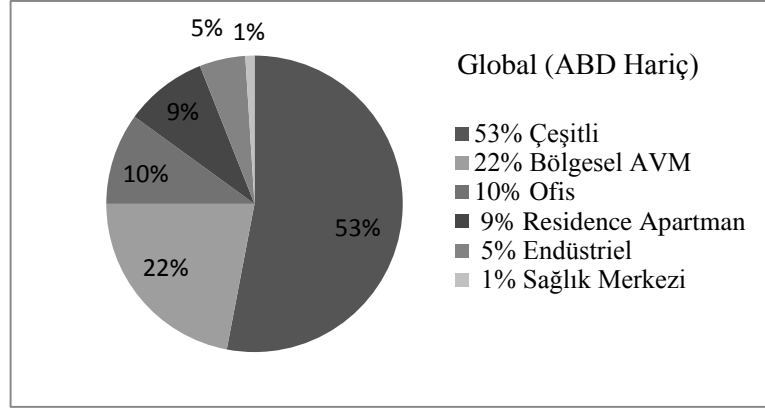
**Kaynak:** Cohen and Steers, Ağustos 2014, s.6

Grafik 2’de bize GYO’ların dünyada büyüme hızını göstermektedir. Bu sürede piyasa değerleri üçe katlanmıştır. GYO’lara piyasa değerleri açısından bakıldığında, 2000 ile 2014 yılı arasında 14 senede 410 milyar dolardan 1.720 milyar dolara çıkmıştır. ABD’de 2000 yılında 158 milyar dolardan 616 milyar dolara çıkmış, Asya pasifik ülkeleri 156 milyar dolardan 492 milyar dolara, Avrupa ülkelerinde 80 milyar dolardan 235 milyar dolara çıkmıştır. En fazla artış gelişmekte olan ülkelerde görülmekte 2000 ile 2014 arasında 7 milyardan 323 milyar dolara çıkmıştır. 2000 ile 2014 yılında dünyada görülen ekonomik gelişmeler ve küreselleşmenin etkisi açıkça görülmektedir.



**Grafik 3.** ABD GYO’larının Varlıklarının Sektörlere Göre Dağılımı

**Kaynak:** Cohen and Steers, Ağustos 2014, s.8



**Grafik 4.**GobalGYO'ların Varlıklarının Sektörlere Göre Dağılımı

**Kaynak:** Cohen and Steers, Ağustos 2014, s.8

Gayrimenkul yatırımlarının sektör göre dağılımında ekonomik ihtiyaçların önemli etkisi vardır. Bireysel ve kurumsal yatırımcıların talepleri Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının yatırım yapacakları sektörlerini belirlemesi etkiler.

Grafik 3'te görüldüğü gibi Amerika Birleşmiş Devletlerinde sektörel dağılım şu şekildedir: % 14 Apartman, % 13 ofis, % 14 bölgesel AVM tarzı alışveriş merkezleri, % 8 otel, % 6 depo, % 13 sağlık merkezleri ve % 10 karma projeler. Bu veriler ABD'de gayrimenkul sektörünün ne kadar çeşitlilik gösterdiği ve GYO'ların gelişim seviyesini göstermesi bakımından önemlidir.

Grafik 4'te diğer ülkelere bakıldığında GYO'ların yatırım yaptığı sektörler daralmakta, %22 AVM'ler % 10 ofis, % 9 lüks apartmanlardan oluşmaktadır. Bunun sebebi kısa sürede yatırımın geri dönmesi için is merkezleri gibi kira ve satış getirisi yüksek olan projelere yatırım yapmalarıdır.

**Tablo 1**  
**Ülkelerin GYO Sayısı 2011 – 2015 (Dolar/Milyon)**

Ülkeler	Başlangıç Tarihi	Gyo Sayısı				
		2015	2014	2013	2012	2011
<b>Belçika</b>	1995	18	17	17	16	14
<b>Bulgaristan</b>	2004	18	18	22	18	19
<b>Fransa</b>	2003	20	33	37	40	43
<b>Almanya</b>	2007	4	3	4	4	4

Tablo 1'in devamı,

<b>Yunanistan</b>	1999	3	3	3	3	2
<b>İrlanda</b>	2013	1	3			0
<b>İtalya</b>	2007	2	2	2	2	1
<b>Hollanda</b>	1969	5	5	5	5	7
<b>Türkiye</b>	1995	32	27	25	23	19
<b>İngiltere</b>	2007	33	22	23	21	18
<b>Brezilya</b>	1993	190	187	160	149	112
<b>Kanada</b>	1994	49	49	50	37	35
<b>Meksika</b>	2004	12	8	6		1
<b>ABD</b>	1960	409	231	163	189	179
<b>Avustralya</b>	1985	43	52	52	45	57
<b>Hong Kong</b>	2003	12	12	11	9	8
<b>Japonya</b>	2000	46	46	41	35	34
<b>Malezya</b>	2002	16	15	16	15	14
<b>Singapur</b>	1999	37	37	32	26	24
<b>Güney Kore</b>	2001	5	8	8	8	4
<b>Tayvan</b>	2006	6	6	6	8	8
<b>Tayland</b>	1992	50	47	40	36	6
<b>Güney Africa</b>	2013	33	16	7	5	5
<b>Toplam</b>		1044	847	730	694	614

**Kaynak:** EPRA Global REİT Survey 2015

**Tablo 2**  
**Ülkelerin GYO Piyasa Değeri 2011- 2015 (Dolar/Milyon)**

Ülkeler	Piyasa Değeri (USD/Milyon)				
	2015	2014	2013	2012	2011
<b>Belçika</b>	8.746	10.445	8.917	7.100	7.865
<b>Bulgaristan</b>	434	400	395	389	286
<b>Fransa</b>	122.841	75.041	68.193	55.327	71.929
<b>Almanya</b>	41.275	1.597	1.657	1.360	1.859
<b>Yunanistan</b>	2.034	1.360	637	353	572
<b>İrlanda</b>	1.567	1.946	0	0	0
<b>İtalya</b>	5.994	2.066	1.602	576	572
<b>Hollanda</b>	30.562	11.230	8.745	8.189	12.012
<b>Türkiye</b>	7.272	9.660	8.237	7.259	2.860
<b>İngiltere</b>	219.305	66.069	49.007	41.315	44.187

**Tablo 2'nin devamı,**

<b>Brezilya</b>	17.414	8.571	8.571	11.280	4.700
<b>Kanada</b>	63.877	17.706	48.521	47.643	38.181
<b>Meksika</b>	67.808	16.706	8.767	0	858
<b>ABD</b>	898.765	825.493	621.294	554.843	448.019
<b>Avusturalya</b>	109.083	86.119	86.169	87.552	80.652
<b>Hong Kong</b>	28.303	26.812	23.915	18.659	16.874
<b>Japonya</b>	301.698	84.100	64.414	45.656	42.185
<b>Malezya</b>	35.083	7.118	7.462	6.215	4.004
<b>Singapur</b>	113.701	52.049	45.538	35.352	32.175
<b>Güney Kore</b>	1.481	847	530	421	286
<b>Tayvan</b>	2.840	2.615	2.831	2.433	2.431
<b>Tayland</b>	8.773	8.079	6.597	4.508	572
<b>Güney Africa</b>	55.819	21.102	5.624	5.869	6.006
<b>Toplam</b>	2.144.677	1.337.131	1.077.623	942.299	819.085

**Kaynak:** EPRA Global REİT Survey 2015

Tablo 1 ve Tablo 2 Dünyadaki gayrimenkul yatırım ortaklığı başlangıç tarihleri, son beş yıllık GYO sayılarındaki artış ve piyasa değerlerindeki artışlar gösterilmiştir.

GYO sayıları son beş senede 614'ten 1044'e çıktığını göstermekte, 2015 yılı itibariyle 409 ile ABD en fazla GYO'nun bulunduğu ülkedir. ABD'yi 190 ile Brezilya, 50 ile Tayland, 49 ile Kanada, 46 ile Japonya ve diğerleri izlemektedir. Son beş yılda çoğu ülkelerin GYO sayısı artarken bazı ülkelerde azaldığı veya değişmediği gözükmektedir. ABD'de 179'dan 409'a, İngiltere'de 18'den 33'e, Türkiye 19'dan 31'ye çıkmıştır.

Piyasa değerleri yönünden ABD tartışmasız 898 milyar dolar ile ilk sırada yer almaktadır. Toplamda dünyada 2011 yılında 819 milyar iken 2015 yılı 2.114 milyar dolar değerindedir. Son beş senede piyasa değeri bütün ülkelerde artış göstermiştir. GYO sayısı bakımından artmayan veya azalan ülkelerde dahi piyasa değeri artış göstermiştir. Örneğin, Fransa'da GYO sayısı 2011 yılı 43 adet iken piyasa değeri 71 milyar dolar olmuş ve 2015 yılında GYO sayısı 20 iken piyasa değeri 122 milyar dolar olmuştur. Türkiye'de 2011 yılında 2,8 milyar iken 2015 yılında 7,2 milyar dolar olmuştur. 2015 yılı piyasa değerlerine göre ABD 898 milyar dolar ile birinci onu takiben Japonya 301 milyar dolar, İngiltere 219 milyar dolar, Fransa 122 milyar dolar, Singapur 113 milyar dolar, Avusturalya 109 milyar dolar şeklinde sıralanmıştır.

### **1.4.1. Amerika Birleşik Devletleri'nde Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları**

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları ilk defa Amerika Birleşik Devletleri'nde "Real Estate Investment Trust Act of 1960" isimli yasayla tanımlanmıştır (<https://www.reit.com>). Bu yasayla yatırımcılara büyük ölçekli gayrimenkul projelerine yatırım yapma imkanı sağlanmıştır.

GYO'lar 1960 tarihli yasanın yürürlüğe girmesinden sonra yavaş bir gelişim göstermiştir. 1960 ve 1961 yıllarında GYO'lar kurulmaya başlanmış Bradley Real Estate Investors, Continental Mortgage Investors, First Mortgage Investors, First Union Real Estate, Pennsylvania REIT ve Washington REIT gayrimenkul yatırım ortaklıkları kurulmuştur. Continental Mortgage Investors şirketiyle GYO'lar 1965 yılında New York Borsasında ilk defa işlem görmeye başlamıştır. 1969-1974 GYO'ların toplam portföy büyüklükleri yalnızca 1 milyar dolar dan 21 milyar dolara çıkmıştır. 1973 yaşanan petrol ambargosu etkisiyle yükselen faiz oranları ve ulusal ekonomik durgunluk aşırı ısınmış gayrimenkul sektörüyle birleşince GYO'ların ekonomik performansları önemli ölçüde sarsılmış ve iflaslar yaşanmıştır.

Ancak daha sonraki yıllarda bir yeniden yapılanma dönemine gelinmiş, 1986 tarihli vergi reformu yasası gayrimenkul piyasasında vergi tabanlı avantajları azaltarak bu yöndeki yatırımları azaltmıştır. Daha sonraki yıllarda yapılan yeni reformlar ile REIT'lerin yeniden gayrimenkul yönetimine izin veren düzenlemelerle birleşince REIT'ler hızla toparlanmıştır. 1990'ların başlarında hem genel olarak ekonomide hem de gayrimenkul sektöründe yaşanan durgunluk daha muhafazakar yapıdaki REIT'lere yatırımcı ilgisini artırmış ve Kasım 1991 tarihinde Kimco Realty Corporation'nun başarılı halka arz ile GYO sektörü yeniden canlanmaya başlamıştır. 1993 yılında kanunda yapılan değişiklik ile emeklilik fonlarının GYO'lara yatırım yapması kolaylaştırılmıştır. Takip eden yıllarda 1996, 1997, 1999 yapılan değişikliklerle ve reformlarla GYO'ların gelişim devam etmiştir.

1971'de borsalarda işlem gören REIT sayısı sadece 34 iken 1993'de 189'a yükselmiştir. Daha sonraki yıllarda sayı artarak 2015 yılı itibariyle 409GYO (REIT) faaliyette bulunmaya başlamıştır.(ERPA, 2015)



Amerika Birleşik devletlerin’de GYO’lar özvarlığa dayalı (Equity REİTs, ipotekli (Mortgage REİTs) ve karma (Hybrid REİTs) olmak üzere üç türde kurulmaktadır. (<https://www.reit.com>). Öz varlığa dayalı GYO’lar gelir getiren gayrimenkul yönetimi yapmaktadırlar. Gayrimenkullere yatırım yaparak kira geliri veya satış geliri elde etmektedirler. İpotekli GYO’lar gayrimenkul sahiplerine ipotek karşılığı borç vererek ve ikincil piyasalarda yatırım yaparak kredi faizlerinden gelir elde etmektedirler. Karma GYO’lar hem özvarlığa dayalı hem de ipotek ve ipoteğe dayalı kıymetlere yatırımı yapan GYO’lardır.

Amerika’da GYO’ların barsada işlem gören GYO’lar Halka Açık (Public REİTs), olarak adlandırılmaktadır. GYO’lar çoğu borsada işlem görürken bazıları GYO kanunlarına tabii olup borsada işlem görmemekte ve (Public Non-Listed REİTs, PNLRs) olarak adlandırılmakta, borsada işlem gören GYO’lar gibi ortaklarına kar payı dağıtmakta ve kanunen sağlanan vergi avantajlarında faydalanabilmektedirler.

Borsada işlem görmeyen ve GYO kanunlarına tabii olmayan GYO’lar Özel GYO (Private REİTs) olarak adlandırılmaktadır.

#### **1.4.2. Avrupa’da Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları**

ABD’de 50 yıla yakın geçmişi olan GYO’ların, Avrupa’da ilk düzenlemelerinin Hollanda’da 1969 yılında yapıldığı görülmektedir. Diğer Avrupa ülkelerinde ise 1990’lı yıllara kadar GYO’larla ilgili herhangi bir düzenleme yapılmamıştır. GYO’lardan önce, özel gayrimenkul şirketleri ve gayrimenkul yatırım fonları gibi diğer kurumsal gayrimenkul yatırımcılarının, Avrupa gayrimenkul piyasalarına hakim oldukları görülmektedir (Hayta, 2015: 14). 2015 yılı sonu itibariyle Avrupa ülkelerinden yalnızca on sekizinde GYO’larla ilgili düzenlemeler tamamlanmıştır. Hollanda’dan sonra ilk olarak; 1994 yılında İtalya, 1995 yılında Belçika ve 1999 yılında Yunanistan GYO’larla ilgili düzenlemeleri gerçekleştirmişlerdir. 2000’li yıllarla birlikte, GYO’ların Avrupa’da yayılma süreci daha da hızlanmıştır. 2003 yılında Fransa, 2004 yılında Bulgaristan ve 2007 yılında Almanya, Lüksemburg ile Büyük Britanya, 2009 Finlandiya, 2011 Macaristan, 2013 İrlanda ve Litvanya GYO’larla ilgili düzenlemeleri tamamlamışlardır.

## **1.5. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Türkiye’deki Gelişimi**

Ülkemizde kısa geçmişe sahip olan GYO’lar özellikle finansman kaynaklarının kısıtlı olduğu gayrimenkul sektörüne kurumsal sermayenin girebilmesi ve nitelikli projelerin hayata geçirilebilmesi için önemli yatırım araçlarıdır. Hisselerin en az % 49’u halka açık olan GYO’lar, gayrimenkul yatırımlarının en temel dezavantajı olan likidite problemini ortadan kaldırmakta ve aynı zamanda bireysel ve kurumsal yatırımcıların tasarruflarını ortak bir havuzda biraraya getirerek yüksek gelir elde edilebilecek büyük gayrimenkul projelerinin gerçekleştirilmesini mümkün kılmaktadır. (Babuşçu ve diğerleri, 2007 : 22) Son yıllarda özellikle büyük karma; Alışveriş, konut, işyeri, ofis, otel, eğlence merkezi projeleri sayıları artmaktadır. Büyük şehirlerde çok sayıda gökdelenler inşaat edilmiş ve yeni projeler inşa edilmektedir.

Ülkemizde GYO’ların ana amacı finansman problemi yaşayan gayrimenkul sektörüne kaynak yaratmaktır. Halka açılma ile toplanan fonların gayrimenkul yönlendirilmesinin yanı sıra, kısıtlı birikimleriyle verimli bir gayrimenkul yatırımı yapmayan tasarruf sahiplerinin yaratılan değer artışından faydalanmaları sağlanmaktadır. Bunun yanı sıra GYO’lar ülkemizde, kurumsal ve profesyonel bir yatırımcı tabanı oluşturmak ve bugüne kadar çeşitli imkansızlıklar yüzünden süre gelen ve yetersiz kat karşılığı kooperatif ve benzeri oluşumlara alternatif ve şeffaf bir model yaratmak amaçlanmıştır. (Babuşçu ve diğerleri, 2007 : 22)

Türkiye’de GYO’lar 1995 yılında SPK düzenlemeleri sonucunda başlamış ve ilk örnekleri 1996 yılında kurulmuştur. 2 Ocak 1997 tarihinde İMKB’de işlem görmeye başlayan GYO’ların yıl sonundaki toplam varlık değerleri ise 8,8 milyar TL olmuştur.

Daha sonra, 8/11/1998 tarihli ve 23517 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliğ (VI-11) yayımlanmıştır. Sırasıyla 1999,2000, 2001, 2004, 2005, 2006, 2008, 2009 yıllarında Resmi Gazete’de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğler yayımlanarak değişiklikler yapılmıştır.

28 Mayıs 2013 tarihinde 28660 sayılı Resmi Gazete’de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliğinde (III-48.1.a) yayımlanmış, en son 23/1/2014

tarihli ve 28891 sayılı Resmi Gazete’de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (III-48.1.a) yayımlanmıştır.

**Tablo 3**  
**Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Net Aktif Değeri**

Yıl	Sayısı	Bin TL	Milyon \$
1997	2	8.800	43
1998	5	135.799	434
1999	8	418.513	796
2000	8	531.873	792
2001	8	890.575	621
2002	9	1.081.125	661
2003	9	1.179.000	845
2004	9	1.383.000	1.030
2005	10	2.209.000	1.645
2006	11	2.480.857	1.756
2007	13	4.117.754	2.471
2008	14	4.269.388	2.652
2009	14	4.739.856	3.172
2010	21	17.245.567	11.189
2011/12	23	20.769.996	10.931
2012/12	25	24.086.877	13.531
2013/12	30	37.572.732	17.394
2014/12	31	42.059.437	18.207
2015/09	31	49.953.372	16.540

**Kaynak:** SPK, Gayrimenkul Yatırım Otaklıklarına İlişkin Aylık İstatistikler

Tablo 3’te gösterildiği gibi 19 yıldır Borsada işlem gören GYO’lar sayısı yıllara yaygın olarak 2 den 31’e çıkmıştır. 1999-2004 yılları arası görüldüğü gibi GYO sayısı 8’den 9’a çıkmıştır. Türkiye’de ve dünyadaki ekonomi gelişmelerle birlikte 2005 yılından sonra sayısal durağanlık yerini yükselişe bırakarak 2008 yılından sonra hızlı artış göstermiştir. 2008 yılında Amerika’da başlayan bütün dünyaya yayılan mortgage krizine rağmen, 2009 yılından sonra Türkiye’nin her yerinde AVM inşaatları, Lüks Konut yapımı hızlanmıştır. 2009 yılında Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının paylarının halka arzın kolaylaştırılması amacıyla asgari halka açılma oranı %49’dan %25’e düşürülmüştür. Gayrimenkule olan bu talep inşaat şirket yapılarını da değiştirmiştir. İnşaat firmaları Sermaye piyasaları

aracılığıyla Yatırım ortaklıklarına dönüşmeye başlamıştır. 1997 yılında net aktifler 8 milyon TL dan 2015 yılında 49,9 milyar TL olmuş, dolar bazında 43 milyon dolardan 16,5 milyar dolara çıkmıştır. Özellikle 2009 yılından sonra yeni kurulan GYO'lar ile net aktifler 10'a katlanmıştır.

**Tablo 4**  
**Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Piyasa Değeri**

Yıl	Sayısı	Bin TL	Milyon \$
2011/12	23	11.708.492	6.224
2012/12	25	15.781.822	8.857
2013/12	30	18.632.452	8.730
2014/12	31	21.981.323	9.462
2015/09	31	20.515.961	7.627

**Kaynak:** Spk, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Aylık İstatistikler

Tablo 4'de piyasa değerlerin 11 milyar TL'den 20 milyar TL'ye büyük bir artış göstermesine rağmen kur etkisinin sonucunda Dolar bazında Piyasa değeri düşüş göstermektedir. 2011 yılında GYO sayısı 23 iken 11 milyar TL iken 2015 yılında GYO sayısı 8 adet artmasına rağmen piyasa değeri ikiye katlanmıştır. Borsada işlem gören ortaklıkların piyasa değerleri her yıl artış göstermektedir. Döviz kuru etkisi 2011 yılı 6.224 milyon dolar iken 2014 sonu 9.462 milyon dolara ulaşmış, fakat 2015 yılı döviz kurunun dolar/TL 2.15 ten 3.05'e çıkmasının etkisiyle 2015 yılının 9. ayı itibariyle GYO'ların piyasa değeri 7.627 milyon dolara gerilemiştir.

**Tablo 5**  
**Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları 2015 3.Çeyrek Verileri**

	Ortaklığın Unvanı	Aktif Toplamı (TL)	Piyasa Değeri (TL)
1	Afken Gayrimenkul Y.O.	1.260.721.791	255.760.000
2	Akiş Gayrimenkul Y.O.	1.595.038.683	434.000.000
3	Akmerkez Gayrimenkul Y.O.	217.030.654	632.370.080
4	Alarko Gayrimenkul Y.O.	535.997.440	254.021.437
5	Ata Gayrimenkul Y.O.	39.748.403	60.087.500
6	Atakule Gayrimenkul Y.O.	256.545.702	110.880.000
7	Avrasya Gayrimenkul Y.O.	98.707.362	66.240.000
8	Deniz Gayrimenkul Y.O.	184.700.351	79.000.000
9	Doğuş Gayrimenkul Y.O.	769.980.045	729.338.178

**Tablo 5'in devamı,**

10	Emlak Konut Gayrimenkul Y.O.	17.136.102.000	9.576.000.000
11	Halk Gayrimenkul Y.O.	936.726.113	743.000.000
12	İdealist Gayrimenkul Y.O.	8.262.924	8.600.000
13	İş Gayrimenkul Y.O.	3.803.332.265	1.044.400.000
14	Kiler Gayrimenkul Y.O.	623.219.567	137.640.000
15	Körfez Gayrimenkul Y.O.	90.197.381	60.720.000
16	Martı Gayrimenkul Y.O.	689.458.154	61.600.000
17	Nurol Gayrimenkul Y.O.	1.457.904.851	136.400.000
18	Özak Gayrimenkul Y.O.	1.511.014.561	422.500.000
19	Özderici Gayrimenkul Y.O	343.355.929	120.000.000
20	Panora Gayrimenkul Y.O	705.166.640	399.330.000
21	Pera Gayrimenkul Y.O.	198.152.864	34.749.000
22	Reysaş Gayrimenkul Y.O.	865.580.870	124.800.000
23	Saf Gayrimenkul Y.O	2.269.945.085	966.395.819
24	Servet Gayrimenkul Y.O.	276.634.882	111.800.000
25	Sinpaş Gayrimenkul Y.O.	2.077.346.591	402.000.000
26	Torunlar Gayrimenkul Y.O.	7.693.003.000	1.540.000.000
27	Tskb Gayrimenkul Y.O.	389.543.240	93.000.000
28	Vakıf Gayrimenkul Y.O.	772.101.006	400.530.000
29	Yapı Kredi KorayG.Y.O.	159.465.105	53.600.000
30	Yeni Gimat Gayrimenkul Y.O	1.550.440.353	1.365.504.000
31	Yeşil Gayrimenkul Y.O.	1.437.947.867	91.695.125

**Kaynak:** Spk, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Aylık İstatistikler.

Tablo 5'te, 2015'in 3 çeyrek verilerine göre borsada işlem gören 31 gayrimenkul yatırım ortaklığı sıralandığında aktif değerlerine göre Emlak Konut GYO 17.136 milyon TL, Torunlar GYO 7.693 milyon TL, İş GYO 3.803 milyon TL ile ilk üç sırada yer alır. Bu 3 şirket aktifleri toplamı tüm GYO'ların aktif toplamlarını yarısı etmektedir. 8 milyon TL ile İdealist en küçük aktife sahip gayrimenkul yatırım ortaklıklarıdır. 11 GYO şirketin aktif büyüklüğü 1 milyar TL'nin üzerindedir.

Piyasa değerleri göre Emlak Konut 9,576 milyon TL, Torunlar 1.540 milyon TL, Yeni Gimat 1.365 TL, İş GYO 1.044 TL, Saf GYO 966 milyon TL ile sıralanmaktadır. En düşük piyasa değerleri İdealist GYO 8.6 milyon TL, Pera GYO 34 milyon TL, Yapı Kredi Koray GYO 53 milyon ile sıralanmaktadır.2015'nin 3. Çeyrek verileri itibariyle 28 GYO şirketi aktif değerinin altında fiyat ile işlem görürken üç firma aktif değerinin üzerinde bulunuyor.

**Tablo 6**  
**Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Faaliyet Alanları**

	Ortaklığın Unvanı	Faaliyet Alanları	Gayrimenkul Yatırımları	İştirakler	Para ve Sermaye Piyasası	Diğer
1	Afken	Otel	57,77	37,03	2,27	2,93
2	Akiş	Ticari, Konut	72,59	21,38	2,46	3,56
3	Akmerkez	Ticari	82,00	0,00	15,10	2,90
4	Alarko	Ofis, Konut, Otel	47,37	0,00	49,34	3,29
5	Ata	Ticari	85,43	0,00	7,31	7,26
6	Atakule.	Ticari, Ofis, Otel, Konut	70,15	0,00	23,71	6,14
7	Avrasya	Ofis	68,39	13,52	6,78	11,31
8	Deniz	Ticari	82,19	0,00	0,64	17,17
9	Doğuş	Ticari, Konut, Ofis	92,70	0,00	4,68	2,62
10	Emlak Konut	Konut	62,22	0,00	11,83	25,95
11	Halk	Konut, Ofis	94,94	0,00	0,37	4,69
12	İdealist	Konut	90,77	0,00	0,54	8,69
13	İş	Ticari, Ofis, Otel, Konut	87,88	0,01	6,02	6,09
14	Kiler	Ticari, Konut, Ofis	71,60	10,31	4,66	13,43
15	Körfez	Konut	67,62	0,00	28,43	3,95
16	Martı	Konut, Otel	81,12	6,29	0,01	12,58
17	Nurol	Ticari, Konut, Ofis	77,54	0,00	0,23	22,23
18	Özak	Konut, Ticari, Turizm, Perakende	76,66	6,62	2,94	13,78
19	Özderici	Ofis, Konut	90,91	0,00	0,33	8,76
20	Panora	Ticari	96,07	0,01	3,33	0,59
21	Pera	Ticari, Otel, Ofis	89,96	2,86	0,75	6,43
22	Reysaş	Depo	75,83	3,17	10,59	10,41
23	Saf	Ofis, Konut, Fabrika	86,20	1,00	5,24	7,56
24	Servet	Ticari, Depo	74,83	0,03	22,27	2,86
25	Sinpaş	Konut	59,70	1,31	8,95	30,04
26	Torunlar	Ticari, Konut, Ofis	71,90	7,99	11,26	8,84
27	Tskb	Ofis, Konut, Otel	95,85	0,20	1,64	2,31
28	Vakıf	Ofis	70,49	0,00	26,78	2,73
29	Yapı Kredi Koray	Ofis, Konut	68,79	14,69	9,83	6,69
30	Yeni Gimat	Ticair, Otel	95,58	0,21	0,00	4,21
31	Yeşil	Ticari, Konut	62,99	11,40	0,04	25,57
		Ortalama	77,68	4,45	8,66	9,21

**Kaynak:** Spk, Gayrimenkul Yatırım Otaklıklarına İlişkin Aylık İstatistikler, 2015/3

GYO'ları faaliyet alanlarına göre sıralandığında başta ticari projeler (Alışveriş Merkezler, AVM), konut projeleri, ofis projeleri, otel ve depo projeleri gerçekleştirdikleri görülmektedir. GYO'lar en çok alışveriş merkezi projeleri geliştirmektedirler. GYO'lar arasında sadece tek bir alanda faaliyet gösteren proje geliştiren şirketler şunlardır; Akfen

sadece otel gayrimenkulleri, Emlak GYO sadece konut gayrimenkulleri, Reysaş GYO sadece depo gayrimenkulleri geliştirmektedirler.

Tablo 6'daki verilere göre GYO Şirketlerin yatırımlarının ortalama %77,68 gayrimenkul yatırımdır. Farklı şirketlere iştirak yoluyla gelir elde edilmesi %4,45 oranındadır. İştirakte buldukları şirketlerde kanunen gayrimenkul yatırımı yapan şirketleridir. Sermaye ve para piyasalarında yatırım oranı %8,66'dır. Örneğin, Alarko GYO %47 gayrimenkul yatırımı yaparken %49 ile Para sermaye Piyasasına yatırım yapmaktadır. Para ve sermaye piyasasına yatırım yapanlar sıralandığında %49 Alarko, %26 Vakıf, %23 Atakule, %22 Servet, %15 Akmerkez ve diğerleri gelmektedir. Diğerleri başlığı altındaki %9,21 yatırımlar gayrimenkul geliştirme amacıyla elde tutulan arsa ve arazilerdir.

**Tablo 7**  
**Türkiye'deki Alışveriş Merkezlerinde Durum**

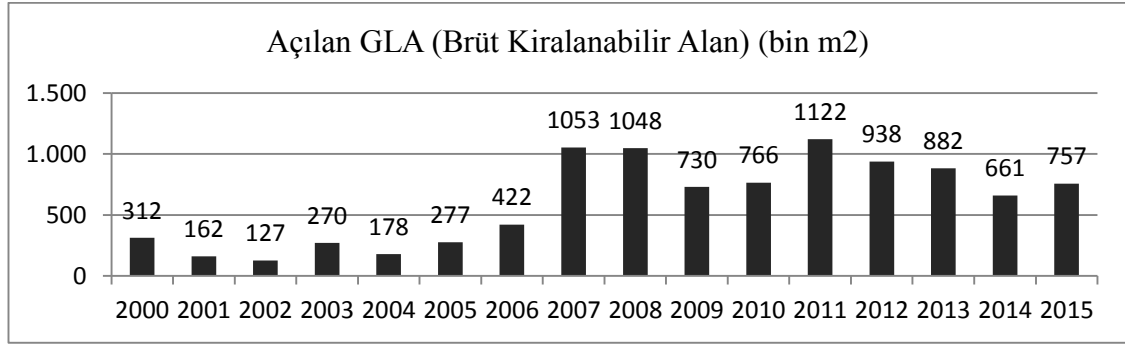
	<b>Adet</b>	<b>Alan (Bin m2)</b>
<b>İstanbul</b>	112	4.144
<b>Ankara</b>	31	1.293
<b>İzmir</b>	20	470
<b>Diğerleri</b>	186	4.193
<b>Toplam</b>	349	10.101

**Kaynak:** Gyoder, Gyoder Gösterge, 2015 2.Çeyrek

Türkiye'de Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının en çok yatırım projesi ürettikleri faaliyet alanı (AVM) Alışveriş merkezleridir. Son yıllarda insanlarda gelişen alışveriş kültürü farklılık göstererek sokak mağazalarından Alışveriş merkezlerine ilgi artmıştır. Alışveriş merkezleri insanlara mağaza alışverişin yanı sıra eğlence, sinema, etkinlik ve çeşitlilik gibi imkanlar da sunduğu için insanların yoğun talep gösterdiği yerler haline gelmiştir. AVM'lere olan ilgi arttıkça burada bulunan işyerlerinin kira gelirleri artmaktadır. Kira getirisinin yüksek olmasından dolayı yatırımcıların ilgisini çekmektedir.

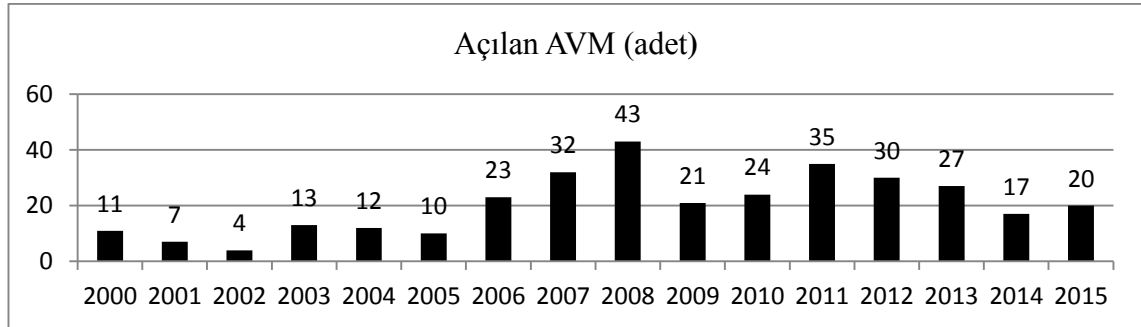
İlk modern AVM 1988 yılında İstanbul'da Galeria adıyla açılmıştır. 2000'li yıllarla dünyada ve Türkiye'de yaşanan ekonomik gelişmeler, küresel ekonominin yaygınlaşması, yabancı yatırımcıların gayrimenkule olan yatırımlarıyla AVM sayısı hızla artmıştır. 2015 yılına gelindiğinde 349 AVM çoğu İstanbul'da olmak üzere hizmete

girmiş, hâlihazırda yapımına devam edilen 20 AVM projesi vardır. AVM'lerin kiralanabilir alanına bakıldığında 10 milyon m<sup>2</sup> üzerinde alan vardır. İstanbul 112 adet AVM ve 4 milyon m<sup>2</sup> kiralanabilir alana ile merkez konumundadır. İstanbul'u Ankara, İzmir gibi büyükşehirler izlemekte, Türkiye'nin hemen hemen her şehrinde AVM'ler açılmaktadır.



**Grafik 5.** Yıllara Göre Açılan Brüt Kiralanabilir Alan (GLA)

**Kaynak:** Gyoder, Gyoder Gösterge, 2015 4.Çeyrek



**Grafik 6.** Yıllara Göre Açılan AVM

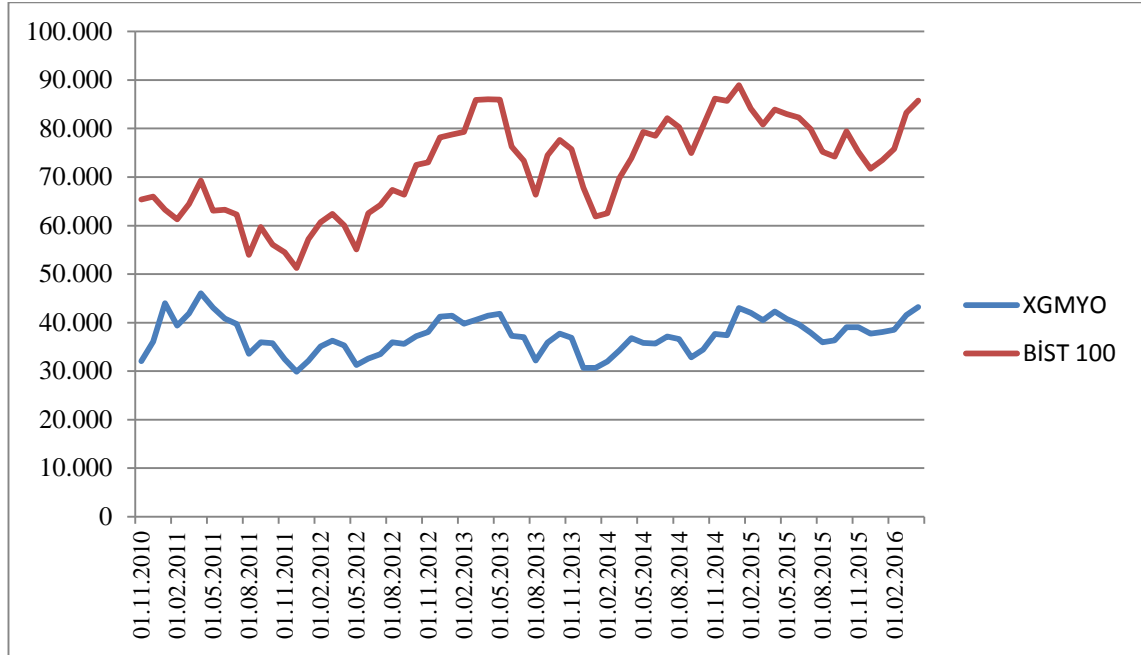
**Kaynak:** Gyoder, Gyoder Gösterge, 2015 4.Çeyrek

Grafik 6 ve 7'deki veriler incelendiğinde AVM sayısı ve kullanım alanı bakımından 2000-2015 tarihleri arasında artış gösterdiği görülmektedir. Son 15 senede yaşanan ekonomik sebeplerin sonucu olarak bazı azalmalar ve yavaşlamalar da verilerden anlaşılmaktadır. 2000 yılında yaşanan ekonomik krizden sonrası azalma, 2002 sonrası ve 2004 yılı itibari ile çıkışa geçtiğini görünmekte ve 2008 yılına kadar her yıl açılan AVM sayısı artış göstermiştir. 2008 yılında dünyada yaşanan mortgage krizi etkisini hissettirmiş, 2009 yılında açılan AVM sayısı yarı yarıya düşmüştür.

Son 5 yılda ortalama 25 ila 30 arasında yeni AVM ve 800 bin m<sup>2</sup> toplam kiralanabilir alan eklenmektedir. Açılan AVM sayıları 2008 yılında 43 adetle zirve yapmış, 2009



yılında 21'e düşmüştür. Kiralanabilir alan açısından bakıldığında AVM sayısına rağmen kiralanabilir m<sup>2</sup> sayısı artmaktadır. 2008 yılında 43 AVM açılmış toplam kiralanabilir alanı 1.048 (bin) m<sup>2</sup> iken 2012 yılında 30 AVM 938 (bin) m<sup>2</sup> kiralanabilen alan olduğu görülmektedir. Bunun sebebinin son yıllarda açılan AVM'lerin m<sup>2</sup> olarak daha büyük alana sahip olması gösterilebilir.



**Grafik 7.**BİST GYO Endeks Performansı

**Kaynak:** <http://tr.investing.com/indices/ise-100-historical-data>, Erişim Tarihi: 25.04.2016, <http://tr.investing.com/indices/ise-real-estate-inv.-trusts-historical-data>, Erişim Tarihi: 25.04.2016

Grafik 5'de son 5 yıllık BİST 100 ve Gayrimenkul yatırım ortaklığı endeksine baktığımızda GYO'ların daha yatay bir seyir izlediği görülmektedir. BİST 100 Endeksi, Kasım 2010 tarihinde 65 bin seviyelerinden Ocak 2015'te en yüksek seviyesini test ettiği 91.805'in ardından yaşadığı düşüşle birlikte Kasım 2015 tarihinde 73 binli rakamları görmüştür. Son beş yılda BİST 100 Endeksi 60 bin ile 90 bin arasında hareket etmekte iken GMYO endeksi 30 bin ile 40 bin arasında hareket etmektedir. XGMYO Endeks performansı son beş yıllık dönemde BİST 100 Endeksinin altında kalmıştır.

### 1.5.1. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Hukuki Düzenlemeler

Türkiye'de GYO ilk defa 1992 yılında Sermaye Piyasası Kanunu ve vergi Kanunu'ndaki düzenlemeler ile kurulmaya başlanmıştır. SPK'ya dayanarak ve yine bu kanundaki

maddelere paralel olarak Türkiye’de ilk önce yatırım ortaklıklarına ilişkin düzenlemeler gerçekleşmiştir. 31.07.1992 tarih ve 21301 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren Seri: İV no:4 sayılı “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği’nin birinci maddesinde bu tebliğin kapsamı belirlenirken gayrimenkul yatırım ortaklıkları hariç denilerek, GYO kapsam dışı bırakılmıştır. GYO kapsam dışı bırakılmasına rağmen yine de böylece mevzuatta yerini almıştır. GYO ile ayrıntılı düzenleme ilk olarak 22.07.1995 tarih ve 22351 Sayılı Resmi Gazete’de yayınlanan “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği” ile yapılmıştır. Bu Tebliğe ek olarak 1996 yılında yeni bir tebliğ yayınlamıştır. Bu tebliğler ile GYO’ların kuruluş, amaç ve faaliyetlerine ilişkin ayrıntılı bilgiler belirlenmiştir. 1998 yılında Kasım ayında aynı isimle çıkarılan tebliğ ile önceki tebliğ yürürlükten kaldırılmıştır.(Çolak ve Alıcı, 2001 : 34-35)

30.12.2012 tarih ve 28513 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile getirilen yenilikler, gayrimenkul yatırım ortaklıklarına ilişkin olarak uygulamada karşılaşılan problemler ile piyasalarımızın şeffaf, etkin, güvenilir ve rekabetçi bir ortamda işleyişinin sağlanması amaçları dikkate alınarak; gayrimenkul yatırım ortaklıklarına (GYOlar) ilişkin usul ve esaslar Kurulumuzun III-48.1 sayılı "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği" (Tebliğ) ile yeniden düzenlenmiştir. Anılan Tebliğ 28/05/2013 tarih ve 28660 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir.(<http://www.spk.gov.tr>, 2016)Son olarak 23/1/2014 tarihli ve 28891 sayılı Resmi Gazete’de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (III-48.1.a) yayımlanmıştır. SPK yaptığı düzenlemeler ile gayrimenkul yatırım ortaklıklarının Türkiye’de yaygınlaşmasını sağlamaktadır.

### **1.5.2. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği**

Bu Tebliğ, 6/12/2012 tarihli ve 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun 48 inci ve 49 uncu maddelerine dayanılarak hazırlanmıştır.

Bu Tebliğin amacı; gayrimenkul yatırım ortaklıklarının kuruluşlarına ve kurucularına, paylarının halka arzına, satışına ve devrine, faaliyet esaslarına, yönetim ilkelerine, portföy sınırlamalarına, portföylerinde bulunan varlıkların ve hakların değerlemesine, varlıkların

saklanmasına, imtiyazlı pay ihracına, ortaklarında ve yöneticilerinde aranacak niteliklere, kamuyu aydınlatma ve yatırımcıların bilgilendirilmesi yükümlülüklerine, kâr dağıtımına, gayrimenkul yatırım ortaklığı statüsünden çıkmalarına, tabi olacakları diğer yükümlülüklerle ve anonim ortaklıkların gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşümüne ilişkin esasları düzenlemektir. (SPK Tebliğ, 2013 : 1)

Yeni düzenleme ile (<http://www.spk.gov.tr>, 2016);

- 1) Gyo'ların aktif toplamının asgari %51'inin gayrimenkul yatırımlarından oluşması öngörülerek temel faaliyet konusunun gayrimenkul yatırımları olması ön görülmüştür.
- 2) Lider sermayedar zorunluluğu kaldırılmıştır, kuruluş ve dönüşüm süreçlerinde bürokratik süreçler kolaylaştırılmıştır.
- 3) Halka açılma sonrası dönemdeki pay devirlerinden, sadece yönetim kontrol değişikliği doğuran devirler için Kurul'dan izin alınması öngörülmüştür, bu düzenleme ile ortaklıkta yönetim kontrolüne sahip ortakların tespitinde bir etkinlik kaybına yol açmaksızın GYO'ların prosedürle ilgili yükümlülükleri azaltılmıştır.
- 4) Özellikle arz eden kararlar, tüm ilişkili tarafları ve işlemleri kapsayacak şekilde genişletilmiş, ilişkili taraflardan danışmanlık, işletmecilik veya inşaat hizmeti alınması durumunda belirli bilgilerin kamuya açıklanması yükümlülüğü getirilmiş, bu suretle yatırımcıların daha etkin bir şekilde aydınlanması ve ilişkili taraf işlemlerinde şeffaflığın artırılması hedeflenmiştir.
- 5) GYO'ların gayrimenkul sertifikası ihraç edebilmesi imkan tanınarak finansman imkanı getirilmiştir.
- 6) Tebliğ'deki yükümlülükler karşısında yönetim kurulunun veya yetkilendirilmiş olması halinde ilgili murahhas üyenin sorumluluğuna ilişkin düzenleme yapılmış, bu suretle tüzel kişiliğin ve yöneticilerin sorumlulukları açıklığa kavuşturulmuştur.

### **1.5.3. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Paylarının Halka Arzı**

Halka arz, hisse senetlerinin çok sayıda ve önceden bilinmeyen yatırımcılara çağrı ve ilan yoluyla satışı olarak tanımlanmaktadır. SPK Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkların halka arz ile ilgili şartları (SPK Tebliğ III-48.1, 2013) madde 11’de şu şekilde sıralanmaktadır:

Gayrimenkul yatırım ortaklığı olarak kurulan veya esas sözleşme tadili yoluyla gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşen ortaklıkların, paylarını halka arz yoluyla satabilmek için kuruluşlarının veya esas sözleşme değişikliklerinin ticaret siciline tescilini takip eden 3 ay içinde faaliyetlerin yürütülebilmesi için gerekli olan mekan, donanım ve personeli temin etmeleri ve organizasyonu kurmaları, gayrimenkul yatırım ortaklığı olarak kurulan ortaklıkların genel müdürün atanmasına ve portföye dahil edilecek varlıklara ilişkin taahhütlerini yerine getirmeleri, şekli ve esasları Kurulca belirlenecek halka arz başvuru formunu ve formda belirtilen belgeleri tamamlayarak çıkarılmış sermayelerinin asgari %25’ini temsil eden payların halka arzına ilişkin izah namenin onaylanması talebiyle kurula başvurmaları zorunludur.

Halka arz sonrasında, ortaklığın çıkarılmış sermayesinin asgari %25’i oranındaki paylarının halka açık pay niteliğinde olması zorunludur.

Belirtilen süre içinde halka arz standart formunu ve formda belirtilen belgeleri tamamlayarak Kurula başvurmayan veya gerekli şartları sağlamadığı için başvurusu Kurulca onaylanmayan ortaklıkların, gayrimenkul yatırım ortaklığı olarak faaliyette bulunma hakları ortadan kalkar. Ortaklıklar, ilgili sürenin bitiminden veya Kurulun olumsuz görüşünün kendilerine bildirildiği tarihten itibaren en geç üç ay içinde esas sözleşme hükümlerini gayrimenkul yatırım ortaklığı faaliyetini kapsamayacak şekilde değiştirmek ve kayıtlı sermaye sisteminden çıkmak üzere Kurula başvurmakla yükümlüdürler. Ortaklıklar bu değişiklikleri yapmadıkları takdirde sona ermiş sayılır.

### **1.5.4. Yatırım Faaliyetleri ve Yatırım Faaliyetlerine İlişkin Sınırlamalar**

Yatırım Faaliyetleri ve Yatırım Faaliyetlerine İlişkin Sınırlamalar (SPK Tebliğ III-48.1, 2013: 9) şu şekilde sıralanmaktadır:

a) 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.

b) Portföylerine 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 ortaklığa 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) 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. Bu hususta, bu Tebliğin 30 uncu maddesi hükümleri saklıdır.

ç) 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. Yapılacak sözleşme hükümleri çerçevesinde bir veya birden fazla tarafla ortak bir şekilde yürütülecek projelerde, ortaklık lehine mülkiyet edinme amacı yok ise, ortaklığın sözleşmeden doğan haklarının Kurulca uygun görülecek nitelikte bir teminata bağlanmış olması zorunludur.

d) Gerçekleştirecekleri veya yatırım yapacakları projelerin ilgili mevzuat uyarınca gerekli tüm izinlerinin alınmış, projesinin hazır ve onaylanmış, inşaat başlanması için yasal gerekliliği olan tüm belgelerinin tam ve doğru olarak mevcut olduğu hususlarının bağımsız gayrimenkul değerlendirme şirketleri tarafından tespit edilmiş olması gerekir.

e) Mülkiyeti ortaklığa ait olmayan ve ipotek tesis edilmiş arsalar üzerinde proje geliştirilebilmesi için, tesis edilen ipoteğin bedelinin söz konusu arsa için en son hazırlanan değerlendirme raporunda ulaşılan arsa değerinin %50'sini geçmemesi ve her halükarda üzerinde proje geliştirilecek ipotekli arsaların ipotek bedellerinin, ortaklığın kamuya açıkladığı bağımsız denetimden geçmiş son finansal tablolarında yer alan aktif toplamının %10'unu aşmaması gereklidir.

f) Otel, hastane veya buna benzer faaliyete geçirilebilmesi için belirli asgari donanım ihtiyacı duyan gayrimenkullerin kiraya verilmeden önce tefrişini temin edebilirler.

g) 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.

ğ) 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.

h) Özel düzenlemeler saklı kalmak kaydıyla Yap-İşlet-Devret modeliyle geliştirilecek projeleri, bu maddenin birinci fıkrasının (d) bendinde belirtilen şartların sağlanması koşuluyla kendisi veya başkaları lehine üst hakkı tesis ettirmek suretiyle gerçekleştirebilirler.

ı) Mülkiyetlerini edinmek kaydıyla yurt dışındaki gayrimenkullere ve yabancı sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilirler.

i) Gayrimenkullere ve gayrimenkul projelerine ilişkin aynı haklar Medeni Kanun hükümlerine göre tesis edilir. İrtifak haklarından tapuya tescil edilmesi şartıyla yalnızca intifa hakkı, devre mülk irtifakı ve üst hakkı tesis ettirilebilir. Üst hakkı ve devre mülk hakkının devredilebilmesine ilişkin olarak bu hakları doğuran sözleşmelerde herhangi bir sınırlama getirilemez. Ancak özel kanun hükümleri saklıdır.

j) Herhangi bir şekilde, devredilebilmesi konusunda bir sınırlamaya tabi olan varlıklara ve haklara yatırım yapamazlar.

k) Aracılık faaliyeti kapsamında olmamak kaydıyla sermaye piyasası araçlarını alabilir ve satabilir, Takasbank para piyasası ve ters repo işlemi yapabilir, Türk Lirası veya yabancı para cinsinden mevduat veya katılma hesabı açtırabilirler, sermaye piyasası araçlarını ödünç verebilirler. Ortaklıklar Kurulunun ilgili düzenlemeleri çerçevesinde yapılacak bir sözleşme ile herhangi bir anda portföylerindeki sermaye piyasası araçlarının piyasa değerinin en fazla %50'si tutarındaki sermaye piyasası araçlarını ödünç verebilir. Ödünç verme işlemi en fazla 90 iş günü süreyle ve ödünç verilen sermaye piyasası araçlarının en az %100'ü karşılığında nakit veya kamu borçlanma araçlarından oluşabilecek teminatın ortaklık adına Takasbank'ta bloke edilmesi şartıyla yapılabilir.

Teminat tutarının ödünç verilen sermaye piyasası araçlarının piyasa değerinin %80'inin altına düşmesi halinde teminatın tamamlanması istenir. Ortaklığın taraf olduğu ödünç verme sözleşmelerine, sözleşmenin ortaklık lehine tek taraflı olarak fesh edilebileceğine ilişkin bir hükmün konulması zorunludur.

l) Hiçbir şirkette sermaye veya oy haklarının %5'inden fazlasına sahip olamazlar. Ortaklığın bu bent kapsamındaki yatırımlarının toplamı aktif toplamının %10'unu aşamaz.

m) Altına, kıymetli madenlere ve diğer emtialara ve bunlara dayalı vadeli işlem sözleşmelerine yatırım yapamazlar.

n) Yatırım fonları payları hariç, borsalarda veya borsa dışı teşkilatlanmış piyasalarda işlem görmeyen sermaye piyasası araçlarına yatırım yapamazlar, sermaye piyasası araçlarının alım satımlarının Borsa kanalıyla yapılması zorunludur.

o) Sermaye piyasası araçlarını açığa satamazlar, kredili menkul kıymet işlemi yapamazlar ve sermaye piyasası araçlarını ödünç alamazlar.

ö) Türev araçları kullanarak korunma amacını aşan işlemler yapamazlar.

p) Kanunen ödemekle yükümlü oldukları vergi, harç ve benzeri diğer giderler hariç olmak üzere varlıkların portföye alımı ve portföyden satımı sırasında varlık değerinin %3'ünü aşan komisyon ücreti ve benzeri giderler yapamazlar.

Sermaye piyasası kurumu gayrimenkul yatırım ortaklıklarının faaliyetlerine ilişkin sınırlamalar getirilerek hisse senedi aracılığıyla gayrimenkul sektörüne yatırım yapan yatırımcıların yatırımlarını güvence altına almaktadır. Bu sınırlamalar ile yatırımların gayrimenkul sektöründe dışında değerlendirilmesi engellenmektedir

#### **1.5.5. GYO'ların Yapamayacakları İşler**

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının yapacakları işlere sınırlamalar getirilmiştir. (SPK Tebliği III-48.1a, 2014: 23.madde) tebliğde şu şekilde sıralanmıştır. Ortaklıklar;

a) 5411 sayılı Bankacılık Kanununda tanımlandığı üzere mevduat veya katılım fonu toplayamazlar ve mevduat veya katılım fonu toplama sonucunu verecek iş ve işlemler yapamazlar.

b) Bu Tebliğde izin verilen işlemler dışında ticari, sınai veya zirai faaliyetlerde bulunamazlar.

c) Hiçbir şekilde gayrimenkullerin, altyapı yatırım ve hizmetlerinin inşaat işlerini kendileri üstlenemez, bu amaçla personel ve ekipman edinemezler. Yürütülen projelerin kontrol işleri dahili olarak yürütülecekse bu amaçla istihdam edilen personel kapsam dışındadır.

ç) 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.

d) 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.

e) Kredi veremezler.

f) İlişkili taraflarıyla herhangi bir mal veya hizmet alım satımı işlemine dayanmayan borç alacak ilişkisine giremezler.

g) Belgeye dayandırılmayan ve piyasa rayicinden bariz farklılık gösteren bir harcama veya komisyon ödemesinde bulunamazlar.

ğ) Sürekli olarak kısa vadeli gayrimenkul alım satımı yapamazlar.

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarına sınırlamalar getirilerek esas amaç konusu olan gayrimenkul sektöründe kalmaları sağlanmaktadır. Bunların en önemlisi inşaat işlerini kendisi üstlenemeyerek, personel istihdam edemeyerek, ticari maksatla işletemeyerek şirketin yönetiminin esas kuruluş amacına yoğunlaşmasıdır.



### 1.5.6. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Portföy Sınırlamaları

Portföy sınırlamaları getirilerek gayrimenkullere odaklanmaları sağlanmıştır. (SPK Tebliğ III-48.1a, 2014: 24.madde) tebliğde şu şekilde sıralanmıştır. Ortaklıklar;

a) Gayrimenkullere, gayrimenkul projelerine ve gayrimenkule dayalı haklara aktif toplamının en az %51'i oranında yatırım yapmak zorundadırlar. Şu kadar ki münhasıran altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşan portföyü işletecek ortaklıkların aktif toplamının en az %75'inin bu varlıklardan oluşması zorunludur.

b) İştiraklerin tamamına, münhasıran altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşan portföyü işletecek ortaklıklarda en fazla aktif toplamının %25'i, diğer ortaklıklarda ise en fazla aktif toplamının %49'u oranında, bu varlıklar içerisinde yer alan yatırım amaçlı Türk Lirası cinsinden vadeli mevduat veya katılma hesabı, yabancı para cinsinden vadeli ve vadesiz mevduat veya özel cari ve katılma hesabına ise en fazla aktif toplamının %10'u oranında yatırım yapabilirler.

c) Portföyünde bulunan ve alımından itibaren beş yıl geçmesine rağmen üzerlerinde proje geliştirilmesine yönelik herhangi bir tasarrufta bulunulmayan arsa ve arazilerin oranı aktif toplamının %20'sini aşamaz. Gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşen ortaklıkların sahip olduğu bu nitelikteki arsa ve araziler için söz konusu süre dönüşüme ilişkin esas sözleşme değişikliğinin ticaret siciline tescil edildiği tarihten itibaren başlar.

ç) Ortaklıkların hesap dönemi sonunda hazırlayıp kamuya açıkladıkları finansal tablolarına göre birinci fıkranın (a) bendinde tanımlanan asgari oranın sağlanamaması durumunda, ortaklığın talebi üzerine Kurulca uygun görülmesi halinde söz konusu oranın sağlanması için aykırılığın olduğu hesap döneminin sonundan itibaren ortaklıklara bir yıl süre verilebilir. Kurulca verilen sürenin sonunda da asgari oranın sağlanamaması halinde, sürenin bitiminden itibaren en geç üç ay içinde ortaklıkların esas sözleşme hükümlerini gayrimenkul yatırım ortaklığı faaliyetini kapsamayacak şekilde değiştirmek üzere Kurula başvurmaları gerekmekte olup bu değişikliklerin yapılmaması halinde gayrimenkul yatırım ortaklığı sona ermiş sayılır.

d) Münhasıran altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşan portföyü işletecek ortaklıklar dışında kalan iştiraklere aktif toplamının en fazla %49'u oranında yatırım yapabilirler.

## **BÖLÜM 2: PORTFÖY DEĞERLEME**

Çeşitli yatırım araçlarını bir araya getirerek hedef yatırımcı grubunun beklenen getiri ve risk toleranslarına uygun oluşturulan bir portföyün ve yöneticisinin performans değerlendirmek piyasa etkenliği ve buna bağlı olarak etken sermaye tahsisi açısından

önemlidir. Portföy oluşturmanın temel gerekçesi riskliliği azaltmaktır (Aksoy, 1987: 178). Portföylerin risk ve getirilerini ölçmek için literatürde çok sayıda analiz yöntemi geliştirilmiştir. Bu analizler portföyün başarısı ve hedeflerinde yöneticinin kararlarının performans üzerine etkisini de ölçen yöntemlerdir.

## **2.1.Portföy Yönetimi**

Portföy kelime anlamı olarak Cüzdan demektir. Menkul Kıymetler açısından portföy, menkul kıymetlerden oluşan bir topluluğu ifade etmektedir. Portföy, çeşitli menkul kıymetlerden meydana gelen ağırlıklı olarak hisse senedi, tahviller ve türevlerden oluşan, belirli bir kişi veya grubun elinde olan finansal nitelikli kıymetler olarak tanımlanabilir. (Coşkun, 2010: 351) Portföy yönetimi amacı ellerindeki kaynaklarının en iyi şekilde kullanılmasını sağlamak ve getirisini en üst seviyeye çıkarmaktır. Bunu yaparken risk faktörlerini göz önünde bulundurup riskten kaçınmayı hedefler.

### **2.1.1.Geleneksel Portföy Yönetimi**

1950’li yıllara kadar yaygın olarak kullanılan bilimsel bir dayanağı olmamasına rağmen, uygulama kolaylığından dolayı hala kullanılmakta olan yaklaşımdır. Bu yaklaşımla, yatırımcılara maksimum fayda sağlanması ve riskin birden fazla riske dağıtılması amaçlanmaktadır. Değişik sektörlere göre menkul kıymet seçimi ve aşırı çeşitlendirme yapılmaktadır. Portföye alınacak olan menkul kıymetler arasında ilişkileri dikkate almamakta ve menkul kıymet seçiminde sayısal yöntemlere fazla yer vermemektedir (Civan, 2007: 306). Birbirleriyle ilgisi olmayan endüstrilerdeki menkul kıymetlere birine ağırlık vermemek kaydıyla yatırım yaparak çeşitlendirme yapabileceği ve 10 ila 15 menkul kıymet ile portföy riskinin büyük ölçüde düşeceği, portföy riskinin sistematik riske eşit olacağı kabul edilmektedir (Karaşin, 1986: 102).

Berk (2010) bahsedildiği gibi geleneksel portföy yönetim süreci, portföy planlaması, yatırım analizi, portföy seçimi, portföy değerlendirilmesi ve portföy revizyonu şeklinde beş temel aşamadan oluşmaktadır.

Portföy Planlaması: Portföy yönetiminin ilk aşaması yatırımcının durumunun incelenerek belirlenmesidir. Yatırımcının istekleri ve beklentisi portföyün oluşturulmasında önemlidir. Yatırım süresi belirlenmelidir. Daha sonra portföy yöneticisinin durumunun

belirlenmesi gerekir, çünkü yatırımcı adına hareket ederken portföy yöneticisi yatırımcının amaçları doğrultusunda portföy kriterlerini planlayacaktır. Yatırımcıyla ilgili tam ve doğru bilgiler iyi bir portföy oluşturulmasına yardımcı olacaktır.

**Yatırım Analizi:** Portföy yönetimin ikinci aşamasının yatırım analizi oluşturur. Yatırım analizi aşamasında, portföye alınabilecek finansal varlıkların, menkul kıymetlerin veya sermaye piyasası araçlarının incelenmesidir. Bu incelemede geçmiş ve gelecek getiri hesaplanmasının yanında riskler ele alınır. Burada çeşitli finansal varlıkların belirli bir süredeki performansları sayısal verilere dayanılarak tahmin edilir.

Yatırım analizini aşamalara ayırabiliriz; ekonomik analiz, sektör analizi, varlıklar arasında seçim ve tahmin. Ekonomik analiz olarak, gayri safi milli hâsıla, hükümetin mali ve para politikaları, enflasyon, faiz oranları, ekonomi büyüme, ödemeler dengesi ve uluslararası gelişmeler dikkate alınmalıdır. Sektör analiz olarak, yatırım yapılması düşünülen sektördeki gelişmeler, büyüme oranları, pazar büyüklüğü ve rekabet koşulları titizlikle incelenmelidir. Hangi sektör ve endüstrilerin geleceğinin daha iyi olacağına yönelik analizler yapılmalıdır. Ekonomik dalgalanmalar karşısında sektörlerin etkilenmeleri farklıdır, örneğin; otomotiv, inşaat gibi bazı sektörler, ekonomik dalgalanmalara karşı oldukça hızlı etkilenir. Varlıklar arasında seçim ve tahminde ekonomik ve sektör analizi sonucunda elde edilen veriler ışığında yatırım yapılacak varlıklar belirlenir.

**Portföy Seçimi:** Portföy seçimi aşamasında yatırımcı hangi finansal varlıkların portföye alınacağını ve seçilen varlıkların portföydeki ağırlıklarının ne oranda olacağını belirler. Oranların belirlenmesinde çeşitli analiz yöntemleri uygulanır.

**Portföy Değerlendirmesi:** Portföyün belirli zaman aralıklarında değerlendirilmesi gerekir. Portföyün zaman içindeki değer değişimi, verimi belirlenerek, öngörülen sürede yatırımcının amaçları ve yatırım kriterlerine uygunluğu test edilir. portföyün sonuçlarının elde edilmesi yanında, ilk yapılan tahminlerin de ne derece tutarlı olduğu tespit edilmektedir. Değerlendirmede gerçek veriler kullanıldığından, sonuçta yatırımın ne derece isabetli yapıldığı görülür. Portföy değerlendirme iki aşamada Bu aşamalar, performans ölçütlerinin hesaplanması ve performans karşılaştırmalarının yapılmasıdır

uygulanabilir. Bunun sonucunda aynı zamanda portföy bileşiminde nasıl bir değişiklik yapılması gerektiği de belirlenebilir.

**Portföy Revizyonu:** Portföy yönetim sürecinde revizyon, sürekli bir gözden geçirme işlemi olarak yer alır ve portföy revizyonu genel ekonomi, sektör ve varlıklar ile ilgili analizlerin sürekli yapılmasını gerektirir. Portföyün performansı ölçüldükten sonra, alınması gereken önlemler saptanmakta ve gerekli işlemler yapılmaktadır. Portföy revizyonunun amacı, belirli bir risk seviyesinde portföyün getirisini maksimum seviyeye getirmektir. Portföy revizyonu ile piyasada ortaya çıkan yeni fırsatlar değerlendirilebilir. Dolayısıyla portföydeki bazı varlıklar çıkartılırken, bazı varlıklar portföye dahil edilerek portföyün verimi arttırılabilir.

### **2.1.2.Modern Portföy Yönetimi**

En iyi portföye sahip olabilmek için yatırım araçlarının risk ve getirilerine bakarak portföy seçimi yapma çalışmaları 1950'li yıllarda Harry Markowitz ile başlamıştır. 1950'li yıllara gelinceye kadar, yatırımcılar, portföyde yer alan menkul kıymetlerin getirileri arasındaki ilişkileri göz önünde bulundurmadan, sadece portföydeki menkul kıymetlerin sayılarını arttırarak riski azaltabileceklerini düşünmüşlerdir. Modern portföy teorisini ortaya koyan Markowitz, belirli bir sermayeyi menkul değerlere yatıran yatırımcının dönem sonunda elde edebileceği karı bilmesi mümkün olmadığından, yatırımcının hisse senedinin geçmişteki performansından yararlanarak bazı tahminlerde bulunabileceğini belirtmiştir (Ceylan, Korkmaz, 1995: 135)

Markowitz, geleneksel portföy yönetimine üç önemli noktada katkıda bulunmuştur. Bunlardan birincisi ve en önemlisi, portföy yönetiminde, kısımların veya parçaların toplamının, bütüne eşit olmadığına ispatlanmasıdır. Markowitz, burada portföy riskinin portföyü oluşturan varlıkların riskinden daha az olabileceğini ve belirli koşullarda portföyün sistematik olmayan riskinin sıfır yapılabileceğini göstermiştir. İkincisi, yatırımcıların bazı portföyleri aynı getiriyi sağlamakla birlikte, daha riskli oldukları için, bazı portföyleri de aynı risk düzeyinde olmakla birlikte, daha az getiri sağladıkları için tercih etmeyeceklerini, dolayısıyla bazı portföylerin diğerlerine göre daha üstün olduklarını ve bu durumu üstünlük ilkesi olarak ileri sürmüştür. Markowitz'e göre, menkul kıymetlerin seçiminde etkin sınır söz konusudur. Üçüncü önemli nokta, etkin

sınırın kuadratik programlama yolu ile elde edilebileceğidir. Markowitz'in geliştirdiği yöntem, karmaşık bir takım hesaplamaları gerektirir.(Korkmaz, Aydın ve Sayılğan, 2013:95)

1964 yılında Markowitz'den sonra öğrencisi William Sharpe, bu yöntemi geliştirerek, basit bir model ortaya koymuştur. Tekli endeks modeli, çok sayıda hisse senedinden oluşan bir portföyün yönetimine uygulanabilmekteydi. 1970'lerde bilgisayar teknolojisi ve yazılım programcılığındaki gelişmelerle paket haline getirilecek çözümlenelerde kullanılmaya başlanmıştır (Ceylan, Korkmaz, 1995: 136).

Tekli endeks modeli, daha çok Modern Portföy Yönetimi alternatif hisse senetlerine yapılan yatırımların getirilerinin maksimizasyonu için kullanılırken, Markowitz'in geliştirdiği model, tahvil, hisse senedi gibi menkul kıyemetlere ve gayrimenkullere yapılan yatırımların analizinde kullanılmaktadır. (Korkmaz, Aydın, 2013:95)

Portföy kuramında çok sayıda menkul kıymete yatırım yapılması durumunda, portföy riskinin ne olacağı hususu araştırılmaktadır. Ayrıca portföy riski, getirilerdeki değişkenliğe bağlı olarak ölçülmektedir. Getirilerdeki değişkenlik veya sapma, varyans veya standart sapma ile ifade edilebilir. Bu açıdan modern portföy kuramında portföye hangi menkul kıymetlerin alınacağı konusu büyük önem taşımaktadır. Portföye bir menkul kıymet eklendiğinde veya çıkarıldığında, portföy getirisi üzerindeki etkisi ne olur? Portföy riski artacak veya azalacak mıdır? Gelecek yıl portföy getirileri beklenen oranda gerçekleşecek mi? Bu ve benzeri soruların cevapları yatırımcıların bilmek istedikleri konulardır. Kısaca, yatırımcılar, nasıl bir portföy oluşturmalıdır ki, portföy getirisi en çok ve portföy riski en az olsun. Portföy yatırımcıları ile ilgili söz konusu endişeler, modern portföy kuramı yardımıyla en aza indirilmeye çalışılmıştır. (Korkmaz, Aydın, 2013: 95)

## **2.2.Riskler ve Portföy Yönetimi**

Portföy yönetimi riski azaltmak için çeşitlendirmeye giderek hisse senetleri sayısının artırılması esasına dayanır. Portföyü oluşturan hisse senetlerinin bazılarının değeri düştüğünde çeşitlendirme yöntemiyle diğer hisse senetleri artış göstererek risk azaltılır.

Portföy getirisinin riski, hisse senedi sayısı ne kadar artırılsa artırılsın belirli bir seviyenin altına düşmemektedir. Bu risk seviyesi sistematik risk olarak adlandırılır. Çeşitlendirme yoluyla azaltılabilen ya da yok edilebilen risk sistematik olmayan risk olarak tanımlanır. İyi çeşitlendirilmiş portföy için önemli olan sadece sistematik risktir. (Babuşcu, 2008: 739)

### **2.2.1.Sistematik Risk**

Sistematik risk piyasada işlem gören tüm menkul kıymetlerin fiyatlarına aynı anda etki etkileyen faktörlerin neden olduğu risktir (Ceylan, Korkmaz, 1995: 33). Sistematik riskin kaynakları kur riski, piyasa riski, enflasyon riski, politik risk ve faiz oranı riski döviz kuru riskleridir ve bu riskler bütün ekonomiyi etkiler.

#### **2.2.1.1. Kur Riski**

Kur riski veya döviz riski, piyasaların küreselleşmesiyle birlikte gittikçe önem kazanmaktadır. Döviz kurlarının önceden kestirilemeyecek şekilde değişmesi olasılığı kur riski olarak adlandırılmaktadır (Babuşcu, 2008: 739).

#### **2.2.1.2. Piyasa Riski**

Piyasa kontrolü dışında ekonomik, sosyolojik, psikolojik veya politik sebepler sonucunda yaşanan fiyat dalgalanmalarıdır. Örneğin, menkul kıymetlerde aşırı fiyat artışı olduğu kanısı oluşursa anında piyasa yöneticileri kararlarına etki eder (Ural, 2008: 37).

#### **2.2.1.3. Enflasyon Riski**

Genel fiyat düzeyinde önceden kestirilemeyen değişimlerin, finansal varlık getirileri üzerindeki etkilerini ifade etmektedir. Enflasyon oranının yükselmesi, enflasyona endeksli enstrümanlar hariç, bütün tahvil ve bonoların reel getirisini düşürür.(Babuşcu, 2008: 739).

#### **2.2.1.4. Politik Risk**

Politik koşullarda ortaya çıkan değişmelerin menkul kıymetlerin getirilerinde meydana getireceği değişiklikler olarak tanımlanmaktadır. Dünyada veya yatırım yapılan ülkede

ortaya çıkan siyasi bunalımlar ve ekonomik krizler yatırımcıların davranışları üzerinde oldukça etkilidir. Bunun yanında, ülkelerin uyguladıkları ekonomik ve sosyal politikalar yanında uluslararası düzenlemeler de politik riskin unsurlarını oluşturmaktadır (Ural, 2008: 37)

#### **2.2.1.5. Faiz Oranı Riski**

Faiz, para arz ve talebine bağlı olarak oluşan ve fonların kullanımını karşılığında ödenen fiyattır. Pazar faiz oranında meydana gelen değişimler belirli faiz getirisine sahip finansal varlıkların pazar fiyatlarında ve finansal varlığın faiz fiyatındaki değişmelere bağlı, verim değişkenliği faiz oranı riskini oluşturmaktadır (Sarıkamış ve diğerleri, 2001:146). Faiz oranı, riski faiz oranlarındaki değişimler nedeniyle menkul kıymetlerin fiyatını etkilerken aynı zamanda yatırımcı açısından yüksek faiz oranında fonlarını değerlendirmesi açısından kaybedilmiş bir fırsat olarak değerlendirilmektedir (Korkmaz, Ceylan, 2004: 451)

#### **2.2.2. Sistemik Olmayan Risk**

Sermaye piyasasını etkileyen faktörlerden bağımsız bir biçimde sistemik olmayan değişimlerin riskleridir. Sadece endüstriye ve firmaya ait olan bir risk olup, yükselmesi karşısında, sistemik risk kaynaklarında değişme olmayabilir. Genel ekonomiye ait olup toplam riskin sabit kısmını meydana getirmektedir. Sistemik olmayan risk, bir endüstriden diğer endüstriye ve bir firmadan diğer firmaya içinde buldukları şartlara göre değişmektedir (Aksoy, Tanrıöven, 2007: 41). Bu riskler yönetim riski, iş ve endüstri riski ve finansal risklerdir.

##### **2.2.2.1. Yönetim Riski**

Firma faaliyetleri sonuçlarının sağlanmasında kullanılan varlıkların en uygun bir biçimde düzenlenmesini ve idaresini sağlayan yönetim kadrosu da firmanın değerleri arasındadır. Yönetim kadrosunun yapacağı hatalar ya da uygun olmayan kararlar almaları firma için risktir. Hatalı yönetim kararları sonucunda firma zarara uğraya bilmekte hatta faaliyet sahasından da çekilebilmektedir (Aksoy, Tanrıöven, 2007: 41).



### **2.2.2.1. İş ve Endüstri Riski**

İş riski derecesi büyük ölçüde ortaklığın iş faaliyetlerine bağlı olarak değişmesine rağmen, hisse senedi yatırımcıları için yüz yüze oldukları önemli bir belirsizliktir (Fischer, Jordan 1979: 35). Bir başka ifadeyle; bir sektörde ortaya çıkabilecek dalgalanmalardan kaynaklanan risktir. Olumsuz değişmelere açık bir işletmede verim değişkenliği ve dolayısıyla risk de yüksektir. Örneğin; un, kömür, demir gibi temel mallar üreten endüstrilerdeki şirketlerin riski, diğer endüstrilerdeki şirketlere göre daha azdır. Bunun nedeni, bu tür mallara olan talebin daha az dalgalanmasıdır. Bununla birlikte, hammadde kaynakları dışa bağımlı bir endüstrinin riski, yerli hammaddeyi kullanan bir endüstrinin riskinden daha yüksektir. Bu yüzden yatırım yapmadan önce bu tür değişimlerle daha az yüz yüze gelme olasılığı olan endüstriler araştırılıp, uygun olanına yatırım yapılmalıdır (Tanık, 2006: 7).

### **2.2.3.Sistemik Olmayan Riskin Azaltılması**

Yatırım yapılan araç sayısının artırılmasıyla sistemik olmayan riskin azaltılması mümkündür. Yatırımcı sadece bir hisse senedine yatırım yapmak yerine, yatırımını farklı endüstrilerdeki firmaların hisse senetlerine dağıtırsa ne olur? Yatırımcı portföyünü, tek tek firmaların kendi koşullarından kaynaklanan risklerden korumuş olur. Çeşitlendirme ile yok edilebilmesi nedeniyle sistemik olmayan riske yok edilebilir risk de denilmektedir. Yatırım yapılan hisse senetlerinin, tek tek sistemik olmayan riskini yok etmek için, yatırımcının satın alınması gereken hisse senedi sayısı teorik olarak piyasadaki hisse senetlerinin sayısı kadardır. Ancak sistemik olmayan riskin, çoğu tesadüfen seçilmiş, 8–16 kadar hisse senedi ile yok edilebileceği ileri sürülmektedir (Bıtırak, 2010: 11)

### **2.3. Portföy Riskinin Hesaplanması**

Risk ve getiri arasında aynı yönde bir ilişki bulunmaktadır. Yapılan yatırımın riskliliği arttıkça, yatırımdan beklenen getiri oranı da yüksek olmaktadır. Risk ile getiri, yatırım kararlarının verilmesinin temel unsurlar olmaktadır. Burada getiri, yatırım tahsis edilen kaynakların karşılığında elde edileni gösterirken, risk de bu durumun gerçekleşme olasılığını göstermektedir. (Ercan ve Ban, 2010: 177)

### 2.3.1. Risk Ölçüm Yöntemleri

#### 2.3.1.1. Standart Sapma

Standart sapma, hisse senedi yaklaşımına göre, hisse senedinin riskinin ölçen istatistiksel bir değerdir. Getirilerin olası değerleri arasında büyük farklılıklar varsa, getirilerin olasılık dağılımı şiddetli olmakla ve hisse senedinin riskli olduğu ortaya çıkmaktadır. Risk, getirilerin dağılımının değişkenliği olarak kabul edilirse, o zaman dağılımın değişkenliği ölçen standart sapma da risk ölçüsü olmaktadır. Standart sapma, menkul kıymet beklenen getirisinden farklı bir getiri ile karşılaşma olasılığının bir göstergesidir. Yapılan bir tahminde standart sapma ne kadar küçükse, menkul kıymetin beklenen getirisine ilişkin tahmini doğruluk derecesi o kadar büyük ve beklenenden farklı bir getiri ile karşılaşma olasılığı da o kadar düşük olmaktadır. (Borrry, 1986)

Bir yatırımdan elde edilecek getirinin değişkenliğinin ölçülmesinde kullanılan standart sapma, kantitatif bir risk ölçüsüdür. Varyans ve Standart sapma aşağıdaki şekilde formüle edilmektedir,

$$Var(r) = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (r_i - r)^2 \quad (1)$$

$$\sigma_r = \sqrt{Var(r)} \quad (2)$$

$\sigma_r$  : Menkul kıymetin standart sapması

$r_i$  : Menkul kıymetin i dönemindeki getirisi

$r$ : Menkul kıymetin ortalama getirisi

#### 2.3.1.2. Kovaryans Katsayısı

Kovaryans, portföye dahil varlıkların beklenen getirileri arasındaki ilişki olarak tanımlanabilir. Kovaryans katsayısının büyüklüğü veya küçüklüğü matematiksel olarak bir anlam ifade etmemektedir. Katsayının pozitif bir değere sahip olması varlık getirilerinin aynı yönde hareket ettiğini gösterir. Varlıkların negatif bir değere sahip olması varlık getirileri arasında ters yönlü bir ilişkinin varlığını, birisinin getirisi artarken diğerinin düştüğünü göstermektedir. Kovaryans katsayısının sıfır olması, varlıkların

getirileri arasında bir ilişki olmadığını gösterir. Tarihi getiri oranları kullanıldığında, A ve B varlıklarının ortalama getiriden sapmaları çarpımının n-1 sayısına bölümü kovaryans değerine eşit olur.(Coşkun, 2010 : 355)

$$COV(x, y) = \frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})(y_i - \bar{y})}{n - 1} \quad (3)$$

$COV(x, y)$ : x bağımsız değişkeni ile y bağımlı değişkeninin kovaryansı.

$x_i$  : x değişkeni

$y_i$  : y değişkeni

$\bar{x}$  : x değişkenlerinin ortalaması

$\bar{y}$  : y değişkenlerinin ortalaması

$n$  : toplam data sayısı

### 2.3.1.3. Beta Katsayısı

Beta katsayısı, sistematik riskin ölçüsüdür. Bir menkul kıymetin getirisini, piyasa getirisi ile karşılaştırılmaktadır. Bir varlığın tarihi getirileri, bu varlığın beta katsayısının bulunmasında kullanılır. Piyasa getirisi, işlem gören tüm menkul kıymetlerden oluşan piyasa portföyünün getirisidir. Beta katsayısı yüksek varlıkların riski, beta katsayısı düşük varlıkların riskinden daha fazladır. Piyasa betası 1 eşittir. Diğer tüm betalar bu değer etrafında yer alır. Varlık betaları pozitif veya negatif olabilir. Ancak genellikle pozitiftir. Beta katsayılarının çoğunluğu 0,5 ile 2 arasında değişmektedir. Bir hisse senedinin betası 2 ise, piyasa getirisinde %1 değişim olduğunda, hisse senedinin getirisinin %2 değişmesi beklenir.(Coşkun, 2010 : 366)

$$\beta = \frac{COV_{m,r}}{\sigma_m^2} \quad (4)$$

$\beta$  = Beta katsayısı

$COV_{m,r}$  = Betası hesaplanacak varlık getirisi ile piyasa getirisi arasındaki kovaryans

$\sigma_m^2$  = Piyasa getirinin varyansı

### 2.3.2. Performans Ölçüm Yöntemleri

#### 2.3.2.1. Sharpe Oranı

Yatırımcının katlandığı riske karşılık elde ettiği getiriye ölçen Sharpe Performans endeksi, William F. Sharpe tarafından 1966 yılında 34 yatırım fonunu dikkate alarak önerilmiştir. (Sharpe, 1994: 49-58) Sharpe'nin performans ölçüsü olarak kullandığı oran, portföyün toplam riskine kıyasla yatırımcının risksiz oranı üstünde talep ettikleri ek getiriye ifade etmekte ve bu sayede portföy performansını taşıdığı riske göre düzelterek ölçmektedir (Demirtaş ve Güngör, 2004: 106) Yükselen getiri ya da düşen standart sapma Sharpe oranını artırırken, düşen getiri yada artan standart sapma Sharpe oranını düşürmektedir. Sharpe oranı kıstasında göre iki alternatif arasında seçim yapılırken yüksek olanı tercih edilmektedir. (Down, 2000: 211-212). Bu ölçüt çok iyi çeşitlendirilmiş portföyler için daha uygun olmaktadır. Sharpe'nin performans ölçütü aşağıdaki şekilde formüle edilmektedir (Usta, 2008: 369).

$$\text{Sharpe Oranı} = \frac{R_a - R_f}{\sigma_a} \quad (5)$$

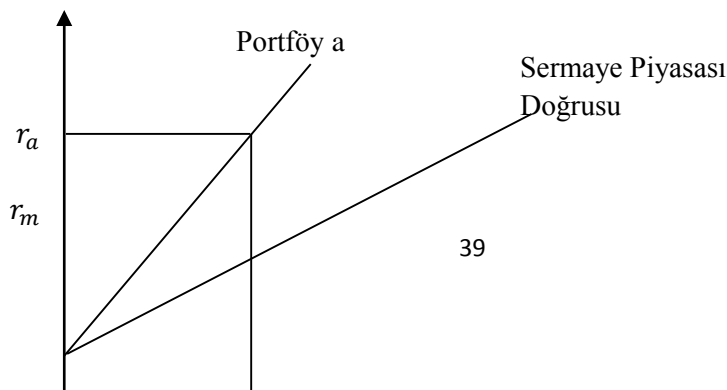
$r_a$  = a Portföyünün ortalama getirisi,

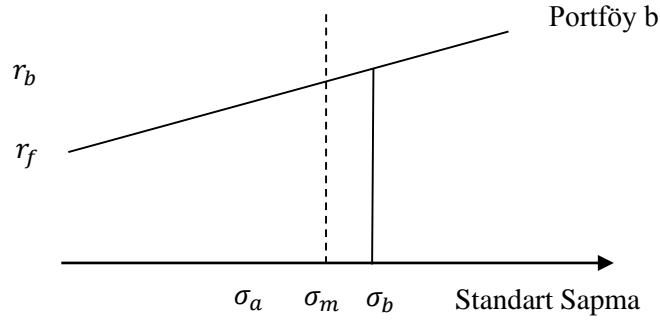
$r_f$  = risksiz faiz oranının ortalama getirisi,

$\sigma_a$  = portföyün standart sapması.

Formüldeki pay portföy getirisi ve risksiz faiz oranı arasındaki farkı, diğer bir deyişle yatırımcının katlandığı riske karşılık aldığı ödülü belirtmektedir. Bu yüzden oran, her birim değişkenliğe karşılık elde edilen getiriye ifade etmektedir (Korkmaz ve Ceylan, 2006: 555). Bu ilişkinin ifadesi Şekil 1'de gösterilmektedir.

Beklenen Getiri





**Şekil 1:** Sharpe Oranı

**Kaynak:** Saim Kılıç (2002), Türkiye’deki Yatırım Performanslarının Değerlendirilmesi, Ankara: Mart Matbaacılık, s. 55

### 2.3.2.2. M<sup>2</sup> Performans Ölçütü

F. ve L. Modigliani tarafından geliştirilen ve M-Kare veya M<sup>2</sup> şeklinde ifade edilen performans ölçütü, Sharpe oranında olduğu gibi risk ölçütü olarak toplam riski esas almakta fakat, karşılaştırma ölçütüne göre portföy getirilerinin performanslarını yorumlamak daha kolay olmaktadır (Bodie, 2005: 809). Bu yöntemde Sharpe oranında olduğu gibi risk ölçütü olarak toplam risk veya standart sapma kullanılmaktadır. M<sup>2</sup> ölçütü portföyün Sharpe oranı ile pazarın standart sapmasının çarpımına risksiz faiz oranının eklenmesi yoluyla hesaplanmaktadır (Kılıç, 2002: 56).

$$M^2 = r_f + \frac{r_p - r_f}{\sigma_p} \times \sigma_m \quad (6)$$

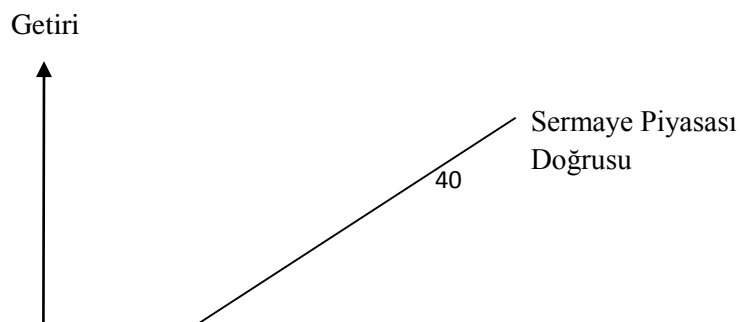
$r_p$ : portföyün ortalama getirisi,

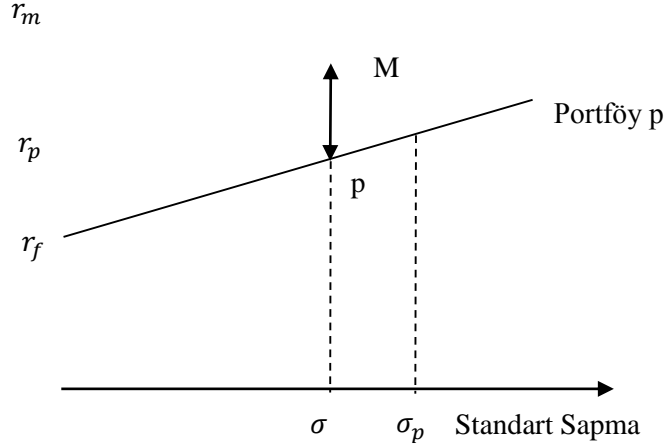
$r_f$ : risksiz varlığın ortalama getirisi,

$\sigma_m$  : piyasa portföyünün standart sapması,

$\sigma_p$  : portföyün standart sapması.

M<sup>2</sup> ölçütü ne kadar büyükse, portföyün performansı o kadar yüksek demektir. Şekil olarak gösterilirse,





**Şekil 2:** M<sup>2</sup> Performans Ölçütü

**Kaynak:** Saim Kılıç (2002), Türkiye’deki Yatırım Performanslarının Değerlendirilmesi, Ankara: Mart Matbaacılık, s. 57

### 2.3.2.3. Sortino Oranı

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

$$\text{Sortino Oranı} = \frac{R_a - MKEG}{\sigma_{MKEG}} \quad (7)$$

*MKEG* : minimum kabul edilebilir getiri oranı,

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

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

### 2.3.2.4.Treynor Endeksi

Treynor endeksi performansı hesaplanacak portföye uygun piyasa endeksi ile hesaplanmış beta katsayısını risk ölçütü olarak kullanmaktadır (Ridley, 2006: 121). Treynor endeksinde, portföyün risksiz faiz oranını aşan getirisi portföyün sistematik riskine (beta) oranlanmakta ve risk birimi başına elde edilen ek getiri performans ölçütü olarak kabul edilmektedir (Scholz ve Wilkens, 2005: 3674). Sharpe'ın Risk primi / toplam risk şeklinde ifade edilen performans modeli, Treynor performans endeksinde Risk primi / Sistematik riskine kıyasla yatırımcıların risksiz faiz oranı üzerinden talep ettikleri ek getiriyi göstermektedir. Aşağıdaki şekilde formüle edilmektedir (Gökgöz, 2006:79)

$$T_p = \frac{r_p - r_f}{\beta_p} \quad (8)$$

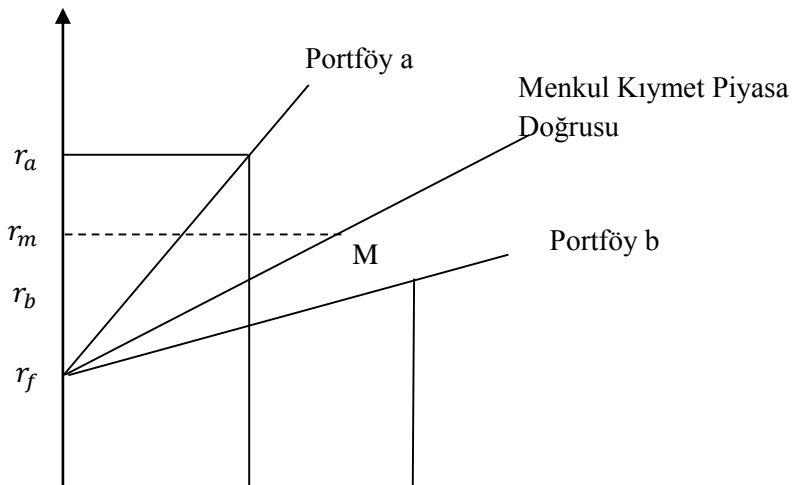
$T_p$  : portföy için Treynor Endeksi,

$r_p$  :portföyün ortalama getirisi,

$r_f$  : risksiz varlığın ortalama getirisi,

$\beta_p$ :portföyün betası.

Treynor endeksinin yükselmesi portföy başarımının da yükselmesi anlamına gelmektedir (Çoşkun, 1999: 10-11).Şekil olarak gösterilirse,



$$\beta_a \quad \beta_m = 1 \quad \beta_b \quad \text{Standart Sapma}$$

### Şekil 3: Treynor Endeksi

**Kaynak:** Saim Kılıç (2002), Türkiye'deki Yatırım Performanslarının Değerlendirilmesi, Ankara: Mart Matbaacılık, s. 59

Portföy a Portföy b'den daha yüksek performans sergilemektedir. Eğim ne kadar dik olursa getiride o kadar yüksek olur.

#### 2.3.2.5. T<sup>2</sup> Ölçütü

Treynor oranını, yüzde getiri şekline çeviren bu yöntem, M2 yönteminde olduğu gibi değerlendirilen fona hazine bonusu eklendiğini varsayarak risk düzeltmesi yapar (Tekere ve Karakurum, 2008: 95). Aşağıdaki şekilde formüle edilmektedir,

$$T^2 = Treynor - (r_p - r_f) \quad (9)$$

Treynor= Treynor endeksini,

$r_p$ = Portföyün getirisini,

$r_f$  = Risksiz faiz oranını, ifade etmektedir.

T2 oranının yüksek çıkması portföy performansının iyi olmasına işaret ederken, oranın düşüklüğü kötü performans anlamına gelmektedir.

#### 2.3.2.6. Jensen (Alfa) Ölçütü

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

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

$$r_{p,t} = r_{f,t} + (r_{m,t} - r_{f,t})\beta_p + e_{p,t} \quad (10)$$

$$r_{p,t} - r_{f,t} = \alpha_p + \beta (r_{m,t} - r_{f,t}) + e_{p,t} \quad (11)$$

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



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

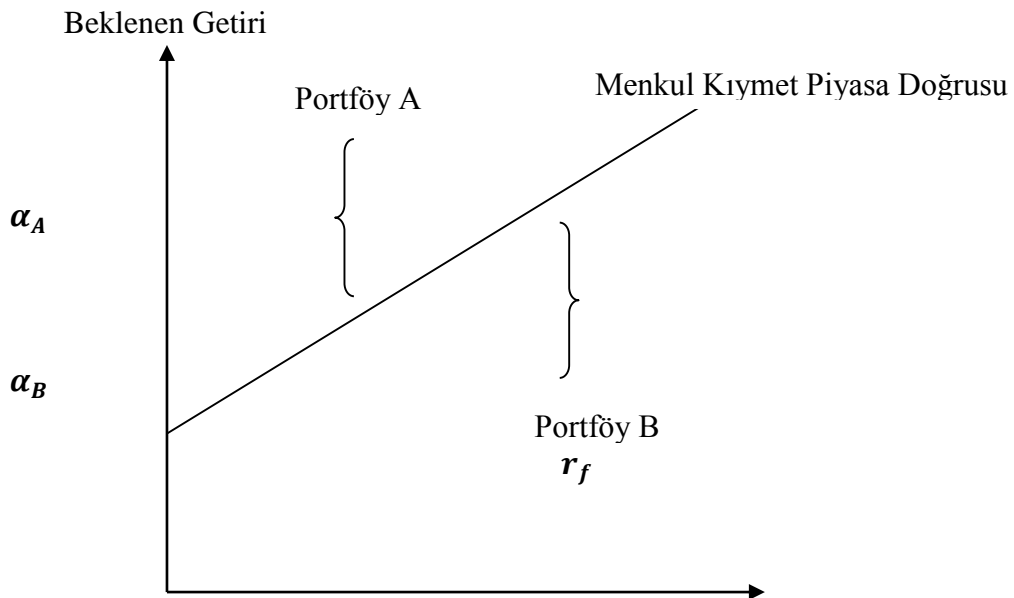
$\alpha_p$  : portföyünün alfa katsayısını,

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

$\beta_p$  :portföyünün beta katsayısını.

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

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



Beta

**Şekil 4: Jensen Alfası**

**Kaynak:** Saim Kılıç (2002), Türkiye’deki Yatırım Performanslarının Değerlendirilmesi, Ankara: Mart Matbaacılık, s. 59

## **BÖLÜM 3: AMPİRİK BULGULAR**

### **3.1. Literatür**

Modern portföy teorisiyle portföylerin risk, getiri, portföy performans ölçümü ile ilgili bir çok teknik geliştirilmiş ve araştırmalar yapılmıştır. Bu araştırmada ele aldığımız gayrimenkul yatırım ortaklıklarının performans ölçümleri ile temettü dağıtım politikalarının, halka açıklık oranlarını, GYO’ların portföy’de bulundurdukları portföylerin türlerinin hisse değeri üzerine etkisi üzerine literatürde yapılmış araştırmalar şunlardır.

Sharpe (1966), makalesinde portföy seçimi, finansla varlığın risk altında fiyatı ve Borsa fiyat davranışlarının, yatırım fonlarının değerlendirilmesi ile ilgili olduğu sonucuna ulaşmıştır. 1954-1963 yılları arasında faaliyet gösteren 34 adet yatırım fonunun risk ve

getiri performansını Sharpe oranı ve Treynor endeksine göre değerlendirmiştir. Yatırım fonların büyük bir kısmının gösterge portföy aynı dönem için hesaplanan değerlerinin altında bir değere sahip olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Jensen (1968), 1945-1964 yılları arasında faaliyet gösteren 115 yatırım fonunun performansını fon yöneticilerinin tahmin kabiliyetinin fon getirileri üzerine katkısı incelemiştir. Bu tahmin kabiliyetini ölçmek için Jensen Alfa olarak bilinen performans ölçümünü geliştirmiştir. Çalışma sonucunda fon yöneticilerinin düşük bir performans gösterdiğini değerlendirmiştir.

Myer ve Webb (1992), çalışmalarında 47 farklı portföy yapılarına sahip yatırım ortaklıklarının performansını Jensen Alfa ölçütü ile incelemiş ve piyasa portföyünün kullanıldığı tek endeks modellere göre, enflasyon ve bölgesel modeller kullanımının anormal performans üzerindeki etkisini azalttığını ortaya koymuştur.

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları ile ilgili Araştırmalar:

Aytekin ve Kahraman (2014), Çalışmada, Borsa İstanbul Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Endeksinde işlem gören şirketlerin finansal etkinliklerinin bir Veri Zarflama Analizi modeli olan Süper Aylak Tabanlı Model ile ölçülmeyi amaçlamışlardır. Analizde, endeksteki şirketlerin 2008-2012 yıllarını kapsayan 5 yıllık dönemine ait finansal tabloları, portföy değer tabloları ve bağımsız denetim raporlarından elde edilen veriler kullanmışlardır. Üç girdi ve üç çıktı değişkeni ile kurulan modelde yıllar itibariyle endekste yer alan farklı sayıdaki şirketin etkinlik değerleri hesaplanmışlar ve sonuç olarak ilgili dönemde BİST Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Endeksinde işlem gören şirketlerin varlık ve kaynaklarından finansal etkinliğe ulaşma noktasında optimal düzeyde faydalanamadığı, bu durumun şirketlerin finans yöneticileri tarafından ele alınması gerektiği ortaya koymuşlardır.

Erol ve İleri (2013) BİST gayrimenkul yatırım ortaklıkları endeksi üzerinde, enflasyon risk primi, Borsa İstanbul risk primi ve reel sektör büyümesi gibi değişkenler kullanarak yaptıkları analizler sonucunda, GYO endeks getirilerinin enflasyona karşı negatif koruma sağlama, reel sektördeki değişimlerle pozitif korelasyon sergileme ve Borsa İstanbul risk priminden ağırlıklı olarak etkilenme gibi nedenlerle GYO' ların gayrimenkul

yatırımından ziyade hisse senedi gibi hareket ettiklerini, bu yüzden portföy çeşitliliği sağlama özelliklerinin azaldığını ileri sürmüşlerdir.

Türkmen (2011), İMKB’de işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıklarının finansal tabloları, portföy tabloları ve finansal raporlarından yararlanarak, 2007-2010 yıllarındaki etkinliklerini değerlendirmiştir. CCR Veri Zarflama Analizi kullandığı analizde, 2007 yılı için 12, 2008 yılı için 14, 2009 yılı için 14 ve 2010 yılı için 21 adet gayrimenkul yatırım ortaklığını seçmiştir. Performansını ölçmek amacı ile 3 girdi ve 2 çıktı değişkeni olmak üzere toplam 5 adet değişken kullanmıştır. Modelin girdileri birincisi Genel Yönetim Gideri, ikincisi Pazarlama, Satış ve Dağıtım Gideri, üçüncüsü Toplam Borç – Alınan Sipariş Avansları / Net Aktif değeridir. Modelin çıktıları ise Net Aktif Değer ve Net Dönem Karı’dır. Analizde 2007 yılında 4 adet, 2008 yılında 7 adet, 2009 yılında 4 adet, 2010 yılında ise 5 adet karar biriminin etkinlik değerlerinin 1 ile tam etkin olduğunu saptamıştır.

Şahin (2014), Ocak 2002- Aralık 2011 dönemi aylık verileri kullanılarak, portföy büyüklüğü, Piyasa Değeri / Defter Değeri ve Fiyat / Kazanç oranının GYO getirisi üzerinde anlamlı bir etkisinin olup olmadığı, eğer anlamlı bir ilişki varsa bu etkinin yönü ve şiddetini incelemiştir. Verileri “En Küçük Kareler Yöntemi’ne göre değerlendirilmiş olup çoklu regresyon analizinden yararlanmıştır. Regresyon modelinin kurulması amacıyla serilerin durağan olup olmadıkları ADF testi ile test edilmiştir. Yapılan analizler neticesinde portföy büyüklüğü ile GYO getirisi arasında anlamlı ve pozitif yönde bir ilişki olduğu, GYO getirisi arasında ise anlamlı bir ilişki olmadığı, Fiyat / kazanç değeri ile GYO getirisi arasında ise anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Deran, Sarıay ve Savaş (2013), çalışmalarında 2009-2011 yılları arasında İMKB’ye kayıtlı olan 25 adet Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları ile 18 adet Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının performanslarının finansal oranlar yardımıyla karşılaştırılmasına çalışmışlardır. Finansal performansları aktif karlılığı, özsermaye karlılığı, hisse başına kar ve PD/DD oranları kullanılarak ölçülmeye çalışılmış ve elde edilen oranlar T testi ve Mann-Whitney U Testi kullanılarak analiz edilmiştir. Analiz sonucunda, aktif karlılığı ve özsermaye karlılığı açısından GYO ile MKYO işletmeleri arasında 2009 yılı için istatistiksel olarak anlamlı, 2010 ve 2011 yılları için anlamlı bir farklılığın bulunmadığını tespit etmişlerdir. 2009 yılı için MKYO işletmelerinin aktif ve özsermaye karlılığının,

GYO işletmelerinden daha yüksek olduğu gözlemlenmiştir. Hisse başına kar ve PD/DD oranları açısından GYO ile MKYO işletmeleri kıyaslandığında aralarında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılığın bulunmadığı tespit edilmiştir.

Kuhle (1987), araştırmasında portföy çeşitlendirmesinin, GYO'ların portföy toplam riskini düşürmesi üzerine etkisini incelemiştir. Toplamda 82 şirket kullanılmıştır. Bunların 26'sı varlığa dayalı Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, 16'sı ipotekli GYO ve 42'si Standard and Poors 500'da işlem gören rastgele seçilmiş şirket hisseleridir. Eylül 1980 ve Ağustos 1985 yılları arası aylık getiriler hesaplanmış, ortalama getirinin üzerinde bir performans sergilediği gözlemlenmiştir.

Benfield, Anderson, ve Zumpano (2009), çalışmada gayrimenkul yatırım ortaklıklarının mülkün türüne göre çeşitlendirilmesini incelemiştir. ABD'deki 75 adet özvarlığa dayalı GYO'larını 1995 ile 2008 arasında analiz etmiştir. Analizde Jensen Alfa, Treynor Endeksi ve Sharpe oranı kullanılmıştır. Bu zaman aralığında farklı mülk türüne yatırım yapan GYO'ların tek türde mülk yatırımı yapan göre daha iyi performans gösterdiğini analiz etmişlerdir.

Ro ve Ziobrowski (2009), araştırmalarında özellikle bir türde gayrimenkul yatırımı yapan GYO'lar ile değişik türlerde yatırım yapan GYO'ların 1997-2006 yılları arasında getirilerini Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli (Capital Asset Pricing Model, CAPM) ve Fama-French üçlü faktör modeli ile araştırmışlardır. Tek türde yatırım yapan GYO'ların iyi performans gösterdiği sonucuna ulaşamamışlar, ancak değişik türlerde gayrimenkul yatırım yapan GYO'lar ise daha üstün performans gösterdiğini ortaya koymuşlardır.

Gabriel, Post ve Rogers (2015), çalışmasında Brezilya ve ABD'deki gayrimenkul yatırım ortaklıklarının sınıflandırmıştır. Risk performans ölçümünde Ocak 2003 ve Ağustos 2013 arası, 2008 finansal kriz öncesi ve sonrası olarak ele alınmıştır. Analizde üç grup sınıflandırma yapılmıştır. Gruplandırma Kruskal-Wallis ve Dwass-Steel Chritchlow-Fligner testi kullanılmıştır. Genel olarak Brezilya GYO'ları kriz öncesi ve sırasında daha iyi performans göstermiştir, kriz sonrası performansı düşmüştür. Kriz sonrası ABD GYO'ları daha agresif strateji gösterirken Brezilya GYO'ları daha korumacı strateji göstermiştir.

Kar payı (temettü) dağıtımının politikasının hisse fiyatlarına etkisi ile ilgili araştırmalar:

Pekkaya (2006), alışmasında İMKB 30 Endeksine dahil olan şirketlerin oto finansman ve kar payı dağıtımlarının, hisse senetlerinin piyasa değeri üzerindeki etkisi üzerine regresyon analizi yapmıştır. Endekse dahil sadece 19 şirkete ait 1987-2006 dönemine ait veriler analiz edilmiş olup, analiz sonuçlarına göre sadece 5 şirketin regresyon katsayıları anlamlı çıkmış, diğer hisse senetlerinin ilişki ve anlamlılık testleri çok zayıf çıkmıştır.

Güenalp, Kadioğlu ve Kılıç (2010), çalışmalarında 2003-2007 yılları arasındaki beş yıllık dönemde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören 310 şirket arasından yılda bir kez toplamda üç kez nakit temettü dağıtmış olan 83 şirketi incelemişlerdir. Bu 83 şirketin 321 adet nakit temettü açıklaması ve ilgili fiyat verileri kullanılarak ve regresyon yöntemiyle temettü kararına ilişkin açıklamanın hisse senedi getirisine olan etkisi test etmişlerdir. Araştırmada Türkiye'de nakit temettü kararının hisse senedi getirisini etkileyebilen bir bilgi olduğu, hisse başına yüksek nakit temettü açıklayan hisselerin normalin üstünde değer kaybı, hisse başına düşük nakit temettü açıklayan hisselerin fiyatına göre daha fazla olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Fiyatın bilgiye uyarlanma süreci açıklamanın yapıldığı gün başlamakta ve en az 15 gün devam etmektedir. Nakit temettü açıklanmasından sonra etkinin 3 günden sonra azaldığı sonucuna ulaşmışlardır.

Ahmadi ve Lashgari (2014), çalışmalarında temettü dağıtım politikasının Tahran Borsasındaki hisse senedi fiyatı oynaklığı üzerine etkisini incelemişlerdir. Tahran Borsası'nda işlem gören 470 şirketten 51'i seçilmiş, 2007 ve 2012 arasındaki verileri analiz edilmiştir. Veriler oklu regresyon modeli ile analiz edilmiş, temettü dağıtım oranının negatif etkisinin olduğu ve varlıkların artmasının pozitif etkisi olduğu sonucuna varmışlardır.

Holder, Langerhr ve Hexter (1998), yaptıkları çalışmada, büyük firmaların finansal ihtiyaçlarını karşılamalarının kolay olmasından dolayı sermaye ihtiyacı duymadığından dolayı daha fazla kar ödeme eğiliminde olduğu sonucuna varmışlardır. şirketin ortaklık yapısının yüksek oranlı kişilerin elinde olması daha az temettü dağıttığına, ortaklık yapısının yoğun ve çok olmasının daha fazla temettü dağıttığı sonucuna varılmıştır.

Uwuiğbe, Jafaru ve Ajayı (2012), yaptıkları çalışmalarında, finansal performans ve temettü dağıtımını arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. şirketlerin ortaklık yapısı, şirket

büyükluğu ve temettü dağıtım arasındaki ilişkinin incelendiği çalışmalarında, Nijerya’da işlem gören 50 şirketin 2006-2010 tarihleri arasındaki veriler kullanılmışlar ve Regresyon analizi yapılmıştır. Analizler sonucunda şirket performansı ile temettü dağıtım arasında önemli bir bağlantı olduğunu ortaya koymuşlar, ayrıca ortaklık yapısı ve şirket büyüklüğünün temettü dağıtım üzerine önemli bir etkisi olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Zuriawati, Jorah ve Abdul (2012), yaptıkları çalışmada, Malezya’da inşaat ve malzeme şirketlerinin temettü dağıtım politikasının hisse fiyatlarının hareketleri üzerine etkisini araştırmışlardır. En küçük kareler yöntemi kullanılmıştır. 2005-2010 tarihleri arasında temettü dağıtım oranının hisse fiyatı üzerinde önemli bir etkisi olduğu ve şirketin büyüklüğünün hisse fiyat değişikliği üzerine daha fazla etkisi sonucuna ulaşılmıştır.

Kaderli ve Başkaya (2014) çalışmalarında son beş yılda istikrarlı kâr payı dağıtan şirketlerin İMKB’de 2009 – 2010 tarihleri Arasında kâr payı dağıtımlarını ve hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkiyi olay etüdü yöntemi ile test etmişlerdir. Çalışmanın sonucuna göre, kâr payı ödeme duyuruları da, yatırımcıların anormal getiri elde etmesini sağlayabilecek duyurular kategorisine girmektedir. Ancak, dikkat edilmesi gereken en önemli noktalardan biri, kâr payı duyurularının anormal getiri sağlama etkisinin kısa süreli olduğudur. Zaman ilerledikçe anormal getiriler de bu duyurudan sonra düşüş eğilimi yaşandığı gözlemlenmiştir.

Kar ve diğ. (2012) 2005-2010 dönemine ait Borsa İstanbul’da işlem gören futbol kulüplerine ait verilere uyguladıkları korelasyon analizi sonuçlarına göre, kar dağıtım ile piyasa değeri arasında anlamlı ilişki bulmuşlardır.

Halka açıklık oranı ile ilgili araştırmalar:

Bostancı ve Kılıç (1997), çalışmalarında İMKB’de işlem gören hisse senetlerinin halka açıklık oranlarının piyasa performanslarına olan etkisini ölçmüşlerdir. Çalışma İMKB’de 2007 yılında işlem gören 319 hisse senedi içinden 199 hisse senedini kapsamaktadır. Kullanılan regresyon modelleri ile bağımlı değişkenler ortalama günlük kapanış fiyatı, fiyat oynaklığı ve günlük ortalama işlem miktarı ile halka açıklık oranı olarak dikkate alınmıştır. Analizlere göre piyasanın yüksek halka açıklık oranını ödüllendirdiğini, başka bir deyişle, halka açıklık oranı yüksek hisse senetlerinde ortalama kapanış fiyatlarının ve işlem miktarının belirgin bir biçimde daha fazla olduğunu gözlemlemişlerdir. Bununla

birlikte fiyat oynaklığı ya da hisse senedinin riskinin, halka açıklık oranı arttıkça arttığını gözlemlemişlerdir.

Barak (2007), İMKB’de işlem gören hisse senetlerinin piyasa fiyatlarının oluşumunda halka açıklık oranı %10’un altında olanlar ile %75’in üzerinde olan şirketlerin hisse fiyatları ile halka açıklık oranı arasında ilişki olup olmadığını incelemiştir. 1997 ve 2004 yılları arası İMKB’de işlem gören hisse senetlerinin aylık fiyat değişimlerini Nokta Biserial Korelasyon tekniği kullanarak analiz etmiştir. Halka açıklık oranı düşük hisse senetlerinde fiyat oynaklığının daha yüksek olduğu, halka açıklık oranı yüksek olan hisse senetlerinde fiyat oynaklığının düşük olduğu sonucuna ulaşmıştır.

### **3.2. Veri Seti ve Metodoloji**

Bu çalışmada, Borsa İstanbul’ da işlem gören 31 adet GYO üzerinde Aralık 2010 ve Aralık 2015 dönemini kapsayan analizler yapılmıştır. Risk odaklı portföy performansının ölçümü için anılan değişkenlerden risksiz faiz oranı olarak, merkez bankası gecelik repo faizleri, repo, ters- repo fiyat ortalamaları kullanılmıştır. Risksiz faiz oranı olarak repo faizlerinin kullanılması literatürde son dönemde yapılan çalışmalarla uyumludur. Uygulamaya ilişkin düzeltilmiş veriler Yahoo Finans resmi sitesinden ve Merkez Bankası kurumsal internet sitesinden elde edilmiştir.

Çalışmada kullanılan GYO portföy getirileri ve karşılaştırma ölçütü olarak BİST-100 getirileri, Borsa İstanbul’ da oluşan günlük kapanış fiyatları üzerinden hesaplanmıştır. GYO’ lar için portföy değeri, her bir yatırım ortaklığına ait günlük kapanış fiyatı olacağı varsayılmıştır.

Ayrıca, çalışmada yer alan ve Aralık 2010 sonrası farklı tarihlerde kurulan GYO’ ların, borsada işlem görmeye başladıkları tarihten itibaren diğer değişkenler ile modellere dahil edilmesi sağlanmıştır. Diğer bir ifade ile borsada işlem görmeye başladıkları tarihli endeks ve faiz oranı gibi değişkenler kullanılmaya başlanmıştır. Bu nedenle bazı GYO’ ların performans sonuçları 5 yıllık değil daha kısa süreli periyotlarla ölçülmüştür.

#### **3.2.1. Portföy Getirileri**

Bir portföyün getirisi, bir önceki döneme göre portföy değerindeki artış oranı ile ölçülmektedir. Bu yöntem ile hesaplanan portföyler genellikle nakit girişi ve çıkışı



olmayan portföy yapısına sahiptirler. (Arslan, Arslan, 2010: 6) Borsada işlem gören her bir gayrimenkul yatırım ortaklığı portföy olarak değerlendirilmiştir. Getiriler hesaplanırken bu yöntem esas alınmış ve her bir portföyün işlem gördüğü gündeki kapanış fiyatları kullanılarak günlük basit getirileri hesaplanmıştır.

$$r_p = \frac{rp_t - rp_{t-1}}{rp_{t-1}} \quad (10)$$

$r_p$  = Portföy Getirisi,

$rp_t$  = Portföyün t günündeki kapanış fiyatı,

$rp_{t-1}$  = Portföyün t-1 günündeki kapanış fiyatı

### 3.2.2. Piyasa Endeksi Getirisi

Bu çalışmada analiz döneminde incelenen gayrimenkul yatırım ortaklıkları performanslarını piyasa performansı ile karşılaştırmak amacıyla gösterge endeksi olarak BİST100 Endeksi kullanılmıştır. Veriler [www.investing.com](http://www.investing.com) sitesinden elde edilmiştir

Borsa İstanbul Pay Piyasası için temel endeks olarak kullanılan BİST 100 endeksi Yıldız Pazar ve Ana Pazar'da işlem gören şirketlerle, Kolektif Yatırım Ürünleri ve Yapılandırılmış Ürünler Pazarı'nda işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve girişim sermayesi yatırım ortaklıkları arasından seçilen 100 paydan oluşmakta olup, BIST 30 ve BIST 50 endekslerine dahil payları da kapsar (<http://www.borsaistanbul.com>). Borsada işlem gören, piyasa değeri ve işlem hacmi en yüksek 100 hisse senedinin ortak performansını ölçülmesi amacıyla oluşturulmuştur.

Endeks getirisinin hesaplanmasında kullanılan formül,

$$r_m = \frac{rm_t - rm_{t-1}}{rm_{t-1}} \quad (11)$$

Formülde;

$r_m$  = endeksin getirisi

$rm_t$  = endeksin t günündeki kapanış fiyatı

$rm_{t-1}$  = endeksin t-1 günündeki kapanış fiyatıdır.

### 3.3. Analiz Sonuçları

Çalışmada 31 adet Gayrimenkul yatırım ortaklığı performans ölçümünün yapılabilmesi için, kendi içerisinde çeşitlendirme ile 7 ayrı portföy oluşturulmuştur. Portföyler Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının kar payı dağıtım kararları, halka az oranları ve ticari faaliyet türleri değerlendirilerek oluşturulmuştur.

#### 3.3.1. Kar Payı Dağıtım İle İlgili Sonuçlar

Kar payı dağıtım (temettü) kararı, dönem sonunda elde edilen karların ortaklara dağıtılması veya yatırıma dönüştürülmesiyle ilgili kararlardır.

Halka açık şirketler SPK'nın belirleyeceği oranda asgari temettü dağıtmakla yükümlüdür. SPK'nın Tebliğine göre temettü oranı dağıtılabılır kârın %20'sinden az olamaz. Payları Borsa'da işlem gören anonim ortaklıklar, genel kurullarının alacağı karara bağlı olarak temettüyü; a) Tamamen nakden dağıtma, b) Tamamen pay olarak dağıtma, c) Belli oranda nakit belli oranda pay olarak dağıtarak kalanını ortaklık bünyesinde bırakma, d) Nakit ya da pay olarak dağıtmadan ortaklık bünyesinde bırakma, konusunda serbesttir ([www.borsaistanbul.com](http://www.borsaistanbul.com)).

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarında kar payı dağıtım (temettü) kanunen zorunlu değildir ama yine de GYO'lar genelde yılda bir defa temettü dağıtmaktadırlar. Buradan hareketle çalışmada Borsa İstanbul'da işlem gören 31 adet GYO, kar payı dağıtım yapanlar ve kar payı dağıtım yapmayanlar olmak üzere iki gruba ayrılmıştır. Son 5 yıl içerisinde ortalama olarak 4 defa kar payı dağıtım yapanların kar payı dağıttığı, diğerlerinin ise bu süre zarfında ortalama olarak 1 kez dahi kar payı dağıtım yapmamaları nedeni ile kar payı dağıtım yapmayanlar grubunda yer almasına karar verilmiştir. Kar payı dağıtım yapmayan 20 adet GYO'ya ait günlük getiri performansı ile kar payı dağıtım yapan 11 adet GYO'nun performansları karşılaştırılmıştır. Oluşturulan bu iki farklı portföyün içinde yer alan GYO'ların ağırlıkları eşit kabul edilmiş ve performans sonuçlarının karşılaştırılmasında mutlak ortalamalar kullanılmıştır.

1.Portföy A Temettü; her yıl temettü dağıtım yapanlar.

2.Portföy B Temettü; her yıl temettü dağıtımı yapmayanlar.

**Tablo 8**  
**Temettü Dağıtımı Yapanlar ve Yapmayanlar Portföyler GYO Listesi**

<b>Portföy A Temettü Dağıtımı Yapanlar</b>		<b>Portföy B Temettü Dağıtımı Yapmayanlar</b>	
<b>1</b>	Atakule GYO	<b>1</b>	Afken GYO
<b>2</b>	Akmerkez GYO	<b>2</b>	Akiş GYO
<b>3</b>	Alarko GYO	<b>3</b>	Ata GYO
<b>4</b>	Emlak Konut GYO	<b>4</b>	Avrasya GYO
<b>5</b>	Halk GYO	<b>5</b>	Deniz GYO
<b>6</b>	İş GYO	<b>6</b>	Doğuş GYO

**Tablo 8'in devamı,**

7	Panora GYO	7	İdealist GYO
8	Servet GYO	8	Kiler GYO
9	Sinpaş GYO	9	Körfez GYO
10	Torunlar GYO	10	Martı GYO
11	Yeni Gimat GYO	11	Nurol GYO
		12	Özak GYO
		13	Özderici GYO
		14	Pera GYO
		15	Reysaş GYO
		16	Saf GYO
		17	Tskb GYO
		18	Vakıf GYO
		19	Yapı Kredi Koray GYO
		20	Yeşil GYO

**Tablo 9**  
**Portföy A Temettü Dağıtım Yapanlara ait Tanımlayıcı İstatistikler**

Portföy A Temettü	Standard Sapma	Ortalama	Risksiz Faiz	Covaryans	Varyans Bist 100	Beta	Standart Sapma Bist 100
ATAKULE	0,021988	0,000255	0,000238	0,000156	0,000223	0,701862	0,014922
AKMERKEZ	0,016895	-0,000358	0,000238	0,000135	0,000242	0,555388	0,015570
ALARKO	0,021789	0,000559	0,000238	0,000181	0,000223	0,814213	0,014922
EMLAK	0,021796	0,000430	0,000238	0,000218	0,000223	0,979711	0,014922
HALKBANK	0,016353	-0,000257	0,000252	0,000145	0,000242	0,597977	0,015569
İŞGYO	0,019590	0,000058	0,000238	0,000168	0,000223	0,753764	0,014922
PANORA	0,013426	0,000106	0,000264	0,000065	0,000231	0,282769	0,015199
SERVET	0,022927	-0,000002	0,000262	0,000093	0,000254	0,366879	0,015945
SİNPAŞ	0,021876	-0,000776	0,000238	0,000210	0,000223	0,944241	0,014922
TORUNLAR	0,027695	0,000010	0,000238	0,000200	0,000223	0,900019	0,014922
YENİGİMAT	0,027584	0,000377	0,000281	0,000034	0,000195	0,173505	0,013981
<b>ORTALAMA</b>	<b>0,021084</b>	<b>0,000037</b>	<b>0,000248</b>	<b>0,000146</b>	<b>0,000227</b>	<b>0,642757</b>	<b>0,015072</b>

Portföyde de yer alan bazı değişkenler, GYO'lara göre farklılaşan, daha öncede ifade edildiği üzere analize konu olan zaman periyodundaki farklılaşmadan kaynaklanmaktadır. Bu farklılıklar bir kenara bırakıldığında, Tablo 9'de 11 adet düzenli

kar payı dağıtan gayrimenkul yatırım ortaklığından oluşan portföyün standart sapması 0,021, piyasayı ifade eden BİST 100'in standart sapması 0,015'dan daha yüksek olduğu gözlenmiştir. Bu durumun piyasa endeksinin etkin portföy olduğu düşünüldüğünde beklenen normal bir sonuç olduğu ifade edilebilir. Ayrıca betalar incelendiğinde kar payı dağıtmayan GYO'ların genellikle piyasa ile aynı yönde hareket eğiliminde oldukları görülmüştür. GYO'ların beta ortalaması 0,64 iken, Emlak 0,97, Atakule 0,70, Alarko 0,81, İşgyo 0,75, Sinpaş 0,95, Torunlar 0,90 beta değerleri ile ortalamanın üzerinde Akmerkez 0,55, Halkbank 0,59, Panora 0,28, Servet 0,36, Yeni Gimat 0,14 beta değerleriyle ortalamanın altında yer almıştır.

**Tablo 10**  
**Portföy B Temettü Dağıtım Yapmayanlara ait Tanımlayıcı İstatistikler**

Portföy Düzensiz Temettü	Standard Sapma	Ortalama	Risksiz Faiz	Kovaryans	Varyans Bist 100	Beta	Standart Sapma Bist 100
AKFEN	0,021363	-0,000181	0,000242	0,000171	0,000225	0,759993	0,015009
AKİŞ	0,022440	-0,000091	0,000248	0,000090	0,000242	0,370732	0,015570
ATA	0,023452	0,000887	0,000238	0,000086	0,000223	0,388193	0,014922
AVRASYA	0,043352	0,000097	0,000238	0,000172	0,000223	0,770543	0,014922
DENİZ	0,030449	0,000596	0,000238	0,000105	0,000223	0,473620	0,014922
DOĞUŞ	0,033730	0,001136	0,000238	0,000204	0,000223	0,916562	0,014922
İDEALİST	0,035692	-0,000341	0,000238	0,000168	0,000223	0,752709	0,014922
KİLER	0,023395	-0,001011	0,000241	0,000174	0,000224	0,780067	0,014955
KORFEZ	0,026935	0,000688	0,000284	0,000050	0,000171	0,294713	0,013074
MARTI	0,028007	-0,000359	0,000238	0,000181	0,000223	0,814927	0,014922
NUROL	0,040621	0,001098	0,000238	0,000172	0,000223	0,774231	0,014922
OZAK	0,033131	0,000238	0,000240	0,000111	0,000207	0,535990	0,014396
OZDERİCİ	0,021563	0,000295	0,000238	0,000127	0,000223	0,568433	0,014922
PERA	0,028808	-0,000201	0,000238	0,000159	0,000223	0,714248	0,014922
REYSAŞ	0,023883	-0,000188	0,000238	0,000164	0,000223	0,738038	0,014922
SAF	0,027837	0,000290	0,000238	0,000151	0,000223	0,678074	0,014922
TSKB	0,021322	-0,000116	0,000238	0,000129	0,000223	0,579137	0,014922
VAKIFBANK	0,032249	0,000243	0,000238	0,000133	0,000223	0,596711	0,014922

**Tablo 10'un devamı,**

YAPIKREDİ	0,029108	0,000118	0,000238	0,000205	0,000223	0,922614	0,014922
YEŞİL	0,030605	-0,000946	0,000238	0,000191	0,000223	0,856788	0,014922
<b>ORTALAMA</b>	<b>0,028897</b>	<b>0,000113</b>	<b>0,000241</b>	<b>0,000147</b>	<b>0,000220</b>	<b>0,664316</b>	<b>0,014842</b>

Tablo 10'da 20 adet kar payı dağıtmayan gayrimenkul yatırım ortaklığından oluşan portföyün standart sapması 0,028, piyasayı ifade eden BİST 100'in standart sapması 0,014'dan daha yüksek olduğu gözlenmiştir. Standart sapmanın değeri yükseldikçe, risk de artmaktadır. Avrasya 0,043 ve Nurol 0,040 ile en yüksek, Tskb 0,021 ve Akfen 0,021 ile en düşük standart sapmaya sahip hisselerdir. Betalar incelendiğinde ortalama 0,66 ile piyasa ile aynı yönde hareket eğiliminde oldukları görülmektedir. Ancak çeşitlendirme içerisinde GYO'lar Yapı Kredi 0,92 en yüksek ile Körfez 0,29 en düşük beta değerleri arasında değişmekte, bunun yanında Beta değeri 1'den yüksek olan GYO yoktur.

Kar payı dağıtım düzenlerine göre oluşturulan iki portföy karşılaştırıldığında; Tablo 9 'da Düzensiz Temettü portföyü standart sapması 0,028 ile Düzenli Temettü portföyün 0,021'ine göre daha yüksek riske sahiptir. Beta değerlerine göre 0,66 ve 0,64 ile aynı piyasa risk eğilimi ve hareket duyarlılığı göstermektedir. Bu durumun piyasa endeksinin etkin portföy olduğu düşünüldüğünde beklenen normal bir sonuç olduğu ifade edilebilir.

Çalışmanın amaçlarından biri olan kar dağıtım kriterlerinin portföy performansına etkisinin ölçülmesi için yapılan risk odaklı performans ölçme yöntemlerine ait sonuçlar Tablo 11 ve Tablo 12'de yer almaktadır.

**Tablo 11**  
**Portföy A Temettü Dağıtım Yapanlar Performans Ölçümleri**

Portföy A Temettü	Sharpe Oranı	M <sup>2</sup> Ölçütü	Treynor Endeksi	T <sup>2</sup>	SortinoOranı	Jensen Alfa
ATAKULE	0,000801	0,000250	0,000025	0,000080	0,000782	-0,010276
AKMERKEZ	-0,035272	-0,000311	-0,001073	-0,001018	-0,026454	-0,009442
ALARKO	0,014750	0,000458	0,000395	0,000449	0,014266	-0,011373

**Tablo 11'in devamı,**

EMLAK	0,008838	0,000370	0,000197	0,000251	0,008551	-0,014005
HALKBANK	-0,031171	-0,000233	-0,000852	-0,000798	-0,022628	-0,009974
İŞGYO	-0,009171	0,000101	-0,000238	-0,000184	-0,007975	-0,011383
PANORA	-0,011816	0,000085	-0,000561	-0,000506	-0,007043	-0,004427
SERVET	-0,011530	0,000079	-0,000721	-0,000666	-0,011735	-0,006115
SİNPAŞ	-0,046334	-0,000454	-0,001073	-0,001019	-0,044995	-0,015836
TORUNLAR	-0,008231	0,000115	-0,000253	-0,000199	-0,010120	-0,013649
YENİGİMAT	0,003494	0,000329	0,000555	0,000610	0,004278	-0,002264
<b>ORTALAMA</b>	<b>-0,011422</b>	<b>0,000072</b>	<b>-0,000327</b>	<b>-0,000273</b>	<b>-0,103073</b>	<b>-0,009886</b>

Tablo 11'de 11 hisseden oluşan Kar payı dağıtımı yapan GYO portföyünde, ortalama olarak sadece  $M^2$  performans ölçütünde portföy başarılı bulunurken, diğer performans ölçüm yöntemlerine göre ortalama olarak portföy başarısız bulunmuştur. Bireysel olarak GYO' lar değerlendirildiğinde, Atakule, Alarko, Emlak ve Yenigimat GYO yine Jensen Performans ölçütü dışında tüm performans ölçütlerine göre başarılı bulunmuştur. Diğer GYO' lar Tüm performans ölçütlerine göre başarısız bulunmuşlardır.

**Tablo 12**  
**Portföy B Temettü Dağıtımı Yapmayanlar Performans Ölçümleri**

Portföy B Temettü	Sharpe Oranı	$M^2$ Ölçütü	Treynor Endeksi	$T^2$	Sortino Oranı	Jensen Alfa
AKFEN	-0,019782	-0,014793	-0,000556	-0,000501	-0,013446	-0,011967
AKİŞ	-0,015105	0,000013	-0,000914	-0,000860	-0,010785	-0,006145
ATA	0,027669	0,000651	0,001672	0,001726	0,020646	-0,004799
AVRASYA	-0,003239	-0,002258	-0,000182	-0,000127	-0,004467	-0,011563
DENİZ	0,011748	0,000413	0,000755	0,000810	0,011382	-0,006427
DOĞUŞ	0,026643	0,000635	0,000980	0,001035	0,028592	-0,011736
İDEALİST	-0,016207	-0,000004	-0,000769	-0,000714	-0,018405	-0,012067
KİLER	-0,053514	-0,000559	-0,001605	-0,001550	-0,039833	-0,013707
KORFEZ	0,015005	0,000480	0,001371	0,001426	0,012859	-0,003246
MARTI	-0,021317	-0,000080	-0,000733	-0,000678	-0,018996	-0,013050
NUROL	0,021184	0,000554	0,001111	0,001166	0,027379	-0,009842
OZAK	-0,000083	0,000239	-0,000005	0,000050	-0,000087	-0,007591

**Tablo 12'in devamı,**

OZDERİCİ	0,002668	0,000278	0,000101	0,000156	0,001830	-0,008257
PERA	-0,015231	0,000011	-0,000614	-0,000560	-0,013960	-0,011240
REYSAŞ	-0,017845	-0,000028	-0,000577	-0,000523	-0,013560	-0,011578
SAF	0,001877	0,000266	0,000077	0,000132	0,001662	-0,009869
TSKB	-0,016587	-0,000010	-0,000611	-0,000556	-0,011253	-0,009063
VAKIFBANK	0,000150	0,000240	0,000008	0,000063	0,000154	-0,008754
YAPIKREDİ	-0,004114	0,000176	-0,000130	-0,000075	-0,003810	-0,013778
YEŞİL	-0,038670	-0,000339	-0,001381	-0,001327	-0,037654	-0,014779
<b>ORTALAMA</b>	<b>-0,005737</b>	<b>-0,000706</b>	<b>-0,000100</b>	<b>-0,000045</b>	<b>-0,081751</b>	<b>-0,009973</b>

Tablo 12 incelendiğinde, 20 hisseden oluşan kar payı dağıtmayan GYO portföyünün ortalama olarak gerek toplam risk ve gerekse sistematik riski temel alan yaklaşımların tümünde başarısız oldukları ortaya çıkmaktadır. Sharpe oranlarında Ata, Deniz, Doğuş, Körfez, Nurol, Özderici, Saf, Vakıfbank pozitif değerler diğerleri negatif değerler elde edilmiştir. Portföyün Sharpe oranı ortalaması 0,0057 olarak gerçekleşmiştir.

Ata, Deniz, Doğuş, Körfez, Nurol, Özderici, Saf ve Vakıfbank GYO'ları Jensen Performans Ölçütü dışında tüm yöntemlere göre başarılı iken diğer GYO'lar üstlendikleri risklere göre başarısız bulunmuşlardır.

### **3.3.2. Ticari Faaliyet Türleri ile İlgili Sonuçlar**

Şirketlerin varlıklarını oluşturan gayrimenkullerin ticari faaliyet türleri kira getirisi sağlayan yatırım amaçlı gayrimenkuller ile alım satım amacıyla geliştiren gayrimenkul türleridir. Türkiye'de genellikle her iki türde de yatırım yapan GYO'lar vardır. GYO'lar bu türlere göre üç gruba ayrılmıştır.

3.Portföy C Kira; Aktiflerinde bulunan gayrimenkullerden büyük bir çoğunluğunun kiralama yöntemiyle gelir elde edenler. Portföyünde iştirak ortaklıkları olanlar bu grupta ele alınmıştır.

4.Portföy D Stok; Aktiflerinde bulunan gayrimenkullerden sadece alım satım yöntemiyle gelir elde edenler.

5.Portföy E Karma; Aktiflerinde bulunan gayrimenkullerden kira ve alım satım yöntemiyle gelir elde edenler.



**Tablo 13**  
**Portföy Kira, Stok ve Karma GYO Listesi**

Portföy C Kira		Portföy D Stok		Portföy E Karma	
1	Afken GYO	1	Emlak Konut GYO	1	Akiş GYO
2	Akmerkez GYO	2	İdealist GYO	2	Alarko GYO
3	Ata GYO	3	Körfez GYO	3	Halk GYO
4	Atakule GYO	4	Yapı Kredi Koray GYO	4	İş GYO
5	Avrasya GYO	5	Yeşil GYO	5	Kiler GYO
6	Deniz GYO			6	Martı GYO
7	Doğuş GYO			7	Nurol GYO
8	Panora GYO			8	Özak GYO
9	Reysaş GYO			9	Özderici GYO
10	Saf GYO			10	Pera GYO
11	Servet GYO			11	Sinpaş GYO
12	Tskb GYO			12	Torunlar GYO
13	Vakıf GYO			13	Yeni Gimat GYO

**Tablo 14**  
**Portföy C Kira Tanımlayıcı İstatistikler**

PORTFÖY KİRA	Standard Sapma	Ortalama	Risksiz Faiz	Kovaryans	Varyans Bist 100	Beta	Standart Sapma Bist 100
AKMERKEZ	0,016895	-0,000358	0,000238	0,000135	0,000242	0,555388	0,015570
ATA	0,023452	0,000887	0,000238	0,000086	0,000223	0,388193	0,014922
AVRASYA	0,043352	0,000097	0,000238	0,000172	0,000223	0,770543	0,014922
REYSAŞ	0,023883	-0,000188	0,000238	0,000164	0,000223	0,738038	0,014922
SAF	0,027837	0,000290	0,000238	0,000151	0,000223	0,678074	0,014922
AKFEN	0,021363	-0,000181	0,000242	0,000171	0,000225	0,759993	0,015009
ATAKULE	0,021988	0,000255	0,000238	0,000156	0,000223	0,701862	0,014922
DENİZ	0,030449	0,000596	0,000238	0,000105	0,000223	0,473620	0,014922
DOĞUŞ	0,033730	0,001136	0,000238	0,000204	0,000223	0,916562	0,014922
PANORA	0,013426	0,000106	0,000264	0,000065	0,000231	0,282769	0,015199
SERVET	0,022927	-0,000002	0,000262	0,000093	0,000254	0,366879	0,015945
TSKB	0,021322	-0,000116	0,000238	0,000129	0,000223	0,579137	0,014922
VAKIFBANK	0,032249	0,000243	0,000238	0,000133	0,000223	0,596711	0,014922
<b>ORTALAMA</b>	<b>0,025606</b>	<b>0,000213</b>	<b>0,000242</b>	<b>0,000136</b>	<b>0,000227</b>	<b>0,600598</b>	<b>0,015078</b>

Tablo 14’te 13 adet Aktiflerinde bulunan gayrimenkullerden sadece kiralama yöntemiyle gelir elde eden gayrimenkul yatırım ortaklığından oluşan Portföyün Kira standart sapması 0,025 ile diğer portföyler den farklılık göstermemiştir. Beta ortalaması 0,60 dır.

**Tablo 15**  
**Portföy D Stok Tanımlayıcı İstatistikler**

PORTFÖY STOK	Standard Sapma	Ortalama	Risksiz Faiz	Kovaryans	Varyans Bist 100	Beta	Standart Sapma Bist 100
EMLAK	0,021796	0,000430	0,000238	0,000218	0,000223	0,979711	0,014922
YAPIKREDİ	0,029108	0,000118	0,000238	0,000205	0,000223	0,922614	0,014922
YEŞİL	0,030605	-0,000946	0,000238	0,000191	0,000223	0,856788	0,014922
İDEALİST	0,035692	-0,000341	0,000238	0,000168	0,000223	0,752709	0,014922
KORFEZ	0,026935	0,000688	0,000284	0,000050	0,000171	0,294713	0,013074
<b>ORTALAMA</b>	<b>0,028827</b>	<b>-0,000010</b>	<b>0,000247</b>	<b>0,000166</b>	<b>0,000212</b>	<b>0,761307</b>	<b>0,014552</b>

Tablo 15’de 5 adet Aktiflerinde bulunan gayrimenkullerden alım satım yöntemiyle gelir elde eden gayrimenkul yatırım ortaklığından oluşan Portföy D Stok’ın standart sapması 0,028 ile Portföy C Kira ve Portföy E Karma’dan farklılık göstermemiş, beta ortalaması 0,76 ile piyasaya daha yakın risk taşıdığını göstermiştir. Beta katsayısına düşürücü etki yapan, 0,29 beta değeriyle Körfez GYO olmuştur. Bu durum Körfez GYO’nun 2014 yılında işlem görmeye başlamasıyla açıklanabilir.

**Tablo 16**  
**Portföy E Karma Tanımlayıcı İstatistikler**

PORTFÖY KARMA	Standard Sapma	Ortalama	Risksiz Faiz	Kovaryans	Varyans Bist 100	Beta	Standart Sapma Bist 100
ALARKO	0,021789	0,000559	0,000238	0,000181	0,000223	0,814213	0,014922
İŞGYO	0,019590	0,000058	0,000238	0,000168	0,000223	0,753764	0,014922
KİLER	0,023395	-0,001011	0,000241	0,000174	0,000224	0,780067	0,014955
MARTI	0,028007	-0,000359	0,000238	0,000181	0,000223	0,814927	0,014922
NUROL	0,040621	0,001098	0,000238	0,000172	0,000223	0,774231	0,014922
OZDERİCİ	0,021563	0,000295	0,000238	0,000127	0,000223	0,568433	0,014922

**Tablo 16'ın devamı,**

PERA	0,028808	-0,000201	0,000238	0,000159	0,000223	0,714248	0,014922
SİNPAŞ	0,021876	-0,000776	0,000238	0,000210	0,000223	0,944241	0,014922
YENİGİMAT	0,027584	0,000377	0,000281	0,000034	0,000195	0,173505	0,013981
AKİŞ	0,022440	-0,000091	0,000248	0,000090	0,000242	0,370732	0,015570
HALKBANK	0,016353	-0,000257	0,000252	0,000145	0,000242	0,597977	0,015569
OZAK	0,033131	0,000238	0,000240	0,000111	0,000207	0,535990	0,014396
TORUNLAR	0,027695	0,000010	0,000238	0,000200	0,000223	0,900019	0,014922
<b>ORTALAMA</b>	<b>0,025604</b>	<b>-0,000005</b>	<b>0,000244</b>	<b>0,000150</b>	<b>0,000222</b>	<b>0,672488</b>	<b>0,014911</b>

Tablo 16'da 13 adet Aktiflerinde bulunan gayrimenkullerden hem kiralama hem de alım satım yöntemiyle gelir elde eden gayrimenkul yatırım ortaklığından oluşan Portföyün Karma standart sapması 0,025 ile portföy Kira farklılık göstermemiş, Beta ortalaması 0,67 ile farklılık göstermiştir.

**Tablo 17**  
**Portföy C Kira Performans Ölçümleri**

PORTFOY KİRA	Sharpe Oranı	M <sup>2</sup> Ölçütü	Treynor Endeksi	T <sup>2</sup>	Sortino Oranı	Jensen Alfa
AKMERKEZ	-0,035272	-0,000311	-0,001073	-0,001018	-0,021069	-0,009442
ATA	0,027669	0,000651	0,001672	0,001726	0,022942	-0,004799
AVRASYA	-0,003239	-0,002258	-0,000182	-0,000127	-0,004964	-0,011563
REYSAŞ	-0,017845	-0,000028	-0,000577	-0,000523	-0,015068	-0,011578
SAF	0,001877	0,000266	0,000077	0,000132	0,001847	-0,009869
AKFEN	-0,019782	-0,014793	-0,000556	-0,000501	-0,014942	-0,011967
ATAKULE	0,000801	0,000250	0,000025	0,000080	0,000623	-0,010276
DENİZ	0,011748	0,000413	0,000755	0,000810	0,012648	-0,006427
DOGUS	0,026643	0,000635	0,000980	0,001035	0,031772	-0,011736
PANORA	-0,011816	0,000085	-0,000561	-0,000506	-0,005609	-0,004427
SERVET	-0,011530	0,000079	-0,000721	-0,000666	-0,009346	-0,006115
TSKB	-0,016587	-0,000010	-0,000611	-0,000556	-0,012504	-0,009063
VAKIFBANK	0,000150	0,000240	0,000008	0,000063	0,000171	-0,008754
<b>ORTALAMA</b>	<b>-0,003629</b>	<b>-0,001137</b>	<b>-0,000059</b>	<b>-0,000004</b>	<b>-0,001038</b>	<b>-0,008924</b>

Tablo 17’de 13 adet aktiflerinde bulunan gayrimenkullerden sadece kiralama yöntemiyle gelir elde eden gayrimenkul yatırım ortaklığından oluşan Portföyün Kira ortalama değerlere göre negatif sonuçlar neticesinde başarısız bulunmuştur. Sharpe oranlarında Ata, Atakule, Saf, Deniz, Doguş, Korfez, ve Vakıfbank pozitif değerler diğerleri negatif değerler elde edilmiştir. Portföyün Sharpe oranı ortalaması -0,003629 olarak gerçekleşmiştir. Ata, Atakule, Saf, Deniz, Doguş, Korfez, ve Vakıfbank GYO’ları Jensen Performans Ölçütü dışında tüm yöntemlere göre başarılı iken diğer GYO’lar üstlendikleri risklere göre başarısız bulunmuşlardır.

**Tablo 18**  
**Portföy D Stok Performans Ölçümleri**

PORTFÖY STOK	Sharpe Oranı	M <sup>2</sup> Ölçütü	Treynor Endeksi	T <sup>2</sup>	Sortino Oranı	Jensen Alfa
EMLAK	0,008838	0,000370	0,000197	0,000251	0,007906	-0,014005
YAPIKREDİ	-0,004114	0,000176	-0,000130	-0,000075	-0,004914	-0,013778
YEŞİL	-0,038670	-0,000339	-0,001381	-0,001327	-0,048572	-0,014779
İDEALİST	-0,016207	-0,000004	-0,000769	-0,000714	-0,023741	-0,012067
KORFEZ	0,015005	0,000480	0,001371	0,001426	0,016587	-0,003246
<b>ORTALAMA</b>	<b>-0,007030</b>	<b>0,000137</b>	<b>-0,000142</b>	<b>-0,000088</b>	<b>-0,010547</b>	<b>-0,011575</b>

Tablo 18’de 5 adet Aktiflerinde bulunan gayrimenkullerden alım satım yöntemiyle gelir elde eden gayrimenkul yatırım ortaklığından oluşan Portföyün Stok ortalama olarak M<sup>2</sup> performans ölçütünde portföy başarılı bulunmuştur. Diğer ölçütler negatif değer vermektedir. Emlak ve Körfez’in sharpe oranı pozitif değerler almış Yapı Kredi, Yeşil ve İdealist negatif değerler almıştır. Negatif sharpe oranına sahip Yapı Kredi pozitif M<sup>2</sup> değeri almıştır.

**Tablo 19**  
**Portföy E Karma Performans Ölçümleri**

PORTFÖY KARMA	Sharpe Oranı	M <sup>2</sup> Ölçütü	Treynor Endeksi	T <sup>2</sup>	Sortino Oranı	Jensen Alfa
ALARKO	0,014750	0,000458	0,000395	0,000449	0,011523	-0,011373
İŞGYO	-0,009171	0,000101	-0,000238	-0,000184	-0,006441	-0,011383

**Tablo 19'un devamı,**

KİLER	-0,053514	-0,000559	-0,001605	-0,001550	-0,044890	-0,013707
MARTI	-0,021317	-0,000080	-0,000733	-0,000678	-0,021407	-0,013050
NUROL	0,021184	0,000554	0,001111	0,001166	0,030855	-0,009842
OZDERİCİ	0,002668	0,000278	0,000101	0,000156	0,002062	-0,008257
PERA	-0,015231	0,000011	-0,000614	-0,000560	-0,015732	-0,011240
SİNPAŞ	-0,046334	-0,000454	-0,001073	-0,001019	-0,036344	-0,015836
YENİGMAT	0,003494	0,000329	0,000555	0,000610	0,003455	-0,002264
AKİŞ	-0,015105	0,000013	-0,000914	-0,000860	-0,012154	-0,006145
HALK	-0,031171	-0,000233	-0,000852	-0,000798	-0,018277	-0,009974
OZAK	-0,000083	0,000239	-0,000005	0,000050	-0,000098	-0,007591
TORUNLAR	-0,008231	0,000115	-0,000253	-0,000199	-0,008174	-0,013649
<b>ORTALAMA</b>	<b>-0,012159</b>	<b>0,000059</b>	<b>-0,000317</b>	<b>-0,000263</b>	<b>-0,008894</b>	<b>-0,010332</b>

Tablo 19'da 13 adet Aktiflerinde bulunan gayrimenkullerden hem kiralama hem de alım satım yöntemiyle gelir oluşturulan Portföy Karma, ortalama olarak M<sup>2</sup> performans ölçütünde portföy başarılı bulunmuştur. Diğer ölçütler negatif değer vermektedir. Sharpe oranları Alarko, Nurol, Özderici, Yenigimat pozitif değer, diğer 9 GYO negatif değer olarak ortalama -0,012159 olarak gerçekleşmiş, Portföy C ve Portföy D'ye göre daha düşük Sharpe değeri oluşmuştur.

### **3.3.3. Halka Arz Oranlarıyla İlgili Sonuçlar**

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının paylarının 2009 yılının sonunda halka arzın kolaylaştırılması amacıyla asgari halka açılma oranı %49'dan %25'e düşürülmüştür. Halka açılma oranının değişmesiyle GYO sayısı ikiye katlanmıştır. İlk halka arz oranı % 25 olan GYO'lar zamanla halka arz oranları şirketin borsada işlem gören paylarını geri almasıyla değişmektedir. Fiili dolaşımdaki pay oranı Borsa İstanbul'da işlem gören payların halka açıklık oranlarını gösterir. Piyasa fiyatlarının oluşumunda halka açıklık oranının düşük ya da yüksek olmasının etkisi ölçmek için fiili dolaşımdaki pay oranı % 25 üzerinde olanlar % 25 altında olanların gruplara ayrılmıştır. Halka açıklık oranı olarak Aralık 2015 tarihinde dolaşımda olan oranlar alınmıştır. Veriler Kamuyu Aydınlatma Platformu web sitesinden elde edilmiştir.

6.Portföy F; dolaşımdaki payların toplam paylarına oranı %25 üzerinde olan gayrimenkul yatırım ortaklıkları.

7.Portföy G; dolaşımdaki payların toplam paylarına oranı %25 altında olan gayrimenkul yatırım ortaklıkları.

**Tablo 20**  
**Portföy F ve G Halka Arz GYO Listesi**

Portföy F Dolaşımdaki Pay %25 Üstü			Portföy G Dolaşımdaki Pay %25 Altı		
1	Yeni Gimat GYO	81,48	1	İdealist GYO	24,99
2	Emlak Konut GYO	50,51	2	Vakıf GYO	24,69
3	Pera GYO	50,01	3	Afken GYO	24,42
4	Akmerkez GYO	49,92	4	Akiş GYO	24,23
5	İş GYO	49,2	5	Tskb GYO	23,17
6	Alarko GYO	48,73	6	Halk GYO	21,27
7	Martı GYO	48,45	7	Torunlar GYO	21,23
8	Saf GYO	44,97	8	Özak GYO	15,51
9	Yapı Kredi Koray GYO	44,53	9	Atakule GYO	14,88
10	Avrasya GYO	39,66	10	Panora GYO	14,41
11	Reysaş GYO	38,00	11	Servet GYO	12,12
12	Sinpaş GYO	37,53	12	Deniz GYO	8,62
13	Kiler GYO	30,85	13	Doğuş GYO	5,74
14	Ata GYO	30,02	14	Körfez GYO	2,93
15	Özderici GYO	28,88			
16	Yeşil GYO	27,83			
17	Nurol GYO	27,75			

Tablo 20’de halka açıklık oranlarını gösteren dolaşımdaki paylar %81,48 ile Yeni Gimat şirketi en yüksek halka açık şirket gözükme, Emlak Konut %50,51, Pera %50,01 ile sıralanmaktadır. 17 adet şirket halka açıklık oranı % 25 oranının üzerinde 14 adet şirket %25’in altında yer almaktadır. Körfez GYO %2,93 oran ile en düşük halka açık oranına sahip şirkettir.

**Tablo 21**  
**Portföy F Dolaşımdaki Paylar %25 Üstü Tanımlayıcı İstatistikler**

Dolaşımdaki Pay %25 Üstü	Standard Sapma	Ortalama	Risksiz Faiz	Kovaryans	Varyans Bist 100	Beta	Standart Sapma Bist 100
AKMERKEZ	0,016895	-0,000358	0,000238	0,000135	0,000242	0,555388	0,015570

**Tablo 21'in devamı,**

ALARKO	0,021789	0,000559	0,000238	0,000181	0,000223	0,814213	0,014922
ATA	0,023452	0,000887	0,000238	0,000086	0,000223	0,388193	0,014922
AVRASYA	0,043352	0,000097	0,000238	0,000172	0,000223	0,770543	0,014922
EMLAK	0,021796	0,000430	0,000238	0,000218	0,000223	0,979711	0,014922
İŞGYO	0,019590	0,000058	0,000238	0,000168	0,000223	0,753764	0,014922
KİLER	0,023395	-0,001011	0,000241	0,000174	0,000224	0,780067	0,014955
MARTI	0,028007	-0,000359	0,000238	0,000181	0,000223	0,814927	0,014922
NUROL	0,040621	0,001098	0,000238	0,000172	0,000223	0,774231	0,014922
OZDERİCİ	0,021563	0,000295	0,000238	0,000127	0,000223	0,568433	0,014922
PERA	0,028808	-0,000201	0,000238	0,000159	0,000223	0,714248	0,014922
REYSAŞ	0,023883	-0,000188	0,000238	0,000164	0,000223	0,738038	0,014922
SAF	0,027837	0,000290	0,000238	0,000151	0,000223	0,678074	0,014922
SİNPAŞ	0,021876	-0,000776	0,000238	0,000210	0,000223	0,944241	0,014922
YAPIKREDİ	0,029108	0,000118	0,000238	0,000205	0,000223	0,922614	0,014922
YENİGİMAT	0,027584	0,000377	0,000281	0,000034	0,000195	0,173505	0,013981
YEŞİL	0,030605	-0,000946	0,000238	0,000191	0,000223	0,856788	0,014922
<b>ORTALAMA</b>	<b>0,026480</b>	<b>0,000022</b>	<b>0,000241</b>	<b>0,000161</b>	<b>0,000222</b>	<b>0,719234</b>	<b>0,014907</b>

Tablo 21'de 17 adet dolaşımdaki payların toplam paylarına oranı %25 üzerinde olan gayrimenkul yatırım ortaklığından oluşan portföyün standart sapması 0,026, piyasayı ifade eden BİST 100'in standart sapması 0,014'ten daha yüksek olduğu gözlenmiştir. Portföyün Beta ortalaması 0,71 ile piyasadan daha az yükseleceğini ya da düşeceğini gösterir.

**Tablo 22**  
**Portföy G Dolaşımdaki Paylar %25 Altı Tanımlayıcı İstatistikler**

Dolaşımdaki Pay %25 Altı	Standard Sapma	Ortalama	Risksiz Faiz	Kovaryans	Varyans Bist 100	Beta	Standart Sapma Bist 100
AKFEN	0,021363	-0,000181	0,000242	0,000171	0,000225	0,759993	0,015009
AKİŞ	0,022440	-0,000091	0,000248	0,000090	0,000242	0,370732	0,015570
ATAKULE	0,021988	0,000255	0,000238	0,000156	0,000223	0,701862	0,014922
DENİZ	0,030449	0,000596	0,000238	0,000105	0,000223	0,473620	0,014922

**Tablo 22'in devamı,**

DOĞUŞ	0,033730	0,001136	0,000238	0,000204	0,000223	0,916562	0,014922
HALKBANK	0,016353	-0,000257	0,000252	0,000145	0,000242	0,597977	0,015569
İDEALİST	0,035692	-0,000341	0,000238	0,000168	0,000223	0,752709	0,014922
KORFEZ	0,026935	0,000688	0,000284	0,000050	0,000171	0,294713	0,013074
OZAK	0,033131	0,000238	0,000240	0,000111	0,000207	0,535990	0,014396
PANORA	0,013426	0,000106	0,000264	0,000065	0,000231	0,282769	0,015199
SERVET	0,022927	-0,000002	0,000262	0,000093	0,000254	0,366879	0,015945
TORUNLAR	0,027695	0,000010	0,000238	0,000200	0,000223	0,900019	0,014922
TSKB	0,021322	-0,000116	0,000238	0,000129	0,000223	0,579137	0,014922
VAKIFBANK	0,032249	0,000243	0,000238	0,000133	0,000223	0,596711	0,014922
<b>ORTALAMA</b>	<b>0,025693</b>	<b>0,000163</b>	<b>0,000247</b>	<b>0,000130</b>	<b>0,000224</b>	<b>0,580691</b>	<b>0,014944</b>

Tablo 22'de 14 adet dolaşımdaki payların toplam paylarına oranı %25 altında olan gayrimenkul yatırım ortaklığından oluşan Portföy G'nin standart sapması 0,025 ile Portföy F 0,026 hemen aynı sonucu vermiştir. Beta ortalaması 0,58 ile Portföy A'nın altında kalmıştır.

**Tablo 23**  
**Portföy F Dolaşımdaki Paylar Performans Ölçütü**

Dolaşımdaki Pay %25 Üstü	Sharpe Oranı	M <sup>2</sup> Ölçütü	Treynor Endeksi	T <sup>2</sup>	Sortino Oranı	Jensen Alfa
AKMERKEZ	-0,035272	-0,000311	-0,001073	-0,001018	-0,022592	-0,009442
ALARKO	0,014750	0,000458	0,000395	0,000449	0,012184	-0,011373
ATA	0,027669	0,000651	0,001672	0,001726	0,024601	-0,004799
AVRASYA	-0,003239	-0,002258	-0,000182	-0,000127	-0,005323	-0,011563
EMLAK	0,008838	0,000370	0,000197	0,000251	0,007303	-0,014005
İŞGYO	-0,009171	0,000101	-0,000238	-0,000184	-0,006811	-0,011383
KİLER	-0,053514	-0,000559	-0,001605	-0,001550	-0,047463	-0,013707
MARTI	-0,021317	-0,000080	-0,000733	-0,000678	-0,022634	-0,013050
NUROL	0,021184	0,000554	0,001111	0,001166	0,032623	-0,009842
OZDERİCİ	0,002668	0,000278	0,000101	0,000156	0,002181	-0,008257
PERA	-0,015231	0,000011	-0,000614	-0,000560	-0,016634	-0,011240



**Tablo 23'ün devamı,**

REYSAŞ	-0,017845	-0,000028	-0,000577	-0,000523	-0,016157	-0,011578
SAF	0,001877	0,000266	0,000077	0,000132	0,001981	-0,009869
SİNPAŞ	-0,046334	-0,000454	-0,001073	-0,001019	-0,038427	-0,015836
YAPIKREDİ	-0,004114	0,000176	-0,000130	-0,000075	-0,004539	-0,013778
YENİGİMAT	0,003494	0,000329	0,000555	0,000610	0,003653	-0,002264
YEŞİL	-0,038670	-0,000339	-0,001381	-0,001327	-0,044867	-0,014779
<b>ORTALAMA</b>	<b>-0,009660</b>	<b>-0,000049</b>	<b>-0,000206</b>	<b>-0,000151</b>	<b>-0,008290</b>	<b>-0,010986</b>

Tablo 23'de 17 adet hisse oluşan dolaşımdaki payların toplam paylarına oranı %25 üzerinde olan Portföy F'nin bütün ölçümlerde negatif değerler elde edilmiştir. Alarko, Ata, Emlak, Nurol, Özderici, Saf, Yeni Gimat'tan oluşan 7 adet GYO pozitif sharpe oranına, diğer 10 adet GYO negatif değere sahiptir. M2 değeri -0,00049, Treynor değeri -0,000206, T2 değeri -0,000151, Sortino oranı -0,008290 ve Jensen Alfa değeri -0,010986 olarak başarısız bulunmuştur.

**Tablo 24**  
**Portföy G Dolaşımdaki Paylar Performans Ölçütü**

Dolaşımdaki Pay %25 Altı	Sharpe Oranı	M <sup>2</sup> Ölçütü	Treynor Endeksi	T <sup>2</sup>	Sortino Oranı	Jensen Alfa
AKFEN	-0,019782	-0,014793	-0,000556	-0,000501	-0,014538	-0,011967
AKİŞ	-0,015105	0,000013	-0,000914	-0,000860	-0,011660	-0,006145
ATAKULE	0,000801	0,000250	0,000025	0,000080	0,000606	-0,010276
DENİZ	0,011748	0,000413	0,000755	0,000810	0,012306	-0,006427
DOGUS	0,026643	0,000635	0,000980	0,001035	0,030913	-0,011736
HALK	-0,031171	-0,000233	-0,000852	-0,000798	-0,017535	-0,009974
İDEALİST	-0,016207	-0,000004	-0,000769	-0,000714	-0,019899	-0,012067
KORFEZ	0,015005	0,000480	0,001371	0,001426	0,013902	-0,003246
OZAK	-0,000083	0,000239	-0,000005	0,000050	-0,000094	-0,007591
PANORA	-0,011816	0,000085	-0,000561	-0,000506	-0,005458	-0,004427
SERVET	-0,011530	0,000079	-0,000721	-0,000666	-0,009094	-0,006115

**Tablo 24'ün devamı,**

TORUNLAR	-0,008231	0,000115	-0,000253	-0,000199	-0,007842	-0,013649
TSKB	-0,016587	-0,000010	-0,000611	-0,000556	-0,012166	-0,009063
VAKIFBANK	0,000150	0,000240	0,000008	0,000063	0,000166	-0,008754
<b>ORTALAMA</b>	<b>-0,005440</b>	<b>-0,000892</b>	<b>-0,000150</b>	<b>-0,000095</b>	<b>-0,002885</b>	<b>-0,008674</b>

Tablo 24'de 14 adet dolaşımdaki payların toplam paylarına oranı %25 altında olan gayrimenkul yatırım ortaklığından oluşan Portföy G'nin ortalama değerleri tüm performans ölçümlerine göre başarısız bulunmuştur. Portföyü oluşturan Atakule, Deniz, Doğuş, Körfez ve Vakıfbank Jensen hariç diğer ölçümlerde pozitif değerler almıştır. Portföy F'ye göre daha düşük Jensen Alfa değeri ile yönetim açısından daha başarılı olduğu sonucuna ulaşılmıştır

### **3.3.4. Oluşturulan Portföyleri Tümüyle İlgili Sonuçlar**

**Tablo 25**  
**Bütün Portföylerin Risk ve Getiri Listesi**

		<b>Standard Sapma</b>	<b>Ortalama</b>	<b>Risksiz Faiz</b>	<b>Kovaryans</b>	<b>Varyans Bist 100</b>	<b>Beta</b>
1	Portföy A Temmettü	0,021084	0,000037	0,000248	0,000146	0,000227	0,642757
2	Portföy B Temmettü	0,028897	0,000113	0,000241	0,000147	0,000220	0,664316
3	Portföy C Kira	0,025606	0,000213	0,000242	0,000136	0,000227	0,600598
4	Portföy D Stok	0,028827	-0,000010	0,000247	0,000166	0,000212	0,761307
5	Portföy E Karma	0,025604	-0,000005	0,000244	0,000150	0,000222	0,672488
6	Portföy F Pay %25 Üstü	0,026480	0,000022	0,000241	0,000161	0,000222	0,719234
7	Portföy G Pay %25 Altı	0,025693	0,000163	0,000247	0,000130	0,000224	0,580691

Tablo 25 incelendiğinde Portföylerin hepsinin standart sapmaları piyasadan yüksek çıkmıştır. Portföyler beta değerleriyle ile piyasa ile aynı yönde hareket eğilimi olduğu gözlemlenmiş, Portföy D Stok beta değeri olarak 0,76 ile en yüksek, Portföy G 0,58 beta ile en düşük değeri almıştır. Portföyler standart sapmaları ve beta değerleri ele alındığında farklılık gösteren portföy yoktur.

**Tablo 26**  
**Bütün Portföylerin Performans Ölçümleri**

		Sharpe Oranı	M <sup>2</sup> Ölçütü	Treynor Endeksi	T <sup>2</sup>	Sortino Oranı	Jensen Alfa
1	Portföy A Temmettü	-0,011422	0,000072	-0,000327	-0,000273	-0,103073	- 0,009886
2	Portföy B Temmettü	-0,005737	-0,000706	-0,000100	-0,000045	-0,081751	- 0,009973
3	Portföy C Kira	<b>-0,003629</b>	-0,001137	<b>-0,000059</b>	<b>-0,000004</b>	<b>-0,001038</b>	- 0,008924
4	Portföy D Stok	-0,007030	<b>0,000137</b>	-0,000142	-0,000088	-0,010547	- 0,011575
5	Portföy E Karma	-0,012159	0,000059	-0,000317	-0,000263	-0,008894	- 0,010332
6	Portföy F Pay %25 Üstü	-0,009660	-0,000049	-0,000206	-0,000151	-0,008290	- 0,010986
7	Portföy G Pay %25 Altı	-0,005440	-0,000892	-0,000150	-0,000095	-0,002885	- <b>0,008674</b>

Elde edilen sonuçlara göre sadece M<sup>2</sup> performans ölçütüne göre pozitif değere sahip portföyler vardır. Portföyü A'nın kar payı dağıtımı, Portföy D Stok gayrimenkul satış geliri sağlanması ve Portföy E Karma'da gayrimenkul hem kira hem de satış geliri elde edenler performansına olumlu yansımıştır. Bunun dışında tüm ölçütlere göre yedi portföy de başarısız olarak bulunmuştur.

Sharpe oranına göre Portföy C Kira'nın -0,0036 oranı ile yedi portföy arasında ne iyi performansı gösterdiği, ayrıca riske karşı elde edilen en yüksek getiri oranını elde ettiğini göstermektedir.

Treynor, Endeksi toplam risk göstergesi olan standart sapma yerine, sistematik risk göstergesi olan beta seçilerek portföyün sistematik riskinin ölçülmesi amaçlanmaktadır. Portföy C Kira -0,00059 ile sistematik risk açısından en yüksek performansı göstermiştir.

Sortino oranına göre elde edilen değerlerin pozitif olması ya da büyük olması portföy performansının iyi olduğu anlamına gelmekte, Portföy C Kira -0,001038 ile negatif değer almasına rağmen diğer portföyler arasında en yüksek değeri almıştır.

Jensen alfa katsayısının pozitif olması portföy yöneticisinin başarılı olduğunu, negatif alfa katsayısı ise yöneticinin başarısız olduğunu ifade ettiğinden, portföylerin tümünün negatif değer aldığından portföy yönetiminin başarısız olduğu sonucuna varılır.

Portföyler arasında sıralamada Portföy G'nin en düşük negatif, Portföy D Stok'un en yüksek negatif alfa katsayısı ile kötü performans göstermişlerdir.

## SONUÇ

Çalışmada Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren tüm GYO' lar, kâr payı dağıtımı, halka açıklık oranı ve ticari faaliyetleri sonucu getiri türüne göre üç ana grupta oluşturulan yedi farklı portföye ayrılmıştır. Ardından hem toplam riski dikkate alan yaklaşımlar hem de sistematik riski dikkate alan yaklaşımlara göre günlük getiriler üzerinden portföy performansları incelenmiştir. Elde edilen sonuçları ele aldığımız üç ana grupta ayrı ayrı değerlendirilmiştir.

İlk olarak kar payı dağıtımının Gayrimenkul yatırım ortaklıkları portföy performansına etkisi irdelenmeden önce unutmamak gerekir ki Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının ülkemizde kar payı dağıtımı yapmaları kanunen zorunlu değildir. Türkiye'deki Borsa'da işlem gören şirketler kendi iç politikası uyarınca kar payı (temettü) dağıtmaktadırlar. Karlarının tamamını veya bir kısmını dağıtma kararı alabilecekleri gibi, hiç kar dağıtmama kararı da alabilirler. Türkiye dışındaki ülkelere baktığımızda kar payı dağıtımı farklı kanuni sınırlamalar vardır. Dünyanın en yüksek piyasa değerine sahip Amerika Birleşik Devletleri'deki GYO'lar vergiye tabi yıllık gelirlerinin en az yüzde 90'ını hissedarlarına dağıtmaları gerekmektedir. ABD'de GYO'lar genel olarak kar payı dağıtımlarını üç aylık dönemlerde yapmaktadırlar.

Bu çalışmada, GYO'lar kar payı dağıtan ve dağıtmayan olarak iki farklı portföye ayrılmıştır. Elde edilen sonuçlar bireysel olarak incelendiğinde bazı GYO'lar (12 adet) Jensen Ölçütü dışında başarılı bulunurken diğer GYO'lar (18 adet) başarısız bulunmuştur. Ortalama olarak bakıldığında da gerek kar dağıtımı yapan GYO' lardan oluşan portföy, gerekse kar payı dağıtmayan GYO'lardan oluşan portföy, M<sup>2</sup> ölçütü dışında başarısız bulunmuştur. Sadece M<sup>2</sup> ölçütüne göre kar payı dağıtımı yapan portföyün, dağıtmayan portföye göre başarılı bulunması, tüm GYO'lar için kar payı dağıtımının portföy performansına olumlu yönde etki ettiğini ifade etmek için yetersiz kalmaktadır.

Diğer yandan kötü performans gösteren portföy ve GYO'lar için bir sıralama söz konusu olduğunda, kar payı dağıtımı yapmayan GYO'lardan oluşan portföyün, diğer portföye göre daha iyi performans gösterdiği ifade edilebilir. Bir başka ifade ile kar payı dağıtımının GYO portföy performanslarına olumlu etkisi olmamıştır. Buradan hareketle kar payı dağıtımının piyasa değeri ve performansı üzerinde olumlu etkisi olduğunu ileri

süren literatürde yapılan çalışmalara göre GYO' söz konusu olduğunda tersi bir sonuçla karşılaşmıştır. Karşılaşılan bu durumdan GYO'ların kar payı dağıtmayarak elde edilen karları reel yatırımlara dönüştürerek daha fazla kazanç elde etme isteğinin, GYO yatırımcıları tarafından daha olumlu algılandığı sonucu çıkarılabilir.

İkinci olarak, gayrimenkul yatırım ortaklıklarının ticari faaliyetleri sonucu getiri türüne göre portföy performansına etkisi incelenmiştir. Aynı şekilde yurtdışındaki örneklere baktığımızda Amerika Birleşik Devletlerindeki GYO'ların, brüt gelirlerinin en az yüzde 75'ini gayrimenkullerden alınan kiralardan ya da gayrimenkuller üzerindeki ipoteklerden gelen faizlerden elde etmeleri gerekmektedir. Türkiye'deki GYO gelirlerinin herhangi bir sınır olmaksızın, kiralar ve gayrimenkul satışlarından elde edebilmektedir.

Bu çalışmada, sadece kira ve sadece gayrimenkul satış veya hem kira hem gayrimenkul satışından gelir elde edenler olarak GYO'lar üç gruba ayrılmıştır. Elde edilen sonuçlara göre, performans kriterlerinden Sharpe oranı, Treynor, T2, Sortino oranı açısından Kira portföyü, diğerlerinden daha yüksek performans göstermiştir. M<sup>2</sup> açısından karma portföy daha başarılıdır. Jensen endeksi açısından portföyler negatif değere sahiptir, sıralamada ise Kira portföyü daha yüksektir. Kira portföyü diğer oluşturulan 7 portföy arasında Jensen, Treynor Endeksi, T2, Sontino oranı açısından en iyi performansı göstermiştir.

Üçüncüsü, gayrimenkul yatırım ortaklıklarının halka açıklık oranının portföy performansına etkisi olmuştur. Borsa İstanbul'da işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıklarının 2015'in 3 çeyreği itibariyle ortalama halka açıklık oranı % 59,95 iken ortalama dolaşımdaki pay % 31,18 olarak gerçekleşmiştir. Literatürde yapılan çalışmalarda, halka açıklık oranı düşük hisse senetlerinde fiyat oynaklığının daha yüksek olduğu, halka açıklık oranı yüksek olan hisse senetlerinde düşük olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Bu çalışmada, GYO'lar piyasa fiyatlarının oluşumunda halka açıklık oranının düşük yada yüksek olmasının etkisi ölçmek için yasal sınır olan % 25 üzerinde olanlar %25 altında olanlar olmak üzere iki gruba ayrılmıştır. Elde edilen sonuçlardan halka açıklık oranına göre, toplam riski ve sistematik risk esas alan performans kriterleri arasında anlamlı bir fark tespit edilememiştir.

Genel olarak değerlendirildiğinde, çalışmada elde edilen sonuçlara göre GYO'ların portföy performans ölçütlerine göre başarı gösterememişlerdir. Yatırımcılar GYO hisse senedine yatırım yaparken sadece şirket mali verilerine bakarak yatırım yapmamakta, birden fazla nedenden etkilenerak yatırım yapmaktadır. Yatırımcı beklentisi, hisse senedinin gelecekte durumu, spekulatif hareket gibi bir çok faktör hisse senedi yatırımcısını etkilemektedir. Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının temel amacı yatırımcıların elindeki fonları sermaye piyasaları aracılığıyla gayrimenkul sektörüne aktarmalarıdır. GYO performansları kar payı dağıtım politikası, halka açıklık oranları ve ticari faaliyet türü bakımından kanuni değişiklikler ve sınırlamalar ile artırılabilir. Kar payı dağıtımının ABD'deki gibi karın %90 oranında ve yılda üçer aylık dönemler halinde dağıtılması şeklinde değiştirmesi, bunun yanında ABD'deki gibi gelirlerinin %75 kısmı kira gelirlerinden elde etmesi bireysel yatırımcıların GYO'lara olan ilgisini artıracaktır.

Sonuçlar Türkiye'de ve diğer ülkelerde farklı araştırmacılar tarafından yapılan araştırma sonuçlarıyla farklılıklar göstermektedir. Gayrimenkul ortaklıları arasında performans açısından bireysel ya da oluşturulan portföyler açısından belirgin farklılık gözlemlenememiştir.

2008 küresel krizinin öncesi, kriz dönemi ve kriz sonrası olmak üzere üç farklı dönemde GYO'ların performans ölçümlerinin yapılarak portföylerin bu dönemlerde nasıl sonuçlar verdiğinin irdelenmesi bir başka araştırma konusu olabilir.

## KAYNAKÇA

AHMADI, Mousa, LASHGARI, Zahra (2014), *The Impact of Dividend Policy on Stock Price Volatility in The Tehran Stock Exchange*, Kuwait Chapter of Arabian Journal of Business and Management Reivew, Vol. 3, No. 10, June 2014

AKSOY, Ahmet, TANRIÖVEN, Cihan (2013), *Sermaye Piyasası Yatırım Araçları ve Analizi*, 4. Baskı, Detay Yayıncılık, Ankara

- AKSOY, Ahmet (1987), “*Menkul Kıymet Yatırımcılarının Analizi*”, Ankara: Gazi Kitabevi Yayınları, s.178
- ARSLAN, Mehmet, ARSLAN, Sıddık, (2010) “*Yatırım Fonu Performans Ölçütleri, Regresyon Analizleri ve Manova Yöntemine Göre A, B ve Borsa Yatırım Fonlarının Karşılaştırmalı Analizi*” İşletme Araştırmaları Dergisi 2/2,ss: 3-20
- AYTEKİN, Sinan ve KAHRAMAN, Eda (2014), *BIST Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Endeksindeki (XGMYO) Şirketlerin Finansal Etkinliklerinin Veri Zarflama Analizi Yöntemi ile Değerlendirilmesi*, Niğde Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimleri Fakültesi Dergisi, Ocak 2015 Cilt-Sayı: 8(1) ss: 289-301 ISSN: 2148-5801
- BABUŞCU, Şenol ve Diğerleri (2008), *Spk Menkul Değerleme Uzmanlığı Lisanslama Sınavlarına Hazırlık*, Ankara: Akademi Araştırma Planlama, 2. Baskı, ss: 740-743
- BENEFİELD, Justin, ANDERSON, Randy ve ZUMPARNO, Leonard (2009), “*Performance Differences in Property-type Diversified Versus Specialized Real Estate Investment Trusts*”, Published in Review of Financial Economics ; 18.2009, 2, 70-79
- BOSTANCI Faruk ve KILIÇ Saim (1997), *Şirketlerde Halka Açıklık Oranının Piyasa Performansına Etkisi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Üzerine Ampirik Bir Çalışma*, İMKB Dergisi Cilt: 12 Sayı: 45 ISSN 1301-1650
- BERK, Niyazi (2010), *Finansal Yönetim*, İstanbul: Türkmen Kitabevi, 10.Baskı, ss: 353-355
- BODİE, Zvi, ALEX, Kane (2005), *Investments*, McGraw-Hill, Sixth Edition, New York
- BORRY, C.B. (1986), *Limited Information as A Source of Risk*, Journal of Portfolio Management ss:47 N,Y.
- CEYLAN, Ali, KORKMAZ, Turhan (1995), *Borsada Uygulamalı Portföy Yönetimi*, Bursa: Ekin Kitabevi yayınları, s. 134-137
- CİVAN, Mehmet (2007), *Sermaye Piyasası Analizleri ve Portföy yönetimi*, Ankara: Gazi Kitabevi
- ÇOŞKUN, Metin (2010), “*Para ve Sermaye Piyasaları*”, Ankara: Detay Yayınları
- ÇOŞKUN, Yener (1999), *Portföy Performansının Ölçülmesi ve Sunulması*, SPK Yayınları, No: 176, Ankara
- DEMİRTAŞ, Özgür, GÜNGÖR, Zülal (2004), “*Portföy Yönetimi ve Pörtföy Seçimine Yönelik Uygulama*”, Havacılık ve Uzay Teknolojileri Dergisi, Cilt 1, Sayı 4, s.103-109



- DERAN, Ali, SARIAY, İbrahim ve SAVAŞ İncilay (2013), İMKB’de İşlem Gören Menkul Yatırım Ortaklıkları ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Finansal Performansları Karşılaştırılması, Fırat Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi Cilt. 23, Sayı. 2, ss: 195-203, 2013
- DOWN, Kevin (2000), “Adjusting for Risk: An Improved Sharpe Ratio”, International Riview of Economics and Finance, Vol. 9, pp. 209-222.
- ERCAN, M. Ercan ve BAN, Ünsal (2010), “Değere Dayalı İşletme Finansı FinansaYönetim”, 6. Baskı, Ankara: Gazi Kitabevi, ss:17
- EROL I., İLERİ A. (2013) “What Determines REIT Returns in Turkey? An Application of Time-Varying Arbitrage Pricing Model in an Emerging REIT Market” İktisat İşletme ve Finans 28: 09-32
- FİSCHER, E. Donald, JORDAN, J. Ronald (1979), Security Analysis and portfolio Management, 2. bs, Prentice Hall Inc, New Jersey, s.35.
- GABRİEL, S. Fernanda, POST, Karem ve ROGERS, Pablo (2015), “Clustering Real Estate Investing Trusts: Brazil versus United States” , Journal of Management Research ISSN 1941-899X, 2015, Vol. 7, No: 4
- GÖKGÖZ, Elif (2006), Riske Maruz Değer ve Portföy Optimizasyonu, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No: 190, Ankara, s.79-80.
- GÜNALP, Burak, KADIOĞLU, Eyüp ve KILIÇ, Saim (2010), *Nakit Temettü Bilgisinin Hisse Senedi Getirisi Üzerinde Önemli Bir Etkisi Olup Olmadığının İMKB’de Test Edilmesi*, H.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt 28, Sayı 2 47-69.
- HOLDER, M. E., LANGREHR F. W. ve HEXTER (1998), *Dividend Policy Determinants: An Investigation of the Influences of Stakeholder Theory*, Financial Management, Vol. 27, No. 3, ss. 73-82
- JENSEN, C. Michael (1967), *The Performance Of Mutual Funds In The Period 1945-1964*, Harvard Business School, Journal of Finance, Vol. 23, No. 2 (1967) 389-416.
- KADERLİ, Yusuf ve BAŞKAYA, Hatice (2014), *Halka Açık Firmalarda Kâr Payı, Dağıtım Duyurularının Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisinin Ölçülmesi: Borsa İstanbul’da Bir Uygulama*, Adnan Menderes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt: 1, Sayı: 1, ss. 49-64
- KAR A., ÖZER Ö., ŞANTAŞ, F., BUDAK, F. (2012) “Kar Dağıtımının Hisse Senedi Değeriyle İlişkisi: Spor Hizmetleri Sektörü Üzerine Bir Uygulama” Ekonomi bilimleri dergisi 4(1)
- KARAŞİN, A. Gültekin (1986), “Sermaye Piyasası Analizleri”, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları No:4, Ankara

- KILIÇ, Saim (2002), Türkiye’deki Yatırım Performanslarının Değerlendirilmesi, Ankara: Mart Matbaacılık, s. 55
- KORKMAZ, Turhan ve Ceylan, Ali (2006), Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi, 3.Baskı, Bursa: Ekin Kitabevi
- KORKMAZ, Turhan, AYDIN, Nurhan, SAYILGAN, Güven (2013), Portföy Yönetimi, Anadolu Üniversitesi Yayın No:2852, ss: 95-100
- KORKMAZ, Turhan ve UYGUNTÜRK, Hasan (2007), Türk Emeklilik Fonlarının Performans Analizinin Kullanılması, ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt 3, Sayı 5, 2007, ss: 37-52
- KUHLE, L. James (1987), Portfolio Diversification and Return Benefits, Common Stocks vs. Real Estate Investment Trusts (REITs), The Journal Of Real Estate Research, <http://pages.jh.edu/jrer/papers/pdf/past/vol02n02/v02p001.pdf>, Erişim Tarihi: 01.04.2016
- MYER, F. N. C.,WEBB J. R.(1992), “*The Effect Of Benchmark Choice On Risk-Adjusted Performance Measures For Common Led Real Estate Funds*”, The Journal Of Real Estate Research 8(2): 189-203
- RİDLEY, M. (2006), How to Invest in Hedge Funds: An Investment Professional’s Guide, England, KoganPage
- RO, Seung Han, ZİOBROWSKI, Alan (2009), “*Does Focus Really Matter? Specialized vs. Diversified REITs*”, Department of Real Estate, J. Mack Robinson College of Business, Georgia State University, Atlanta, USA, Published Online: 22 May 2009 Springer Science, Business Media, LLC 2009
- ŞAHİN, Cumhur (2014), *Firmaya Özgü Değişkenlerle Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO) Getirisi Arasındaki İlişkiyi İncelemeye Yönelik Bir Uygulama*, Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 42. Sayı, Ekim
- SARIKAMIŞ, Cevat, AYDIN, Nurhan, GÜVEN, Sevil (2001) Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar, AÖF Yayınları Yayın No: 526, Eskişehir
- SHARPE, F. William (1966), “Mutual Fund Performance”, Journal Of Business, Vol:39,s119-138
- SCHOLZ, H ve WİLKENS, M. (2005), Investor-Specific Performance Measurement A Justification of Sharpe Ratioand Treynor Ratio, The International Journal of Finance, Vol: 17, No. 3, s.3671-3691
- TUNCEL K. (1997), “*Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Türkiye Uygulaması, Sermaye Piyasası Kurulu*”, 1.Baskı, Tisimat Baskı, Ankara, s.9-10

- TÜRKMEN, Y. Sibel (2011), *İMKB’de işlem gören gayrimenkul Yatırım Ortaklarının Finansal Etkinliğinin Veri Zarflama Analizi ile Değerlendirilmesi*, Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, 2011, Cilt 31, SAYI 2, ss. 273-288
- URAL, Mert (2010), *Yatırım Fonlarının Performans ve Risk Analizi*, Ankara: Detay Yayıncılık, ss:36-37
- USTA, Öcal (2008), *İşletme Finansı ve Finansal Yönetim*, 3.Baskı, Ankara: Detay Yayıncılık, s. 369.
- UWUİGBE, Jimoh, JAFARU, Jimoh ve AJAYI, Anijesushola (2012), *Dividend Policy and Firm Performance: A Study of Listed Firms in Nigeria*, Accounting and Management Information System, Vol. 11, No. 3, ss. 442-454, 2012
- ÇOLAK, A. E., ALICI, A. (2001), “*Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları A’dan Z’ye , Sermaye Piyasası Kurulu*”, Tşof Palaka Matbaacılık, Ankara, 35.
- YILDIZ, A (2006), *Aktif Portföy Yönetim Stratejilerinin Değerlendirilmesi: A Tipi Yatırım Fonları Üzerine Uygulama*, Marmara Üniversitesi Muhasebe Finansman Araştırma ve Uygulama Dergisi, Cilt: 6, Sayı: 15.
- ZURİAWATİ, Zakaria, JORİAH, Muhammed ve ABDUL, H. Zulkifli (2012), *The Impact Of Dividend Policy on The Share Price Volatility: Malasian Construction and Material Companies*, International Journal of Economics and Management Sciences, Vol. 2, No. 5, 2012, pp. 01-08
- BARAK, Osman (2007), *Hisse Senedi Piyasasında Halka Açıklık Oranının Piyasa Fiyatı Üzerine Etkisi*, Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü
- BITIRAK, A. İbrahim (2010), “*Türkiye’deki Makro Ekonomik Verilerin İMKB’de işlem Gören Hisse Senetleri Getirileri Üzerinde Etkisinin Arbitraj Fiyatlama modeli ile Analizi*”, Yüksek Lisans Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- COHEN AND STEERS, (2014), “*Introduction To Real Estate Securities*”  
[https://www.cohenandsteers.com/assets/content/resources/insight/Introduction Real Estate Securities.pdf](https://www.cohenandsteers.com/assets/content/resources/insight/Introduction_Real_Estate_Securities.pdf) , Erişim Tarihi: 30.03.2016
- ERPA (2015) “*Global REİT Survey 2015*” European Public Real Estate Association,  
[http://www.epra.com/media/EPRA\\_REIT\\_2015\\_GLOBAL\\_1442307110562.pdf](http://www.epra.com/media/EPRA_REIT_2015_GLOBAL_1442307110562.pdf), Erişim Tarihi: 31.03.2016
- GYODER (2016), *Gyoder Gösterge, Türkiye Gayrimenkul Sektörü 2015 4. Çeyrek Raporu Sayı: 3, 1 Mart 2016*
- GYODER (2016), *Gyoder Gösterge, Türkiye Gayrimenkul Sektörü 2015 4. Çeyrek Raporu Sayı: 3, 1 Mart 2016*

HAYTA, Özkan (2009), *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Performans Değerlendirmesi: İmkb'de Bir Uygulama*, Yüksek Lisans Tezi,

SERMAYE PİYASASI KURUMU (2014), ”*Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, SPK. Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları – 5*”, Ankara, 2014 s.4

SERMAYE PİYASASI KURUMU (2013), *Gayrimenkul Yatırım Ortaklığına İlişkin Tebliği, III-48.1, Resmi Gazete, Sayı: 28660*

SERMAYE PİYASASI KURUMU (2013), *Gayrimenkul Yatırım Ortaklığına İlişkin Tebliği, III-48.1.a, Resmi Gazete, Sayı: 28891*

TANIK, M. (2006), ”*Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli ve İMKB’da Bir Uygulama*”, Yüksek Lisans Tezi, Niğde Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

<http://www.borsaistanbul.com/sirketler/sirketlerin-yukumlulukleri/gelisen-isletmeler-piyasasi/temettu-dagitimi>, Erişim Tarihi: 11.04.2016

<http://www.spk.gov.tr/duyurugoster.aspx?aid=20130528&subid=0&ct=c>, Erişim Tarihi:11.03.2016

[http://www.dogusgyo.com/Articles.aspx?path=/gyolarin\\_gelisimi](http://www.dogusgyo.com/Articles.aspx?path=/gyolarin_gelisimi) ,Erişim Tarihi:11.03.2016

<http://www.borsaistanbul.com/docs/default-source/endeksler/bist-pay-endeksleri-temel-kurallari.pdf?sfvrsn=10>, Erişim Tarihi: 02.04.2016

[http://www.isyatirim.com.tr/LT\\_temettuverimi.aspx](http://www.isyatirim.com.tr/LT_temettuverimi.aspx), Erişim Tarihi: 10.01.2016

<https://www.kap.gov.tr/sirketler/islem-goren-sirketler/tum-sirketler.aspx>, Erişim Tarihi: 05.11.2015

<http://tr.investing.com/indices/ise-100-historical-data>, Erişim Tarihi: 25.04.2016

<https://www.reit.com/investing/reit-basics/guide-equity-reits>, Erişim Tarihi: 25.03.2016

## ÖZGEÇMİŞ

Adem Çelik 1975 yılında İstanbul’da doğmuştur. İlköğretimini İstanbul Bahçelievler İlkokulunda, ortaokulu İstanbul Sefaköy Lisesi ve liseyi İstanbul Bahçelievler Lisesinde okumuştur. 1996 yılında Bilkent Üniversitesi Muhasebe bölümü kazanıp, 2000 yılında önlisans diplomasıyla mezun olmuştur. 2001-2003 yıllarında Amerika Birleşik

Devletleri'nde University of Tennessee at Martin'de Ekonomi bölümünde transfer öğrenci olarak lisansını tamamlamıştır. 2013 yılında Sakarya Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme MBA Tezsiz Yüksek Lisans eğitimine başlamıştır. 2015 yılında Sakarya Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Muhasebe ve Finansman programına geçiş yapmıştır.

2004 yılında İzmir'de aile şirketi olan Çelik İnşaat'ta çalışmaya başlamıştır. Halen inşaat sektöründe çalışmaya devam etmektedir. Evli ve bir çocuğu vardır.