

**YAŞAR ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**ULUSLARARASI TİCARET VE FİNANSMAN**  
**ANABİLİM DALI**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ RİSK**  
**GÖSTERGELERİNİN PERFORMANS İLE İLİŞKİSİ**

**MELAHAT TUĞBA MANAN**

**TEZ DANIŞMANI: Yrd. Doç. Dr. Şaban ÇELİK**

**2017, İZMİR**

**YAŞAR ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**ULUSLARARASI TİCARET VE FİNANSMAN**  
**ANABİLİM DALI**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ RİSK**  
**GÖSTERGELERİNİN PERFORMANS İLE İLİŞKİSİ**

**MELAHAT TUĞBA MANAN**

**TEZ DANIŞMANI: Yrd. Doç. Dr. Şaban ÇELİK**

**2017, İZMİR**

## TEZ JÜRİSİ ONAY SAYFASI

Bu tezi okuduğumu ve görüşüme göre yüksek lisans derecesi için bir tez olarak kapsam ve nitelik açısından tam olarak yeterli olduğunu onaylarım.

Yrd. Doç. Dr. Şaban ÇELİK

  
29.05.2017

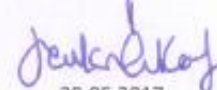
Bu tezi okuduğumu ve görüşüme göre yüksek lisans derecesi için bir tez olarak kapsam ve nitelik açısından tam olarak yeterli olduğunu onaylarım.


Doç. Dr. Fatma Dilvin TAŞKIN

  
29.05.2017

Bu tezi okuduğumu ve görüşüme göre yüksek lisans derecesi için bir tez olarak kapsam ve nitelik açısından tam olarak yeterli olduğunu onaylarım.

Yrd. Doç. Dr. Hakan ÖZKAYA

  
29.05.2017

  
Doç. Dr. Çağrı Bulut  
Enstitü Müdürü

## ÖZET

# GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ RİSK GÖSTERGELERİNİN PERFORMANS İLE İLİŞKİSİ

MELAHAT TUĞBA MANAN

Yüksek Lisans, Uluslararası Ticaret ve Finansman

Danışman: Yrd. Doç. Dr. Şaban ÇELİK

2017

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ilk olarak 1961 yılında ABD’de kurulmuşlardır. GYO’lar kuruluşlarından bu yana dünya gayrimenkul piyasalarının en önemli kurumsal yatırımcılarından biri olmuşlardır. Türkiye’de ise Sermaye Piyasası Kurulu’nun 1995 yılında gayrimenkul yatırım ortaklıklarının kurulmasına ilişkin tebliğinden sonra faaliyetlerine başlamışlardır.

Bu çalışmanın amacı, BİST’te işlem göre GYO’ların yıllık verilerinin araştırma dönemi olan 2007 – 2016 dönemlerinde risk ve performans açısından analiz etmektir. Araştırmada yatay kesit çoklu regresyon modeli kullanılmıştır. Araştırma sonuçları GYO’ların risk ve performanslarının ilişkili olduğunu göstermektedir.

**Anahtar Kelimeler:** gayrimenkul, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, risk, gayrimenkulde risk

## ABSTRACT

### The Linkage Between Risk Indicators of REITs and Their Performance

MELAHAT TUĞBA MANAN

Master of Thesis, International Trade and Finance

Advisor: Assist. Prof. Dr. Şaban ÇELİK

2017

Real Estate Investment Trusts (REITs) were first established in the USA in 1961. Since then they have become the most important institutional investors in the World real estate market. In Turkey, REITs started to operate after the Notification of Establishment of Real Estate Investment Trusts by Capital Market Board in 1995.

The purpose of this study is to analyze risk and performance of REITs that are listed in BIST for the sample periods of 2007 – 2016 on the basis of annual data. In empirical section, multiple regression model is employed. Empirical results indicate that there is a linkage between risk and performance of REITs.

**Keywords:** real estate, real estate investment trust, risk, risk in the real estate

## TEŞEKKÜR

Tez alıŐmasının planlanmasında, yazılmasında, yürütülmesinde ve tamamlanmasında ilgi ve desteğini esirgemeyen, engin bilgi birikimi ve tecrübelerinden yararlandığım, çalıŐmamı bilimsel temeller ışığında şekillendiren, sayın hocam Yrd. Doç. Dr. Şaban ÇELİK'e ve bu süreçte yanımda olan aileme teŐekkürlerimi sunarım.

Melahat Tuğba MANAN

İzmir, 2017



## YEMİN METNİ

Yüksek Lisans Tezi olarak sunmuş olduğum “*GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ RİSK GÖSTERGELERİNİN PERFORMANS İLE İLİŞKİSİ*” adlı çalışmanın, araştırma aşamasından tamamlanmasına kadar olan tüm süreçte, tarafımdan bilimsel ahlak, gelenek ve temellere uygun olarak yazıldığını ve yararlandığım eserlerin bibliyografyada gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve onurumla doğrularım.

MELAHAT TUĞBA MANAN

İMZA

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

## İÇİNDEKİLER

ÖZET.....	iii
ABSTRACT.....	iv
TEŞEKKÜR METNİ.....	v
YEMİN METNİ.....	vi
İÇİNDEKİLER.....	vii
TABLO LİSTESİ.....	xii
ŞEKİL LİSTESİ.....	xiii
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xiv

<b>GİRİŞ</b>	<b>1</b>
--------------	----------

### BİRİNCİ BÖLÜM

#### GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI

1.1. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARINA DAİR	3
1.1.1. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Tanımı	3
1.1.2. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Bazı Kavramlar	3
1.1.3. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Tarihi Gelişimi	4
1.1.3.1. Gyo'ların Amerika Birleşik Devletleri'nde Kuruluşu	4
1.1.3.2. Gyo'ların Türkiye'de Kuruluşu	6
1.2. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ ORTAYA ÇIKIŞ NEDENLERİ	9
1.2.1. Hukuki Düzenlemeler	9
1.2.2. Gayrimenkul Finansmanında Yaşanılan Sıkıntılar	9
1.2.3. Menkul Kıymetleştirmenin Hedeflenmesi	10



1.2.4. Yatırım Alternatifi Arayışları	11
1.2.5. Sermaye Piyasasının Geliştirilmesi	12
1.3. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ AMACI	12
1.4. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ AVANTAJLARI	13
1.5. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ DEZAVANTAJLARI	15
1.6. GYO'LARIN FAALİYET KAPSAMI	16
1.6.1. Gyo'ların Yapabilecekleri Faaliyetler	17
1.6.2. Gyo'ların Yapamayacakları Faaliyetler	18
1.7. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ TÜRLERİ	19
1.7.1. Gayrimenkulün Mülkiyete Sahip Olup Olmadıklarına Göre	20
1.7.1.1. Öz Varlığa Dayalı Gyo'lar (Equity REITs)	20
1.7.1.2. İpotekli Gyo'lar (Mortgage REITs)	21
1.7.1.3. Karma Gyo'lar (Hybird REITs)	21
1.7.2. Örgütlenme Biçimlerine Göre	21
1.7.2.1. Klasik Gyo'lar	22
1.7.2.2. Tam Şemsiye Gyo'lar (UPREIT)	22
1.7.2.3. Eksik Şemsiye Gyo'lar (DOWNREIT)	22
1.7.3. Faaliyet Sürelerine Göre	23
1.7.3.1. Belirli Süreli Gyo'lar (Finite Life REITs)	23
1.7.3.2. Belirsiz Süreli Gyo'lar (Non-Finite Life REITs)	23
1.7.4. Yatırım Yaptıkları Gayrimenkullerin Türlerine Göre	23
1.7.5. Finansal Kaldıraç Oranının Düşük veya Yüksek Olmasına Göre	24
1.7.6. İlave Senet İhraçlarına Göre	24
1.7.7. Yatırım Yapılan Coğrafi Bölgeye Göre	24
1.7.8. Halak Açık Olup Olmamasına Göre	25
1.8. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ KURULUŞ ESASLARI	25

1.9. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ PAYLARININ HALKA ARZI, YATIRIM YAPARKEN DİKKAT EDİLMESİ GEREKENLER ve YATIRIMCILARA SAĞLADIĞI OLANAKLAR	29
1.9.1. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Paylarının Halka Arzı	29
1.9.2. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Paylarına Yatırım Yaparken Dikkat Edilmesi Gerekenler	30
1.9.3. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Yatırımcılara Sağladığı Olanaklar	30
1.10. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARINDA DEĞERLEME	31
1.11. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARINDA DENETİM	34
1.12. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ VERGİLENDİRİLMESİ	34
1.12.1. Kurumlar Vergisi	35
1.12.2. Gelir Vergisi	35
1.12.3. Katma Değer Vergisi	35
1.12.4. Emlak Vergisi	36
1.12.5. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları'ndan Elde Edilen Kazançların Vergilendirilmesi	36
1.12.5.1. Kurumsal Yatırımcılar	36
1.12.5.2. Bireysel Yatırımcılar	37

## İKİNCİ BÖLÜM

### RİSK ve GAYRİMENKULDE RİSK

2.1. RİSK	38
2.1.1. Risk Kavramı	38
2.1.2. Belirsizlik Kavramı	39
2.1.3. Fırsat Kavramı	39
2.1.4. Olasılık Kavramı	39
2.1.5. Belirsizlik-Risk ve Fırsat Arasındaki İlişki	40
2.1.6. Risk Yönetim Süreci	40
2.1.6.1. Riskin Tanımlanması	40
2.1.6.2. Riskin Ölçülmesi	40

2.1.6.3. Riskin İrdelenmesi	41
2.1.6.4. Riskin Değerlendirilmesi	41
2.2. GAYRİMENKULDE RİSK	41
2.2.1. Taşınmazlarda Kredi Riskleri	41
2.2.1.1. Temerrüt Riski (Default Risk)	42
2.2.1.2. Faiz Oranı Riski (Interest Rate Risk)	43
2.2.1.3. Erken Ödeme Riski	43
2.2.1.4. Likidite Riski (Liquidity Risk)	44
2.2.2. Taşınmazlarda Diğer Riskler	45
2.2.2.1. İşletme Riski (Business Risk)	45
2.2.2.2. Finansal Risk (Financial Risk)	46
2.2.2.3. Likidite Riski (Liquidity Risk)	47
2.2.2.4. Enflasyon Riski (Inflation Risk)	47
2.2.2.5. Yönetim Riski (Management Risk)	47
2.2.2.6. Politik Risk (Politic Risk)	48
2.2.3. Çevresel Riskler (Environmental Risks)	48
2.2.3.1. Yer Riski (Location Risk)	48
2.2.3.2. Makro Risk (Macro Risk)	49

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI PERFORMANS ANALİZİ ve DEĞERLENDİRMESİ

3.1. ARAŞTIRMANIN AMACI ve ÖNEMİ	50
3.2. ARAŞTIRMA MODELİ	65
3.2.1. Model	65
3.2.2. Değişken ve Veri Yapısı	66
3.3. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ	67
3.4. ARAŞTIRMA SONUÇLARI	67
3.4.1. Tanımlayıcı İstatistiklere İlişkin Çıkarımlar	68
3.4.2. Hipotez Testlerinin Sonuçları	75
3.5. ARAŞTIRMANIN KISITLARI	88

3.6. ARAŞTIRMANIN TEORİ ve UYGULAMAYA İLİŞKİN ÇIKARIMLARI	88
SONUÇ	89
KAYNAKÇA	91



## TABLO LİSTESİ

<b>Tablo 1.</b> BİST’te İşlem Gören XGMYO Endeksindeki Şirketlerin Listesi .....	8
<b>Tablo 2.</b> Gayrimenkul Alanında Yatırım Yapanlar İçin Risk Unsurları .....	16
<b>Tablo 3.</b> GYO İle İlgili Literatür Tarama Tablosu .....	52
<b>Tablo 4.</b> Araştırma Modelinin Değişken ve Veri Yapısı .....	67
<b>Tablo 5.</b> 2007 – 2016 Yılları Arasında 27 Firmanın 1 Yıllık ve 2 Yıllık Veriler Üzerinden Hesaplanan Sistemik Risk Beta Değişkeni .....	72
<b>Tablo 6.</b> 2007 – 2016 yılları arasında 27 firmanın sistemik olmayan risk değişkenlerine ait ortalama getiri ve standart sapmaları.....	73
<b>Tablo 7.</b> 2007 – 2016 Yılları Arasındaki 27 Firmaya Ait Toplam Varlık ve Yaş Değişkenlerine Ait Ortalama Getiri ve Standart Sapmaları .....	74
<b>Tablo 8.</b> 2007 – 2016 yılları arasında 27 Firmaya Ait Hisse Getiri ve PD / DD Oranına Ait Ortalama Getiri ve Standart Sapmaları .....	74
<b>Tablo 9.</b> Tanımlayıcı İstatistik Tablosu (Bağımlı Değişken: Getiri).....	75
<b>Tablo 10.</b> Korelasyon Analiz Tablosu (Bağımlı Değişken: Getiri).....	76
<b>Tablo 11.</b> Çoklu Regresyon Sonuçları (Bağımlı Değişken: Getiri) .....	79
<b>Tablo 12.</b> Çoklu Regresyon Modelinin Anlamlılık Sonuçları (Bağımlı Değişken: Getiri).....	80
<b>Tablo 13.</b> Çoklu Regresyon Modeline Ait Katsayılar (Bağımlı Değişken: Getiri). 81	
<b>Tablo 14.</b> Tanımlayıcı İstatistik Tablosu (Bağımlı Değişken: PD/DD) .....	82
<b>Tablo 15.</b> Korelasyon Analiz Tablosu (Bağımlı Değişken: PD/DD).....	85
<b>Tablo 16.</b> Çoklu Regresyon Sonuçları (Bağımlı Değişken: PD/DD) .....	86
<b>Tablo 17.</b> Çoklu Regresyon Modelinin Anlamlılık Sonuçları (Bağımlı Değişken: PD/DD) .....	86
<b>Tablo 18.</b> Çoklu Regresyon Modeline Ait Katsayılar (Bağımlı Değişken: PD/DD).87	

## ŞEKİL LİSTESİ

Şekil 1. Risk – Belirsizlik – Fırsat İlişkisi .....41

Şekil 2. Araştırma Modeli .....66



## KISALTMALAR LİSTESİ

GYO	: Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları.
REIT	: Real Estate Investment Trust.
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu.
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri.
GYO	: Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları.
SEC	: Securities and Exchange Commission.
TBMM	: Türkiye Büyük Millet Meclisi.
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası.
A.Ş.	: Anonim Şirket.
GYODER	: Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Derneği.
BİST	: Borsa İstanbul.
OP	: Operating Partnership – İşletmeci Şirket.
T.T.K.	: Türk Tarih Kurumu.
KDV	: Katma Değer Vergisi.
PD / DD	: Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı.
FAVÖK	: Faiz Amortisman ve Vergi Öncesi Kar.

## GİRİŞ

Son yıllarda Dünyada, günden güne hızla artan gayrimenkul talebi söz konusudur. Ancak bu ihtiyaca karşın sektörde profesyonel olamama, değişen ekonomik dengeye bağlı olarak finansman sıkıntısı ve kayıt dışı ekonomi gibi yapısal sorunlar bulunmaktadır. Tüm bu sorunların çözümü noktasında ise gayrimenkul yatırım ortaklıkları ortaya çıkmıştır.

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları her türlü gayrimenkul yatırıma, yatırımcıdan pay senetleri karşılığında topladıkları kaynaklar ile yatırım yapan sermaye piyasası kuruluşlarıdır. GYO hisse senedi alan yatırımcılar küçük tasarruflarla büyük portföylere ortak olma imkanına sahip olurlar. Bu sayede yatırımcılar, bir yandan GYO'nun portföyündeki kıymetlerin getirimlerinden yararlanırken diğer yandan hisse senetlerini istedikleri zaman nakde çevirebilmektedirler. Bunun yanı sıra, yastık altı birikimler gayrimenkul yatırım ortaklıkları sayesinde büyük gayrimenkul projelerine kaynak oluşturur.

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının ilk uygulamaları 1961 yılında Amerika Birleşik Devletleri'nde (ABD) görülmeye başlamış ve sektörde önemli bir değere ulaşmıştır. Gelişmekte olan bir ülke olan Türkiye'de ise gayrimenkul yatırım ortaklıkları, Türkiye piyasalarına 1990'lı yıllarda girebilmiştir. Kuruluşunun ilk yıllarında beklenen ilgiyi göremeyen gayrimenkul yatırım ortaklıkları 2000'li yıllarla birlikte önemli bir yayılma göstermişlerdir.

Çalışma kapsamında yapılan araştırmanın amacı GYO'ların risk göstergeleri ile performansı arasındaki ilişkiyi incelemektir. Bu amaç kapsamında bir araştırma modeli geliştirilerek GYO'lar açısından riskin performans ile ilişkisi analiz edilmiştir. Araştırma modelinin geliştirilmesinden önce GYO'lar üzerine yapılmış akademik çalışmaların incelenmiştir. Buna göre, bu çalışma kapsamında geliştirilen araştırma modeli ilk defa test edilecektir. Bu açıdan çalışmanın diğer akademik çalışmalardan ayrılmaktadır. Bununla beraber, GYO risk göstergelerini yazında diğer sektörlerde belirtilen göstergelerden farklı olarak firmaların detaylı analizleri sonucunda seçilmişlerdir. Bu çalışma kapsamında Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren 27 GYO üzerinden analizler yapılarak yatay kesit formunda inceleme yapılmıştır. Bu bağlamda firma temelli yapılan bu kapsamlı analiz salt GYO endeksi üzerine yapılan çalışmalara göre daha fazla bilgi içermektedir.



Çalışma sonuçlarının hem GYO yöneticileri açısından hem de GYO yatırımcıları açısından önemli sayılacak sonuçları ortaya konması hedeflenmektedir. Hangi risk göstergelerinin GYO performansı ile ne boyutta ilişkide olduğu sektör katılımcıları açısından önemlidir.

Araştırma modelinin tahmin edilebilmesi için kontrol değişkenlerinin olduğu yatay kesit çoklu regresyon analizi yapılmıştır. Yatay kesit çoklu regresyon analizleri performans boyutunun iki değişkenle temsil edilmesinden ötürü her bir değişken için ayrı ayrı yapılmıştır.

Birinci regresyon grubunda performans göstergesi olarak hesaplanan getiri değişkeni için yapılırken ikinci regresyon grubu PD/DD (piyasa değerinin defter değerine oranı) değişkeni için yapılmıştır. Regresyonlar yatay kesit yapısında gerçekleştirilmiştir.

Bu çalışma üç ana bölümünden oluşmaktadır.

Çalışmanın ilk bölümünde gayrimenkul yatırım ortaklığı kavramı açıklanmakta, yapısı, kuruluşu, işleyişi, gelişimi, amacı, türleri, sağlayacağı faydalar ve taşıdığı riskler çok fazla mevzuata girilmemeye çalışılarak açıklanmıştır.

Çalışmanın ikinci bölümünde ise, gayrimenkul yatırım ortaklıklarını etkileyen gayrimenkul sektöründeki risklerin neler olduğunun belirlenmesi ve belirlenen bu kavramların genel hatlarıyla açıklamaları yer almaktadır.

Çalışmanın üçüncü bölümde ise GYO hisse senetlerinin performansını etkileyen bazı faktörler ele alınarak regresyon modeli oluşturulmuştur. Belirlenen değişkenlerin performans ile ilişkileri yapılan analizlerin tabloları verilerek açıklanmaya çalışılmıştır.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI

#### 1.1. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARINA DAİR

##### 1.1.1. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Tanımı

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından, Sermaye Piyasası Kanunu doğrultusunda düzenlenen sermaye piyasası kurumlarıdır. GYO'lar; her türlü gayrimenkule, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına, gayrimenkul projelerine ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilirler. Bunun yanı sıra, belirli projeleri gerçekleştirmek üzere adi ortaklık kurabilir ve Tebliğ'de izin verilen diğer faaliyetlerde de bulunabilirler. (SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları 5 2007, s. 4) (Göktepe, 2003, s. 16)

Başka bir ifadeyle; GYO'lar, her türlü gayrimenkul yatırımına finansman sağlayan ya da elde edilmek istenen herhangi bir gayrimenkul için yatırımcıların sermayesini bir havuzda toplayarak yatırım yapan anonim şirketlerdir.

##### 1.1.2. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Bazı Kavramlar

GYO'ların işleyiş yapısıyla ilgili bazı kavramlar aşağıda açıklanmıştır. (SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-5, s.7-8)

**Müteahhit:** Gayrimenkul yatırım ortaklıkları portföyünde yer alan gayrimenkul projelerinin inşaat işlerini gerçekleştirmeyi taahhüt eden gerçek ya da tüzel kişilerdir.

**İşletmeci Şirket:** Ortaklık ile yaptığı bir sözleşme çerçevesinde ortaklığın mülkiyetinde bulunan veya kiralamış olduğu otel, hastane, alışveriş merkezi, iş merkezi, ticari parklar, ticari depolar, konut siteleri, süper marketler ve bunlara benzer nitelikteki gayrimenkulleri ticari maksatla işleten şirketlerdir.

**Danışman Şirket:** Ortaklık ile yaptığı bir sözleşme çerçevesinde ortaklığa proje geliştirme ve kontrol hizmetleri de dahil olmak üzere gayrimenkul portföyünün geliştirilmesi ve alternatif yatırım imkanlarının araştırılmasına yönelik hizmetleri sunabilen şirketlerdir.

Gayrimenkul Değerleme Şirketi: Sermaye piyasası mevzuatı uyarınca gayrimenkullere, gayrimenkule dayalı haklara ve gayrimenkul projelerine ilişkin değerlendirme hizmeti verecek şirketler listesinde adı bulunan şirketlerdir.

### **1.1.3. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Tarihsel Gelişimi**

#### **1.1.3.1. GYO'ların Amerika Birleşik Devletleri'nde Kuruluşu**

GYO kavramı ilk olarak Amerika Birleşik Devletleri'nde ortaya çıkmıştır. ABD'de GYO'lar ilk olarak Massachusetts eyaletinde, anonim şirketlerin gayrimenkul edinmelerini kısıtlayan eyalet kanunlarına tepki göstermek amacıyla ortaya çıkmıştır. İlk GYO'lar Massachusetts business trust (yatırım ortaklıkları) olarak bilinmektedir ve tasarruf sahiplerinin gelir getiren gayrimenkullere yatırım yapmasına olanak sağlamak için kurulmuşlardır. 19. Yüzyıl boyunca çeşitli yatırım faaliyetleri için kullanılan business trustlar 20. Yüzyılın başlarından itibaren genellikle gayrimenkul yatırımları için kullanılmıştır. (İmregün, 1968, s.27) (Göktepe, 2003, s.22)

Business trustlar anonim şirketlerden farklı olarak 1913 yılından 1935 yılına kadar vergi yasaları tarafından korunarak, pay sahiplerine dağıttıkları kazançlar üzerinden vergilendirilmemişlerdir. (Kelley, 1990, s.3) (Göktepe, 2003, 23) ABD Yüksek Mahkemesi, 1935 yılında business trustların anonim şirket ile benzer olduğuna ve kurumlar vergisi ödemeleri gerektiği karar vermesiyle birlikte business trustların sayısında bir duraklama olmuştur.

1956 yılında ABD Kongresi, hala GYO olarak faaliyet gösteren birkaç business trustın baskıları sonucunda GYO'ların kurulmasına ilişkin yasayı kabul etmiştir. Ancak bu yasa dönemin başkanı Eisenhower tarafından red edilmiştir.

1960 yılında yeniden düzenlenen yasa, Ulusal Gelir Kanununda değişiklik yapılarak kabul edilmiştir. Bu sayede yeni GYO'lar doğmuştur. Yasadaki düzenlemelerle GYO'lara vergi koruması getirilmiştir. (Göktepe, 2003, s.23) Yatırımcılar açısından düşük maliyet ve daha az risk ile gayrimenkule yatırım yapmaya fırsat tanınmıştır. Öte yandan GYO'ların bir proje veya işi yönetmesine bir takım yasaklar konulmuştur. Bu doğrultuda gayrimenkul ve kiracı hizmetlerini bağımsız bir kuruluşa yaptırmak zorundalardı. Bu gibi kısıtlamalar sebebiyle GYO'lar sadece kira

gelirlerinin toplayıcısı konumuna düşerek bankaların ipotek işlerine yardımcı olan kiralama bölümlerinden farksız olmuşlardır. (Susar, 2004, s.11)

1960 yılında çıkarılmış olan yasada GYO'lar tüzel kişiliği olmayan, birden fazla yöneticiye ve devredilebilir hisse senetlerine sahip bir kurum olarak tanımlanmıştır. (Turnacıgil, 2012, s.20) Bu düzenlemelerle 1961 yılının ilk 6 ayında Securities and Exchange Commission (SEC)'e başvuran 15 Real Estate Investment Trust'ın (REIT) 5'inin başvuruları kabul edilmiştir. (Çolak ve Alıcı, 2001, s.5) 1962 yılında borsanın aşırı düşmesiyle birlikte GYO'lar çok geniş rağbet görememiştir. ABD'de 1965 yılında 65 olan mevcut GYO sayısı 1970 yılının başlarında 161'e yükselmiştir.

GYO, borsa ve ekonomi 1970'li yıllar negatif seyir gösteren yıllar olmuştur. Enflasyonun artmasının yanı sıra inşaat sektöründe yaşanan durgunluktan dolayı bir çok GYO borçlanmıştır. Banka ve kredi kurumları, olumsuz ekonomik koşullarda artan faiz oranlarından olumsuz etkilenmiştir. Yatırımlarını genelde kısa vadeli kredilerle sürdürmekte olan GYO'lar kredi bulmakta daha çok zorluk çekmiştir. Bir kısım GYO'lar borçlarını ödeyemediklerinden dolayı tasfiye edilirken, bazıları devredilmiş bazıları ise GYO statüsünü iptal ettirmiştir. Buna rağmen statüsünü koruyabilen çoğu öz sermayeli olan GYO, belirli oranda yatırımcılarına getiri sağlamayı başarmıştır. (Göktepe, 2003, s.23) Hem gayrimenkul yatırımlarına hem de gayrimenkul sahiplerine 1981 yılında vergi koruması getiren bir kanuni düzenlemeye gidilmiştir. Bu düzenleme (The Economic Recovery Act of 1981) sonucunda ise gayrimenkul yatırımlarında ve alımlarında ciddi şekilde yükselme görülmüştür. (Block, 2006, s.114) (Turnacıgil, 2012, 21) 1986 yılında yapılan Vergi Reformu Kanunu ile birlikte GYO'lar hızlı bir değişim göstermişlerdir. En önemli değişiklik, GYO'ların yönetiminde yapılan değişikliktir. (Çıkılı, 2010, s.125) Yapılan değişikliklerle birlikte GYO'ların kendi gayrimenkullerini yönetebilmelerinin yanı sıra kiracıları için de gayrimenkul yönetim hizmetlerini verebilmelerine olanak sağlanmıştır.

1992 yılına kadar yatırımcıların portföylerinde önemli bir yer tutamayan GYO hisse senetleri 1992 yılından itibaren gayrimenkul fiyatlarının düşmesi, krizin son bulması ve yeni çıkarılan kanunun piyasadaki oyuncular tarafından algılanmasıyla, yüksek getiri oranlarına karşılık düşük riskleri ve diğer yatırım enstrümanları ile GYO hisse senetleri arasındaki düşük korelasyon nedeniyle popülaritesini arttırmış ve önemli bir finansal enstrüman haline gelmiştir. (Şahin, 2010, s.52)

Ancak 2008 yılında yaşanan ekonomik kriz gayrimenkul yatırım ortaklıklarını da etkilemiştir. Sistemde özellikle ikincil piyasada önemli reformist adımlar atılmasının yanı sıra bazı finansal kuruluşlar tasfiye edilmiştir. (Özcan, 2011, s.12)

GYO'lar günümüzde, özellikle Amerika'da ve gelişmiş ülkelerde sermaye piyasasının önemli yatırım araçlarından biri durumundadır. ABD'deki GYO'ların yatırım yaptıkları sektörler ise şunlardır; konut, perakende, ofis/sanayi, sağlık, depolama, turizm ve ipotektir. (Şahin, 2010, s.55)

REIT'in resmi sitesindeki (www.reit.com) verilere göre; şuanda New York Borsası'nda 190 mevcut GYO bulunmaktadır.

### **1.1.3.2. GYO'ların Türkiye'de Kuruluşu**

Türkiye'de mali piyasanın gayrimenkul piyasasında finansman sağlanmasındaki etkisinin az olduğu görülmektedir. Gayrimenkul piyasasında kurumsallaşmanın olmaması, konut finansmanının daha çok bireyler ve kooperatifler tarafından sağlanıyor olması bu etkinin az olmasının başlıca sebeplerindendir.

Ülkemizde ilk defa 1.Beş Yıllık Planda modern anlamda sermaye piyasasının kuruluşu ve hukuki alt yapının hazırlanması öngörülmüş ve 1962 yılında Sermaye Piyasası Etüdü ile başlanan çalışmalar, Sermaye Piyasası Kanunu'nun 1982 yılında yürürlüğe girmesine kadar devam etmiştir. (Ünal, 2005, s.13) Fakat 1970'lerden itibaren TBMM'ye tasarı olarak sunulan Sermaye Piyasası Kanunu, dünyadaki ve ülkemizdeki gelişmeler göz önünde bulundurulmadan kanunlaştırıldığından; çelişkili ve anlaşılamayan hükümler de içermekteydi. Bunun üzerine 29.04.1992 tarihinde 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 37. maddesi 3794 sayılı Kanun ile beşinci bölümün ismi "Sermaye Piyasası Faaliyetleri ve Sermaye Piyasası Kurumları" olarak değiştirilmiştir. Böylece kanun daha sistematik ve anlaşılabilir bir hal almıştır.

GYO'ya özel ilk kanuni düzenleme, Seri: VI No:7 sayılı "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği" ile yapılmıştır. (Kaçira, 2008, s.9) Tebliğin yayınlanmasından sonra uygulamada görülen aksaklıklar ve ihtiyaçlar da dikkate alınarak, 1998 yılında söz konusu tebliğ yürürlükten kaldırılarak, GYO'ların kuruluş, faaliyet ilke ve kuralları SPK'nın Seri: VI No:11 Sayılı "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği" ile düzenlenmiş ve eski tebliğ yürürlükten kaldırılmıştır. (Çolak ve Alıcı, 2001, s.35) Türkiye'de ilk GYO 1996 yılında

kurulmuş, Aralık 1997’ de halka açılmış ve 2 Ocak 1997 tarihinde İMKB’de işlem görmeye başlamıştır. (Şahin, 2010, s.56)

ABD’deki REIT’lere birçok yönden benzeyen GYO’lar; gayrimenkul sektörüne finansman sağlamakta ve piyasalarda likiditeyi geliştirmektedir.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda (İMKB) işlem gören diğer şirketler gibi A.Ş. statüsünde olmasına rağmen diğer şirketlere göre üç tane önemli farklılıkları vardır. Birincisi, faaliyetlerin Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği’ne göre yürütmeleri, ikincisi vergi muafiyetine sahip olmaları, üçüncüsü ise çıkarılmış sermayelerinin % 49’unu halka arz etmek zorunda olmalarıdır. SPK tebliğine uygun olarak GYO’lar, kuruluş ya da dönüşüm işlemlerinin tamamlanmasını takip eden 1 yıl içinde hisse senetlerinin kayda alınması talebiyle SPK’ya başvurmak zorundadırlar. (Kalyoncu, 2006, s.7)

İlk yıllardaki GYO’lar genellikle, bankalar ve inşaat şirketlerince kurulmuştur. Bu durumun ana sebebi, sahip oldukları gayrimenkulleri GYO’lara devrederek, sonrasında bu gayrimenkulleri tekrar kiralayıp kullanmaya devam edebilmektir. Bu sayede bir yandan vergi yüklerini azaltırken bir yandan da gayrimenkullerin değer artışlarından elde ettikleri kazançtan vergi ödememekteydiler. (Gökçe, 1998, s.41)

2000’li yılların başına gelindiğinde Türkiye ekonomisi krizlerle uğraşmaktaydı. Bu durumdan GYO’lar oldukça etkilenmiştir. Bir yandan getirilerde %70’e varan kayıplar görülürken bir yandan da GYO’ların portföy ve piyasa değerlerinde ciddi kayıplar yaşanmıştır. (Hayta, 2009, s.15)

GYO temsilcileri 1999 yılında gayrimenkul sektörünün tanıtım ve temsilini sağlamak, gelişimini teşvik etmek, sektörde kalite-kontrol ve eğitim konularında standartları oluşturmak amacıyla Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Derneği’ni (GYODER) kurmuşlardır.

Kamuyu Aydınlatma Platformundaki verilere göre; şuanda Borsa İstanbul’da işlem gören 28 mevcut GYO bulunmaktadır. Bu şirketlerin isimleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

**Tablo 1.** BİST’te İşlem Gören XGMYO Endeksindeki Şirketlerin Listesi

1. AKFEN GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
2. AKİŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
3. AKMERKEZ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
4. ALARKO GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
5. ATA GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
6. ATAKULE GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
7. AVRASYA GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
8. DOĞUŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
9. EMLAK KONUT GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
10. HALK GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
11. İŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
12. KİLER GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
13. MARTI GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
14. NUROL GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
15. ÖZAK GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
16. ÖZDERİCİ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
17. PANORA GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
18. PERA GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
19. REYSAŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
20. SAF GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
21. SERVET GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
22. SİNPAŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
23. TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
24. TSKB GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
25. VAKIF GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
26. YAPI KREDİ KORAY GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
27. YENİ GİMAT GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
28. YEŞİL GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

**Kaynak:** kap.org.tr

## **1.2. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ ORTAYA ÇIKIŞ NEDENLERİ**

GYO'ların ortaya çıkışında bir çok faktör rol oynamıştır. Bu bölümde GYO'ların ortaya çıkış nedenlerini; hukuki düzenlemeler, gayrimenkul finansmanında yaşanan sıkıntılar, menkul kıymetleştirmenin amaçlanması, yatırım alternatifleri arayışları ve sermaye piyasasının geliştirilmesi başlıklarında inceleyeceğiz.

### **1.2.1. Hukuki Düzenlemeler**

Şirketlere getirilen gayrimenkule sahip olma ve gayrimenkullere yatırım yapma konusundaki var olan kanuni kısıtlamalardan dolayı GYO'lar ilk olarak ABD'de ortaya çıkmıştır. (Susar, 2004, s.15) Çünkü hukuk düzeni çerçevesinde, ellerinde bulundurdukları büyük sermayeyi sadece iş ortaklığı şeklinde gayrimenkul yatırımlara yatırılabilmekteydiler. İş ortaklığı şeklinde örgütlenen yatırımcılar, gayrimenkule yatırım yapabilmelerinin yanı sıra anonim ortaklık sayılmadıklarından anonim ortaklıkların ödemekle mükellef oldukları vergilerden muaf durumdaydılar. Bu sonucu olarak GYO'ların ilk formları ortaya çıkmıştır.

### **1.2.2. Gayrimenkul Finansmanında Yaşanılan Sıkıntılar**

Konut ve diğer gayrimenkuller için projelerini gerçekleştirmek isteyen girişimciler mali kaynağa ihtiyaç duyarlar. Fakat genellikle finansmanda kullanılacak kaynak miktarı girişimcinin mevcut sermayesinden büyüktür. Kaldı ki, sermayesini finansman olarak kullanması olası olsa bile bazı durumlarda borçlanarak finansman sağlamak çok daha cazip olmaktadır.

Hane halkı gelirleri finansman kaynağı olarak doğrudan fon olarak transfer edilemezken hane halkından toplanan kaynağın doğrudan yatırımlara yönlendirilmesi sağlanan fonun maliyetini düşürmektedir. Finans kuruluşlarından kredi olarak sağlanan finansman ise ek faiz yükünden dolayı kaynak maliyetini yükseltmektedir. Dolayısıyla, genelde, hane halkının elindeki fonları doğrudan yatırıma yönlendirerek ucuz kaynak sağlayan kuruluş veya araçlar tercih edilmektedir. (Susar, 2004, s.17)

GYO'lar ilk kuruluşlarında büyük bir sermayeye ihtiyaç duymaktadırlar. Daha sonra halka arz ettikleri hisse senetleri sayesinde kaynak ihtiyacının büyük bir bölümü karşılanmaktadır. GYO'lar kuruluş amaçları ve portföy sınırlamaları gereğince, halka arz ettikleri hisse senetleriyle toplamış oldukları bu kaynağı



gayrimenkul ve gayrimenkul projelerine yatırmaktadırlar. Bu sayede halktan toplanmış olan kaynaklar doğrudan gayrimenkul finansmanında kullanılmaktadır.

Diğer finansman yollarının aksine GYO'lar yoluyla gayrimenkul finansmanı en ucuz finansman biçimidir. Bunun en önemli nedeni; GYO ile finansmanda fon arz edenler ile fon talep edenler arasında herhangi bir üçüncü kişi ya da kurum girmemektedir. Burada fon talep eden, gayrimenkul yatırımının sahibi GYO'dur. Toplanılan fon direkt olarak gayrimenkul yatırımlarına yönlendirilmektedir.

GYO'lar sağladıkları uygun gayrimenkul finansmanı sayesinde gayrimenkul sektörünün önemli bir sorununa çözüm olmalarının yanı sıra gayrimenkul yatırımlarında da artışa ve bu sayede gayrimenkul sektöründe canlanmaya sebep olmaktadır. (Akçay, 1999, s.139)

Arz edilen fonlar kısa vadeli olmasına rağmen gayrimenkul projeleri pahalı ve uzun vadeli projelerdir. Bu sebeple finansmanının da uzun vadeli olması gerekmektedir. Bu durumda halka açık anonim ortaklık olarak örgütlenip ucuz fon toplayıp, topladığı fonları gayrimenkul yatırımlarına yönlendirmenin yanı sıra arz ve talep edilen fon vadeleri arasındaki uyumsuzluğu ortadan kaldırmak üzere GYO'lar ortaya çıkmıştır.

### **1.2.3. Menkul Kıymetleştirmenin Hedeflenmesi**

Gayrimenkuller durağan varlıklardır. Gayrimenkul sektörünün en önemli sorunlarından biri de bu durağan varlıkların hareketli varlıklar haline getirilip piyasada sirkülasyon olmasını sağlamaktır. Bu sayede menkul kıymetleştirme sağlanır. Yani likit hale getirilirler.

Gayrimenkulün nakde çevrilmesi uzun ve belli bir çaba gerektiren bir iş olması sebebiyle gayrimenkul yatırımcının sahip olduğu gayrimenkulü istediği zamanda, istediği fiyattan nakde çevirememesi en önemli sorunlarından birisidir. Tam rekabetten yoksun bir piyasada ise satmak istediği fiyata alıcı bulması zor olduğundan bu durum gayrimenkul yatırımcısını zora sokmakta ve aleyhine sonuçlar doğurmaktadır. GYO hisse senetleri borsada işlem görmektedir. Halka açık anonim ortaklıklar olarak GYO'lar hisse senetlerini halka arz etmektedir. (Çıkılı, 2010, s.114)

GYO portföyü ağırlıklı olarak gayrimenkullerden, gayrimenkule dayalı hak ve projelerden oluştuğundan GYO hisse senetleri, gayrimenkul değere dayalı menkul

değerlerdir. Hisse senetleri aracılığıyla GYO portföyünde bulunan gayrimenkullerin değeri bir menkul kıymet ile temsil edilmiş olmaktadır.

GYO hisse senedi yatırımcısı, bir anonim ortaklık olan GYO'ların hisse senetlerini satın almakta ve satın aldığı hisse senediyle GYO portföyüne hissesi oranında sahip olmaktadır. Yatırımcılar bu hisse senetlerini her zaman satıp nakde çevirebildikleri için likidite sorunu yaşamamaktadırlar. (Susar, 1999, s.179)

#### **1.2.4. Yatırım Alternatifi Arayışları**

Gayrimenkul yatırımları en güvenilir ve cazip yatırım araçlarındandır. Bunun nedenleri şu şekilde sıralanabilir;

- Düşük risk ve yüksek değer artışı oranı sağlayarak uzun vadede enflasyonun üstünde getiri sağlamaktadır.
- Getirileri, diğer menkul kıymetlerin getirilerine oranla daha az değişkenlik göstermektedir.
- Duran varlıklar istenildiğin zaman nakde çevrilememesi GYO hisse senetleri için geçerli değildir.
- Küçük yatırımcıların büyük gayrimenkul projelerine yatırım yapmalarına olanak sağlayarak yatırımların getirilerinde pay ortağı olmalarına imkân sağlar.

Avantajlarının yanı sıra gayrimenkullerin doğal afetlerde zarar görmesi anapara kaybına sebep olacağından bu durum gayrimenkul yatırımlarının dezavantajlarından biri olarak gösterilebilir. (Tuncel, 1997, s.5)

Yatırımcılar açısından yatırımların enflasyona karşı korunması oldukça önemli bir konudur. Ancak yüksek enflasyonun olduğu ülkelerde, yatırımların enflasyona karşı korunması çok zordur. Çünkü esas önemli olan nominal getiriden çok enflasyondan arındırılmış olan reel getiridir. Gayrimenkul yatırımlarının uzun dönemde enflasyonun üzerinde bir getiri sağladığı yatırım araçlarının enflasyona karşı getirileri üzerine yapılan araştırmalarda ortaya konmuştur.

Yatırımcılar gayrimenkul portföyünde çeşitlendirmeye gitmezlerse proje riskinin yanı sıra gayrimenkul sektörünün taşıdığı sektör riskine de maruz kalacaktır. Ancak yatırımcıların, uzman kişi bilgisi olmadan, tek başlarına gayrimenkul yatırımlarında çeşitlendirmeye gitmeleri zordur. Bu noktada GYO'lar, yatırımcılara uzman kişilerce yönetilen çeşitli gayrimenkuller ve gayrimenkul projelerinden oluşan bir portföye yatırım yapmalarına imkan sağlamaktadır.

Böylece GYO yatırımcısı sadece piyasa riskini taşıyarak proje ve sektör riskinden kurtulmaktadır.

### **1.2.5. Sermaye Piyasasının Geliştirilmesi**

Sermaye piyasası belli bir getiri beklentisi ile fonların, menkul kıymetlerin alım satımı yoluyla birikim sahiplerinden doğrudan yatırımlara aktarılmasını sağlayan bir piyasadır. (Susar 2004, s.21) Sermaye piyasasında gayrimenkul yatırımlarında dezavantaj olarak karşımıza çıkan fon arz ve talebi arasındaki vade uyumsuzluğu fon arz edenlerin kısa vadeli plasman imkanları korunurken bu fonlar orta ve uzun vadeli yatırımlara kaydırılarak uyumsuzluk ortadan kalkmaktadır. Sermaye piyasasını geliştirip, etkinliğini arttırmak adına piyasada işlem gören araçları çeşitlendirmek ve küçük birikim sahiplerinin tasarruflarını bir araya getirerek verimliliği yüksek yatırımlara yönelten kurumsal yatırımcıların bulunması önemlidir. Bu sebeplerden dolayı GYO'lar sermaye piyasası kurumlarından biri olarak düzenlenmiştir. (Çolak, Alıcı vd., 2001, s.36)

## **1.3. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ AMACI**

GYO.'ların amaçları SPK.'nın Seri:VI, No:11 Sayılı Tebliği ile yürürlükten kaldırılan Seri: VI No:7 sayılı Tebliğ'in 4. maddesinde şu şekilde belirlenmiştir;

Gayrimenkul yatırım ortaklığının başlıca amaçları şunlardır; (Uyar, 2009, s.49)

- “Ortaklık portföyünü oluşturmak, yönetmek ve gerektiğinde portföyde değişiklikler yapmak,
- Portföy çeşitlendirmesi ile yatırım riskini en aza indirecek bir biçimde dağıtmak,
- Gayrimenkullere ve gayrimenkule dayalı araçlara ilişkin gelişmeleri sürekli izlemek ve portföy yönetimiyle ilgili olarak gerekli önlemleri almak,
- Portföyün değerini korumaya ve artırmaya yönelik araştırmalar yapmak”

Yukarıda yapılan açıklamalara göre GYO'ların amaçlarını şu şekilde açıklayabiliriz; GYO'lar gayrimenkullere, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına, gayrimenkul projelerine, gayrimenkule dayalı haklara, sermaye piyasası araçlarına ve belirli projeleri gerçekleştirmek üzere adi ortaklık kurmak

suretiyle, yatırım yaptıkları portföyü riskin dağıtılması ilkesinin gereği olarak portföy çeşitlemesine gitmek suretiyle işletilmesi ile portföy değerini artırmak suretiyle kâr elde etmek amacıyla kurulurlar. (Uyar, 2009, s.50)

GYO'lar yüksek ölçekli gayrimenkullere, gayrimenkul projelerine yatırım yapmak, portföyünde bulunan gayrimenkullerden alım-satım karı ve kira geliri elde etmek ve gayrimenkullerin yüksek getirisine ulaşmayı amaçlamaktadır. Bunun yanı sıra büyük miktarlarda kaynak gerektiren gayrimenkul projelerinin finansmanını sağlamak GYO'ların önemli amaçlarından biridir. GYO'lar hisse senetleri karşılığında topladıkları kaynakları bu tür projelerin finansmanında kullanarak, inşaatçı şirketlerin finansman yükünü azaltmaktadır.

GYO'lar adeta bir köprü görevi görerek, portföyündeki gayrimenkullerden elde edilen karı sene sonunda, kar payı ortaklarına kar payı olarak dağıtmaktadır.

#### **1.4. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ AVANTAJLARI**

GYO'ların birçok avantajı bulunmaktadır. Bunlardan en önemlisi de likit bir yatırım aracı olmasıdır. Sermaye piyasalarında işlem gördüklerinden dolayı GYO hisseleri kolayca nakde çevrilebilir. GYO'ların büyük ölçekli yatırımlarda küçük yatırımcılara iştirak imkanı sunmaları ve menkul kıymetleştirme yolu ile gayrimenkullerin kolayca likit hale gelebilmesi gibi durumlar GYO'ları gayrimenkul sektöründeki diğer şirketlerden farklı kılarak bir üstünlük oluşturmaktadır.

GYO'ların sağladığı avantajlar aşağıda sıralanmaktadır. (Güven, 2006, s.10-12)

- Sermaye Piyasaları sayesinde gayrimenkul piyasaları gelişir.
- Gayrimenkulün en önemli sorunlarından biri olan likidite sorunu menkul kıymetleştirme sayesinde giderilir.
- Büyük gayrimenkul projeleri ile mülkiyet tabana yayılır.
- Uluslararası piyasalardan ülkemize hem sermaye girişi olur.
- GYO bünyesindeki projelerle (uydu, kent, ticaret merkezleri, turizm ve eğlence merkezleri, v.b.) çarpık kentleşmenin önüne geçilmiş olunur. (Gökçe, 1998, s.30)
- GYO portföyleri, gayrimenkullerden ve menkul kıymetlerden oluşan karma portföy olduklarından dolayı enflasyona karşı güçlü koruma sağlayarak yatırım riskinin düşük olmasını sağlarlar.

- GYO hisse senetleri yatırımcılara küçük tasarruflarla büyük portföylere ortak olma olanağı verir ve hisse senedinin satılabilirliği sayesinde gayrimenkul yatırımlarına likidite kazandırmış olur.
- Yatırımcılar borsada GYO hisse senetlerini satabilmektedir. Bunun yanı sıra borsada oluşan fiyat dalgalanmalarından da yararlanırlar.
- Portföy uzman kişiler tarafından yönetilir. Bu sayede herhangi bir kişinin kendi başına yapacağı yatırımdan daha verimli sonuçlar elde edilebilir. Ayrıca yatırımcıların GYO'ları tercih etmesinin bir başka nedeni de; çeşitlendirme yolu ile riskin dağıtılmasıdır.
- Son yıllarda üst düzey yönetimin de görev aldıkları GYO'larda hisse sahibi oldukları görülmektedir. Bu durum şirket yönetiminin daha etkin olmasını sağlaması açısından önemlidir.
- Kurumsal bir yapının oluşması sağlanır. (Güven, 2006, s.11)
- Gerekli finansman sağlanarak önemli projelerin hayata geçmesi sağlanır.
- Gayrimenkul sektörünün gelişmesine, piyasa uzmanlaşmasına ve sektörün gerçek anlamda kayıt altına alınmasına yardımcı olur.
- Bu kuruluşlar sayesinde devletin elindeki kıymetli gayrimenkullerin değerlendirilmesi sağlanmış olur.
- GYO'lar halka açık faaliyet gösterirken denetim altındadırlar. Bu nedenle bu tip ortaklıkların kurulmasında devlet tarafından çeşitli vergisel teşvikler tanınmıştır. Çünkü devlet konut ve gayrimenkul sorununu kamusal bir olgu olarak nitelendirmektedir. Uygulanan vergi teşvikleri, gayrimenkul finansmanında GYO'yu daha tercih edilir bir hale getirmektedir.
- Devamlı ve belirli nakit akışı sağlar.
- Hem yurtdışı borsalar ve yatırımcılarla globalleşmesinde yardımcı olmasını hem de yabancı sermayenin ülkeye çekilmesini sağlar.
- Gayrimenkul yatırımlarında, gayrimenkulü aktifinde tutan şirketler mülkiyetini satış yoluyla GYO'ya devretmektedir. Fakat kiralama yoluyla kullanım hakkını korumaktadır. Bu finansal operasyon ile finansal kiralama benzeri bir işlemle aktifteki gayrimenkulün rayiç değeri ile nakde dönüştürülmesi mümkün olmaktadır. (Hayta, 2009, s.37) Böylece rayiç değerlerin tespiti de gerçekleşmiş olur.

## 1.5. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ DEZAVANTAJLARI

Diğer halka açık şirketler gibi GYO'lar da çeşitli konjonktürel olaylardan etkilenebilmektedir. GYO'nun toplam kazancı, siyasi görünümüne, ekonomik beklentilere, faiz oranı dalgalanmalarına ve gayrimenkul piyasasının performansına bağlıdır. (Yelgen, 2010, s.81) Her yatırım aracı gibi GYO'lar da bazı dezavantajlara sahiptir. Bunların başında gayrimenkul ve gayrimenkul yatırımları için bir risk barındırması gelmektedir. Bu riskler; (Çolak ve Alıcı, 2001, s.8)

- Piyasa Riski: Piyasa faiz oranları, enflasyon oranı gibi bütün yatırımları etkileyebilecek genel bir risktir.
- Sektör Riski: Gayrimenkul sektörünün taşıdığı genel risktir.
- Proje Riski: Gayrimenkul projelerine yatırım yapmaktan kaynaklanan risklerdir.

Konuya gayrimenkul yatırımları açısından bakarsak karşılaştırma aşağıdaki tablo gibi olmaktadır.

**Tablo 2:** Gayrimenkul Alanında Yatırım yapanlar İçin Risk Unsurları

YATIRIMCI	RİSK
Bir gayrimenkulün sahibi bireysel yatırımcı	Piyasa riski Sektör riski Proje riski
Bir gayrimenkul portföyüne sahip gayrimenkul şirketi	Piyasa riski Sektör riski
Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	Piyasa riski

**Kaynak:** (Çolak ve Alıcı, 2001, s.8)

Tablodan da anlaşılacağı gibi tek başına gayrimenkul yatırımı yapan bir yatırımcı, gayrimenkul çeşitlenmesine gitmediğinden dolayı piyasa riskinin yanında proje riskine ve sadece gayrimenkul sektöründe kaldığından sektör riskine maruz kalacaktır. Gayrimenkul şirketi ise bir gayrimenkul portföyü oluşturarak proje riskini yok ederken diğer riskleri taşımaya devam etmektedir. GYO ise portföyü çeşitlendirme yoluna gittiğinden proje riskini elimine ederken aynı zamanda halka açık olduğundan, yatırımcısının gayrimenkul sektörünün yanında diğer sektörlerle de yatırım yapması sayesinde sektör riskini elimine etmektedir. Sadece genel bir risk olan piyasa riskine maruz kalmaktadır. (Çolak ve Alıcı, 2001, s.9)

GYO'lara dair kısıtlamalardan bazıları aşağıda sıralanmıştır; (SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-5, 2007, s.19-20)

- Altın ve kıymetli madenlere yatırım yapamazlar.
- Gayrimenkullere, gayrimenkul projelerine portföy değerlerinin en az %50'sini yatırım yapmak zorundadırlar.
- Devamlı olarak kısa vadeli gayrimenkul alım satımı yapamazlar.
- Devredilmesi konusunda sınırlaması olan varlıklara ve haklara yatırım yapamazlar.

## **1.6. GYO'ların FAALİYET KAPSAMI**

Genel olarak GYO'lar, aşağıda belirtilmiş olan kapsamda faaliyet gösterirler (Üreten, 2007, s. 124)

- Ortaklık portföyü oluşturmak ve bu portföyü yatırım riskini en aza indirecek şekilde çeşitlendirme yaparak dağıtmak,
- Gerektiğinde portföyde değişiklikler yapmak,
- Gayrimenkuller, gayrimenkule dayalı işlemler ve menkul kıymetler hakkında gelişmeleri izleyerek, ortaklık portföyünün yönetimine ilişkin gerekli tedbirleri almak, portföyün değerini arttırmaya ve korumaya yönelik araştırmak yapmak,
- Ortaklık portföyünü oluşturacak varlıklar hakkında gerekli hukuki şartların sağlanıp sağlanmadığını araştırarak bu doğrultuda raporların hazırlanmasını sağlamak,
- Portföyde bulunan varlıkların değerinin tespitine yönelik raporların hazırlanmasını sağlamak,

- Dışarıdan danışmanlık hizmeti alınarak yönetilen portföylerde ilgili kuruluşların çalışmalarını takip etmek,
- Tebliğde belirtilen ve kendilerine yüklenen diğer görevleri gerçekleştirmek.

### **1.6.1. GYO'ların Yapabilecekleri Faaliyetler**

GYO'ların yapabilecekleri faaliyetler aşağıdaki gibi sıralanabilir;

- GYO'lar sermaye piyasası araçlarını alıp-satabilmelerinin yanı sıra borsa para piyasası ve ters repo işlemi yapabilirler. Ayrıca Türk Lirası ya da yabancı para cinsinden vadesiz ve vadeli mevduat hesabı açtırabilir, sermaye piyasası araçlarını ödünç verebilirler. (Çıkılı, 2010, s.141)
- Alım satım kârı veya kira geliri elde etmek amacıyla; arsa, arazi, ofis, konut, iş merkezi, alışveriş merkezi, hastane, otel, ticari depolar, ticari parklar ve buna benzer her türlü gayrimenkulü satın alabilir, satabilir, kiralayabilirler. (Sağlam, 2015, s.45)
- Portföylerine alınacak her türlü bina vb. yapılara ilişkin yapı kullanma izninin alınmış olmasının yanında kat mülkiyetinin tesis edilmiş olması da zorunludur. (Sağlam, 2015, s. 45)
- Mülkiyetlerini edinerek alım satım kârı elde etmek amacıyla arsa ve arazileri satın alabilirler. (Çıkılı, 2010, s.142)
- Gayrimenkuller üzerinde hem intifa hakkı kurup bu hakkı kullanabilirler hem de devre mülk irtifakı kurabilirler. Ayrıca kâr elde etmek amacıyla sahip oldukları arsalar üzerinde ticari üst hakkı yükümlüsü olabilirler. (Akkaya, 2010, s.62)
- Yap-İşlet-Devret modeliyle geliştirilecek projeleri, özel düzenlemeler saklı kalmak kaydıyla, kendisi veya başkaları lehine üst hakkı tesis etme yoluyla gerçekleştirebilirler. (Üreten, 2007, s. 127)
- Yurt dışındaki gayrimenkulleri, mülkiyetlerini edinmek kaydıyla, alıp satabilirler. Yabancı sermaye piyasası araçlarına da belli şartlar dahilinde yatırım yapabilirler. Bu şartlar faaliyet konusu yalnızca gayrimenkul olmalı, yurt dışında kurulu şirketlere ve gayrimenkule dayalı olmalı. (Üreten, 2007, s. 127)



- Kira geliri elde etmek amacıyla, özel sözleşme hükümleri müsait olması koşuluyla, üçüncü şahıslardan gayrimenkul kiralayabilirler. (Çıkkılı, 2010, s.143)
- Döviz dayalı işlemlerin doğurduğu kur riski ve borçların doğurduğu faiz oranı risklerine karşı korunmak amacıyla, swap ve forward işlemler yapabilirler, opsiyon yazabilirler, mala dayalı olanlar hariç, vadeli işlem sözleşmeleri alabilirler. (Güven, 2006, s.35)
- Faaliyete geçirilebilmesi için belirli asgari donanım ihtiyacı duyan otel, hastane gibi gayrimenkullerin kiraya verilmeden önce tefrişini sağlayabilirler. (Sağlam, 2015, s. 46)

### **1.6.2. GYO'ların Yapamayacakları Faaliyetler**

GYO'ların yapamayacakları faaliyetler aşağıdaki gibi sıralanabilir; (Erdoğan, 2008, s.13)

- Bankalar Kanunu'nda açıklandığı üzere mevduat toplayamazlar. Bu mevduat toplama sonucunu verecek iş ya da işlemler yapamazlar.
- Ticari, sınai veya zirai gibi tebliğde izin verilmeyen işlemler dışında faaliyetlerde bulunamazlar.
- Hiçbir şekilde gayrimenkullerin inşaat işlerini kendileri üstlenemezken, bu amaçla personel ve ekipman edinemezler.
- Tebliğ'de izin verilen yatırım alanları ile sınırlıdırlar. Kendi adına portföy işletmeciliği faaliyeti dışında sermaye piyasası faaliyetinde bulunamazlar.
- Hiçbir surette otel, hastane, alışveriş merkezi, iş merkezi, ticari parklar, ticari depolar, konut siteleri, süper marketler ve bunlara benzer nitelikteki gayrimenkulleri ticari amaçla işletemez ve bu maksatla personel istihdam edemezler.
- Bunun yanı sıra, borç ve kredi veremedikleri gibi aracılık da yapamazlar. ([www.gyoder.org.tr](http://www.gyoder.org.tr))

GYO'ların portföylerine ilişkin bir takım kısıtlamalar bulunmaktadır. Bunlar şu şekilde sıralanabilir;

- Hiç bir şekilde hisse senetlerini satın aldıkları ortaklıkların sermayesine ve yönetimlerine hakim olma amacı güdemez ve hiç bir ortaklıkta sermaye veya oy haklarının %5 inden fazlasına sahip olamazlar.

- Borsada işlem görmeyen sermaye piyasası araçlarına yatırım yapamazken borsa dışı teşkilatlanmış piyasalarda da yatırım yapamazlar. (Akkaya, 2010, s.62-63)
- Altın ve kıymetli madenlere yatırım yapamazlar. (Akkaya, 2010, s.62-63)
- Mala ya da mala dayalı vadeli işlem sözleşmelerine yatırım yapamazlar. (Akkaya, 2010, s.62-63)
- Ödünç menkul kıymet işlemi yapamazlar. (Akkaya, 2010, s.62-63)
- Devredilebilmesi konusunda sınırlama olan varlıklara ve haklara yatırım yapamazlar. (Akkaya, 2010, s.62-63)
- Devamlı kısa vadeli gayrimenkul alım satımı yapamazlar. (Akkaya, 2010, s.62-63)
- Türev araçları kullanarak, korunma amacını aşan işlemler yapamazlar. (Erdoğan, 2008, s.15)
- Kanunen ödemekle yükümlü oldukları vergi, harç gibi diğer giderler hariç olmak üzere varlıkların portföye alımı ve portföyden satımı sırasında varlık değerinin % 3'ünü aşan komisyon ücreti vb. giderler yapamazlar. (Erdoğan, 2008, s.15)
- Herhangi bir şekilde, devredilebilmesi konusunda bir sınırlamaya tabi olan varlıklara ve haklara yatırım yapamazlar. (Erdoğan, 2008, s.15)
- Sürekli olarak kısa vadeli gayrimenkul alım satımı yapamazlar. (Erdoğan, 2008, s.15)

## **1.7. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ TÜRLERİ**

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarını çeşitli şekillerde gruplara ayırmak mümkündür. Bunları şu başlıklar altında inceleyeceğiz.

- Gayrimenkulün Mülkiyete Sahip Olup Olmadıklarına Göre
- Örgütlenme Biçimlerine Göre
- Faaliyet Sürelerine Göre
- Yatırım Yaptıkları Gayrimenkullerin Türlerine Göre
- Finansal Kaldıraç Oranının Düşük veya Yüksek Olmasına Göre
- İlave Senet İhraçlarına Göre
- Halka Açık Olup Olmamasına Göre

### **1.7.1. Gayrimenkulün Mülkiyete Sahip Olup Olmadıklarına Göre**

GYO'lar portföylerinde gayrimenkul bulundurup bulundurmamalarına göre üçe ayrılmaktadır. Bunlar;

- Öz Varlığa Dayalı GYO'lar (Equity REITs),
- İpotekli GYO'lar ( Mortgage REITs),
- Karma GYO'lar (Hybrid REITs).

#### **1.7.1.1. Öz Varlığa Dayalı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (Equity REITs)**

Portföylerinde halktan topladıkları paralarla yatırım yaptıkları gayrimenkullerin mülkiyetine sahip olan ve doğrudan gayrimenkule yatırım yapan GYO'lara öz varlığa dayalı gayrimenkul yatırım ortaklıkları adı verilir. Genel olarak, bu tip GYO'ların portföy kazancı kira gelirlerinden ve portföydeki gayrimenkullerin satışından gelmekle birlikte, her türlü gayrimenkul alımında, yönetiminde ve gayrimenkullerin yenilenmesi gibi alanlarda da faaliyet gösterirler.

Öz varlığa dayalı GYO'ların yatırım alanları şu şekilde sınıflandırılmıştır; endüstri ve ofis; alışveriş merkezleri; konut, otel; hastane veya sağlık hizmetleri; depo, ambar yatırımları; hapishane, tiyatro ve golf sahaları gibi. (William B. Brueggeman vd., 2005, s.584) (Mert, 2012, s.43)

Bu GYO'lar geniş faaliyet alanına sahip olduklarından; leasing yapmakta, mülkiyet ve kiralama hizmetlerinin gelişimini de sağlamaktadırlar. (Şarkaya, 2007, s.179)

Öz varlığa dayalı gayrimenkul yatırım ortaklıkları, diğer türlere göre yatırımcılara iki avantaj sağlamaktadır; (Belen, 2002, s.26)

- Profesyonel kişilerce yönetilen çeşitlendirilmiş bir gayrimenkul portföyündeki fonlara yatırım yapmak,
- Örgütlenmiş değişimlerde ticareti yapılan hisse senetlerine sahip olmak.

Öz varlığa dayalı GYO'lar, bir gayrimenkülü tümüyle elde ederken, bireysel yatırımcıların katılma paylarından ve diğer tüm kaynaklardan elde edilen fonlar bir havuzda toplandığından ve arazilerin, binaların, alışveriş merkezlerinin satın alınmasına imkân verdiği için dolayı daha fazla likiditeye sahip olma imkânı yaratmaktadır. (William B. Brueggeman vd., 1997, s.666) (Göktepe, 2003, s.38)

### **1.7.1.2. İpotekli Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (Mortgage REITs)**

İpotekli gayrimenkul yatırım ortaklıklarının öz varlığa dayalı gayrimenkul yatırım ortaklıklarından farkı gayrimenkulün sahibi olmamalarıdır. Bu tip GYO'lar daha çok ipoteğe dayalı menkul kıymetlere (tahvil, bono, hisse senedi vb.) yatırım yaparlar. (Belen, 2002, s.28)

İpotekli GYO'lar, gayrimenkul sahiplerini ve yöneticilerini doğrudan kredilendirirler. Ayrıca ipoteğe dayalı menkul kıymet yatırımlarından dolayı, ipotek kredilerinin dolaylı olarak genişlemesini sağlarlar. (Şarkaya, 2007, s.179)

İpotekli GYO'ların temel kazanç alanları gayrimenkul sahiplerine borç para vererek, bu borçların karşılığında almış oldukları faiz geliridir. İpotekli GYO'lar, öz varlığa dayalı GYO'lardan daha yüksek kâr payı elde etmektedirler. (Mert, 2012, s.43)

### **1.7.1.3. Karma Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (Hybird REITs)**

Öz varlığa dayalı GYO'lar ve ipotekli GYO'ların avantajlı yönlerinin özel yatırım amaçlarına uygun olacak biçimde birleştirilmesiyle oluşturulan ortaklıklara karma gayrimenkul yatırım ortaklıkları denir. Yani hem gayrimenkul sahipliğini hem de ipoteklerle teminat altına alınmış yatırımları içermektedir. (Göktepe, 2003, s.40) Karma GYO'lar, kendi mal ve mülklerini yönetmelerinin yanı sıra gayrimenkul sahiplerine ve yöneticilerine de kredi verirler. (Şarkaya, 2007, s.179)

Türkiye'de ipotek yasaları oluşmadığından tüm GYO'lar Öz Varlığa Dayalı GYO'lardır. (Özkul, 2001, s. 60)

### **1.7.2. Örgütlenme Biçimlerine Göre**

ABD'deki gibi GYO'lar örgütlenme biçimlerine göre üç gruba ayrılırlar. Bunlar;

- Klasik GYO'lar,
- Tam Şemsiye GYO'lar (UPREIT),
- Eksik Şemsiye GYO'lar (DOWNREIT).

### **1.7.2.1. Klasik Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları**

Klasik şekilde örgütlenmede sadece GYO'nun kendisi vardır. Kiracılara sunulan hizmetleri bizzat kendileri üstlenerek başka hizmet sunmamaktadırlar. Alışılmış ve olağan hizmetleri sunmak için GYO'ların vergilendirilebilir GYO iştirakleri bulunmamaktadır. (Susar, 2004, s.25) Bu tip GYO'lar, gayrimenkul yatırımlarında halktan hisse senetleri karşılığında topladıkları kaynakları kullanmaktadırlar. Elde edilen kazançları da kar payı ortaklarına dağıtmaktadırlar. (Hayta, 2009, s. 20)

### **1.7.2.2. Tam Şemsiye Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (UPREIT)**

Bu örgütlenme yapısında GYO, portföyündeki gayrimenkullerin mülkiyetini bir işletmeci şirkete (Operating Partnership-OP) devretmekte ve bu şirketin en büyük ortağı olmaktadır.

İşletmeci Ortaklık, GYO'nun bütün gayrimenkullerini elinde tutup, yönetir. Gayrimenkul sahibi şirket veya şahıs, söz konusu olan gayrimenkülü işletmeci ortaklığa devrettiğinde, devir karşılığında hisse senedi alacak ve vergi ödemeyecektir. Eğer bu gayrimenkul GYO'ya devredilseydi vergiye tabi olunacaktı.

İşletmeci Ortaklığın GYO haricindeki ortakları (sponsorlar), ortaklığa ait sahibi oldukları hisse senetlerini belirlenen bir oran dikkate alınarak GYO hisse senetleriyle değiştirebilme imkânına sahip olarak, elindeki hisse senetlerini nakde çevirmiş olacaktırlar. Ancak, bu işlem karşılığında vergi ödemeleri gerekmektedir. Bu da bize bu örgütlenme yapısında verginin ortadan kalkmadığını sadece ertelendiğini göstermektedir. (Çıkılı, 2010, s.130)

GYO'lar vergi erteleme durumundan yararlanmak için UPREIT modeline yönelmişlerdir.

### **1.7.2.3. Eksik Şemsiye Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (DOWNREIT)**

Eksik şemsiye örgütlenme yapısında GYO, gayrimenkullerinin tüm mülkiyetini işletmeci ortaklığa devredememektedir. Gayrimenkullerin bir kısmı yine GYO mülkiyetinde kalmaktadır. Böylece GYO ortağı, hem GYO'nun hem de işletmeci ortaklığın mülkiyetindeki gayrimenkuller üzerinde hak sahibidir. Ancak

işletmeci ortaklığın ortağı ise sadece bu ortaklığın mülkiyetindeki gayrimenkuller üzerinde hak sahibidir. (Çolak ve Alıcı, 1999, s.10)

### **1.7.3. Faaliyet Sürelerine Göre**

GYO'lar faaliyet sürelerine göre iki gruba ayrılırlar. Bunlar;

- Belirli Süreli GYO'lar (Finite Life REITs)
- Belirsiz Süreli GYO'lar (Non-Finite Life REITs)

#### **1.7.3.1. Belirli Süreli Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (Finite Life REITs)**

Belirli bir tarihe kadar varlıklarını satmak ve kazancı hisse sahiplerine dağıtmak zorunda olan gayrimenkul yatırım ortaklıklarına Belirli Süreli GYO'lar adı verilir. Bu GYO'lar ihraç zamanında özel bir bitiş tarihi esas alınarak düzenlenirler. Bu düzenleme genelde 8 ile 15 yıl sürmektedir. (Simon&Schuster, 1988, s.27) (Göktepe, 2003, s.40)

Son yıllarda, gayrimenkul yatırımlarındaki değer artışlarını hisse senetlerine yansıtmada başarısız olan GYO'lar belirli süreli GYO'lara yönelmişlerdir. (Kelley, 1990, s. 9) (Göktepe, 2003, s. 41)

#### **1.7.3.2. Belirsiz Süreli Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (Non-Finite Life REITs)**

Faaliyet süresi daimi olan gayrimenkul yatırım ortaklıklarına Belirsiz Süreli GYO'lar denir. Bu tarz GYO'lar gayrimenkullerin satışı ve kiralınması sonucu elde ettikleri kazançları mevcut ya da yeni gayrimenkullere yeniden yatırarak değerlendirirler. Ayrıca, faiz ödemeleri ya da kira gelirlerinden sağladıkları nakit akımlarının bir kısmını mevcut statülerini koruyabilmeleri adına pay sahiplerine dağıtmak zorundadırlar. (Rosenberg, 1986, s.43) (Göktepe, 2003, s.41)

### **1.7.4. Yatırım Yaptıkları Gayrimenkullerin Türlerine Göre**

Bazı GYO'lar alışveriş merkezleri, konutlar, iş merkezleri, depolar, oteller gibi çeşitli gayrimenkullere yatırım yaparlarken bazı GYO'lar da tek bir gayrimenkul türünde uzmanlaşırlar. Kimi GYO'lar da hastaneler, ilk yardım merkezleri, tıbbi iş

merkezleri, bakım evleri gibi sadece sağlık bakım tesisleriyle ilgilenebilirler. (www.nareit.com/faq , 28.4.1999) (Göktepe, 2003, s. 41)

### **1.7.5. Finansal Kaldıraç Oranının Düşük veya Yüksek Olmasına Göre**

Öz varlığa dayalı GYO'lar gayrimenkulleri satın alırken, kısmen ipotekli finansman yolunu kullanarak, satın alınan varlıkların değerinin %90'ına kadar dış finansman sağlanabilir. Finansal kaldıraç oranı düşük olan gayrimenkul yatırım ortaklıkları borçla finansman yolunu tercih etmezler. (Akçay, 1999, s.24)

### **1.7.6. İlave Senet İhraçlarına Göre**

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları ilave senet ihraç edebilme yeteneklerine göre "kapalı uçlu GYO'lar (Closed-end REITs) ve açık uçlu GYO'lar (Open-end REITs)" olmak üzere iki gruba ayrılırlar.

Sermayeleri sabit ve ihraç ettikleri payları ödemeyen gayrimenkul yatırım ortaklıkları Kapalı Uçlu GYO'lardır. Ortaklığın yapacağı maksimum yatırım düzeyi belirtilerek, baştan ihraç edilecek hisse setlerinin sayısı sınırlandırılır.

Açık Uçlu GYO'lar ise sermaye limitinin olmadığı ve sermaye miktarının istenildiğinde artırılıp azaltılabildiği gayrimenkul yatırım ortaklıklarıdır. Bu tür GYO'lar yeni yatırım fırsatları ortaya çıktığında yeni hisse senetleri ihraç edebilir ve herhangi bir zamanda piyasa değerleri üzerinden geri alabilirler. (Rosenberg, 1993, s. 25) (Göktepe, 2003, s. 43)

### **1.7.7. Yatırım Yapılan Coğrafi Bölgeye Göre**

GYO'lar birbirlerinden oldukça farklı alanlara yoğunlaşabilirler. Sadece belirli coğrafi alanlara yatırım yapan GYO'lar olabildiği gibi, ülkenin hatta dünyanın dört bir yanına yatırım yapan GYO'lar da vardır.

Bölgedeki gayrimenkullerin değerleri hakkında çok daha bilgili olabilmeleri tek bir bölgede yoğunlaşan GYO'ların en önemli avantajıdır. Dezavantajı ise; tek bir bölgedeki yoğunlaşma nedeniyle ortaya çıkabilecek aşırı yapılanmadır. (İnan, 1995, s. 37)

### **1.7.8. Halka Açık Olup Olmamasına Göre**

GYO'lar halka açık GYO'lar (Public REITs) ve halka açık olmayan özel GYO'lar (Private REITs) olmak üzere iki gruba ayrılmaktadır. Genellikle GYO'ların hisse senetleri menkul kıymet piyasalarında işlem görmelerine rağmen, ABD'de GYO'ların halka açılma konusunda bir zorunluluk bulunmamaktadır. Tezgâh üstü piyasalarda alınıp satılmayan ve hisse senetleri borsada işlem görmeyen GYO'lar özel GYO olarak adlandırılmaktadır. (www.nareit.com/faq ) (Göktepe, 2003, s.43)

### **1.8. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ KURULUŞ ESASLARI**

8 Kasım 1998'de, 23517 sayılı Seri: VI No:11 sayılı Resmi Gazetede yayımlanan "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına ilişkin Esaslar Tebliği" ile Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının kuruluşuna ilişkin esaslar belirlenmiştir. Bu Tebliğ'in "Kuruluş ve Dönüşüme ilişkin Esaslar" başlıklı ikinci bölümünün 5.maddesinde GYO'ların;

- Bir projeyi gerçekleştirmek amacıyla süreli,
- Belirli alanlarda yatırım yapmak amacıyla süreli veya süresiz,
- Amaçlarında herhangi bir sınırlama olmaksızın süreli veya süresiz,

olarak kurulabileceği belirtilmiştir. Belirli bir projeyi gerçekleştirmek amacıyla kurulan GYO'lar, üstlendikleri projeyi gerçekleştirdikten sonra süresini tamamlamış olacağından ya infisah edeceklerdir ya da diğer iki türe dönüşmek için sözleşme değişikliği yapma yoluna gideceklerdir. Belirli alanlarda yatırım yapmak amacıyla süreli veya süresiz olarak kurulan GYO'lar, belirli bir alan seçerek bu alanda uzmanlaşmayı ve bunun sonucunda elde edilecek kazançtan faydalanmayı hedeflemektedir. Amaçlarında sınırlama olmadan süreli veya süresiz olarak kurulan GYO'lar ise herhangi bir alan ya da proje belirlenmemiş şekilde kurulmuşlardır. (Susar, 2004, s. 49)

Portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunabilmek için SPK'ya başvurmak gerekmektedir. GYO faaliyetini sürdürebilmenin iznini SPK vermektedir. (Çolak ve Alıcı, 2001, s.34)



GYO Tebliğinin 6.maddesinde, ortaklıkların ani usulde kurulabileceğinden ya da esas sözleşmelerini Kanun ve bu Tebliğ hükümlerine uygun olarak değiştirerek, gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşebileceğinden bahsedilmektedir. (Bahtiyar, 1999, s.74)

Tebliğ'in 6. Maddesinde kuruluş ve dönüşüm başvurularının Kurulca uygun bulunması için gerekli olan şartlar belirtilmiştir. Bunlar;

Ortaklığın;

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

b) Başlangıç sermayesinin kuruluşta 30.000.000 TL'den az olmaması gerekmektedir. Ayrıca dönüşümlerde de mevcut ödenmiş ya da çıkarılmış sermayesi ve öz sermayesinin 30.000.000 TL'den az olmamalıdır.

c) (b) bendinde belirtilmiş olan sermaye miktarı 60.000.000 TL'den az olması durumunda, sermayeyi temsil eden paylarının en az %10'unun, 60.000.000 TL'den fazla olması durumunda sermayenin 6.000.000 TL'lik kısmını temsil eden paylarının kuruluşta nakit karşılığı çıkarılmış olması ve nakit karşılığı çıkarılan pay bedellerinin tamamının ödenmesi gerekmektedir. Dönüşümde ise nakit karşılığı çıkarılmış olması ya da son hesap dönemine ait bağımsız denetimden geçmiş konsolide olmayan veya bireysel finansal tablolarında dönen varlıklar grubu altında yer alan nakit ve nakit benzerleri ile finansal yatırımlar kalemlerinin toplamının bu bentte belirtilen oran ya da tutar kadar olması gerekmektedir.

ç) Ticaret unvanında "Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı" deyişini taşıması gerekir.

d) Ortakların bu Tebliğde belirtilen şartları taşıması gerekir.

e) Esas sözleşmesinin Kanun ve bu Tebliğ hükümlerine uygun olmaması durumunda uygunluğu sağlanacak şekilde değiştirmek üzere başvuru yapması gerekmektedir.

f) Ortakların yanı sıra genel müdür ve yönetim kurulu üyelerinin de Tebliğde belirtilen koşulları taşımaları gerekmektedir. Genel müdür kuruluş ve dönüşüm başvurularında belirlenmiş olan ve en geç kuruluşun ya da esas sözleşme değişikliklerinin ticaret siciline tescili tarihi itibarıyla atanması gerekmektedir.

g) Portföyde yer alan varlıkların niteliklerinin ve ortaklık aktif toplamı içinde sahip oldukları ağırlıkların bu Tebliğde öngörülen niteliklere uygun olması gerekmektedir.

ğ) Kurulusta aynı sermaye konulması halinde aynı sermaye değerinin tespit edilmesi gerekmektedir. Bu tespit de Tebliğin 9 uncu maddesi doğrultusunda gerçekleşmektedir.

h) Halka arz edilecek olan başlangıç sermayesinin ya da çıkarılmış sermayenin %25'inin Kurula karşı taahhüt edilmiş olması gerekmektedir.

ı) Son iki yıl içinde, sermayenin varlıkların rayiç değere taşınmasıyla oluşan fonlardan artırılmamış olması gerekmektedir.

<http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/05/20130528-14.htm>

(Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, Resmi Gazete:28.05.2013, Sayı:28660, m.6 )

Bu şartların oluşmasının ardından SPK uygun olduğuna dair görüş bildirir. Ardından Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'ndan da kuruluş izni çıktıktan sonra başlangıçta yatırılmış olan sermaye kullanılarak portföy oluşturulmaya başlanır.

Ani usulde, Maliye Bakanlığı'nın ilan etmiş olduğu, başlangıç sermayesinin belirlenmesinde yeniden değerlendirme oranının %80'inin altında olmaması koşulu dikkate alınmaktadır. (Tenör, 2000, s.227)

Halka açık ortaklıkların ve diğer yatırım ortaklıklarının gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşüm başvurularında, dönüşüme ilişkin esas sözleşme değişikliklerinin ticaret siciline tescilini takip eden en geç altı ay içerisinde, portföydeki varlıkların ortaklık aktif toplamına oranının tebliğdeki sınırlamalara uygun hale getirilmesi koşulunun sağlanması gerekmektedir. Belirtilen süre zarfında gerekli uygunluğu sağlamamış olan ortaklıklar, gayrimenkul yatırım ortaklığı olarak faaliyette bulunma hakkına sahip değildirler. Ortaklıklar, esas sözleşme hükümlerini gayrimenkul yatırım ortaklığı faaliyetini kapsamayacak şekilde değiştirmek üzere, belirtilen sürenin bitimi itibariyle en geç üç ay içinde Kurula başvurmak mecburiyetindedirler. Söz konusu mecburiyetin yerine getirilmesinden ortaklık yönetim kurulu sorumludur. Tebliğ'de belirlenmiş bir altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşan portföyü işletecek olan ortaklıklarda olması gereken nitelikler ise aşağıda sıralanmıştır.

<http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/05/20130528-14.htm>

(Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, Resmi Gazete:28.05.2013, Sayı:28660, m.6 )

Tebliğin 7. Maddesinde ise GYO'nun taşınması gereken nitelikleri şu şekilde belirtilmiştir;

I. Ortaklıkların gerçek ve/veya tüzel kişi kurucu ortaklarının;

- İflas etmiş olmaması ya da iflasına ait erteleme kararının olmamasının yanı sıra konkordato (anlaşmalı iflas) ilan etmiş olmaması,
- Kurul tarafından faaliyet izinlerinden biri iptal edilmiş olan kuruluşlarda, bu yaptırım gerektiren olayda sorumluluk sahibi kişilerden birilerinin olmaması,
- Kanunda belirtilmiş olan yazılı suçlardan kesinleşmiş bir mahkûmiyetinin olmaması,
- Kendileri ya da ortağı olduğu kuruluşlar hakkında, 35 sayılı 14.01.1982 tarihli Ödeme Güçlüğü İçinde Bulunan Bankerlerin İşlemleri Hakkında Kanun Hükmünde Kararname ve eklerine göre tasfiye kararı verilmemiş olması,
- 26.09.2004 tarihli ve 5237 sayılı Türk Ceza Kanununun 53 üncü maddesinde belirtilmiş olan süreler geçmiş olsa bile; kasten işlenen bir suçtan dolayı beş yıldan fazla hapis cezasına çarptırılmamasının yanı sıra devletin güvenliğine karşı suçlar, anayasal düzenin işleyişine karşı suçlar, zimmet, irtikap, rüşvet, hırsızlık, dolandırıcılık, sahtecilik, güveni kötüye kullanım, hileli iflas, ihaleye fesat karıştırma, bilişim sistemini engelleme, bozma, verileri yok etme ya da değiştirme, banka veya kredi kartlarının kötüye kullanılması, suçtan kaynaklanan malvarlığı değerlerini aklama, kaçakçılık, vergi kaçakçılığı veya haksız mal edinme suçlarından mahkûm olmaması,
- Ortaklık kuruluşu için gerekli kaynağı kendi ticari, sınai ve sair yasal faaliyetleri sonucunda her türlü muvazaadan ari olarak sağlamaları ve taahhüt ettikleri sermaye miktarını karşılayabilecek mali güce sahip olmaları,
- İşin gerektirdiği dürüstlük ve itibara sahip olması,
- Muaccel vergi borcu bulunmaması zorunludur.

II. Dönüşüm başvurularında, dönüşecek ortaklığın mevcut ortaklarının tebliğde belirtilmiş olan şartları sağlamaları zorunludur.

- III. Kuruluş ve dönüşüm başvurularında; ortaklıkta dolaylı olarak % 20 ve üzerinde pay sahibi olan nihai gerçek kişiler ile ortaklıkta dolaylı olarak yönetim kontrolünü sağlayacak oranda imtiyazlı paya sahip olan gerçek kişilerin, tebliğde belirtilmiş olan şartları sağlamaları zorunludur.
- IV. Yönetim kontrolü sağlayan paylara sahip olan halka açık ortaklıkların dönüşüm başvurularında, tebliğde yer alan şartları sağlamaları gerekmektedir.
- V. Kuruluş ve dönüşüm başvurularında, ortağın banka olması durumunda bankada sahip olunan doğrudan ve dolaylı pay sahipliği yoluyla ortaklıkta dolaylı pay sahibi olan kişiler için bu maddenin üçüncü fıkrasındaki hüküm uygulanmaz. Bankaların ortaklıklarda doğrudan veya dolaylı olarak pay sahibi olması halinde, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu'nun uygun görüşü alınmalıdır.

## **1.9. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ PAYLARININ HALKA ARZI, YATIRIM YAPARKEN DİKKAT EDİLMESİ GEREKENLER ve YATIRIMCILARA SAĞLADIĞI OLANAKLAR**

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

Paylarını halka arz ederek satabilmek için gayrimenkul yatırım ortaklığı olarak kurulan ya da esas sözleşme değiştirme suretiyle gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşen ortaklıkların şu şartları sağlaması gerekmektedir;

- Faaliyetlerin yürütülebilmesi için ihyitaç duyulan mekan, donanım ve personeli tedarik edilmesinin ve organizasyon kurulumlarının, kuruluşlarının veya esas sözleşme değişikliklerinin ticaret siciline tescilini takip eden 3 ay içinde gerçekleştirilmesi,
- Kurulan gayrimenkul yatırım ortaklıkların genel müdürün atanarak, portföye dahil olacak varlıklara yönelik taahhütlerini yerine getirmeleri,
- Kurulca belirlenecek halka arz başvuru formunu ve formda istenen belgeleri tamamlayarak çıkarılmış olan sermayelerinin minimum %25'ini temsil eden payların halka arzına ilişkin izah namenin onaylanması talebiyle Kurula başvurmaları zorunludur. (SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-5, s.9)

### **1.9.2. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Paylarına Yatırım Yaparken Dikkat Edilmesi Gerekenler**

Yatırımcılar, şirketin faaliyet raporlarından ve kamuya açıklanan finansal tablolarından yatırım yapmayı düşündükleri gayrimenkul yatırım ortaklığının finansman yapısını, karlılık durumunu, faaliyetleri ve yatırımları hakkında bilgileri, incelemeleri gerekir. Ayrıca Kamuyu Aydınlatma Platformu'nu takip ederek şirketin, sermaye, yönetim, finansal yapısı ile faaliyetleri hakkındaki değişikliklere ilişkin olarak özel durum açıklamaları hakkında ilgi sahibi olmalıdırlar. (SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-5, s.7)

### **1.9.3. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Yatırımcılara Sağladığı Olanaklar**

GYO, küçük tasarruf sahiplerine gayrimenkuller üzerinden yatırım olanağı sağlayarak bu sayede sermaye piyasasında alternatif bir yatırım alanına sahip olmalarına imkan sunmaktadır. Gayrimenkul yatırımının likidite edilmesi sorunu gayrimenkule yatırım yaparak şirketin hisse senedini alan yatırımcı sayesinde ortadan kalkmaktadır. Bu sayede çok daha likit bir yatırım alternatifi sunmaktadır. Ayrıca GYO yatırımları diğer hisse senedi yatırımlarına oranla daha az risklidir. Şirket portföyünde, bireysel yatırımlara oranla, uzman kişiler tarafından yönetildiğinden daha etkin bir yatırım yönetimi vardır. Uzman kişiler, riskin dağıtılması ve daha az riske maruz kalınmasına imkan sağlamaktadırlar. Yatırımcılar GYO sayesinde yüksek likidite ve birden fazla gayrimenkulü ve yatırım aracını portföylerinde bulundurabilerek, riskin dağıtılması olanağına sahiptirler. Temettü getirisinin olması, yatırımcılar açısından GYO'nun önemli imkanlarından biridir. Yatırımcı GYO sayesinde küçük tutarlarla gayrimenkule yatırım yapabilme imkanına sahiptir. Ayrıca temettü geliri de elde etmektedir. (Aras, 2000, s.70)

Yatırımcı, GYO'nun sağladığı bu imkanların yanı sıra, T.T.K.'nin kendisine sağladığı aşağıda sıralanmış olan haklara da sahiptir. (SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçığı-5, s.6)

- a. Ortaklığın elde etmiş olduğu kardan payına düşen kısmı alma hakkı,
- b. Ortaklığın tasfiyesi durumunda tasfiye payı hakkı,

- c. İç kaynaklardan yapılacak sermaye artırımını sebebiyle çıkarılacak olan hisse senetlerini karşılıksız alma hakkı,
- d. Ortaklığın sermaye artırımında yeni payları edinme öncelik (rüşhan) hakkı,
- e. Genel kurul toplantılarına katılma ve oy kullanma hakkı,
- f. Ortaklığın faaliyetleri ve hesapları konusunda bilgi alma, inceleme ve denetleme hakkı.

## 1.10. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARINDA DEĞERLEME

Değer bir varlığın para ile ölçülebilen karşılığıdır. Gayrimenkul Değerleme, bağımsız ve tarafsız olarak bir gayrimenkul ya da gayrimenkul projesinin belli bir tarihteki olası değerinin takdiri anlamına gelmektedir.

(URL-1:

<http://www.tdub.org.tr/Web/MyContents.aspx?MyContentID=553&UID=0d35248e-7c92-4300-bb2a-2eee9ede341b> )

GYO'ların tüm faaliyetleri açık ve güvenilir olmak zorundadır. Bunu sağlamanın yolu da; yatırımcıya GYO hakkında tüm mali bilgiler ve portföyde yer alan varlıkların değerlerinin en güncel haliyle doğru bir şekilde kullanımına sunulması gerekmektedir. (Güven, 2006, s. 41)

Tebliğ'de, GYO portföyünde bulunan varlıkların değerlerinin tarafsız ve uzman kişilerce güvenilir bir şekilde ortaya konmasını sağlayacak olan ekspertiz şirketlerinden de bahsedilmektedir.

Ekspertiz şirketleri (Gayrimenkul Değerleme Şirketleri), ortaklık portföyünde yer alan gayrimenkul ile gayrimenkul projelerinin kira rayiçlerini ve rayiç değerlerini GYO ile yapmış olduğu sözleşme dahilinde tespit etmede faaliyet gösteren şirketlerdir. (Çıkılı, 2010, s.149)

GYO'lar portföyüne gayrimenkul alım ve satımlarında, gayrimenkule dayalı projelere yatırım yapılması durumunda ekspertiz şirketlerinden rapor alınması zorunluğudur. Kira bedeli ekspertiz değerinden düşük olamamakta ve ekspertiz

raporlarının 15 gün içinde kurula gönderilmesi gerekmektedir. Ekspertiz şirketine değerlendirme yaptırılması aşağıdaki durumlarda geçerli olmaktadır; (Tuncel, 1997, s.62)

- Portföydeki gayrimenkullerin satılması durumunda,
- Portföye gayrimenkul alınması durumunda,
- Gayrimenkule dayalı bir projeye yatırım yapılabilmesi için projenin yasal gerekliliklerinin yerine getirildiğinin teyidinde,
- Gayrimenkulün kiraya verilmesinde,
- Devam eden kira sözleşmelerinde bir yılın geçmesi sonucunda yeni rayicin tespitinde,
- Portföyde mevcut gayrimenkuller için mali tabloların bağımsız denetim raporlarıyla beraber kurula sunulduğu dönemlerde rayiç değerinin tespitinde.

Gayrimenkul değerlendirme şirketinin seçimi ile ilgili esaslar, GYO Tebliği'nin 35. maddesinde belirtilmiştir. Buna göre, gayrimenkul değerlendirme şirketlerinin; (Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, Resmi Gazete:28.05.2013, Sayı: 28660, md.35)

- SPK'da listeye alınmış olması ve SPK düzenlemelerinde belirtilen kararlar doğrultusunda bağımsız olması gerekmektedir.
- Ortaklıkların portföyünde yer alan ve değerlendirme yaptırılması gereken varlıklar için, her yılsonunu takip eden bir ay içerisinde, değerlendirme hizmeti alınacak bir değerlendirme şirketini ve maksimum iki tane değerlendirme hizmeti sağlayacak şirketleri yönetim kurulu kararı doğrultusunda belirlemeleri gerekmektedir. Yönetim kurulunun bu kararını belli şartlar ve düzenlemeler doğrultusunda kamuya açıklamalarının yanı sıra bir örneğini de Kurula göndermeleri gerekmektedir. Bu sorumluluğun yerine getirilmesinden ortaklık yönetim kurulu ya da yönetim kurulu tarafından yetkilendirilmiş olan ilgili murahhas üye sorumludur. Belirlenen değerlendirme şirketlerinin değiştirilmek istenmesi durumunda, değiştirilme gerekçesi ile birlikte Kurula başvurularak Kurul'un onaylaması halinde değiştirilebilir.
- Ortaklıklar, aynı gayrimenkul değerlendirme şirketinden değerlendirme yaptırmak için üst üste maksimum üç yıl hizmet alabilmektedirler.

Aynı gayrimenkul değerlendirme şirketinden tekrar hizmet almak isteyen ortaklıkların üç yıllık sürenin dolmasının ardından en az iki yıl geçmesi mecburidir.

GYO Tebliği'nin 36. maddesine göre, tespit edilen ekspertiz değerleri doğrultusunda GYO'ların yapacağı portföye alım ve satış işlemleri gerçekleştirilmektedir. Tebliğ ile mevcut piyasa veya ödeme koşulları doğrultusunda ekspertiz değerlerinden daha yüksek alım işlemleri, ekspertiz değerinden daha düşük değerlerde satım ve kiralama işlemleri esas alınır, bu durumun belli şartlar ve düzenlemeler dahilinde kamuya açıklanması zorunludur. Ayrıca konuya ilişkin bilgilerin yapılacak olan ilk genel kurul toplantısında ortaklara bilgi verilmesi de zorunludur. Ortaklık portföyündeki varlıkların uzun süreli kiralama sözleşmesine konu olmaları halinde, beş yıllık dönemlerle kira ekspertiz değerleri değerlendirme raporu ile tespit ettirilmelidir. Ayrıca kiralama işlemi ekspertiz değerinden düşük ise, bu durum belli şartlar ve düzenlemeler dahilinde kamuya açıklanarak konu hakkında bilginin yapılacak ilk genel kurul toplantısında sunulması zorunludur. (Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, Resmi Gazete:28.05.2013, Sayı: 28660, md.36)

Aynı sermaye olarak konulan ya da GYO portföyünde yer alan gayrimenkuller ile portföydeki gayrimenkul hak ve projelerinin değerlemesinin yapılması aşağıda sıralanan şartlarda gerekmektedir; (Çıkkı, 2010, s. 149)

- Portföyde bulunan gayrimenkullerin, hakların ve gayrimenkule dayalı projelerin alım ya da satımı,
- Portföydeki gayrimenkullerin kiraya verilmesi,
- Kiraya verilmek için gayrimenkul kiralınması,
- Portföyde bulunan ve kiraya verilen gayrimenkullerin kira sözleşmelerinin yenilenmesi ya da uzatılması,
- Gayrimenkul ipoteği kabul edilmesi,
- Gayrimenkul projelerinin inşaatına başlanılabilmesi için yasal prosedüre uygunluğunun, gerekli belgelerin eksiksiz olarak mevcut olduğunun belirlenmesi,
- GYO portföyündeki varlıkların, yıl içinde herhangi bir nedenden dolayı rayiç değerinin tespit edilmemiş olması,
- GYO'ya aynı sermaye konulması.

Piyasa değerinin, kısmen veya tamamen piyasadan elde edilecek bilgi ve verilere dayalı olarak belirlenmesi, GYO'larda yapılacak olan ekspertizlerde temel amaçtır.



Ekspertiz değerine KDV eklenerek toplam değere ulaşılırken, değerlendirme KDV hariç olarak yapılmaktadır.

### **1.11. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARINDA DENETİM**

GYO'lar Sermaye Piyasası mevzuatı gereğince sürekli bağımsız denetime tabidir. GYO'ların gelir ve bilanço tablosu gibi finansal tabloları, SPK tarafından belirlenerek listeye alınmış bir bağımsız kuruluş tarafından kurumun 6. ve 12. ay sonu itibari ile denetlenmektedir.

Gayrimenkul sektörünün gelişmesiyle birlikte taşınmaz değerlerin ekonomi içindeki önemi artmaktadır. Bu doğrultuda "gerçek değer" arayışı, finansal sektörün yeniden yapılandırılması yönünde banka aktiflerinin tarafsız kriterlere göre analizi gibi etkenler bu pazarın gelişimine katkıda bulunmuştur. Bu noktada, değerlendirme işlemleri alanında uzman, güvenilir kişi ve firmalara talep artmıştır. Tüm bunların sonucu olarak GYO'ların varlık hareketlerinde doğru, güvenilir ve gerçek değerini yansıtan değerlendirme raporları büyük önem arz eder bir konuma gelmiştir. (Çıkkılı, 2010, s. 150-151)

Ülkemizde değerlendirme uzmanlığı konularında mesleki tanımlamalar, kısıtlamalar, yeterlilikler ve görevler konusunda düzenleyici ve denetleyici tek kurumdur SPK'dır.

GYO'ların finansal tablolarının bağımsız denetiminin amacı; bağımsız denetçinin, finansal tabloların finansal raporlama standartlarına uygunluğu konusunda işletmenin finansal durumunu ve faaliyet sonuçlarını tüm yönleriyle gerçeğe uygun bir şekilde gösterip göstermediğini bildirmesini sağlamaktır. (Sağlam, 2015, s.69)

### **1.12. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ VERGİLENDİRİLMESİ**

Türkiye'de yaşanan şehirleşme sıkıntıları, vergi kaçakçılığının önüne geçilmesi ve sektördeki kayıt dışılık ile mücadele edilmesi, gayrimenkul sektörünün ve sermaye piyasalarının gelişebilmesinin sağlanması gibi nedenlerden dolayı GYO'lar vergi açısından desteklenen kurumlardır.

Yürürlükteki vergi mevzuatı, GYO'lar ile birlikte tüm gayrimenkul yatırımcılarını gayrimenkul yatırımı yapmalarını vergisel açıdan desteklemektedir.

GYO'ların tabi oldukları vergiler ve bu vergilerdeki istisna durumları aşağıdaki başlıklarda ele alınmıştır.

### **1.12.1. Kurumlar Vergisi**

Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 8/4-d maddesi ile GYO'nun kazançları kurumlar vergisi dışında tutularak GYO'nun kazandığı kazançların %25'i kurumlar vergisine tabi tutulmamaktadır. (Boran, 1999, s.41)

Ayrıca, 5520 Sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu'na göre, GYO'ların portföy işletmeciliğinden doğan kazançları, gayrimenkul yatırım fonları veya ortaklıklarının kazançları kurumlar vergisinden istisna tutulmuştur. (Kurumlar Vergisi Kanunu, Resmi Gazete: 21.6.2006 Sayı: 26205) Bu istisnai durum GYO'lar tarafından kazanılan tüm kazançlara uygulandığından, diğer kurumlara oranla GYO'lara %20'lik bir avantaj sağlamaktadır.

### **1.12.2. Gelir Vergisi**

193 Sayılı Gelir Vergisi Kanunu'na göre, yatırım ortaklıklarının Kurumlar Vergisinden istisna edilmiş olan portföy kazançları %15 oranında vergiye tutulmuştur.

Gelir Vergisi Kanunu'na göre, kurumların indirim ve istisnalar düşülmeden önceki kurum kazancından düşüldükten sonra kalan kısım menkul sermaye iradı sayılmış ve gelir vergisi stopajına tabi tutularak bu oran %40 olarak belirlenmiştir. Bir başka deyişle GYO'nun elde etmiş olduğu kazançlar gelir vergisi stopajına tabi tutulmamaktadır. (93/5148 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı) (Özcan, 2013, s.71) Böylelikle, doğacak fonları tekrar yatırımda kullanabilme avantajı sağlanmıştır.

### **1.12.3. Katma Değer Vergisi**

GYO'ların ticari faaliyetleri çerçevesinde yaptıkları alım, satım ve kiralama hizmetlerinin Katma Değer Vergisi'ne tabi tutulması ortaklar için önemli gelir kaybına neden olmaktadır. (Özcan, 2013, s.71) Ayrıca KDV avantajının sağlanmamış olması, GYO'ların kayıt dışılık ile mücadelede olumsuz etkilenmesine neden olabilmektedir. (Çolak ve Alıcı, 2001, s.90-91) SPK denetimindeki GYO'ların

bu vergilere tabi olması nedeniyle haksız rekabete yol açıldığı düşünülse de, sektörün kayıt içine alınmasında GYO'ların katkısı önemlidir. (Üreten, 2007, s. 128)

Diğer yandan, GYO'ların esaslı faaliyetlerinden olmayan gayrimenkul sertifikası, varlığa dayalı menkul kıymet, hisse senedi ve dövize yapılan yatırımlara KDV uygulanmamaktadır. Ancak bu istisna, bu işlemleri yapan herkese uygulandığı için GYO'ya özel bir vergi avantajı sağlamamaktadır. (Ergene, 2010, s.300)

#### **1.12.4. Emlak Vergisi**

Emlak vergisi kanunu açısından GYO'lar malik olarak tasarruf ettikleri bina, arsa ve araziler bakımından emlak vergisi ödemekle yükümlüdürler. Yıllık olarak ödemekle yükümlü oldukları vergi oranları; binalarda %0,2 iken meskenlerde %0,1, arsalarda %0,3 olan oran arazilerde ise %0,1'dir. (Çolak ve Alıcı, 2001, s.90-91)

#### **1.12.5. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları'ndan Elde Edilen Kazançların Vergilendirilmesi**

GYO'dan elde edilen kazançların vergilendirilmesini, kurumsal yatırımcılar ve bireysel yatırımcılar olmak üzere iki başlıkta ele alabiliriz. Bu durumun nedeni, vergileme rejimindeki farklılıklardır.

##### **1.12.5.1. Kurumsal Yatırımcılar**

**Temettü Kazançları:** GYO'lar sermaye şirketi olarak işlem gördüğünden dolayı bu doğrultuda elde edilen gelirler temettü kazancı olarak değerlendirilmektedir. 1.1.1999 tarihinden itibaren kurumların GYO'dan kazandıkları kar payları kurumlar vergisi ile gelir vergisi stopajına tabi tutulmaktadır. (Özcan, 2013, s. 72-73)

**Elden Çıkarma Kazançları:** Kurumlar GYO hisselerini elden çıkararak bir tür değer artış kazancı elde ederler. Elde edilen bu kazançlar belli şartlarda vergilendirilmemektedir. Kurumların en az 2 yıl boyunca aktiflerinde buldukları hisse senetlerini elden çıkarmalarıyla elde ettikleri kazançlar kurumlar vergisine tabi tutulmamaktadır. Ancak bu noktada, satışın yapıldığı yıl içinde kurum sermayesine ilave edilmek şartı vardır. Kurumlar iktisap edip en az 2 yıl aktifinde buldukları hisse senetlerinin maliyet bedelini iktisap ettikleri ve elden çıkardıkları yıllar hariç olmak üzere aktiflerinde buldukları her yıl için yeniden değerlendirme oranında arttıracaklardır. Ayrıca bu tutarı satış tutarından indirerek ulaştıkları kısmı

sermayelerine ilave etmemeleri halinde kurum kazancına dahil ederek bunu beyan etmeleri gerekmektedir. Bu durumda vergilendireceklerdir (Aydın, 2000, s.97).

#### **1.12.5.2. Bireysel Yatırımcılar**

**Temettü Kazançlar:** 2009/14594 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı uyarınca gayrimenkul yatırım ortaklıklarının kazançları dağıtılsın veya dağıtılmasın uygulanacak stopaj oranı %0 olarak tespit edilmiştir. Bir başka deyişle, tam mükellef gerçek kişilerce elde edilen kar payı üzerinden Tevfik suretiyle vergi alınmayacaktır.

Tam mükellef gerçek kişilerce elde edilen temettü gelirinin yarısının, varsa tevkif suretiyle vergilendirilmiş diğer menkul ve gayrimenkul sermaye iratları ile birlikte toplam tutarının beyan sınırını aşması durumunda, temettü gelirinin yarısı yıllık beyanname ile beyan edilecektir. (Urak, 2016, s. 166)

**Elden Çıkarma Kazançları:** Bireysel yatırımcılar, GYO hisselerini elden çıkararak değer artış kazancı elde ederler. Değer artış kazançları vergileme kapsamına girmektedir. Değer artış kazancının bir kısmını, kazançların hesabında temettü vergilenmesinde adı geçen indirim oranının uygulanması koşuluyla, vergileme dışı bırakması mümkündür. (Özcan, 2013, s. 75)

## İKİNCİ BÖLÜM

### RİSK VE GAYRİMENKULDE RİSK

#### 2.1. RİSK

##### 2.1.1. Risk Kavramı

Risk kelimesinin kökeni ya Arapça rızık/ rısk (risq) ya da Latince riziko (risicum) sözcüklerinden ortaya çıktığı söylenmektedir. (Tevfik, 1997, s.1) Rızık, rassal ve istenen iyi bir sonuç anlamı kazanmakta iken riziko ise rassal ve istenmeyen kötü bir sonuç anlamı taşımaktadır. (Yalçınkaya, 1986, s. 10)

Risk, belirli bir zaman aralığında, hedeflenen bir sonuca ulaşamama, kayba ya da zarara uğrama olasılığı olarak tanımlanmaktadır. (Fıkrkoca, 2003, s.24) İstenmeyen bir olayın oluşma olasılığı ve oluşması durumunda yaratacağı olumsuz etkinin şiddeti olarak da tanımlanmaktadır. En genel anlamıyla risk kavramı; gerçekleşen sonuçların planlanan ya da tahmin edilenlerden, olumlu ya da olumsuz yönde sapma göstermesidir. (Bolak, 2004, s.3)

Burada dikkat edilmesi gereken nokta; gerçekleşen sonuçlarla beklenen sonuçlar arasındaki sapmanın her zaman olumsuz olması gerekmediği, olumlu yönde sapmaların da gözlenebileceği ve risk kavramının bu iki durumu birlikte temsil ettiği. (Schuyler, 2001, s. 6) (Mert, 2012, s. 16)

Al-Bahar ve Crandall risk kavramını olumlu ve olumsuz yönleriyle ele almayı tercih ederek riski şu şekilde tanımlamışlardır; (Jamal, 1990, s.533) (Mert, 2012, s.16)

*“Risk, bir belirsizlik sebebiyle, projenin amacını olumlu ya da olumsuz etkileyecek olaylara maruz kalma ihtimalinin gerçekleşmesidir”.*

Bu tanım ile risk üç öge ile açıklanmaktadır. Bunlar;

- Risk olayı
- Olayın belirsizliği
- Potansiyel kazanç/kayıp

Risk olayı, ortaya çıkması halinde projeyi olumlu ya da olumsuz etkileyecek olaydır. Olayın meydana gelme ihtimali olmalıdır (olayın belirsizliği). Sonucu ne olursa olsun, eğer bir olayın meydana geleceği kesin ise bu durum risk yaratmaz. Olayın gerçekleşmesi kazanç ya da kayıp ile sonuçlanmalıdır (potansiyel kayıp/kazanç).

Riskin iki temel bileşeni vardır. Bunlar;

- Belirli bir sonuca ulaşamama olasılığı ya da istenmeyen bir olayın oluşma olasılığı (olasılık)
- Sonuca ulaşamama olasılığı ya da riskin oluşması durumunda sonuca etkisi (etki)

**Risk = f ( olasılık, etki)**

### **2.1.2. Belirsizlik Kavramı**

Belirsizlik kavramı da risk kavramıyla yakın anlamdadır. İleride hesaplanan veya beklenen durumun ya da şartların oluşup oluşmayacağını kestirilememesi durumudur. Belirsizlik bize riskin oluşma olasılığının ölçüsünü verir. (Fıkrkoca, 2003, s.29) Başka bir deyişle riskin belirsizlik durumunda oluştuğunu söyleyebiliriz. (Kaya, 2010, s. 4)

Her risk, tehdit ve meydan okumayı da beraberinde getirir. Her bir fırsat, başarısızlığı öngörenler için bir tehdit iken kazanabileceğini düşünenler için bir meydan okumadır.

Risk ve belirsizliğin ayrımını şu şekilde yapmak da mümkündür; sonuçlar konusunda uzmanlar birlikte olasılık dağılımları çıkarabiliyorlarsa risk, uzmanlar bu konuda bir anlaşmaya varamıyorsa belirsizlik adını alır. (Tevfik, 1997, s.2)

### **2.1.3. Fırsat Kavramı**

Fırsat kavramı, belirsizlik durumunda kâr veya fayda sağlama olasılığı olan, riskin olumlu ifadesi olarak tanımlanabilir. Gerçek bir fırsat yok ise, riskli bir faaliyet sürdürmenin de anlamı yoktur. Bu yüzden risk alınırken, mutlaka getireceği fırsatlar irdelenmelidir. (Fıkrkoca, 2003, s.34)

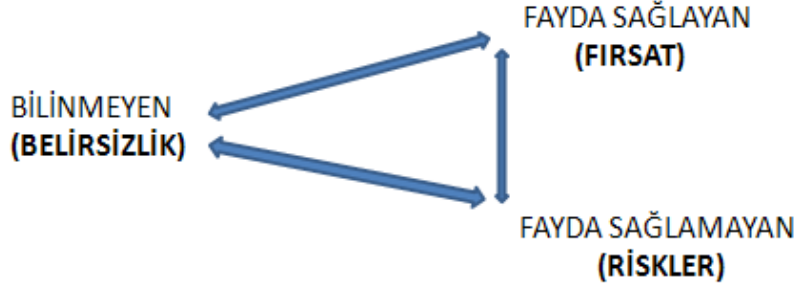
### **2.1.4. Olasılık Kavramı**

Riskin yakından ilişkili olduğu bir diğer unsur ise olasılıktır. Olasılığı bir olayın gerçekleşme şansının ölçüsü olarak tanımlayabiliriz. Matematiksel açıdan olasılık belirli türden olayların, belirli sayıda gözlem ve ya deney sonucu ortaya çıkma şansının saptanmasıdır.

### 2.1.5. Belirsizlik – Risk ve Fırsat Arasındaki İlişki

Faydalı olsun ya da olmasın, gelecek hakkında bilinmeyenler “belirsizliği” meydana getirir. Faydalı olabilecek sonuçların olasılığı “fırsat” olarak görülürken, bu sonuçlar içerisinde fayda sağlamayanlar ise “risk” i ifade ederler.

Şekil 1. Risk -Belirsizlik- Fırsat- İlişkisi



(Kaynak: Kaya, 2010, s.6)

### 2.1.6. Risk Yönetim Süreci

Risk ve belirsizlikle karşı karşıya kalan yönetici sırasıyla şu yaklaşımı izleyebilir. (Tevfik, 1997, s.2-4)

- Riskin Tanımlanması
- Riskin Ölçülmesi
- Riskin İrdelenmesi
- Riskin Değerlendirilmesi

#### 2.1.6.1. Riskin Tanımlanması

Riskli olduğu düşünülen önemli değişkenlerin gizli etki ve kimliği konusunda belirsizlik azaltılmaya çalışılırken, önemli değişkenler ve bu değişkenlerin etkisini ortaya koymak için geleceğe yönelik planlama araçları kullanılabilir.

#### 2.1.6.2. Riskin Ölçülmesi

Bu aşamada ki amaç projelerin tek başlarına hangi risk sınıflarına gireceğini belirlemektir. Risk ölçümü sonucu, yöneticiyi projenin bireysel riskinin yüksek, orta ya da düşük olup olmadığı hakkında bilgilendirir. Ancak, projenin üstlenilip üstlenilmemesi hususunda herhangi bir görüş bildirmez.

### **2.1.6.3. Riskin İrdelenmesi**

Yönetimin riski irdelenmesi konusunda, bir projenin toplam riske olan etkisi ön plandadır ve bu durum göz önünde bulundurulmalıdır. Eğer firmanın amacı paydaşların servetini artırmak ise; yönetimin, getirisi sermaye piyasasında beklenen getiriye aşmayan projelere yatırım yapmaması gerekmektedir. Sermaye piyasasında getiriye risk primleri de dahildir. Yüksek riskli projeler, sermaye piyasasındaki fırsatlara bağlı olarak yüksek getiri sağlamalıdır. Bu yüzden benzer projeler, risklerine göre ayrı ayrı sınıflara ayrılarak, bu risk sınıfı içine giren projeler için riske göre ayarlanmış uygun iskonto (verim) oranları çıkarılmalıdır.

Bu yaklaşım, tek bir projeye firmanın toplam riski arasındaki ilişkileri göz önüne almaktadır.

### **2.1.6.4. Riskin Değerlendirilmesi**

Yönetici, sadece yukarıda bahsedilen yaklaşım ile yetinemez, ayrıca soyut ve ölçülemeyen faktörleri de göz önünde bulundurmalıdır. Bunun yanı sıra, hesaplamalarda kullanılan tüm varsayımların net şimdiki değere olan duyarlılıkları sınanmalıdır.

Bu aşamadan sonra, son olarak projenin benimsenmesi söz konusu olabilir.

## **2.2. GAYRİMENKULDE RİSK**

### **2.2.1. Taşınmazlarda Kredi Riski**

Gayrimenkul finansmanının kurumsal bir yapı içerisinde çözümlenmesinde, ipotekli konut kredilerinin verilmesi ve bunların sürdürülebilir nitelikte olmaları ipotek piyasalarının gelişimi açısından oldukça önemlidir. Sermaye piyasaları gelişmiş olan ülkelerde ki ipotek konut kredisi veren kurumlar, yeni kredilere imkân sağlamak amacıyla düzenlemiş oldukları kredileri satarak veya bu kredilere dayalı menkul kıymet ihraç ederek kendilerine fon sağlamaktadırlar.

Gayrimenkul projelerinde hem borç verenler hem de yatırımcıları borç verirken ve yatırım yaparken çeşitli risklere maruz kalırlar. Bundan dolayı taşınmaz sektörüne finansman sağlayan borç verenler ve bu sektörde yatırım yapanlar, verdikleri



borçların ve yaptıkları yatırımların geri dönüşe bilirligi konusunu belli bir risk altında telafi etmek için çalışırlar. (William B. Brueggeman, 2011, s. 79) (Mert, 2012, s.59) Alternatif olarak yatırımcılar belirli olan borç ve yatırımlardan ayarlanmış olan risk ve getirileri sağlamaya çalışırlar.

Gayrimenkul yatırımlarında karşılaşılan kredi riskleri aşağıdaki başlıklarda açıklanmıştır.

### **2.2.1.1. Temerrüt Riski (Kredi Riski, Ödenmeme Riski) (Default Risk)**

Finansal dünyada şirketler iflas edebilirler. Dolayısıyla, bu şirketler, ihraç ettikleri tahvillerin ne anaparasını, ne de faizi ödeyebilirler. Yani tahvilleri riskli menkul kıymetlerdir. Bu durumun aksine, devlet, hem halktan vergi topladığı hem de para basma yetkisine sahip olduğu için devlet tahvilleri için böyle bir risk söz konusu değildir. Ancak, şirket tahvillerinin taşıdığı risk büyüktür. Dolayısıyla, daha fazla riski üstlenenlere daha fazla ödeme de yapılması doğaldır. Bunun sonucu olarak, şirket tahvillerinin hasılatı, devlet tahvillerininkinden fazla olmalıdır. (Ufuk Başoğlu vd., 2001, s.135)

Borç verenlerin asıl düşündükleri konu ise; vermiş oldukları ipotek kredilerini ödemekle yükümlü olan borç alanların yükümlülüklerini yerine getirememeleridir. Bu durum borçları ödeyememe “default risk” olarak tanımlanmaktadır. (Türk Dil Kurumu İktisat Terimleri Sözlüğü) (Mert, 2012, s.60) Default risk, borcun ve bireysel borç alanların kredi değerliliğinin niteliğini değiştirmektedir. Borç alanların yükümlülüklerini yerine getirmemeleri borç verenleri gereğinden fazla prim ya da daha fazla faiz isteklerinden dolayı sorumlu hale getirir. Borcu geri ödeyememe riski borç oluştuktan sonra borcu ödemekle yükümlü olanın gelirlerinin düşmesiyle de ilişkilidir. Bu nedenle de gelecek dönemlere ait olan ödemeler riskli hale gelir. İleri ki dönemlerde taşınmaz mülkünün değeri kredi borcu bakiyesinin altına düşmesi, borçlunun ileriki dönemlerde ödemelerini yerine getirememesi ve yatırım için finansman sunan alacaklının kaybı ile sonuçlanabilir. (Mert, 2012, s. 60)

Kredi geri ödemelerinin gerçekleşmemesi durumunda, ipotekli gayrimenkul kredi veren kurum tarafından satılarak, kalan kredi bakiyesinin tahsili yapılabilir. (Yıldırım, 2012, s. 46)

### 2.2.1.2. Faiz Oranı Riski (Interest Rate Risk)

Belirsizliklerin ve olumsuzlukların oldukça hâkim olduğu günümüz dünyasında yatırımlar ve borç fon sağlama düzeyi revaçtadır. Bunun sebebi ise; gelecekte daha fazla tasarruf yapma, mülk sahipliğine olan talepteki artış ve gelecekte beklenen enflasyon seviyesidir. Hem yatırımcılar hem de borç verenler faiz oranı riskine maruz kalmaktadırlar.

Faiz oranı riski, pazar faiz oranlarındaki değişimlere bağlı olarak kredi veren kurumun uğradığı zararı ifade etmektedir. Başka bir deyişle, piyasa faiz oranının yükselme ya da düşme olasılığını faiz oranı riski ifade etmektedir. Belirli faiz getirisine sahip olan menkul kıymetlerin piyasa fiyatlarında ve verimlerinde meydana gelen değişimlere piyasa faiz oranında oluşan değişimler yol açmaktadır. Faiz oranı riski, sabit faizli menkul kıymetler için esas olan bir risk türüdür. Yani, piyasa faiz oranının yükselmesi durumunda, sabit getirili menkul kıymetlere yatırım yapan yatırımcı zarar görür. Faiz oranı riski, faiz oranının en düşük olduğu zaman en az düzeye çıkarken, en yüksek olduğu zamanda ise, maksimum düzeye çıkmaktadır. Faiz oranlarının değişmesinin tahvil gelirleri üzerindeki bir diğer etkisi ise, tahvillerden sağlanan gelirlerin yeniden yatırıma yönltilmesinde ortaya çıkan risk, yeniden yatırım oranı riski olarak ifade edilebilir. (Yıldırım, 2012, s.46)

Borç gerçekleşikten sonra ekonominin içinde bulunduğu koşullar büyük ölçüde olumsuz bir şekilde değişikliğe girmesi belirli olan borcun riskli hale gelmesine neden olur. (William B. Brueggeman, 2011, s.80) (Yıldırım, 2012, s.46) Ekonomide oluşan değişikliğin büyüklüğü borcun meydana geldiği andakinden daha yüksek faiz oranlarının oluşmasını sağlar. Kurum sabit faizli ipotek kredisi vermiş ve sonrasında para piyasalarında faiz oranları yükselmiş ise parasını düşük getiri ile bağlanmasından dolayı zarara uğramaktadır. İpotek kredilerinin vade yapılarının genellikle uzun süreli olmaları, kredi veren kurum açısından faiz oranı riskinin önemini arttırmaktadır. (Mert, 2012, s.61)

### 2.2.1.3. Erken Ödeme Riski (Prepayment Risk)

Finansal aktif ihraç eden işletmeler, finansal aktiflerini vadesinden önce geri satın alma şartıyla satabilirler. Bundan dolayı, eğer uzun vadede faiz oranları düşerse, daha yüksek faiz ödememek adına, vadesinden önce finansal kıymetlerini

geri satın alabilirler. Bu sayede, daha düşük faizli yeni finansal aktif çıkarma olanağı bulabilirler. Şüphesiz ki, bireylerin bu tür finansal kıymetleri satın almalarını sağlamak için, bu tür finansal aktiflerin faiz oranları diğerlerinden yüksek tutulmalıdır. (Ufuk Başoğlu vd., 2001, s.136)

Bazı kredi verenler, borçlulara vadenin sonunu beklemeden, önce borcu ödemeleri için izin verirler. Bu durum borçlular için borçlarını erken ödeme imkânı tanınmasıdır. Bu sayede, borçlanarak almış olduğu mülkleri satarak elde ettiği gelirle mülk almak için katlandığı borcun kalan bakiyesi ödenebilir. (William B. Brueggeman, 2011, s.80) (Yıldırım, 2012, s. 47)

Kredi veren kurum açısından piyasa faiz oranlarının yüksek olduğu dönemde erken ödeme riski düşük, faiz oranlarının düşük olduğu dönemlerde ise risk yüksektir. Böyle bir riskin varlığı nakit akımlarında yaşanabilecek düzensizlikler nedeniyle ipotek kredilerine dayalı menkul kıymetleri ihraç edenler ve yatırımcılar açısından önem arz etmektedir. (Hepşen,

<http://www.alomaliye.com/2007/07/31/ipotek-piyasasi-ve-karsilasilan-riskler/>)

#### **2.2.1.4. Likidite Riski (Liquidity Risk)**

Likidite riski, ipotek kredilerinden ziyade bunlara dayalı çıkartılan menkul kıymetlerin vadesinden önce nakde çevrilememesi durumunda ortaya çıkmaktadır. İkinci el ipotek piyasasının gelişmiş olduğu ülkelerde çıkartılan menkul kıymetlerde bu risk menkul kıymetlerin gerektiğinde satılarak kolaylıkla nakde çevrilmesinden dolayı çok daha düşüktür. (Hepşen,

<http://www.alomaliye.com/2007/07/31/ipotek-piyasasi-ve-karsilasilan-riskler/>) İyi yapılanmış olan pazarlarda, menkul değerler daha düşük prim gerektirerek kolaylıkla elden çıkarılabilirken ipoteğe dayalı çıkartılmış menkul kıymetler daha zor nakde çevrilebilmektedir.

Likidite riskinin yatırım aracının alış ve satış fiyatları arasındaki fark üzerinden ölçümlenmektedir. (Teker, 1996, s.21)

## 2.2.2. Taşınmazlarda Diğer Riskler

Bir yapının gerçekleştirilebilmesi için gerekli plan, kesit, görünüş gibi çizimlerinin tümü “proje” olarak adlandırılmaktadır. (Açlar, Çağdaş, 2002, s. 459)

Maliyet, süre ve kalite bakımından projenin analizinin yapılması, bir gayrimenkul projesinin planlanmasındaki en önemli aşamalarındandır. Gayrimenkul sektöründeki rekabet ve riskler düşünüldüğünde planlama ve maliyet kontrolü için hızlı ve verimli yöntemlere gereksinim duyulmaktadır. Yatırım aracı olarak gayrimenkul, yatırılan sermaye, beklenen gelir/değer artışı ve risk arasındaki ilişkiler göz önüne alınarak değerlendirilmelidir. (Attila, 2010, s.388)

Gayrimenkul yatırımlarını diğer sektörlerden ayıran bazı özellikler vardır. Bunlar; sahip olduğu kendine özgü özellikleri, üretim yerinin her projede değişmesi, üretimin tekrarlanamaz oluşu, açıkta imalat yapılması, çevresel faktörlerden etkilenmesi, değişik tipte ve büyüklükte riskler altında oluşudur. (Sorguç, 1993, s.46)

Projeden, ülkeden ve pazardan kaynaklanan birçok belirsizlik, gayrimenkul projelerinde risk yönetimi uygulamalarını zorlaştırmıştır. Bu yüzden gayrimenkul projelerinde, risk yönetim sistemlerinin geliştirilmesi ve kullanılması kaçınılmaz hale gelmiştir. (Mert, 2012, s.62)

### 2.2.2.1. İşletme Riski (Business Risk)

Gayrimenkul yatırımcıları iş dünyasının riskli yatırımcıları olarak görülürler. Bu yatırımcılar, emlaktaki gelirin değişkenliğinden etkilenerek ekonomideki hareketlilikten dolayı işletme riskine maruz kalırlar. (William B. Brueggeman, 2011, s.419) (Mert, 2012, s.63)

Ekonomik koşullarda meydana gelen değişiklikler gayrimenkul sektörünü gayrimenkul sektörüne bağlı diğer sektörlerle nispeten daha fazla etkilemektedir. Talep yapısındaki değişme, nüfus yapısındaki değişme ve diğer değişmeler ülkenin çoğu bölgelerinde ve yerleşim yerlerinde farklı büyüme oranlarına neden olur. Gayrimenkuller de büyük oranda bu risklerden etkilenirler. (Mert, 2012, s.49).

### 2.2.2.2. Finansal Risk (Financial Risk)

İşletmenin borç ödeme yeterliliğinin azalması durumuna finansal risk denmektedir. Buradaki risk, firmanın faaliyetlerini öz kaynaklarıyla ya da yabancı kaynaklarla finanse etmesine bağlı olarak ortaya çıkmaktadır. Bir başka deyişle, firma gelirlerinin borçlanma sonucu sürekliliğini kaybetmesi ve başta ekonomik olmak üzere, çevresel koşullarda özel ya da genel bir değişikliğe ayak uyduramayarak, faiz ve kâr payı ödemelerini gerçekleştirecek gelir düzeyinin altına düşmesi tehlikesine finansal risk denir. (John D. Finnerty, ?, s.4) (Yıldırım, 2012, s. 49)

Yatırımcı açısından finansal risk, menkul kıymetlerine yatırım yaptığı işletmenin aşağıda sıralanan faktörlerine bağlı olarak artar. (Ufuk Başoğlu vd., 2001, s.215)

- İşletmenin borçlarının artması,
- Satışlarında dalgalanma,
- Hammadde fiyatlarında artış olasılığı,
- Grev,
- Üretimin modasının geçmesi,
- Rekabetteki artış,
- Çalışma sermayesi yetersizliği,
- Yönetim hataları vb.

Finansal risk, yatırımcı için aşağıda sıralanan faktörlere bağlı olarak azalabilir.

- Yatırım yapmış olduğu işletmenin teknolojisinin yenilenmesi,
- İşletmenin monopolistik patentlerin olması,
- Tüketicilerin işletmenin üretmiş olduğu mal ve hizmetleri seçmeleri,
- İşletmenin hammadde kaynaklarını denetleyebilme olasılığının artması,
- Sermaye artışlarının büyük ölçüde öz kaynaklar ile gerçekleştirilmesi,
- İşletmenin ihracat potansiyelinin artış göstermesi.

Bütün bu etmenler doğrultusunda, endüstrideki çeşitli firmaların menkul kıymetlerinden oluşturulacak olan iyi bir portföy ile finansal risk azaltılabilir. Hatta ortadan bile kaldırılabilir. Gayrimenkul varlık sahipleri ve borçlu yatırımcılar, geri ödememe risklerinin ve erken ödeme risklerinin yol açtığı karmaşık borç ilişkilerini

sonlandırmaya çalışmaktadırlar. Genellikle, ipotekli konut finansmanı ve ipotekli senet gelirlerinin bir havuzda toplandığı bir sistemdeki yatırımcılar ipotekli konut finansmanı borçlularının erken ödemelerini de dikkate alarak kendilerine özgü gelecek beklentilerini de içerecek şekilde nakit akışlarını değiştirmektedirler. (Francis X. Diebold vd., 2010, s.153) (Mert, 2012, s.64)

Gayrimenkul yatırımlarında Borcu finansman olarak kullanmak ve aylık borçlanma yoluyla yatırım yapmak finansal riski artırır. Bunun yanı sıra, finansal riskin derecesi borcun yapısına da bağlıdır. (William B. Brueggeman vd., 2011, s.420) (Yıldırım, 2012, s.51)

### **2.2.2.3. Likidite Risk (Liquidity Risk)**

Alıcının ve satıcının bulunduğu piyasalarda işlem hacminin yeterince fazla olmamasından dolayı likidite riski meydana gelir. Gayrimenkul yatırımlar, uzun dönemli ve sabit yatırımlar olduğu için bünyelerinde oldukça fazla likidite riski barındırırlar. (Yıldırım, 2012, s.51)

### **2.2.2.4. Enflasyon Riski (Inflation Risk)**

Enflasyondaki belirsizlik, reel getiride belirsizliğe yol açacaktır. Çünkü reel getiri enflasyona bağlıdır.

$$\frac{1 + \text{NOMİNAL GETİRİ ORANI}}{1 + \text{ENFLASYON ORANI}} = 1 + \text{REEL GETİRİ ORANI}$$

Enflasyon değiştikçe reel getiri de enflasyona bağlı olarak değişecektir. Enflasyon riski, faiz oranı riskiyle ilişkilidir. Genelde, enflasyon arttıkça faiz oranları artar. Çünkü borç veren, satın alma gücündeki kayıplarını karşılamak için ilave enflasyon primi talep edecektir.

Beklenmedik enflasyon yatırımcının getiri oranlarını azaltmaktadır. Eğer yatırımın getirisi enflasyona uğradıktan sonra yeterli seviyede yükselmez ise yatırımın gerçek getirisi düşer. (William B. Brueggeman vd., 2011, s.420) (Yıldırım, 2012, s.51-52)

### **2.2.2.5. Yönetim Riski (Management Risk)**

İşletmelerin iyi veya kötü yönetilmelerine göre ortaya çıkan risk türü yönetim riskidir. İşletmelerin başarıları büyük ölçüde yönetici kadrolarının yeteneklerine bağlıdır. Yapılan araştırmalar, işletmelerin başarısızlıklarının yönetim hatalarından

kaynaklandığını göstermektedir. Yönetim hataları sonucunda, işletmelerin satışları ve kârı azalabilmekle birlikte riski de artabilmektedir.

Çoğu gayrimenkul yatırımcıları, kiralanabilecek yerleri elde tutmayı ve bunu sürdürmeyi yönetmenin gerekliliği olduğuna inanırlar. Bu sayede yatırımın daha değerli hale geleceğini düşünürler. Bu yüzden yatırım getiri oranı ve yatırımcının kazancı bir noktada yöneticinin yetkinliğine bağlıdır. Bu durum yönetim riski olarak adlandırılmaktadır. (William B. Brueggeman vd., 2011, s.420) (Yıldırım, 2012, s.52)

#### **2.2.2.6. Politik Risk (Politic Risk)**

Yatırımcıların davranışları üzerinde bir çok olay etkilidir. Bunlardan bazıları; dünyada meydana gelen siyasi krizler, ekonomik krizler ve savaşlardır. Politik risk bir başka açıdan, uluslararası ticaretin hacmi ile de alakalıdır. Politik riskin unsurlarını koruma girişimlerinin, kotaların, döviz kurundaki dalgalanmaların veya yabancı sermaye yatırımlarının oluşturduğunu söyleyebiliriz. Bu risk, politik koşullarda meydana gelen değişmelerin, menkul kıymetlerin getirileri üzerinde yaratacağı değişiklikleri tanımlamakta kullanılan bir risk çeşididir. Politik riskin, ulusal ve uluslararası siyasi gelişmelerin yansımaları olarak ortaya çıkması muhtemeldir. (Ufuk Başoğlu vd., 2001, s.213)

#### **2.2.3. Çevresel Riskler (Environmental Risks)**

Belli bir seviyeye kadar gayrimenkulün değerini etkileyen etmenler tahmin edilebiliyor olsa da çok sayıda bilinmeyen belirsizliğe neden olabilmektedir.

Analiz yatırımcı gayrimenkul projesinin beklenen getirisini ve risklerini hesaplayarak, diğer gayrimenkul projelerinin beklenen getirileriyle karşılaştırmalıdır.

Gayrimenkulün değeri çevresel değişimlerden ve olası çevresel tehditlerden sık sık etkilenmektedir. (John D. Finnerty, ?, s.49) (Mert, 2012,s. 66) Bu noktada, çevresel riskler diğer risklere göre daha fazla zarara yol açarlar.

#### **2.2.3.1. Yer Riski (Location Risk)**

Diğer bir adı lokasyon riski olan bu risk türünü açıklamadan önce gayrimenkuldeki lokasyon kavramının öneminden bahsetmek gerekmektedir. Lokasyon, tüm gelir getiren taşınmazların ihtiyacıdır. Genel olarak, bir sahaya olan erişim kalitesi uygunluğun bir fonksiyonudur. (Yetgin, 2009, s.25)

Lokasyon da öne çıkan noktalar şunlardır;

- Görünürlük
- Manzara olanakları
- Diğer olanaklar

Görünürlük, sahanın ve/veya yapıların, genellikle, araç trafiği olan yoldan görünebilme durumudur. Manzara olanakları, sahanın bulunduğu bölgede, görselliği arttırıcı veya destekleyici bir takım özellikler bulunabilir. Bu tür görsel özelliğe sahip araziler için değerlendirme yapılırken bu olanaklar dikkate alınmalıdır.

Nüfus yapısındaki değişim, tüketici tercihleri, toplu ulaşım yollarına göre konumu ve ekonomik özel durumlar da gayrimenkulün mevkisiyle ilgilidir. Bu nedenle mevki (yer) gayrimenkulün değerini belirleyen en önemli etmenlerden biridir. (Yıldırım, 2012, s. 55)

#### **2.2.3.2. Makro Risk (Macro Risk)**

Ülke ekonomisi ile gayrimenkul sektörü arasında önemli bir bağ vardır. Ülke ekonomisinde gerçekleştirilen yatırımlar ve tüketim harcamaları ülkenin milli hesabı içerisinde önemi göz ardı edilemeyecek bir role sahiptir. Makro ekonominin gayrimenkul sektöründen etkilendiği diğer önemli bir nokta ise kredi piyasasındaki faiz oranlarıdır. Faiz oranları bütün ekonomik faaliyetleri etkileyen bir maliyet unsurudur. Gayrimenkul sektörü de faiz oranı üzerinde oldukça duyarlılığı olan bir sektördür. Borçla finansman şeklinde olan finansal risk gayrimenkul yatırımlarında önemli bir unsurdur. (John D. Finnerty, 1996, s.155) (Yıldırım, 2012, s.55)



## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI PERFORMANS ANALİZİ ve DEĞERLENDİRMESİ

#### 3.1. ARAŞTIRMANIN AMACI VE ÖNEMİ

GYO firmaların faaliyetleri ve diğer sektörler ile ilişkisi dikkate alındığında risk göstergelerinin belirlenmesi ve bu göstergelerin performans ile ilişkisi araştırmaya değer bir husustur. Önceki çalışmalarda bu iki husus farklı bağlamlarda ele alınmaya çalışılmıştır. Bununla beraber, bu çalışmalar sonucunda GYO risk göstergelerini bir bütün olarak ortaya koyan ve performans ile ilişkilendiren çalışma bulunmamaktadır.

Çalışma kapsamında yapılan araştırmanın amacı GYO'ların risk göstergeleri ile performansı arasındaki ilişkiyi incelemektir. Bu amaç kapsamında Şekil 2'de gösterilen araştırma modeli geliştirilerek GYO'lar açısından riskin performans ile ilişkisi analiz edilmiştir. Araştırma modelinin geliştirilmesinden önce GYO'lar üzerine yapılmış akademik çalışmaların detayları Tablo 3'de verilmektedir. Bu detaylı taramada GYO'lar üzerine yapılmış çalışmalar özetlenmektedir. Buna göre, bu çalışma kapsamında geliştirilen araştırma modeli ilk defa test edilecektir. Bu açıdan çalışmanın diğer akademik çalışmalardan ayrılmaktadır. Bununla beraber, GYO risk göstergelerini yazında diğer sektörlerde belirtilen göstergelerden farklı olarak firmaların detaylı analizleri sonucunda seçilmişlerdir. Bu çalışma kapsamında Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren 27 GYO üzerinden analizler yapılarak yatay kesit formunda inceleme yapılmıştır. Bu bağlamda firma temelli yapılan bu kapsamlı analiz salt GYO endeksi üzerine yapılan çalışmalara göre daha fazla bilgi içermektedir.

Çalışma sonuçlarının hem GYO yöneticileri açısından hem de GYO yatırımcıları açısından önemli sayılacak sonuçları ortaya konması hedeflenmektedir. Hangi risk göstergelerinin GYO performansı ile ne boyutta ilişkide olduğu sektör katılımcıları açısından önemlidir.

**Tablo 3. GYO ile ilgili Literatür Tarama Tablosu**

Yazar (tarih)	Çalışmanın Türü	İncelenen Ana Konular	Çalışmanın Yapıldığı Ülke	Çalışmada Kullanılan Analiz Yöntemi	Çalışmada Kullanılan Değişkenler	Temel Bulgular
Akkaya, Kutay ve Tükenmez (2005)	Kavramsal	Gyo'nun genel nitelikleri	Türkiye	Yok	Yok	Gyo'lar enflasyon karşısında yatırımcıları koruyan önemli bir araçtır.
Aytekin, Kahraman (2015)	Analiz	XGMYO Şirketlerinin Finansal Etkinlikleri	Türkiye	Veri Zarflama Analizi Yöntemi	Genel Yönetim Giderleri, Finansman Giderleri, Ödenmiş Sermaye, Net Aktif Değer, Net Dönem Karı, Piyasa Değeri	Türkiye'de gayrimenkul sektörü, ekonomik gelişmelere paralel olarak büyümektedir.
Çoşkun, Pınar (2014)	Uygulama	Sermaye varlıkları fiyatlandırma modelinin geçerliliği	Türkiye	Sermaye varlıkları fiyatlandırma modeli, Üç Farklı Panel Regresyon Modeli	Piyasa değeri, Piyasa değeri /defter değeri oranı , Piyasa risk priminin hisse senedi getirisini açıklama gücü	Hisse senedi getirisini açıklamada sermaye varlık fiyatlama modelinin yeterli olamaması ile ilgili bulgular firmaya özgü faktörlerin de açıklayıcı değişken olarak kullanılması sonucunu doğurmuştur.
Demir, Terzioğlu (2014)	Analiz	Menkul kıymet yatırım ortaklıklarının İMKB 100 Endeksi üzerine etkileri	Türkiye	Çok Değişkenli Regresyon Analizi	İMKB menkul kıymet yatırım ortaklığı endeksi, bu ortaklıkların market kapitalizasyonu, portföylerinde bulundukları hisse senetlerinin toplam değeri ve çıkarılmış sermayelerinin toplam değeri	Kurulan ilk modelde menkul kıymet yatırım ortaklıklarının toplam market kapitalizasyonunun İMKB 100 üzerinde anlamlı bir etkisi tespit edilememiş olup ikinci modelde menkul kıymet yatırım ortaklığı endeksi İMKB 100 Endeksi üzerinde çok güçlü bir etkiye sahiptir.

Demireli, Başçı ve Karaca (2014)	Uygulama	İşletme sermayesi ve performans göstergeleri arasındaki ilişkiler	Türkiye	Panel Regresyon Analizi	Aktif Karlılığı, Net Kar /Toplam Aktif, Öz sermaye Karlılığı, Net Kar / Öz sermaye, Cari Yıl Piyasa Değeri / Cari Yıl Defter Değeri, TOBIN Q, [(Kısa Vadeli Borçlar + Uzun Vadeli Borçlar+Firmanın Piyasa Değeri) / (Toplam Aktifler)], Alacak Devir Hızı, Net Satışlar / Ticari Alacaklar, Stok Devir Hızı, Net Satışlar / Stoklar, Likidite Oranı, [(Hazır Değerler + Menkul Kıymetler)/ Kısa Vadeli Borçlar], Kaldıraç Oranı, [(Kısa Vadeli Borçlar + Uzun Vadeli Borçlar)/ Toplam Aktifler], Cari Oran, Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Borçlar, Dönen Varlık / Toplam Aktif, Cari Yıl Satışlar, Cari Yıl Piyasa Değeri	İşletme sermayesi kavramı bilançolarda çekirdek sermaye olması nedeniyle önemli bir unsur olarak olmazsa olmaz unsurlar arasındadır.
Deran, Sarıay ve Savaş (2013)	Analiz	Menkul kıymet yatırım ortaklıkları ve gayrimenkul yatırım ortaklıklarının finansal performans karşılaştırması	Türkiye	Bağımsız Örneklem t Testi ve Mann-Whitney U Testi	Aktif Karlılığı, Öz Sermaye Karlılığı, Hisse Başına Kar ve Piyasa Değeri/Defter Değeri	Analiz sonuçlarına göre yatırımcıların tasarruflarını MKYO işletmelerinden ziyade GYO işletmelerinde değerlendirmeleri daha uygun olabilir.

Erdoğan (2008)	Kavramsal	Gyo'ların gelir yapıları ve temel yasal düzenlemeleri	Türkiye - Dünya	Yok	Yok	GYO'lara ilişkin düzenlemeler, hem düzenleme amaçlarının "okunması" ve hem de "gerçekleşmeler" bazında amaca ulaşıp ulaşılmadığının test edilmesi için önemlidir.
Gökgöz (2008)	Analiz	Sermaye varlıkları fiyatlandırma modelinin İMKB'de uygulanabilirliği	Türkiye	Sermaye varlıkları fiyatlandırma modeli, Zaman Serisi Regresyonu, Kesit Regresyonu	SMB ve HML portföylerinin getirileri, Piyasa Değeri/Defter Değeri oranı	Üç Faktörlü Modelin son yıllarda özellikle gelişmiş sermaye piyasalarında uygulama alanı bulduğu gözlemlenmiştir.
Özkul (2001)	Kavramsal	Gyo'lar ve Türkiye Değerlendirmesi	Türkiye	Yok	Yok	Sektörün yeni kurulan şirketlerden oluşması sebebiyle portföylerin geliştirilme aşamasında oldukları görülmüştür.
Özus (2001)	Kavramsal	Gyo'ların planlamaya ve kentsel gelişime etkileri	Türkiye	Yok	Yok	Gyo'ların gelişme ivmeleri göz önüne alındığında yakın gelecekte kentleri etkileyebilecek kapasite olabilecekleri düşünülmektedir.
Satır (2001)	Analiz	Yatırım fonlarının karşılaştırmalı risk analizi	Türkiye - Global	Genelleştirilmiş otoregresif koşullu değişen varyans modeli	Menkul kıymetlerin A Tipi Hisse Senedi Fonu XU100 Endeksleri	XX. yüzyılın ikinci yarısından sonra, Dünya genelinde uygulanan liberalizasyon politikaları, ülkelerin finansal fon akımlarının olumsuz etkisi altında kalmasına neden olmuştur.
Şahin (2008)	Uygulama	Yatırım fonlarının performans ölçümü	Türkiye	Performans ölçüm yöntemlerinden Sharpe, Treynor ve Jensen endeksleri	Yatırım fonlarının aylık getirileri	Türkiye'de faaliyet gösteren A tipi yatırım fonlarının piyasadan daha düşük bir performans göstermekte olduğu buna karşılık B tipi fonların ise piyasadan daha iyi performans gösterdikleri görülmüştür.

Şahin (2010)	Kavramsal	Gyo'ların kentsel gelişmeye ve planlamaya etkileri	Türkiye	Yok	Yok	Gyo'ların yakın gelecekte kentsel gelişme ve planlamaya etkilerinin büyük olabileceği söylenebilir.
Şarkkaya (2007)	Kavramsal	Türkiye'deki Gyolara ilişkin sektör analizi	Türkiye	Yok	Yok	Türkiye'deki Gyo piyasasının küçük fakat gelişme potansiyeli yüksek bir yapıya sahip olduğu görülmektedir.
Türkmen (2011)	Analiz	İMKB'de işlem gören Gyo'ların finansal etkinliklerinin değerlendirilmesi	Türkiye	Veri Zarflama Analizi	Genel Yönetim Gideri, Pazarlama, Satış ve Dağıtım Gideri, Toplam Borç – Alınan Sipariş Avansları/ Net Aktif Değer, Net Aktif Değer, Net Dönem Karı	Daha az gider ve borç oranı ile aynı net dönem karı ve net aktif değerini elde edebilmeleri mümkün görünmektedir.
Cimit (2001)	Kavramsal	Türkiye'de Gyo	Türkiye	Yok	Yok	Gyo'lar gayrimenkul sektöründe önemli bir role sahiptir.
Yetgin (2006)	Kavramsal	Dünya'da Gyo	ABD, AB ve Malezya	Yok	Yok	Gyo modeli uygun bir yatırım aracı olarak talep görmeye başlamıştır.
Urak (2016)	Kavramsal	Gyo'lara sağlanan vergisel teşvikler	Türkiye	Yok	Yok	Gyo'ların yaygınlaşması ve ülke ekonomisine katkılarının artırılması amacıyla birçok vergisel teşvik düzenlenmiştir.
Yener, Karakuş (2012)	Analiz	Sermaye yapısı ve firma değeri ilişkisinin farklı aktif büyüklüklerde karşılaştırılması	Türkiye	Panel Veri Analizi	Hisselerin aylık getirileri, Toplam borçlar/Toplam aktif oranı, KVB/Toplam Aktif oranı , UVB/Toplam Aktif Oranı	Sermaye yapısının firma değerine etkisi olmadığını savunan teoriler ile sonuçlar uyuşmamaktadır.
Akgül (2001)	Kavramsal	Türk hukukunda Gyo	Türkiye	Yok	Yok	Gyo küçüktasarruf sahipleri ve gayrimenkul yatırımcıları açısından çok çekici bir yatırım aracıdır.
Akkaya (2010)	Kavramsal	Kamu-Özel sektör işbirlikleri ve Gyo'larla ilişkisi	Türkiye	Yok	Yok	Kamu-Özel Sektör İşbirliğinin sağlanabilmesinde GYO' nun araç olarak kullanılabilmesi mümkündür.

Çıkılı (2010)	Kavramsal	Türkiye'de gayrimenkul sektörü ve Gyo	Türkiye	Yok	Yok	Gyo'lar gayrimenkul sektörünün sürdürülebilir finansman sisteminin oluşturulması ve sektörün kurumsal bir yapı tarafından şekillendirilmesi gibi sorunlara çözüm olacağı muhakkaktır.
Göktepe (2003)	Kavramsal	ABD ve Türk Hukuklarında Gyo	Türkiye - ABD	Yok	Yok	Gyo yöneticilerin genel olarak tebliği yeterli buldukları fakat bazı konularda değişiklik yapılmasını istedikleri ortaya çıkmıştır.
Güven (2006)	Uygulama	Gyo ve Gyo'ların hisse senetlerinin verimini etkileyen faktörler üzerine İMKB'de uygulama	Türkiye	Çok Değişkenli Regresyon Analizi	Getiri endeksinin kapanış fiyatlarına göre aylık ortalama değerinin birinci logatirmik farkları, Kapanış fiyatlarına göre günlük endeks verileri, İMKB 30 endeksi, Devlet iç borçlanma senetleri, Kur	Gyo endeksindeki değişim, İMKB 30 endeksinin değişim oranıyla pozitif yönlü bir kolerasyona sahiptir. Gyo endeksindeki değişme ile döviz kur sepeti arasındaki ilişki de anlamlı sonuç vermektedir.
Hayta (2009)	Analiz	Gyo ve performans değerlendirmesi	Türkiye	4 farklı Regresyon Modeli	GYO hisse senetlerinin aylık getiri, öz sermaye ve piyasa değerleri, SMB (firma büyüklüğüne ilişkin risk faktörü) ve HML (defter değeri/piyasa değeri oranı) faktörlerinin hesaplanmasında kullanılan hisse senetlerine ait veriler	Gyo'ların araştırma dönemlerinde kullanılan tüm modellerde, anlamlı ve pozitif yönde bir performans sergilemedikleri görülmektedir.
Kaçıra (2008)	Kavramsal	Gyo	Türkiye	Yok	Yok	Gyo sağlam esaslara dayalı olarak kurulup faaliyetlerini sürdürdüğünde, ekonomiye çok büyük katkıları olan bir kurum olacaktır.

Kalyoncu (2006)	Uygulama	Gyo ve konut sorununun çözümüne katkıları	Türkiye	ANOVA Friedman testi ve Tukey testi, Faktör Analizi, Hotelling T <sup>2</sup> testi	30 soruluk anket	GYO lar, her yeni finansman aracının sunduğu gelişme işlevinin yanı sıra, sosyal yönü de bulunan bir yatırım aracıdır.
Levent (2009)	Kavramsal	Gyo ve genel nitelikleri	Türkiye	Yok	Yok	Gyo'nun hukuki yapısı ve faaliyetlerine ilişkin esaslı unsurların bir kanun hükmü ile düzenlenmesi gerekmektedir.
Mert (2012)	Kavramsal	Gyo ve genel nitelikleri	Türkiye	Yok	Yok	Gyo'lar gayrimenkul sektörünün temel sorunlarından olan, sürdürülebilir finansman sisteminin oluşturulması ve sektörün kurumsal bir yapı tarafından şekillendirilmesi gibi sorunlarına çözüm olacaktır.
Özcan (2011)	Kavramsal	Türkiye'de kentsel mekanın oluşumunda yeni bir uygulama ve finans aracı olarak Gyo'lar	Türkiye	Yok	Yok	Gyoların ekonomik açıdan ve kentleşme açısından birçok olumlu yönde etkisi olacaktır.
Özcan (2013)	Analiz	Gyo'ların Kurumsal Karne performans modeline göre incelenmesi	Türkiye	Kurumsal Karne Ölçüm Modeli	Fiyat/Kazanç Oranı, Brüt Kar Marjı, Toplam Varlık Devir Hızı, Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı	Gyolar risk alma konusunda gönüllü yatırımcılar için uygun bir alternatiftir.

Sağlam (2015)	Kavramsal	Gyo ve faaliyetlerini etkileyen dışsal değişkenler	Türkiye	Yok	Yok	Gyo'ların faaliyetlerinin dışsal değişken özelliklere sahip olduğu, bu değişkenlerin, ekonomik(faiz, enflasyon, işsizlik oranı,... vb.), politik(imar planı, politik istikrar, yerel yatırımlar...vb.), sosyal ve demografik(şehirleşme oranı, nüfus değişimi,...vb.), coğrafik(ülkenin konumu, konutun konumu), küresel( dünya ekonomisi, ulusal güvenlik, petrol,...vb.) ve yapısal (yönetime şeffaflık, getiri oranı, nakit değişimi,...vb.) değişkenlere bağlı olduğu sonucuna varılmıştır.
Şahin (2010)	Kavramsal	Gyo'ların kentsel gelişmeye ve planlamaya etkileri	Türkiye	Yok	Yok	Gyo'ların İstanbul'daki kentsel gelişme ve planlamaya etkilerini incelediğimizde ise yaptıkları projelerin lokal ölçekte olduğu ve kente etkilerinin sınırlı kaldığı tespit edilmiştir
Tunacıgil (2012)	Analiz	Genel olarak Gyo ve İMKB'de bir araştırma	Türkiye	Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli (SVFM), Vektör Otoregresif Modeli	GYO günlük fiyat endeksi, İMKB 100 günlük fiyat endeksi, TÜFE aylık verileri	Sonuçlar incelendiğinde, serilere uygulanan ADF birim kök testine göre seriler durağan çıkmıştır. Durağan olduğu belirlenen serilerin sistemde yer alan değişkenler arasındaki nedenselliğe bakıldığında, İMKB 100, TÜFE ve GYO endeksi arasında herhangi bir nedensellik ilişkisine rastlanmamıştır.



Uyar (2009)	Kavramsal	Türk hukukunda Gyo	Türkiye	Yok	Yok	GYO'ların işlevleri yerine getirebilmeleri için vergi muafiyeti ve temettü politikası üzerinde yasal değişikliklerin yapılması gerekmektedir.
Üreten (2007)	Kavramsal	Gayrimenkul değerlendirme yöntemleri ve Gyoda değer tespiti	Türkiye	Yok	Yok	İMKB'de hisse senetleri işlem gören Gyo firmalarının fiyat katsayılarına ve nakit akımlarına göre firma değerleri, uygulamalı olarak tespit edilmeye çalışılmıştır.
Yelgen (2010)	Kavramsal	Konaklama işletmelerinde Gyo uygulamaları	Türkiye	Yok	Yok	Finansman kaynaklarının sınırlı olduğu gayrimenkul sektörüne kurumsal sermayenin girebilmesi ve nitelikli projelerin gerçekleştirilebilmesi için önemli yatırım araçlarından biridir Gyo.
Yıldırım (2012)	Uygulama	Gayrimenkul yatırımlarında getiri-risk analizi	Türkiye	Duyarlılık analizi, Senaryo Analizi, Karar ağacı, Olasılık analizi, Simülasyon analizi	Yıllık Enflasyon Oranı, Ortalama Yıl Dolar Kuru, Birim Satış Değeri (\$/m2), Aylık Perakende Birim Kira Değeri, Aylık Ofis-Konferans Birim Kira Değeri, Doluluk Oranı, Arsa Giderleri, İskonto oranı, Geliştirme Pazarlama	Gayrimenkul sektöründeki risklerin iyi analiz edilmesi mümkündür. Bu risklerin tehlikeli hale gelmeden önce önlem alınması ve riskleri elimine edici yapılanmalara girilmesi gereklidir.

Şahin (2014)	Analiz	Firmaya özgü değişkenler Gyo getirisi üzerine uygulama	Türkiye	Regresyon analizi, zaman serileri	Portföy büyüklüğü, Piyasa Değeri/Defter Değeri , Fiyat/Kazanç oranı	Portföy büyüklüğü ile Gyo getirisi arasında anlamlı ve pozitif yönde bir ilişki olduğu ortaya çıkmıştır. Piyasa değeri / defter değeri ile Gyo getirisi arasında ise anlamlı bir ilişki olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Fiyat / kazanç değeri ile GYO getirisi arasında ise anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
Çıtak (2010)	Analiz	Menkul kıymet yatırım ortaklıklarının performans etkinliğinin analizi	Türkiye	Veri Zarflama Analizi	Faaliyet giderleri, minimum başlangıç sermayesi, gider oranı (%) devir hızı (%), et Varlık Değeri (NAV) ve getiri oranının	Piyasa değeri bakımından daha büyük menkul kıymet yatırım ortaklıklarının, daha küçük menkul kıymet yatırım ortaklıklarına göre daha etkindir.
Alias (2011)	Uygulama	Gyo'ların karşılaştırmalı performance analizi	Malaysia ve United Kingdom	Gözlem ve vaka analizi, Nitel gözlemler	Her Gyo için yıllık mali veriler	Bir Gyo'nun performansı çeşitli faktörlere bağlıdır.Gyo'nun performansını etkileyen faktörler üzerinde genelleme yapılmadan önce ayrıntılı bir çalışma yapılmalıdır. Araştırmanın bulguları ve analizi, toplam gelirin k M-REITs ve UK_REITs performansını etkileyen ana faktör olduğunu gösterdi.
Altınsoy, Erol ve Yıldırak (2010)	Analiz	Türk Gyo'ların zamanla değişen beta riski	Türkiye	Finansal varlıkları fiyatlama modeli	Her bir Gyo için günlük ve haftalık toplam getiri, ISE-100 index	Son yıllarda Gyo piyasasının doğasında önemli bir değişim yaşandı; çünkü Gyo'lardaki getirilerin genel pazardaki getirisi ile korelasyonu - zamanla azaldı.

Chang, ?	Analiz	Özkaynak Gyo'larında zamanla değişen risk primi	U.S.	Genelleştirilmiş otoregresif koşullu değişen varyans modelleri	Aylık toplam getiri , enflasyon, varsayılan risk primi, kısa vadeli faiz oranı, dönemsel faiz oranı,	EREIT'lerin getirileri üzerindeki büyüklüğün risk priminin zaman içinde sabit olmadığı kanıtlanmıştır.EREIT'lerin getirileri üzerindeki büyüklük etkilerinin risk priminde herhangi bir kaldıraç etkisi olmadığı da ortaya konmuştur.
Cotter,Stevenson (2006)	Analiz	Gyo'larda uzun bellek modeli	U.S.	Uzun Bellek Modeli, Genelleştirilmiş otoregresif koşullu değişen varyans modelleri	S&P 500 index,	Makale, genel hisse senedi piyasasındaki oynaklıkta olduğu gibi, sebat serisinde persistans eksikliğinin aksine kalıcılığın yaşandığını göstermektedir.
Fang (2013)	Analiz	Gyo pazarlarının verimliliği	Global	Ardışık panel seçme yöntemi, Fourier fonksiyonu ile birim kök testi	Örnek alınan 16 ülkeye ait Gyo'ların finansal verileri	Sonuçlar, Gyo pazarlarının Birleşik Krallık hariç tüm örnek ülkelerde etkin olduğunu göstermektedir.
Jong, Tik (2015)	Analiz	M-REITs in kriz döneminde, öncesinde ve sonrasındaki performansı	Malezya	Sharpe ve Treynor performans ölçütü	Hisse senetlerinin fiyatları, risksiz faiz oranı, temettü oranı, sharpe oranı, treynor oranı	Finansal global krizlerin etkisinin M-GYO'ların portföy performansına göre önemsiz olduğu sonucuna varılabilir.
Kara (2016)	Analiz	Üç faktörlü varlık fiyatlandırma modelinin geçerliliği	Türkiye	Panel veri analizi	BIST Sınai, BIST Hizmetler ve BIST Mali endekslerinde listelenen şirketlere ait yıllık veriler, pazar portföyü riski, piyasa değeri/defter değeri oranı, firma büyüklüğü	Analiz bulgularına göre, sınai sektöründe, firma büyüklüğü, piyasa değeri/defter değeri oranı ve pazar portföyü risk priminin, hisse senedinin risk primini bir bütün olarak açıkladığı tespit edilmiştir. Mali sektör ve hizmetler sektöründe ise, yalnızca pazar portföyü risk primi, hisse senedi getirilerini açıklamada anlamlı bulunmuştur.

Kıyılar, Hepşen (2010)	Analiz	Gyo'ların performans değerlendirmesi	Türkiye	Sharpe performans ölçütü, Jensen performans ölçütü	Gyo'ların aylık ortalama getirileri, risksiz faiz oranı, Sharpe index, Jensen index	Çalışmanın sonucunda, gerek Sharpe gerekse de Jensen performans ölçütleri bakımından en başarılı hisse senedinin Pera GMYO olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
Ling, Naranjo, Ryangaet (1998)	Analiz	Özkaynak Gyo'ların getirilerinin tahmin edilebilirliği	Florida	Regresyon analizi	S&P 500 index, aylık NAREIT endeks getirileri, hisse senedi getirileri, T-bill, Small Cap	GYO getirileri ile ilgili sınırlı tarihsel veriler göz önüne alındığında, muhtemelen GYO tahmini modellerinin herhangi bir değerlendirmesinin önümüzdeki yıllarda sonuçsuz kalacağı tahmin edilmektedir.
Ling, Naranjo, (2004)	Analiz	Gyo yatırım fonu akışları ve Gyo performansı	Florida	Vektör Otoregresyon Modeli	Yatırım fonlarının getirileri, aylık ve haftalık veriler	GYO karşılıklı fon akışlarının önceki getirilere önemli ölçüde ve pozitif olarak ilişkili olduğuna dair kanıtlar elde ederken, önceki GYO karşılıklı fon akışları GYO getirilerini önemli ölçüde etkilememektedir
Liu, Mei (1992)	Analiz	Getirilerin özkaynak Gyo'ları üzerindeki tahmin edilebilirliği	New York	Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi	Hisse senetlerinin fiyatları, temettü oranı, ABD devlet tahvil getirileri, ağırlıklı hisse senedi endeksi, small cap stock endeksi	Özkaynak Gyo'ların getirileri tahvil getirilerine benzemediği saptanmıştır. Ayrıca önceki sonuçların, tüm varlıklarda getiriyi etkileyen tek bir sistematik faktörün değişen fiyat riskinin, beklenen varlık getirilerinin önemli bir belirleyicisidir.
Noguera, Paulo, Chang (2014)	Analiz	Gyo sektöründe sosyo-duyuşsal varlık perspektifi	USA	Panel Veri Analizi	Gyo'ların finansal verileri, vekaletname tablolarından aile ve şirket bilgileri	Bağımsız yönetim kurulu üyeleri ve aile dışı kurucular, Gyo hisselerini yönetme açısından daha iyi performans gösterdikleri sonucuna ulaşılmıştır.

Cotter, Roll (2011)	Analiz	GYO'ların ve Konut Emlak endekslerinin karşılaştırmalı bir anatomisi:	USA	Genelleştirilmiş otoregresif koşullu değişen varyans modeli, Genelleştirilmiş Pareto Dağılımı (GPD), Etkili Maksimizasyon Algoritması	Aylık getiri, yatırımcı hakkında bilgiler, aylık SCS endeksleri	Geniş GYO endeksleri SCS endekslerinden beş kat daha fazla oynaklık ve ortalama üç kat daha fazla getiri elde ediyor. SCS getirilerinde oynaklığın% 90'ını açıklamak için altı faktör gereklidir, ancak GYO getirileri için sadece üç faktör gerekmektedir.
Çıtak, Torun (2009)	Analiz	Türkiye'deki yatırım ortaklıklarının net varlık değeri getirileri ile gider oranları arasındaki ilişki	Türkiye	Panel Veri Analizi	Her bir Gyo için gider oranı, net varlık değeri, danışmanlık gider oranı, danışmanlık dışı gider oranı	Toplam gider oranı ile net varlık değerinin arasında negatif ilişki vardır. Ayrıca net varlık değeri getirisinin danışmanlık dışı gider oranıyla da negatif ilişkili olduğu buna karşılık danışmanlık gider oranıyla pozitif ilişkili olduğu bulunmuştur.
Glascok, Andrews (2014)	Analiz	Makroekonomik faktörlerin Gyo likiditeleri üzerindeki etkileri	New York	Amihud ILLIQ Ölçümü, Turnover Oranı	Sanayi üretimindeki büyüme oranı, enflasyon değişim oranı (%), işsizlik oranındaki değişim, varsayılan prim oranı, dönemlik prim oranı, federal fon oranlarındaki değişim, GDP, CPI in Housing,	Sonuçlar, GYO piyasasındaki alım satım likiditesinin ve likidite riskinin finansman likiditesinden etkilendiğini kanıtlamaktadır.
Lieser, Groh (2013)	Analiz	Uluslararası ticari gayrimenkul yatırımının belirleyicileri	New York	Panel Veri Analizi, Zaman serileri analizi	Economic activity, Real Estate Investment Opportunities, Depth of Capital Market başlığı altında toplamda 66 adet veri	Ekonomik büyüme, sosyo kültürel değişiklikler, siyasal istikrarsızlıklar, hızlı kentleşme gayrimenkul yatırımlarını etkilemektedir.
Elyasianni, Mansur, Wetmore (2008)	Analiz	Real-Estate Risk Effects on Financial Institutions' Stock Return Distribution	USA	Bivariate Genelleştirilmiş otoregresif koşullu değişen varyans modeli	Financial Institutions' Stock Return Distribution verileri	Tüm finansal aracı kuruluşların getirileri , Gyo getirilerine karşı oldukça duyarlıdır.

Ooi, Ong, Li (2008)	Analiz	Finansal Karar analizi	Singapur	Çok Değişkenli Regresyon Analizi	Gyo'ların finansal verileri, bilanço, gelir-gider değerleri, hisse senedi performans değerleri	Uzun vadede, çoğu Gyo'nun sermaye yapısını borç seviyesine doğru kaydırmayı hedef aldığı gözlemlenmektedir.
Altınsoy (2009)	Analiz	Gyo'da değişken beta tahmini	Türkiye	Diagonal Bekk Genelleştirilmiş otoregresif koşullu değişen varyans modeli, Schwert ve Seguen modeli, Kalman Filtresi	Gyo sektörü getirisi, piyasa getirisi, risksiz faiz oranı,	Türk Gyo sektöründe de betanın durağan olmadığını ve Gyo betalarının azalma eğiliminde olduğu genel görüşünün Türk Gyoları için de geçerli olduğu sonucunu ortaya koymaktadır.
Aydemir (2012)	Analiz	Çoklu endeks varlık fiyatlandırma modeli	Amerika	Sermaye Varlıkları Fiyatlandırma Modeli, Fama ve French'in 3 Faktörlü Modeli, Chart 4 Faktörlü Modeli	Gyo getiri oranı, piyasa riski, SMB faktörü, HML faktörü, MOM faktörü, endüstri endeksi, Gyo endeksi	Amerikan Gyo'ları SMB ve HML faktörleriyle pozitif, MOM faktörüyle ise negatif korelasyona sahiptir. Dolayısıyla GYO'lar nispeten küçük firmalardır ve büyük defter/piyasa oranına sahiplerdir. Negatif MOM faktörü ise kazananların kaybedeceğinin, kaybedenlerin ise kazanacağını göstergesidir
Kırdök (2012)	Analiz	GMYO getirileri ve makroekonomik faktörler arasındaki dinamik ilişki	Türkiye	Vektör otoregresiv model, varyans dağılımı, etki-tepki analizi	Piyasa getirisi, sanayi üretimi, enflasyon, beklenmedik enflasyon, gecelik faiz oranı, vade primi, iflas risk primi	Varyans dağılımı analizlerinin sonuçları makroekonomik faktörlerin GMYO getirilerinin varyansının yaklaşık olarak yarısını açıkladığı bulunmuştur. Etki-tepki analizi sonuçlarına göre, GMYO getirileri, piyasa getirileri ve iflas risk primindeki beklenmedik şoklara pozitif, gecelik faiz oranları ve vade primindeki şoklara ise negatif yönde tepki vermektedir.

Sultanov (2010)	Analiz	Yatırım şirketlerinin performans analizi	Türkiye	Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli, Fama-French üç faktör modeli, Carhart dört faktör modeli	Gyo ve CEF hisselerine ait aylık getiri, risksiz faiz oranı, piyasa primi, defter değeri/piyasa değeri oranı	Fama-French üç faktör modeli, hem GYO hem de MKYO'ların getirilerini açıklama konusunda en yüksek güce sahip olan modeldir. Genel olarak, Şirket büyüklüğü ve defter değeri/piyasa değeri oranı risk faktörleri istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif katsayıya sahiptirler.
Yıldırım (2008)	Kavramsal	Gyo'ların sermaye yapısı	Türkiye	Tobit ve Panel veri regresyon	Gyo'lara ait finansal bilgiler	Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki şirketlerin sermaye yapılarını etkileyen faktörler Türk Gyo' larını da etkilemektedir.
Yönder (2015)	Kavramsal	Türkiye'de Gyo'lar	Türkiye	Yok	Yok	Lider sermayedar sahipliği ve finansal performans arasında doğrusal olmayan ilişki bulunmuştur.
Çıtak (2008)	Analiz	Türkiye'deki menkul kıymet yatırım ortaklıklarının etkinliklerinin değerlendirilmesi	Türkiye	Veri Zarflama Analizi	Faaliyet giderleri, minimum başlangıç sermayesi, gider oranı (%) ve devir hızı (%), Net Varlık Dğeri, getiri oranı	Menkul kıymet yatırım ortaklarının girdi kullanımında daha etkin hale gelmelerinin gerekmektedir. Dolayısıyla; faaliyet giderleri, portföy yönetim giderleri ve yatırım danışmanlığı giderlerinin ortalama portföy büyüklüğü içindeki oranını azaltmaya çalışabilirler.

### 3.2. ARAŞTIRMA MODELİ

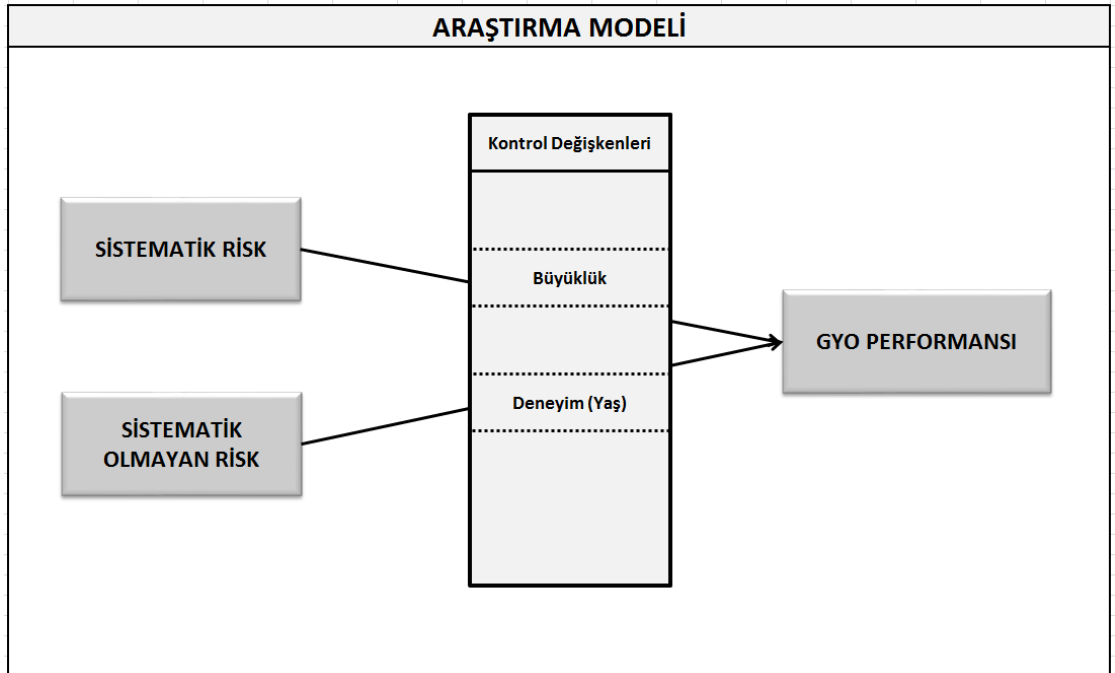
Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının risk faktörlerine bağlı olarak performansını ortaya koymak üzere yapılan bu araştırmada kullanılacak olan araştırma modeli ve ilgili değişkenler bu bölümde ele alınmıştır.

#### 3.2.1. Model

Araştırma modeli temel olarak riskin performans üzerindeki etkisi ölçebilmek açısından oluşturulmuştur. Buna göre risk akademik yazında genel kabul gören sınıflama ile sistematik ve sistematik olmayan riskler olarak iki ayrılmıştır. Riskin performans üzerindeki etkisini ölçerken firmaların büyüklük ve deneyimlerinin etkisini de kontrol edebilmek adına firma büyüklüğü ile yaşını kontrol değişkeni olarak regresyonlarda yer verilmiştir.

Araştırma modelinde kontrol değişkeni olarak büyüklük ve deneyim (yaş) ele alınmış olup, sistematik ve sistematik olmayan risklerin gayrimenkul yatırım ortaklıklarının performansını etkileyip etkilemediği araştırılacaktır.

Şekil 2. Araştırma Modeli





### 3.2.2. Değişken ve Veri Yapısı

Araştırma modelinin boyutlarını temsilen sürekli değişkenler belirlenmiştir. Bu bağlamda, sistematik risk boyutunu temsilen iki tane beta (sistematik risk göstergesi) hesaplanmıştır. Bunlardan ilki, bir yıllık getiri verileri üzerinden hesaplanan beta iken, ikincisi ise iki yıllık getiri verileri üzerinden hesaplanan betadır. Betalar hisselerin günlük getirilerinin BIST100 endeksinin piyasa portföy endeksi olma durumunda hesaplanmışlardır. Bir yıllık betalar ile beraber iki yıllık betaların hesaplanmasında riskin zaman içerisinde gerçeği bulunmaktadır.

Sistematik olmayan risk için dört adet değişken belirlenmiştir. Bunlar; kısa dönem borç ödeyebilirlik (cari oran: cari oran / cari borçlar), uzun dönem borç ödeyebilirlik (toplam borç oran: toplam borç/ toplam varlıklar), karlılık (kar marjı: net kar / satışlar) ve varlık verimliliği (satışlar / toplam varlıklar) değişkenleridir. Her bir değişken GYO firmalarının ve sektörün yapısına göre seçilmişlerdir. Söz gelimi, karlılık boyutu için kar marjı (net kar / satışlar) yerine net karın toplam varlıklara oranı kullanılmıştır. Bunun sebebi, GYO'larda net satışlardan daha yüksek bir kalemin diğer yatırımlardan gelirler olmasıdır. Aynı sebepten ötürü, varlık verimliliği için satışların varlıklara oranı değil FAVÖK'ün (Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar) toplam varlıklara oranı kullanılmıştır.

Büyüklik için toplam varlık (doğal logaritması) değişkeni seçilirken, deneyim için yaş değişkeni kullanılmıştır.

GYO performansı için hisse getirisi ve piyasa değeri defter değeri oranı olmak üzere iki çeşit değişken belirledik.

**Tablo 4.** Araştırma Modelinin Değişken ve Veri Yapısı

Değişken Adı	Değişken Türü	Formül	Veri Kaynağı
Sistematik Risk	sürekli	Beta (1 Yıllık)	FINNET
	sürekli	Beta (2 Yıllık)	FINNET
Sistematik Olmayan Risk	sürekli	Kısa Dönem Borç Ödeyebilirlik (Cari Oran: Cari Varlıklar / Cari Borçlar)	FINNET
	sürekli	Uzun Dönem Borç Ödeyebilirlik (Toplam Borç Oran: Toplam Borç / Toplam Varlıklar)	FINNET
	sürekli	Karlılık (Kar Marjı: Net Kar / Toplam Varlıklar)	FINNET
	sürekli	Varlık Verimliliği (FAVÖK / Toplam Varlıklar)	FINNET
Büyüklik	sürekli	Toplam Varlık (doğal logaritması)	FINNET
Deneyim	sürekli	Yaş	FINNET
GYO performansı	sürekli	Hisse Getiri	FINNET
	sürekli	Piyasa Değeri Defter Değeri Oranı	FINNET

### 3.3. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ

Araştırma modelinin tahmin edilebilmesi için kontrol değişkenlerinin olduğu yatay kesit çoklu regresyon analizi yapılmıştır. Çoklu regresyon analizleri performans boyutunun iki değişkenle temsil edilmesinden ötürü her bir değişken için ayrı ayrı yapılmıştır. Çoklu regresyon ise bağımlı değişken olan firma performansının ikiden fazla bağımsız değişkenle olan ilişkisini ve bu bağımsız değişkenlerin birbiriyle olan ilişkilerini belirlemeye yaramaktadır. (Gürbüz ve Şahin, 2015: 258). Birinci regresyon grubunda performans göstergesi olarak hesaplanan getiri değişkeni için yapılırken ikinci regresyon grubu PD/DD (piyasa değerinin defter değerine oranı) değişkeni için yapılmıştır. Regresyonlar yatay kesit yapısında gerçekleştirilmiştir. Bu noktada analiz periyodunun nispeten çok uzun olmaması ve GYO firma sayısının göreceli olarak düşük olması zaman etkisinin de hesaba katılabileceği panel regresyon analizi yapılmamıştır. Bu durum araştırmanın bir kısıtı ve ileriki çalışmalar için de bir öneri oluşturmaktadır.

### 3.4. ARAŞTIRMA SONUÇLARI

Çalışmanın bu bölümünde ortaya konulan araştırmaya yönelik model ile ilgili analiz sonuçlarına yer verilecektir.

Araştırma kapsamında, öncelikle araştırma konusu olan GYO performansını etkileyen riskler tanımlanmış olup, 27 adet GYO firmasına ait ortalama getiri verileri ve standart sapma verileri incelenmiştir. Ayrıca 27 adet GYO firmalarının korelasyon katsayıları da hesaplanmıştır. Daha sonra GYO'lara ait getirileri açıklamak ve performanslarını değerlendirmek için kullanılan model özeti, anova ve katsayı analizlerinin sonuçları bu bölümde ilgili tablolarda gösterilmiş olup bulgular değerlendirilmiştir.

### 3.4.1. Tanımlayıcı İstatistiklere İlişkin Çıkarımlar

Araştırma kapsamında 27 adet gayrimenkul yatırım ortaklıkları firmasının araştırma dönemlerini kapsayan 2007 – 2016 yılları arasındaki verileri incelenmiştir. Tablo 5’de araştırma kapsamındaki 27 firmaya ilişkin, ortalama getiri, minimum-maksimum değer ve standart sapma verileri bulunmaktadır. 1 yıllık veriler üzerinden hesaplanan sistematik risk olan beta değişkeninde en yüksek ortalama getiri 0,90 değeri ile 2011 yılında görülmüştür. En düşük ortalama getiri ise 0,63 değeri ile 2012 yılında görülmüştür. 2 yıllık veriler üzerinden hesaplanan sistematik risk olan beta değişkeninde ise en yüksek ortalama yine 0,90 değeri ile 2011 yılında görülürken, en düşük ortalama 0,66 değeri ile 2014 yılında görülmüştür.

Standart sapmalara baktığımızda, GYO’ların sistematik risk beta 1 değişkenindeki değerlerin biraz daha yüksek olduğu görülmektedir. Ayrıca sistematik risk beta 1 değişkeninde 2007 yılında 0,15 olan standart sapma genel olarak artış göstermiş olup 2016 yılında 0,26 değerini almıştır. Aynı şekilde sistematik risk beta 2 değişkeninde de değerlerin son yıllara doğru artış gösterdiği söylenebilir.

Tablo 6’da 27 GYO firmasına ait sistematik olmayan risklere ilişkin dört farklı değişkenin araştırma dönemi olan 2007 – 2016 yılları arasındaki ortalama getiri ve standart sapmaları gösterilmektedir.

Kısa dönem borç ödeyebilirlik değişkenine baktığımızda en yüksek ortalama getiri 43,34 değeri ile 2007 yılında görülürken, 2016 yılında en düşük ortalama getiri 7,44 olarak görülmektedir. Araştırma dönemi boyunca kısa dönem borç ödeyebilirliğinde her geçen yıl ortalama getirinin azaldığı net bir şekilde görülmektedir.

Kısa dönem borç ödeyebilirliğinin standart sapmasına baktığımızda ise en yüksek değer 94,44 iken araştırma dönemine ait en düşük değer 2016 yılında olduğu görülmektedir.

Uzun dönem borç ödeyebilirlik değişkeninin de ise en yüksek ortalama getiri 35,22 değeri ile 2016 yılında görülürken, 20,00 değeri ile 2007 yılında en düşük

ortalama değeri görülmüştür. Tablodaki ortalama getiri verilerine baktığımızda genel itibariyle her geçen yıl artış gösterdiğini söyleyebiliriz.

Uzun dönem borç oğeyebilirliğinin standart sapmasına baktığımızda ise kısa dönem borç oğeyebilirliğine göre daha düşük değerler aldığı görülmektedir.

Varlık verimliliği en yüksek ortalama getiriyi 6,14 değeri ile 2007 yılında alırken en düşük ortalama getiriyi 0,02 değeri ile 2008 yılında almıştır.

Varlık verimliliği en yüksek standart sapma değerini 17,31 değeri ile 2008 yılında almıştır. Varlık verimliliğinin kısa dönem borç verimliliği ve uzun dönem borç verimliliğine göre çok daha düşük ortalama getiriye ve standart sapmaya sahip olduğu görülmektedir.

Tablodaki karlılık değişkeninin ortalama getirisine baktığımızda en yüksek ortalama değerini 2007 yılında 10,48 değeri ile aldığını görülmektedir. En düşük ortalama getiri değerini ise -1,03 değeri ile 2008 yılında almıştır.

Karlılık değişkeninin standart sapmasına baktığımızda 29,81 değeri ile en yüksek değerini 2008 yılında alırken 6,85 değeri ile en düşük standart sapma değerini 2010 yılında aldığı görülmektedir.

Tablo 7’de toplam varlık ve deneyim (ya) değişkenlerinin ortalama getiri ve standart sapmaları gösterilmektedir.

Toplam varlık değişkeni 20,63 değeri ile en yüksek ortalamayı 2016 yılında alırken, en düşük ortalamayı 18,65 değeri ile 2007 yılında almıştır. Tablodaki değerlere bakıldığında her geçen yıl ortalama getirinin bir miktar arttığı görülmektedir.

Toplam varlık değişkeninin standart sapmasına baktığımızda ise genel itibariyle standart sapmanın her geçen yıl azaldığı görülmektedir.

Ya değişkeninin ortalama getirisinin en yüksek olduğu yıl 15,48 değeri ile 2016 yılı iken en düşük değeri 9,04 değeri ile 2008 yılındadır. Ya değişkeninin ortalama getirisinin hemen hemen her geçen yıl arttığını söyleyebiliriz.

Yaş değişkeninin standart sapmasına baktığımızda son dört yılda da 6,99 değerini aldığını görmekteyiz. Bu değer araştırma dönemindeki en yüksek standart sapma değeridir.

Tablo 8'de hisse getirisi ve piyasa değeri / defter değeri (PD/DD) oranının ortalama getirisi ve standart sapmaları yer almaktadır.

Hisse getirisinin en yüksek ortalama getirisi 152,756 değeri ile 2009 yılında olduğu görülmektedir. En düşük değeri ise -60,98 değeri ile 2008 yılındadır. Tablo incelendiğinde hisse getirisinin düzenli bir değişim göstermediğini söyleyebiliriz.

Aynı şekilde standart sapma değerlerinin de düzenli bir değişim göstermediği görülmektedir. 2010 yılında 98,78 değeri ile en yüksek değerini alırken 14,44 değeri ile 2008 yılında en düşük değerini almıştır.

PD/DD değişkeninin 1,30 değeri ile 2010 yılında en yüksek değerini aldığı görülmektedir. 2008 yılında da 0,51 değeri ile en düşük ortalama getiri değerini almıştır.

PD/DD değişkeninin standart sapmasına baktığımızda ise 2010 yılında 1,97 değeri ile en yüksek değerini alırken, 0,62 değeri ile 2008 yılında en düşük değerini aldığı görülmektedir.

**Tablo 5:** 2007 – 2016 yılları arasında 27 firmanın 1 yıllık ve 2 yıllık veriler üzerinden hesaplanan sistematik risk beta değışkeni

	SR1_beta_1_yil					SR2_beta_2_yil				
	N	Ort.	Min.	Max.	Std. Sap.	N	Ort.	Min.	Max.	Std. Sap.
yil 2007	27	,75	,42	1,04	,15	27	,77	,46	1,02	,15
2008	27	,75	,44	1,04	,17	27	,75	,44	1,06	,16
2009	27	,63	,40	,93	,17	27	,72	,43	,99	,15
2010	27	,82	,36	1,12	,23	27	,69	,36	,99	,17
2011	27	,90	,53	1,19	,17	27	,90	,69	1,18	,14
2012	27	,56	-,19	1,05	,27	27	,76	-,19	1,14	,26
2013	27	,72	,27	1,06	,22	27	,67	,30	1,04	,20
2014	27	,57	,04	1,04	,28	27	,66	,22	1,00	,23
2015	27	,75	,22	1,18	,27	27	,67	,15	1,12	,25
2016	27	,69	,05	1,24	,28	27	,73	,15	1,21	,26

**Tablo 6:** 2007 – 2016 yılları arasında 27 firmanın sistematik olmayan risk değişkenlerine ait ortalama getiri ve standart sapmaları

	Kısa Dönem Borç Ödeyebilirlik (Cari Oran: Cari Varlıklar / Cari Borçlar)					Uzun Dönem Borç Ödeyebilirlik (Toplam Borç Oran: Toplam Borç / Toplam Varlıklar)				Varlık Verimliliği (FAVÖK/Aktif)				Karlılık (net kar/aktif)			
	N	Ort.	Min.	Max.	Std. Sap.	Ort.	Min.	Max.	Std. Sap.	Ort.	Min.	Max.	Std. Sap.	Ort.	Min.	Max.	Std. Sap.
yıl 2007	27	43,34	,14	324,98	83,89	20,00	,37	70,24	22,77	6,14	-7,91	38,42	10,59	10,48	-5,35	53,01	14,06
2008	27	41,39	,18	347,21	88,73	24,01	,00	70,27	22,27	,02	-63,46	33,99	17,31	-1,03	-125,29	35,45	29,81
2009	27	40,74	,08	442,69	94,44	22,48	,18	72,50	22,12	5,71	-6,58	31,48	8,57	6,93	-20,90	27,35	10,43
2010	27	19,86	,13	115,06	32,76	21,57	,10	78,32	22,25	3,79	-5,51	19,97	5,92	5,83	-6,65	21,35	6,85
2011	27	17,76	,20	95,96	29,26	22,68	,18	80,84	21,85	3,78	-5,51	19,97	5,92	6,50	-14,28	25,77	9,74
2012	27	17,83	,48	131,44	32,23	27,31	,18	86,26	23,49	4,29	-3,14	28,53	6,00	5,29	-6,67	29,73	7,14
2013	27	16,94	,21	120,77	32,33	31,36	,34	93,75	25,73	4,35	-2,47	29,67	6,37	5,12	-15,88	30,30	9,29
2014	27	16,49	,31	237,26	48,04	31,72	,21	98,16	25,72	3,67	-5,56	31,55	6,43	8,20	-2,78	37,82	9,52
2015	27	14,34	,05	200,70	40,83	33,07	,27	96,50	26,21	3,75	-1,47	32,99	6,27	8,06	-27,24	31,28	11,41
2016	27	7,44	,13	94,96	18,96	35,22	,65	88,91	26,21	3,56	-2,06	35,60	7,07	4,38	-25,93	33,38	10,21

**Tablo 7:** 2007 – 2016 yılları arasındaki 27 firmaya ait toplam varlık ve yaş değişkenlerine ait ortalama getiri ve standart sapmaları

	Toplam Varlık (doğal logaritması)					Yaş				
	N	Ort.	Min.	Max.	Std. Sap.	N	Ort.	Min.	Max.	Std. Sap.
yıl 2007	27	18,65	15,71	22,05	1,73	27	9,74	2,00	21,00	5,63
2008	27	18,69	14,90	22,20	1,76	27	9,04	1,00	22,00	6,34
2009	27	18,85	15,05	22,28	1,77	27	9,67	1,00	23,00	6,47
2010	27	19,43	16,25	22,73	1,40	27	9,92	1,00	24,00	6,73
2011	27	19,67	16,11	22,76	1,37	27	10,92	2,00	25,00	6,73
2012	27	19,98	17,13	22,87	1,26	27	11,92	3,00	26,00	6,73
2013	27	20,10	17,20	23,32	1,35	27	12,48	1,00	27,00	6,99
2014	27	20,30	17,32	23,43	1,31	27	13,48	2,00	28,00	6,99
2015	27	20,53	18,00	23,54	1,26	27	14,48	3,00	29,00	6,99
2016	27	20,63	18,06	23,65	1,34	27	15,48	4,00	30,00	6,99

**Tablo 8:** 2007 – 2016 yılları arasında 27 firmaya ait hisse getiri ve PD/DD oranına ait ortalama getiri ve standart sapmaları

	Hisse Getiri					Piyasa Değeri Defter Değeri Oranı				
	N	Ort.	Min.	Max.	Std. Sap.	N	Ort.	Min.	Max.	Std. Sap.
yıl 2007	27	18,10	-22,14	184,27	52,20	27	1,21	,44	4,47	,95
2008	27	-60,98	-87,47	-32,86	14,44	27	,51	,17	2,68	,62
2009	27	152,75	-3,39	345,88	93,11	27	1,01	,59	3,79	,79
2010	27	59,69	-19,43	348,33	98,78	27	1,30	,28	9,49	1,97
2011	27	-18,15	-53,46	52,10	29,80	27	,88	,32	3,91	,74
2012	27	46,54	-52,00	408,82	94,85	27	1,10	,20	4,63	1,22
2013	27	-,43	-48,19	151,22	54,11	27	,99	,20	6,13	1,27
2014	27	20,36	-66,07	99,28	33,36	27	1,02	,11	7,52	1,45
2015	27	4,16	-40,98	62,37	25,81	27	,87	,13	6,71	1,32
2016	27	17,79	-11,21	96,97	26,45	27	,80	,20	3,40	,76



### 3.4.2. Hipotez Testlerinin Sonuçları

Bu bölümde ilk bağımlı değişken olarak belirlenen Hisse Getiri ile bağımsız değişkenler arasındaki ilişki incelenmiş olup, analizlerin sonuçlarına yer verilmiştir.

**Tablo 9:** Tanımlayıcı İstatistik Tablosu (Bağımlı Değişken: Getiri)

	Ort.	Std. Sap.	N
Hisse Getiri	21,3048	73,53626	197
Toplam Varlık (doğal logaritması)	19,6913	1,64743	197
Yaş	13,8782	5,90878	197
SR2_beta_2_yıl	,7384	,20587	197
Kısa Dönem Borç Ödeyebilirlik (Cari Oran: Cari Varlıklar / Cari Borçlar)	27,4359	60,45581	197
Uzun Dönem Borç Ödeyebilirlik (Toplam Borç Oran: Toplam Borç / Toplam Varlıklar)	25,8737	24,48236	197
Varlık Verimliliği (FAVÖK/Aktif)	3,7964	9,14061	197
Karlılık (net kar/aktif)	5,1524	13,75554	197

Çalışma kapsamında sistematik ve sistematik olmayan riskler olmak üzere belirlenen değişkenlere ait tanımlayıcı istatistik tablosu Tablo 9’da gösterilmiştir.

Çalışmada iki farklı regresyon grubu belirlenmiştir. Bunlar; bağımlı değişken ve bağımsız değişkendir. Bağımlı değişken de getiri ve PD / DD olmak üzere iki farklı grup olarak incelenmiştir.

Çalışma dönemi olan 2007 – 2017 yılları arasında ortak olan gözlem sayısının 197 olduğu Tablo 9’da görülmektedir.

Tablodaki verilere baktığımızda en yüksek ortalama getiriye 27,4359 değeri ile kısa dönem borç ödeyebilirlik sahiptir. En düşük ortalama getiriye 0,7384 değeri ile sistematik olmayan beta 2 değişkeninin sahip olduğu görülmektedir.

En yüksek standart sapma ise 73,53626 değeri ile hisse getirisinde iken en düşük standart sapma 0,20587 değeri ile sistematik olmayan beta 2 değişkenindedir.

**Tablo 10: Korelasyon Analiz Tablosu (Bağımlı Değişken: Getiri)**

	Hisse Getiri	Toplam Varlık (doğal logaritması)	Yaş	SR2_beta_2_yıl	Kısa Dönem Borç Ödeyebilirlik (Cari Varlıklar / Cari Borçlar)	Uzun Dönem Borç Ödeyebilirlik (Toplam Borç / Toplam Varlıklar)	Varlık Verimliliği (FAVÖK/Aktif)	Karlılık (net kar/aktif)
Hisse Getiri	1,000	-,066	,061	-,113	,108	-,037	,061	,079
Toplam Varlık (doğal logaritması)	-,066	1,000	-,233	,171	-,379	,464	,097	,175
Yaş	,061	-,233	1,000	-,045	,083	,035	-,223	-,028
SR2_beta_2_yıl	-,113	,171	-,045	1,000	-,055	,211	-,152	-,165
Kısa Dönem Borç Ödeyebilirlik (Cari Oran: Cari Varlıklar / Cari Borçlar)	,108	-,379	,083	-,055	1,000	-,432	-,024	,037
Uzun Dönem Borç Ödeyebilirlik (Toplam Borç Oran: Toplam Borç / Toplam Varlıklar)	-,037	,464	,035	,211	-,432	1,000	-,168	-,183
Varlık Verimliliği (FAVÖK/Aktif)	,061	,097	-,223	-,152	-,024	-,168	1,000	,804
Karlılık (net kar/aktif)	,079	,175	-,028	-,165	,037	-,183	,804	1,000

İki değişken arasındaki ilişki düzeyini ve yönünü belirlemeyi sağlayan yöntemle korelasyon analizi denir. Korelasyon; iki değişken arasındaki ilişkinin büyüklüğünü, yönünü ve önemini ortaya koymaktadır. Korelasyon analizi için Pearson Korelasyon yöntemi kullanılmaktadır. Katsayılar, ortalama standart sapma ve korelasyon değerleri hesaplanmıştır (Kaplan, 2013, s.87). Değişkenler arasındaki korelasyon katsayısı “-1” ve “+1” arasında değer alır. İlişkinin “-” değer alması, ilişkinin yönünün negatif olduğunu belirtir. Yani değişkenlerden birinin 1 birim artması veya azalmasının, diğer değişkenin korelasyon katsayısı kadar azalmasını veya artmasını ifade etmektedir. (Sökmen, 2006, s.48).

Korelasyon analizi sonucunda elde edilen korelasyon katsayıları Tablo 10’da gösterilmiştir. Araştırmada kullanılan değişkenler arasındaki korelasyonlar incelendiğinde, korelasyon katsayılarının **-0,432 ve 1,000** değerleri arasında değişmekte olduğu görülmektedir. Tablo 10 incelendiğinde; hisse getiri ve toplam varlık (doğal logaritması) arasındaki korelasyon katsayısı  $r = -0,66$  ’dır. Korelasyon katsayısı negatif olduğundan hisse getiri ve toplam varlık (doğal logaritması) arasındaki ilişki ters yönlüdür. Hisse getiri ve yaş arasındaki korelasyon katsayısı  $r = 0,061$ ’dir. Korelasyon katsayısı pozitif olduğundan hisse getiri ve yaş arasındaki ilişki aynı yönlüdür ve zayıf bir ilişki olduğunu görülmektedir. Hisse getiri ve 2 yıl üzerinden hesaplanan sistematik risk betası ile arasındaki korelasyon katsayısı  $r = -0,113$ ’dir. Hisse getiri ve 2 yıl üzerinden hesaplanan sistematik risk betası arasındaki ilişki ters yönlüdür. Hisse getiri ve kısa dönem borç ödeyebilirlik arasındaki korelasyon katsayısının düzeyi  $r = 0,108$ ’dir. Hisse getiri ve kısa dönem borç ödeyebilirlik arasındaki ilişki aynı yönlüdür ve zayıf bir ilişki olduğu görülmektedir. Hisse senedi ve uzun dönem borç ödeyebilirlik arasındaki korelasyon katsayısının düzeyi  $r = -0,037$ ’dir. Hisse senedi ve uzun dönem borç ödeyebilirlik arasındaki ilişki ters yönlüdür. Hisse getiri ve varlık verimliliği arasındaki korelasyon katsayısının düzeyi  $r = 0,061$ ’dir. Hisse getiri ve varlık verimliliği arasındaki ilişki aynı yönlü ve zayıf bir ilişki olduğu görülmektedir. Hisse getiri ve karlılık arasındaki korelasyon katsayısı  $r = 0,709$ ’dur. Hisse getiri ve karlılık arasındaki ilişki aynı yönlü ve zayıf bir ilişki olduğu görülmektedir. Toplam varlık (doğal logaritması) ve yaş arasındaki korelasyon katsayısı  $r = -0,233$ ’dür. Toplam varlık (doğal logaritması) ve yaş arasındaki ilişki ters yönlüdür. Toplam

varlık (doğal logaritması) ve 2 yıl üzerinden hesaplanan sistematik risk betası arasındaki korelasyon katsayısı  $r = 0,171$ 'dir. Toplam varlık (doğal logaritması) ve 2 yıl üzerinden hesaplanan sistematik risk betası arasındaki ilişki aynı yönlü ve zayıf bir ilişki olduğu görülmektedir. Toplam varlık (doğal logaritması) ile kısa dönem borç ödeyebilirlik arasındaki korelasyon katsayısı  $r = -0,379$ 'dur. Toplam varlık (doğal logaritması) ile kısa dönem borç ödeyebilirlik arasındaki ilişki ters yönlüdür. Toplam varlık (doğal logaritması) ile uzun dönem borç ödeyebilirlik arasındaki korelasyon katsayısı  $r = 0,464$ 'dür. Toplam varlık (doğal logaritması) ile uzun dönem borç ödeyebilirlik arasındaki ilişki aynı yönlü ve düşük bir ilişki olduğu görülmektedir. Toplam varlık (doğal logaritması) ile varlık verimliliği arasındaki korelasyon katsayısı  $r = 0,097$ 'dir. Toplam varlık (doğal logaritması) ile varlık verimliliği arasındaki ilişki aynı yönlüdür ve zayıf bir ilişki olduğu görülmektedir. Toplam varlık (doğal logaritması) ile karlılık arasındaki korelasyon katsayısı  $r = 0,175$ 'dir. Toplam varlık (doğal logaritması) ile karlılık arasındaki ilişki aynı yönlüdür ve zayıf bir ilişki olduğu görülmektedir. Yaş ile 2 yıl üzerinden hesaplanan sistematik risk betası arasındaki korelasyon katsayısı  $r = -0,045$ 'dir. Yaş ile 2 yıl üzerinden hesaplanan sistematik risk betası arasındaki ilişki ters yönlüdür. Yaş ile kısa dönem borç ödeyebilirlik arasındaki korelasyon katsayısı  $r = 0,083$ 'tür. Yaş ile kısa dönem borç ödeyebilirlik arasındaki ilişki aynı yönlüdür ve zayıf bir ilişki olduğu görülmektedir. Yaş ile uzun dönem borç ödeyebilirlik arasındaki korelasyon katsayısı  $r = 0,035$ 'tir. Yaş ile uzun dönem borç ödeyebilirlik arasındaki ilişki aynı yönlüdür ve zayıf bir ilişki olduğu görülmektedir. Yaş ile varlık verimliliği arasındaki korelasyon katsayısı  $r = -0,223$ 'tür. Yaş ile varlık verimliliği arasındaki ilişki ters yönlüdür. Yaş ile karlılık arasındaki korelasyon katsayısı  $r = -0,028$ 'dir. Yaş ile karlılık arasındaki ilişki ters yönlüdür. 2 yıl üzerinden hesaplanan sistematik risk betası ile kısa dönem borç ödeyebilirlik arasındaki korelasyon katsayısı  $r = -0,055$ 'tir. 2 yıl üzerinden hesaplanan sistematik risk betası ile kısa dönem borç ödeyebilirlik arasındaki ilişki ters yönlüdür. 2 yıl üzerinden hesaplanan sistematik risk betası ile uzun dönem borç ödeyebilirlik arasındaki korelasyon katsayısı  $r = 0,211$ 'dir. 2 yıl üzerinden hesaplanan sistematik risk betası ile uzun dönem borç ödeyebilirlik arasındaki ilişki aynı yönlüdür ve zayıf bir ilişki olduğu görülmektedir. 2 yıl üzerinden hesaplanan sistematik risk betası ile varlık verimliliği arasındaki

korelasyon katsayısı  $r = -0,152$ 'dir. 2 yıl üzerinden hesaplanan sistematik risk betası ile varlık verimliliği arasındaki ilişki ters yönlüdür. 2 yıl üzerinden hesaplanan sistematik risk betası ile karlılık arasındaki korelasyon katsayısı  $r = -0,165$ 'tir. 2 yıl üzerinden hesaplanan sistematik risk betası ile karlılık arasındaki ilişki ters yönlüdür. Kısa dönem borç ödeyebilirlik ile uzun dönem borç ödeyebilirlik arasındaki korelasyon katsayısı  $r = -0,432$ 'dir. Kısa dönem borç ödeyebilirlik ile uzun dönem borç ödeyebilirlik arasındaki ilişki ters yönlüdür. Kısa dönem borç ödeyebilirlik ile varlık verimliliği arasındaki korelasyon katsayısı  $r = -0,024$ 'tür. Kısa dönem borç ödeyebilirlik ile varlık verimliliği arasındaki ilişki ters yönlüdür. Kısa dönem borç ödeyebilirlik ile karlılık arasındaki korelasyon katsayısı  $r = 0,037$ 'dir. Kısa dönem borç ödeyebilirlik ile karlılık arasındaki ilişki aynı yönlüdür ve zayıf bir ilişki olduğu görülmektedir. Uzun dönem borç ödeyebilirlik ile varlık verimliliği arasındaki korelasyon katsayısı  $r = -0,168$ 'dir. Uzun dönem borç ödeyebilirlik ile varlık verimliliği arasındaki ilişki ters yönlüdür. Uzun dönem borç ödeyebilirlik ile karlılık arasındaki korelasyon katsayısı  $r = -0,183$ 'tür. Uzun dönem borç ödeyebilirlik ile karlılık arasındaki ilişki ters yönlüdür. Varlık verimliliği ile karlılık arasındaki korelasyon katsayısı  $r = 0,804$ 'tür. Varlık verimliliği ile karlılık arasındaki ilişki aynı yönlüdür ve kuvvetli bir ilişki olduğu görülmektedir.

**Tablo 11:** Çoklu Regresyon Sonuçları (Bağımlı Değişken: Getiri)

Model	R	R Kare	Düz. R Kare	Değişim İstatistikleri				
				R Kare Değişim	F Değişim	df1	df2	Sig. F Değişim
1	,081 <sup>a</sup>	,007	-,004	,007	,642	2	194	,527
2	,179 <sup>b</sup>	,032	-,004	,026	,999	5	189	,420

a. Bağımlı Değişken: (Sabit), Yaş, Toplam Varlık (doğal logaritması)

b. Bağımlı Değişken: (Sabit), Yaş, Toplam Varlık (doğal logaritması), SR2\_beta\_2\_yıl, Karlılık (net kar/aktif, Kısa Dönem Borç Ödeyebilirlik (Cari Oran: Cari Varlıklar / Cari Borçlar), Uzun Dönem Borç Ödeyebilirlik (Toplam Borç Oran: Toplam Borç / Toplam Varlıklar), Varlık Verimliliği (FAVÖK/Aktif)

**Tablo 12:** Çoklu Regresyon Modelinin Anlamlılık Sonuçları  
(Bağımlı Değişken: Getiri)

ANOVA <sup>a</sup>						
Model		Kareler Top.	sd	Ort. Kareler	F	Sig.
1	Regression	6971,520	2	3485,760	,642	,527 <sup>b</sup>
	Artık	1052914,595	194	5427,395		
	Total	1059886,115	196			
2	Regression	34080,446	7	4868,635	,897	,510 <sup>c</sup>
	Artık	1025805,670	189	5427,543		
	Total	1059886,115	196			

a. Bağımlı Değişken: Hisse Getiri

b. Bağımsız Değişkenler: (Sabit), Yaş, Toplam Varlık (doğal logaritması)

c. Bağımsız Değişkenler: (Sabit), Yaş, Toplam Varlık (doğal logaritması), SR2\_beta\_2\_yıl, Karlılık (net kar/aktif, Kısa Dönem Borç Ödeyebilirlik (Cari Oran: Cari Varlıklar / Cari Borçlar), Uzun Dönem Borç Ödeyebilirlik (Toplam Borç Oran: Toplam Borç / Toplam Varlıklar), Varlık Verimliliği (FAVÖK/Aktif)

Modelin anlamlılığı; bağımlı değişkendeki varyansın, model tarafından ne kadar iyi açıklandığını belirtmektedir. Tablodaki anlamlılık değeri ‘sig.’ olarak belirtilmiştir. Sig. değeri 0,05 ten ne kadar küçük ise, regresyon modelindeki bağımlı değişkenin varyansını o kadar iyi açıkladığı anlaşılmaktadır (Gürbüz ve Şahin, 2015, s. 276) Tablo 12’ye bakıldığında, “sig.” değeri  $0,527^b > 0,05$  ve  $0,510^c > 0,05$  olduğu için oluşturulan modelin anlamlı olmadığı yorumu ortaya çıkmaktadır.

**Tablo 13: Çoklu Regresyon Modeline Ait Katsayılar (Bağımlı Değişken: Getiri)**

		Katsayılar <sup>a</sup>									
Model		Katsayılar		Düzeltilmiş	t	Sig.	Korelasyonlar			Çoklu Bağımlılık	
		B	Std. Hata	Katsayılar			Beta	Sıfır Derece	Kısmi	Kısım	Tolerance
1	(sabit)	60,931	68,961		,884	,378					
	Toplam Varlık (doğal logaritması)	-2,438	3,285	-,055	-,742	,459	-,066	-,053	-,053	,946	1,057
	Yaş	,604	,916	,049	,660	,510	,061	,047	,047	,946	1,057
2	(sabit)	63,155	84,641		,746	,457					
	Toplam Varlık (doğal logaritması)	-1,753	4,140	-,039	-,423	,673	-,066	-,031	-,030	,595	1,680
	Yaş	,547	1,003	,044	,546	,586	,061	,040	,039	,789	1,268
	SR2_beta_2_yıl	-35,121	26,681	-,098	-,1316	,190	-,113	-,095	-,094	,918	1,090
	Kısa Dönem Borç Ödeyebilirlik (Cari Oran: Cari Varlıklar / Cari Borçlar)	,134	,100	,110	1,336	,183	,108	,097	,096	,755	1,325
	Uzun Dönem Borç Ödeyebilirlik (Toplam Borç Oran: Toplam Borç / Toplam Varlıklar)	,191	,273	,063	,698	,486	-,037	,051	,050	,620	1,612
	Varlık Verimliliği (FAVÖK/Aktif)	,216	1,054	,027	,205	,838	,061	,015	,015	,299	3,349
	Karlılık (net kar/aktif)	,306	,712	,057	,430	,668	,079	,031	,031	,288	3,466

a. Bağımlı Değişken: Hisse Getiri

Standardize katsayılar (standardized coefficients); çoklu regresyon modelinde, bağımlı değişkeni açıklamada anlamlı katkıları olan bağımsız değişkenleri gösterir. Tablo 13’de değişkenlerin GYO performansı üzerine katkıları gösterilmektedir. Tabloda verilen değişkenlerin “sig.” değerlerine bakıldığında 0,05’ten büyük oldukları için bağımlı değişkeni açıklamada anlamlı katkıları olmadığı görülmektedir.

Bu bölümde ikinci bağımlı değişken olarak belirlenen Piyasa Değeri / Defter Değeri ile bağımsız değişkenler arasındaki ilişki incelenmiş olup, analizlerin sonuçlarına yer verilmiştir.

**Tablo 14:** Tanımlayıcı İstatistik Tablosu (Bağımlı Değişken: PD/DD)

	Ort.	Std. Sap.	N
Piyasa Değeri Defter Değeri Oranı	,9692	1,19495	213
Toplam Varlık (doğal logaritması)	19,7385	1,61601	213
Yaş	13,4789	6,21439	213
SR2_beta_2_yıl	,7269	,21872	213
Kısa Dönem Borç Ödeyebilirlik (Cari Oran: Cari Varlıklar / Cari Borçlar)	25,6929	58,46245	213
Uzun Dönem Borç Ödeyebilirlik (Toplam Borç Oran: Toplam Borç / Toplam Varlıklar)	25,6796	23,87181	213
Varlık Verimliliği (FAVÖK/Aktif)	3,7228	8,83936	213
Karlılık (net kar/aktif)	5,4029	13,49855	213

Çalışma dönemi olan 2007 – 2016 yılları arasında ortak olan gözlem sayısının 213 olduğu Tablo 14’de görülmektedir.

Tablodaki verilere baktığımızda en yüksek ortalama getiriye 25,6929 değeri ile kısa dönem borç ödeyebilirlik sahiptir. En düşük ortalama getiriye 0,7269 değeri ile 2 yıl üzerinden hesaplanan sistematik risk beta değişkeninin sahip olduğu görülmektedir.

En yüksek standart sapmaya 58,46245 değeri ile kısa dönem borç ödeyebilirlik sahip iken en düşük standart sapmaya 0,21872 değeri ile 2 yıl üzerinden hesaplanan sistematik risk beta değişkeni sahiptir.



**Tablo 15: Korelasyon Analiz Tablosu (Bağımlı Değişken: PD/DD)**

	Piyasa Değeri Defter Değeri Oranı	Toplam Varlık (doğal logaritması)	Yaş	SR2_beta_2_yıl	Kısa Dönem Borç Ödeyebilirlik (Cari Varlıklar / Cari Borçlar)	Uzun Dönem Borç Ödeyebilirlik (Toplam Borç Oran: Toplam Borç / Toplam Varlıklar)	Varlık Verimliliği (FAVÖK/Aktif)	Karlılık (net kar/aktif)
Piyasa Değeri								
Defter Değeri	1,000	-,096	-,003	-,093	-,025	,082	,310	,165
Oranı								
Toplam Varlık (doğal logaritması)	-,096	1,000	-,258	,131	-,381	,449	,098	,180
Yaş	-,003	-,258	1,000	,023	,099	,059	-,199	-,044
SR2_beta_2_yıl	-,093	,131	,023	1,000	-,031	,223	-,142	-,138
Kısa Dönem Borç Ödeyebilirlik (Cari Oran: Cari Varlıklar / Cari Borçlar)	-,025	-,381	,099	-,031	1,000	-,422	-,021	,028
Uzun Dönem Borç Ödeyebilirlik (Toplam Borç Oran: Toplam Borç / Toplam Varlıklar)	,082	,449	,059	,223	-,422	1,000	-,164	-,177
Varlık Verimliliği (FAVÖK/Aktif)	,310	,098	-,199	-,142	-,021	-,164	1,000	,782
Karlılık (net kar/aktif)	,165	,180	-,044	-,138	,028	-,177	,782	1,000

Korelasyon analizi sonucunda elde edilen korelasyon katsayıları Tablo 15’de gösterilmiştir. Araştırmada kullanılan değişkenler arasındaki korelasyonlar incelendiğinde, korelasyon katsayılarının -0,422 ile 1,000 değerleri arasında değişmekte olduğu görülmektedir. Tablo 15 incelendiğinde; PD/DD oranı ile toplam varlık (doğal logaritması) arasındaki korelasyon katsayısı  $r = -0,096$ ’dır. PD/DD

oranı ile toplam varlık (doğal logaritması) arasındaki ilişki ters yönlüdür. PD/DD ile yaş arasındaki korelasyon katsayısı  $r = -0,003$ 'tür. PD/DD ile yaş arasındaki ilişki ters yönlüdür. PD/DD ile 2 yıl üzerinden hesaplanan sistematik risk beta değişkeni arasındaki korelasyon katsayısı  $r = -0,093$ 'tür. PD/DD ile 2 yıl üzerinden hesaplanan sistematik risk beta değişkeni arasındaki ilişki ters yönlüdür. PD/DD ile kısa dönem borç ödeyebilirlik arasındaki korelasyon katsayısı  $r = -0,025$ 'tir. PD/DD ile kısa dönem borç ödeyebilirlik arasındaki ilişki ters yönlüdür. PD/DD ile uzun dönem borç ödeyebilirlik arasındaki korelasyon katsayısı  $r = 0,082$ 'tir. PD/DD ile uzun dönem borç ödeyebilirlik arasındaki ilişki aynı yönlüdür ve zayıf bir ilişki olduğu görülmektedir. PD/DD ile varlık verimliliği arasındaki korelasyon katsayısı  $r = 0,310$ 'dur. PD/DD ile varlık verimliliği arasındaki ilişki pozitif yönlüdür ve düşük bir ilişki olduğu görülmektedir. PD/DD ile karlılık arasındaki korelasyon katsayısı  $r = 0,165$ 'tir. PD/DD ile karlılık arasındaki ilişki aynı yönlüdür ve zayıf bir ilişki olduğu görülmektedir. Toplam varlık (doğal logaritması) ile yaş arasındaki korelasyon katsayısı  $r = -0,258$ 'dir. Toplam varlık (doğal logaritması) ile yaş arasındaki ilişki ters yönlüdür. Toplam varlık (doğal logaritması) ile 2 yıl üzerinden hesaplanan sistematik risk beta değişkeni arasındaki korelasyon katsayısı  $r = -0,093$ 'tür. Toplam varlık (doğal logaritması) ile 2 yıl üzerinden hesaplanan sistematik risk beta değişkeni arasındaki ilişki ters yönlüdür. Toplam varlık (doğal logaritması) ile kısa dönem borç ödeyebilirlik arasındaki korelasyon katsayısı  $r = -0,381$ 'dir. Toplam varlık (doğal logaritması) ile kısa dönem borç ödeyebilirlik arasındaki ilişki ters yönlüdür. Toplam varlık (doğal logaritması) ile uzun dönem borç ödeyebilirlik arasındaki korelasyon katsayısı  $r = 0,449$ 'dur. Toplam varlık (doğal logaritması) ile uzun dönem borç ödeyebilirlik arasındaki ilişki aynı yönlüdür ve düşük bir ilişki olduğu görülmektedir. Toplam varlık (doğal logaritması) ile varlık verimliliği arasındaki korelasyon katsayısı  $r = 0,098$ 'dir. Toplam varlık (doğal logaritması) ile varlık verimliliği arasındaki ilişki aynı yönlüdür ve zayıf bir ilişki olduğu görülmektedir. Toplam varlık (doğal logaritması) ile karlılık arasındaki korelasyon katsayısı  $r = 0,180$ 'dir. Toplam varlık (doğal logaritması) ile karlılık arasındaki ilişki aynı yönlüdür ve zayıf bir ilişki olduğu görülmektedir. Yaş ile 2 yıl üzerinden hesaplanan sistematik risk beta değişkeni arasındaki korelasyon katsayısı  $r = 0,023$ 'tür. Yaş ile 2 yıl üzerinden hesaplanan sistematik risk beta değişkeni

arasındaki ilişki aynı yönlüdür ve zayıf bir ilişki olduğu görülmektedir. Yaş ile kısa dönem borç ödeyebilirlik arasındaki korelasyon katsayısı  $r = 0,099$ 'dur. Yaş ile kısa dönem borç ödeyebilirlik arasındaki ilişki aynı yönlüdür ve zayıf bir ilişki olduğu görülmektedir. Yaş ile uzun dönem borç ödeyebilirlik arasındaki korelasyon katsayısı  $r = 0,059$ 'dur. Yaş ile uzun dönem borç ödeyebilirlik arasındaki ilişki aynı yönlüdür ve zayıf bir ilişki olduğu görülmektedir. Yaş ile varlık verimliliği arasındaki korelasyon katsayısı  $r = -0,199$ 'dur. Yaş ile varlık verimliliği arasındaki ilişki ters yönlüdür. Yaş ile karlılık arasındaki korelasyon katsayısı  $r = -0,044$ 'tür. Yaş ile karlılık arasındaki ilişki ters yönlüdür. 2 yıl üzerinden hesaplanan sistematik risk beta değişkeni ile kısa dönem borç ödeyebilirlik arasındaki korelasyon katsayısı  $r = -0,031$ 'dir. . 2 yıl üzerinden hesaplanan sistematik risk beta değişkeni ile kısa dönem borç ödeyebilirlik arasındaki ilişki ters yönlüdür. 2 yıl üzerinden hesaplanan sistematik risk beta değişkeni ile uzun dönem borç ödeyebilirlik arasındaki korelasyon katsayısı  $r = -0,223$ 'tür. 2 yıl üzerinden hesaplanan sistematik risk beta değişkeni ile uzun dönem borç ödeyebilirlik arasındaki ilişki aynı yönlüdür ve zayıf bir ilişki olduğu görülmektedir. 2 yıl üzerinden hesaplanan sistematik risk beta değişkeni ile varlık verimliliği arasındaki korelasyon katsayısı  $r = -0,142$ 'dir. 2 yıl üzerinden hesaplanan sistematik risk beta değişkeni ile varlık verimliliği arasındaki ilişki ters yönlüdür. 2 yıl üzerinden hesaplanan sistematik risk beta değişkeni ile karlılık arasındaki korelasyon katsayısı  $r = -0,138$ 'dir. 2 yıl üzerinden hesaplanan sistematik risk beta değişkeni ile karlılık arasındaki ilişki ters yönlüdür. Kısa dönem borç ödeyebilirlik ile uzun dönem borç ödeyebilirlik arasındaki korelasyon katsayısı  $r = -0,422$ 'dir. Kısa dönem borç ödeyebilirlik ile uzun dönem borç ödeyebilirlik arasındaki ilişki ters yönlüdür. Kısa dönem borç ödeyebilirlik ile varlık verimliliği arasındaki korelasyon katsayısı  $r = -0,021$ 'dir. Kısa dönem borç ödeyebilirlik ile varlık verimliliği arasındaki ilişki ters yönlüdür. Kısa dönem borç ödeyebilirlik ile karlılık arasındaki korelasyon katsayısı  $r = 0,028$  'dir. Kısa dönem borç ödeyebilirlik ile karlılık arasındaki ilişki aynı yönlüdür ve zayıf bir ilişki olduğu görülmektedir. Uzun dönem borç ödeyebilirlik ile varlık verimliliği arasındaki korelasyon katsayısı  $r = -0,164$  'tür. Uzun dönem borç ödeyebilirlik ile varlık verimliliği arasındaki ilişki ters yönlüdür. Uzun dönem borç ödeyebilirlik ile karlılık arasındaki korelasyon katsayısı  $r = -0,177$ 'dir. Uzun dönem borç ödeyebilirlik ile

karlılık arasındaki ilişki ters yönlüdür. Varlık verimliliği ile karlılık arasındaki korelasyon katsayısı  $r = 0,782$ 'dir. Varlık verimliliği ile karlılık arasındaki ilişki aynı yönlüdür ve kuvvetli bir ilişki olduğu görülmektedir.

**Tablo 16:** Çoklu Regresyon Sonuçları (Bağımlı Değişken: PD/DD)

Model	R	R Kare	Düz. R Kare	Değişim İstatistikleri				
				R Kare Değişim	F Değişim	df1	df2	Sig. F Değişim
1	,100 <sup>a</sup>	,010	,001	,010	1,066	2	210	,346
2	,413 <sup>b</sup>	,170	,142	,160	7,913	5	205	,000

a. Bağımsız Değişkenler: (Sabit), Yaş, Toplam Varlık (doğal logaritması)

b. Bağımsız Değişkenler: (Sabit), Yaş, Toplam Varlık (doğal logaritması), SR2\_beta\_2\_yıl, Karlılık (net kar/aktif, Kısa Dönem Borç Ödeyebilirlik (Cari Oran: Cari Varlıklar / Cari Borçlar), Uzun Dönem Borç Ödeyebilirlik (Toplam Borç Oran: Toplam Borç / Toplam Varlıklar), Varlık Verimliliği (FAVÖK/Aktif)

**Tablo 17:** Çoklu Regresyon Modelinin Anlamlılık Sonuçları  
(Bağımlı Değişken: PD/DD)

ANOVA <sup>a</sup>						
Model		Kareler Top.	sd	Ort. Kareler	F	Sig.
1	Regression	3,042	2	1,521	1,066	,346 <sup>b</sup>
	Artık	299,672	210	1,427		
	Total	302,714	212			
2	Regression	51,522	7	7,360	6,007	,000 <sup>c</sup>
	Artık	251,191	205	1,225		
	Total	302,714	212			

a. Bağımlı Değişken: Piyasa Değeri Defter Değeri Oranı

b. Bağımsız Değişkenler: (Sabit), Yaş, Toplam Varlık (doğal logaritması)

c. Bağımsız Değişkenler: (Sabit), Yaş, Toplam Varlık (doğal logaritması), SR2\_beta\_2\_yıl, Karlılık (net kar/aktif, Kısa Dönem Borç Ödeyebilirlik (Cari Oran: Cari Varlıklar / Cari Borçlar), Uzun Dönem Borç Ödeyebilirlik (Toplam Borç Oran: Toplam Borç / Toplam Varlıklar), Varlık Verimliliği (FAVÖK/Aktif)

**Tablo 18: Çoklu Regresyon Modeline Ait Katsayılar**  
(Bağımlı Değişken: PD/DD)

		Katsayılar <sup>a</sup>									
Model		Katsayılar		Düzeltilmiş	t	Sig.	Korelasyonlar			Çoklu Bağımlılık	
		B	Std. Error	Beta			Sıfır Derece	Kısmi	Kısım	İstatistiği	
										Tolerance	VIF
1	(sabit)	2,559	1,102		2,322	,021					
	Toplam Varlık (doğal logaritması)	-,077	,053	-,104	-1,459	,146	-,096	-,100	-,100	,933	1,071
	Yaş	-,006	,014	-,029	-,413	,680	-,003	-,029	-,028	,933	1,071
2	(sabit)	3,875	1,237		3,133	,002					
	Toplam Varlık (doğal logaritması)	-,160	,061	-,216	-2,639	,009	-,096	-,181	-,168	,604	1,656
	Yaş	,003	,014	,014	,193	,847	-,003	,013	,012	,811	1,233
	SR2_beta_2_yıl	-,396	,361	-,073	-1,098	,273	-,093	-,076	-,070	,928	1,078
	Kısa Dönem Borç Ödeyebilirlik (Cari Oran: Cari Varlıklar / Cari Borçlar)	,000	,001	,008	,107	,915	-,025	,007	,007	,760	1,315
	Uzun Dönem Borç Ödeyebilirlik (Toplam Borç Oran: Toplam Borç / Toplam Varlıklar)	,013	,004	,251	3,109	,002	,082	,212	,198	,621	1,611
	Varlık Verimliliği (FAVÖK/Aktif)	,062	,015	,459	4,261	,000	,310	,285	,271	,349	2,864
	Karlılık (net kar/aktif)	-,011	,010	-,120	-1,095	,275	,165	-,076	-,070	,335	2,985

a. Bağımlı Değişken: Piyasa Değeri Defter Değeri Oranı

Modelin anlamlılığı; bağımlı değişkendeki varyansın, model tarafından ne kadar iyi açıklandığını belirtmektedir. Tablodaki anlamlılık değeri ‘sig.’ olarak belirtilmiştir. Sig. değeri 0,05 ten ne kadar küçük ise, regresyon modelindeki bağımlı değişkenin varyansını o kadar iyi açıkladığı anlaşılmaktadır (Gürbüz ve Şahin, 2015, s. 276) Tablo 17’ye bakıldığında, “sig.” değeri  $0,346^b > 0,05$  olduğu için oluşturulan 1. modelin anlamlı olmadığı yorumu ortaya çıkmaktadır. “sig.” değeri  $0,000^c < 0,05$  olduğu için oluşturulan 2. Modelin anlamlı olduğu yorumu ortaya çıkmaktadır.

### **3.5. ARAŞTIRMANIN KISITLARI**

Tez kapsamında geliştirilen model ve ilgili tahmin testleri bir kısım kısıt altında gerçekleştirilmiştir. Öncelikle kurulan modelin risk ve performans ilişkisini ortaya koyabilmesi arzulanmıştır. Bu açıdan modelin başarılı olduğu söylenebilir. Bununla beraber, riskin ve performansın sınıflandırılması ve ilgili değişken seçimleri çalışmadan çalışmaya değişiklikler göstermektedir. Bu bağlamda değerlendirildiğinde seçilen değişkenlerin niceliği ve niteliği bu araştırmanın öncelikli kısıtlarından birisidir. Bir diğer önemli kısıt olan araştırmanın yönteminin yatay kesit formunda çoklu regresyon olmasıdır. Daha gelişmiş çoklu veri analiz yöntemleri ile burada ortaya konan model ayrıca test edilebilir. Son olarak, incelenen sektör, ülke ve zaman aralıkları da diğer araştırma kısıtlarını oluşturmaktadır.

### **3.6. ARAŞTIRMANIN TEORİ VE UYGULAMAYA İLİŞKİN ÇIKARIMLARI**

Bu tez kapsamında ortaya çıkan çıkarımlar akademik ve uygulama açısından ikiye ayrılabilir. Akademik açıdan bakıldığında risk performans analizlerinin zaman faktörünü de içene alan panel veri analizleri yapısından yapılmasının uygun olacağı söylenebilir. Bununla beraber, performans değişkenlerinin daha uzun dönemli ölçülmesinin bağımsız değişkenlerin bir önceki dönem değerlerinin de kullanılması model başarısını artırabilir. Uygulamaya yönelik çıkarımlar fon yöneticilerinin hangi değişkenlerin performans üzerinde etkili olduğunu görebilmeleri adına önemlidir. Salt bu çalışmada incelenen değişkenler değil sektörel bazı değişkenlerin de ayrıca modele iliştilmesi uygun olacaktır.

## SONUÇ

Gayrimenkul yatırımlarında kullanılan kaynaklar ekonomik sisteme kazandırılmadıkça atıl fon olarak değerlendirilmektedir. Bu atıl fonların ekonomik sisteme kazandırmanın en başarılı ve profesyonel yolu ise gayrimenkul piyasalarının en önemli kurumsal yatırımcılarından olan Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarıdır.

Gayrimenkul yatırımları nitelikleri itibariyle nakde dönüşümü sınırlı yatırımlardır. GYO'lar sayesinde bu yatırımlar pazarlarda işlem görebilmektedir. Böylece sermaye piyasaları ve borsaların gelişimine katkı sağlanmakta ve ülke piyasalarının derinlik kazanması ile etkin bir piyasa oluşumunda önemli bir rol oynamaktadır. GYO, sermaye piyasası araçları yoluyla halkın küçük tasarruflarını bir havuzda toplayıp, başta büyük gayrimenkul projeleri olmak üzere, gayrimenkul finansmanına yönlendirmektedir.

İlk olarak Amerika Birleşik Devletleri'nde uygulaması görülen gayrimenkul yatırım ortaklıkları, ilk örneklerinin görüldüğünden beri oldukça önemli ilerlemeler göstermişlerdir. ABD'de ilk kez iş ortaklığı şeklinde doğmuş ve başlarda kısıtlayıcı eyalet kanunlarıyla faaliyetleri sınırlandırılmıştır. Kanunların düzenlenmesi ve gayrimenkul sektörüne vergi koruması getiren yapı sonucunda, gayrimenkul alımlarıyla birlikte GYO'lar da hızlı ve büyük bir gelişme göstermişlerdir.

Türkiye sermaye piyasalarında çok uzun bir geçmişe sahip olmayan gayrimenkul yatırım ortaklıkları 1995 yılındaki SPK düzenlemelerinden sonra daha çok ilgi görmeye başlamıştır. SPK'nın konuya ilişkin yayınladığı tebliğde; GYO'lar, belirlenmiş yöntem ve esaslar çerçevesinde gayrimenkullere, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına, gayrimenkul projelerine ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilen, belirli projeleri gerçekleştirebilmek için adi ortaklık kurabilen ve ilgili Tebliğ'de izin verilen diğer faaliyetlerde bulunabilen sermaye piyasası kurumları olarak tanımlanmıştır.

Bu çalışmada; Borsa İstanbul'da işlem görmekte olan 27 GYO firmalarının performansları, çalışma dönemi olan 2007 – 2016 yılları arasında oluşturulan iki yıllık dönemde kullanılan çoklu regresyon modeliyle analiz edilmiştir.

Çoklu regresyon modelinde GYO getirilerini açıklamak için; hisse getiri ve PD/DD (piyasa değeri/defter değeri) değişkeni bağımlı değişken olarak

kullanılmıştır. İlk olarak hisse getiri değişkeninin kullanıldığı regresyon modeli, daha sonra PD/DD değişkeninin kullanıldığı modeller analizleriyle birlikte ilgili kısımlarda tablolarla gösterilmiştir.

İki grup çoklu regresyon analizinin yapıldığı çalışmada bağımlı değişkenin hisse getirisi olan tahmin modelinin istatistiksel olarak anlamsız çıktığı buna karşın PD/DD değişkeninin kullanıldığı modelin anlamlı çıktığı görülmüştür. Bu noktada firma büyüklüğü ve deneyim kontrol altındayken riske ilişkin değişkenlerin anlamlı bir şekilde firma performansını etkilediği görülmüştür.

Tüm bu sonuçlardan yola çıkarak; yatırımcıların yatırım yaparken GYO firmalarının büyüklüğünü ve deneyimlerini dikkate alarak risk değerlendirmeleri yapmaları önerisi sunulabilir. Firma büyüklüğündeki artış GYO performansını da artırmaktadır. Aynı şekilde deneyimli firmaların da daha iyi GYO performansına sahip oldukları görülmektedir. Buna karşın hisse getirisinin bağımlı değişken olduğu modelin istatistiksel olarak anlamsız çıkması sebebiyle, yatırımlarda hisse getirisini baz alarak GYO performans değerlendirmesi yapılmamalıdır. Bu çalışmanın, hem GYO yöneticileri açısından hem de GYO yatırımcıları açısından önemli sayılacak sonuçlarının olduğu ve konuyla ilgili yapılacak bundan sonraki çalışmalara da katkı sağlayacağı düşünülmektedir.



## KAYNAKÇA

Açlar, A., Çağdaş, V. (2002), “*Taşınmaz (Gayrimenkul) Değerlemesi*”, TMMOB Harita ve Kadastro Mühendisleri Odası, Ankara

Ali Hepşen, “*İpotek Piyasası ve Karşılaşılan Riskler*”, 31.Temmuz.2007,  
<http://www.alomaliye.com/2007/07/31/ipotek-piyasasi-ve-karsilasilan-riskler/>

Akçay, B. (1999), “*Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları*”, Ankara: İşletme ve Finans Yayınları, Yayın No: 5

Akkaya, K. Ö. (2010), “*Kamu-Özel Sektör İşbirlikleri ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarıyla İlişkisi*”, Yüksek Lisans Tezi, Fen Bilimleri Enstitüsü, İstanbul

Aras, G. (2000), “*Türk Sermaye Piyasasında Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Üzerine Bir Değerlendirme*”, İktisat Dergisi. (400). 71

Attila, İ. (2010), “*Gayrimenkul Geliştirme Projelerinde Risk Yönetimi*”, Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, Cilt XXIX, Sayı II

Aydın, E. (2000), “*Gelir ve Kurumlar Vergisi Uygulamaları Açısından Yatırım Ortaklıkları ve Yatırım Fonları*”, Vergi Dünyası, Sayı 224

Bahtiyar, M. (1999), “*Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Kuruluş ve Faaliyete Geçiş Esasları*”, Prof. Dr. Erdoğan Moroğlu’na 65. Yaş Günü Armağanı, İstanbul

Başoğlu, U., Ceylan, A., Parasız, İ. (2001), “*Finans Teori- Kurum ve Araçlar*”, İstanbul

Türk Dil Kurumu İktisat Terimleri Sözlüğü

Belen, H. (2002), “*Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Faaliyetlerinin Medenî Hukuk Açısından Değerlendirilmesi*”, 1.Baskı, Beta, İstanbul

Block, R.L. (2006), “*Investing in REITs*”, USA

Bolak, M. (2004), “*Risk ve Yönetimi*”, İstanbul: Birsen Yayınevi

Brueggeman, William B. / Fisher, Jeffery D. (1997), “*Real Estate Finance and Investments*”, 10. Baskı, USA: Times Mirror Higher Education Group Inc. Company

Brueggeman, William B. / Fisher, Jeffrey D. (2005), “*Real Estate Finance and Investments*”, Mc Grawhill, 12th Edition, USA

Brueggeman, William B. / Fisher, Jeffery D. (2011), “*Real Estate Finance and Investments*”, Mc Grawhill, 14th Edition

Çıkılı, G. (2010), “*Türkiye’de Gayrimenkul Sektörü ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları*”, Yüksek Lisans Tezi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir

Çolak, A. E., ALICI A. (2001), “*A’dan Z’ye Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları*”, SPK Yayınları Yayın No.136, Ankara

Çolak, A. E., Alıcı, A., (2001), “*Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları A’dan Z’ye*”, Sermaye Piyasası Kurulu, Tşof Palaka Matbaacılık, Ankara, 35

Çolak, A. E. (1999), “*Gölcük Depreminin Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Üzerindeki Etkileri Yaklaşımı*”

Dr. Tevfik, A.T. (1997), “*Risk Analizine Giriş*”, İstanbul: Alfa Basım Yayın Dağıtım

Erdoğan, S. (2008), “*Türkiye’de ve Dünya’da Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Temel Yasal Düzenlemeleri, Gelir Yapıları ve Sermaye Piyasalarından Sağladıkları Fon*”, Yüksek Lisans Tezi, Fen Bilimleri Enstitüsü, İstanbul

Ergene, D. (2010), “*Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı*”, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Özel Hukuk Tezli Yüksek Lisans Programı, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul

Fıkrıkoca, M. (2003), “*Bütünsel Risk Yönetimi*”, Ankara: Pozitif Matbaacılık

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, Resmi

Gazete:28.05.2013, Sayı:28660, m.6

(<http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/05/20130528-14.htm>)

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, Resmi

Gazete:28.05.2013, Sayı: 28660, md.35

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, Resmi Gazete:28.05.2013, Sayı: 28660, md.36

Gökçe G. (1998), “*Gayrimenkul Yatırım Fonları, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Gayrimenkul Sertifikaları ve Hazine Taşınmaz Mallarının Bu Yollarla Değerlendirilmesi*”, Ankara: Türk Tarih Kurumu Basımevi

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

Gürbüz, S., Şahin, F. (2015), “*Sosyal Bilimlerde Araştırma Yöntemleri*” 2. Basım.  
Seçkin Yayıncılık

Güven, M. (2006), “*Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ve Gayrimenkul Yatırım  
Ortaklıkları Hisse Senetlerinin Verimini Etkileyen Faktörler Üzerine İMKB’de Bir  
Uygulama*”, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul

Hayta, Ö. (2009), “*Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ve Gayrimenkul Yatırım  
Ortaklıkları Performans Değerlendirmesi: İMKB’de Bir Uygulama*”, Yüksek Lisans  
Tezi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana

İmregün, O. (1968), “*Amerikan Hukukunun Ana Hatları*”, İstanbul Üniversitesi  
Yayımları No.1399, Hukuk Fakültesi No.308

İnan, E. (1995), “*Gayrimenkul Yatırım Fonları ve Türkiye’de Beklenen Yaraları*”,  
Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Maliye Bakanlığı  
Milli Emlak Genel Müdürlüğü Yayın No: 98, Ankara

Jamal F. AL-Bahar- Keith C. Crandall (1990), “*Systematic Risk Management  
Approach for Construction Projects*”, Journal of Construction Engineering and  
Management, Vol.116, No.3

John D. Finnerty, Ph. D., Project Financing- Asset-Based Financial Engineering, 3rd  
Edition

Kaçıra, F. B. (2008), “*Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları*”, Yüksek Lisans Tezi,  
Sosyal Bilimler Enstitüsü

Kaplan, M., Eren, S. S. (2014), “*Firmanın İhracat Yetkinliklerinin İhracat  
Performansına Etkisi*”, Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi  
Dergisi

Kaya, Ö. (2010), “*Türk İnşaat Sektöründe Risk Analizi ve Yönetiminin  
Araştırılması*”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Fen Bilimleri Enstitüsü

Kayabaşı, A., Kiracı, H., Kanberoğlu, Z., Oğuz, A. (2010), “*KOBİ’lerde İhracat Performansı Belirleyen Unsurların İncelenmesi: İnegöl’de Faaliyette Bulunan İşletmeler Üzerinde Bir Alan Araştırması*”, Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi

Kurumlar Vergisi Kanunu, Resmi Gazete: 21.6.2006 Sayı: 26205

Menachem, R. (1986), “*REITs Emerge As Sources of Real Estate Finance and Investment*”, Real Estate Review, Fall: 41-50

Menachem, R. (1993), “*REITs Emerge As Sources of Real Estate Finance and Investment*”, Real Estate Review Vakfı Yayınları

Özcan, İ. (2013), “*Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ve Borsa İstanbul’da (BIST) İşlem Gören Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Balanced Scorecard Performans Ölçüm Modeline Göre İncelenmesi*”, Yüksek Lisans Tezi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir

Özcan, Ö. (2011), “*Kentsel Mekanın Oluşum Sürecinde Bir Uygulama ve Finans Aracı Olarak Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları*”, Yüksek Lisans Tezi, Fen Bilimleri Enstitüsü, İstanbul

Özkul, S. (2001), “*Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ve Türkiye Değerlendirmesi*”, Yüksek Lisans Tezi

“*Real Estate Investment Trust: The Low Risk, High Yield, Asset-Growth Opportunity*”, The New York Institute of Finance, Division of Simon&Schuster, Inc., (1988)

Sağlam, S. (2015), “*Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Faaliyetlerini Etkileyen Dışsal Değişkenlerin Araştırılması*”, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul

Satır, A. (2011), “*Ulusal ve Uluslararası Yatırım Fonlarının Karşılaştırmalı Risk Analizi*”, Doktora Tezi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir

Schuyler, J. (2001), “*Risk and Decision Analysis in Projects*”, 2. Baskı, Pennsylvania USA: Project Management Institute

Sermaye Piyasası Kurulu, 2007, “*Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, SPK. Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları – 5*”, Ankara

Sorgu, D. (1993), “*Yapı İşletmesi Ders Notu II*”, İTÜ Matbaası, İstanbul

Sökmen, A. G. (2006) “*Firma Kaynakları, İhracat Stratejileri ve Uluslararasılaşma Derecesi: Küçük ve Orta Boy İşletmeler Üzerine Bir Araştırma*”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü

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

Şahin, E. T. (2010), “*Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Kentsel Gelişmeye ve Planlamaya Etkilerinin İstanbul Örneğinde İncelenmesi*”, Yüksek Lisans Tezi, Fen Bilimleri Enstitüsü, Ankara

Şarkaya, C. (2007), “*Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Üzerine Bir İnceleme Ve Türkiye'ye İlişkin Sektör Analizi*”, Sosyal Bilimler Dergisi, Sayı:1

Teker, M. B. (1996), “*Sermaye Piyasası Araçları Yoluyla Gayrimenkul Finansmanı ve Yatırımı*”, Sermaye Piyasası Kurulu Yayını, No. 43, Ankara

Tenör, R. (2000), “*Türk Sermaye Piyasası*”, 1.cilt, Garanti Yatırım, Beta Yayınları, Yayın No: 1053, İstanbul

Tuncel, K. (1997), “*Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ve Türkiye Uygulaması*”, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No:105, Ankara

Turnacıgil, S. (2012), “*Genel Olarak Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ve İMKB’de Bir Araştırma*”, Yüksek Lisans Tezi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana

Urak, E. (2016), “*Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına Sağlanan Vergisel Teşvikler*”, Mali Çözüm İSMMMO 2016 Ocak-Şubat Sayısı

Uyar, M. (2009), “*Türk Hukukunda Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları*”, Yayınlanmış Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul

Ünal, O. K. (2005), “*Sermaye Piyasası Hukuku ve Mevzuatı*”, Ankara

Üreten, A. (2007), “*Gayrimenkul Değerleme Yöntemleri ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında Değer Tespiti*”, Yüksek Lisans Tezi, Ankara

Yalçinkaya, T.(1986), “*Risk ve Belirsizlik Algılamasının İktisadi Davranışlara Yansımaları*”, Büyük Larausse, 1986: 9843

Yelgen, E. (2010), “*Konaklama İşletmelerinde Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Uygulamaları: Alanya’da Bir Araştırma*”, Yüksek Lisans Tezi, Antalya

Yetgin, F., Eroğlu, E. (2009), “*Proje Değerleme: Örnek Uygulamalar ile Gayrimenkul Değerlemesi*”, Creative Yayıncılık, İstanbul

Yıldırım, H. H. (2012), “*Gayrimenkul Yatırımlarında Getiri-Risk Hesabı ve Türkiye’de Bir Uygulama*”, Yüksek Lisans Tezi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul

Yücetaş, N. B. (1999), “*Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ve Vergilendirilmesi*”  
Vergi Sorunları

William A. K. (1990), “*Real Estate Investment Trust Handbook*”, (USA: Amerşcan Law Institute – American Bar Association

X. Diebold, F., Doherty N., Herring R. J. (2010), “*The Known, The Unknown, and the Unknowable in Financial Risk Management*” , Oxford: Princeton University Press

## İNTERNET KAYNAKLARI

**URL-1:**

<http://www.tdub.org.tr/Web/MyContents.aspx?MyContentID=553&UID=0d35248e-7c92-4300-bb2a-2eee9ede341b>

**URL-2:** [www.nareit.com/faq](http://www.nareit.com/faq) , 28.4.1999

**URL-3:** [www.gyoder.org.tr](http://www.gyoder.org.tr)

**URL-4:** [www.reit.com](http://www.reit.com)

**URL-5:** Ali Hepşen, “İpotek Piyasası ve Karşılaşılan Riskler”, 31.Temmuz.2007,

<http://www.alomaliye.com/2007/07/31/ipotek-piyasasi-ve-karsilasilan-riskler/>

**URL-6:** Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, Resmi

Gazete:28.05.2013, Sayı:28660, m.6

<http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/05/20130528-14.htm>