

**T.C**  
**ÇUKUROVA ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**İŞLETME ANA BİLİM DALI**

**GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI VE GAYRİMENKUL YATIRIM**  
**ORTAKLIKLARI PERFORMANS DEĞERLENDİRMESİ: İMKB'DE BİR**  
**UYGULAMA**

**Özkan HAYTA**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**ADANA/2009**

**T.C**  
**ÇUKUROVA ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**İŞLETME ANA BİLİM DALI**

**GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI VE GAYRİMENKUL YATIRIM**  
**ORTAKLIKLARI PERFORMANS DEĞERLENDİRMESİ: İMKB'DE BİR**  
**UYGULAMA**

**Özkan HAYTA**

**DANIŞMAN: Prof. Dr. Serpil CANBAŞ**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**ADANA/2009**

**Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğüne,**

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

Başkan Prof. Dr. Serpil CANBAŞ  
(Danışman)

Üye Yrd. Doç. Dr. Mehmet ÖZMEN

Üye Öğr. Gör. Dr. Serkan Yılmaz KANDIR

ONAY

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim elemanlarına ait olduklarını onaylıyorum.

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

Doç. Dr. Azmi YALÇIN  
Enstitü Müdür Vekili

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



## ÖZET

### GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI VE GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI PERFORMANS DEĞERLENDİRMESİ: İMKB'DE BİR UYGULAMA

Özkan HAYTA

Yüksek Lisans Tezi, İşletme Anabilim Dalı,

Danışman: Prof. Dr. Serpil CANBAŞ

Haziran 2009, 85 sayfa

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO) ilk olarak 1961 yılında ABD'de kurulmuşlardır. GYO'lar kuruluşlarından bu yana dünya gayrimenkul piyasalarının en önemli kurumsal yatırımcıları olmuşlardır. Türkiye'de ise Sermaye Piyasası Kurulu'nun 1995 yılında gayrimenkul yatırım ortaklıklarının kurulmasıyla ilgili tebliğinden sonra faaliyetlerine başlamışlardır. Bu çalışmada, Türkiye ve diğer ülkelerdeki GYO uygulamaları hukuki, işlevsel ve tarihi açılarından incelenmiştir. Çalışmanın uygulama bölümünde, İMKB'de işlem gören sekiz GYO'ya ait aylık getiri verileri araştırma dönemleri olan Temmuz 2003 – Haziran 2008 ve Temmuz 2002 – Haziran 2007 dönemlerinde analiz edilmiştir. Araştırmada, dört farklı regresyon modeli kullanılmıştır: Sermaye Varlıkları Fiyatlandırma Modeli (SVFM), pazar faktörü ve firma büyüklük faktörünü içeren iki değişkenli model, pazar faktörü ve defter değeri/piyasa değeri (B/M) oranını içeren diğer iki değişkenli model ve pazar faktörü, firma büyüklük faktörü ile B/M oranının içine alan Fama ve French'in (1993) üç faktörlü modeli. Araştırma sonundaki ampirik bulgular ise, GYO'ların araştırma dönemlerinde kullanılan tüm modellerde, anlamlı pozitif performans sergilemediklerini göstermektedir.

**Anahtar Kelimeler:** Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı, Performans Değerlendirme, SVFM, Fama ve French'in Üç Faktör Modeli

**ABSTRACT****REAL ESTATE INVESTMENT TRUST AND PERFORMANCE APPRAISAL  
OF REAL ESTATE INVESTMENT TRUST: A PRACTICE IN IMKB****Özkan HAYTA****Master Thesis, Department of Business Administration****Supervisor: Prof. Dr. Serpil CANBAŞ****June 2009, 85 Pages**

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. In this study, REITs in Turkey and other countries are examined according to legal, operational and historical concepts. In the empirical section of study, monthly return data of eight REITs that are listed in Istanbul Stock Exchange are analyzed for the sample periods of July 2003 – June 2008 and July 2002 – June 2007. In empirical section, four different regression models are employed: Capital Asset Pricing Model (CAPM), two factor model which includes market factor and firm size factor, another two factor model which includes market factor and book to market rate factor (B/M), Fama and French's (1993) three factor model which includes market factor, firm size factor and B/M factor. Empirical findings suggest that REITs do not exhibit significant positive performance during the sample periods for all models employed.

**Key words:** Real Estate Investment Trust, Performance Appraisal, CAPM, Fama and French's Three Factor Model.

## ÖNSÖZ

Sanayi devrimi sonrası sermaye piyasalarındaki gelişmeler ve yeni birçok yatırım aracının ortaya çıkmasına rağmen gayrimenkul yatırımları, risklerinin az olması ve uzun vadeli getirilerinin diğer birçok yatırım aracına göre daha yüksek olması nedeniyle yüz yıllardır yatırımcılar tarafından tercih edilmişlerdir. Türkiye gibi yüksek enflasyon ve faiz oranlarının görüldüğü gelişmekte olan ülkelerde ise gayrimenkul yatırımlarına olan talep daha da artmaktadır. Günümüzde, gayrimenkul piyasalarının en önemli kurumsal yatırımcıları ise GYO'lardır. Pay senetleri karşılığında yatırımcılardan topladıkları kaynakları gayrimenkule, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına ve gayrimenkul projelerine yatırabilen ve elde ettikleri kazançları kar payı olarak yatırımcılarına dağıtan GYO'lar özellikle 1990'lı yıllarla birlikte dünya çapında gelişme göstermişlerdir. Bu çalışmada başta Türkiye'deki GYO'lar olmak üzere, dünyanın bazı ülkelerindeki GYO uygulamaları ayrıntılı bir şekilde incelenmiştir ve çalışmanın temel amacı doğrultusunda, Türkiye'deki GYO'ların performansları kullanılan dört farklı regresyon modeliyle değerlendirilmiştir.

Tez çalışmamda değerli katkılarını esirgemeyen değerli hocam ve danışmanım Prof. Dr. Serpil CANBAŞ'a sonsuz teşekkürlerimi sunarım. Ayrıca, tez çalışmam süresince yardımını esirgemeyen Öğr. Gör, Dr. Serkan Yılmaz KANDIR ve tüm değerli hocalarıma teşekkür ederim.

Bu tez, Çukurova Üniversitesi Araştırma Projeleri Birimi tarafından desteklenmiş olup, proje numarası İİBF2009YL2'dir.

## İÇİNDEKİLER

<b>ÖZET</b> .....	i
<b>ABSTRACT</b> .....	ii
<b>ÖNSÖZ</b> .....	iii
<b>KISALTMALAR LİSTESİ</b> .....	vi
<b>TABLolar LİSTESİ</b> .....	vii
<b>GİRİŞ</b> .....	1

### BİRİNCİ BÖLÜM

#### GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI VE SERMAYE PİYASALARI İLE YATIRIMCILARA OLAN FAYDALARI

1.1 Türkiye’de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları .....	4
1.1.1. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Tanımı ve Yasal Düzenlemeler .....	5
1.1.2. Türkiye’de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Tarihsel Gelişimi .....	14
1.2. ABD’ de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları .....	18
1.2.1. ABD’de GYO’ların Organizasyon Yapıları ve Türleri .....	20
1.2.2. ABD’deki Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Tarihsel Gelişimi.....	23
1.3. Avrupa’da Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları .....	29
1.4. Asya ve Pasifik Ülkelerinde Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları .....	33
1.5. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Faydaları .....	35

### İKİNCİ BÖLÜM

#### GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI’NIN PERFORMANSLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ KONUSUNDA YURT DIŞINDA VE TÜRKİYE’DE YAPILMIŞ TEMEL ÇALIŞMALAR

2.1. Yurt Dışında Yapılmış Temel Çalışmalar .....	39
2.2. Türkiye’de Yapılmış Temel Çalışmalar.....	47

**ÜÇÜNCÜ BÖLÜM**  
**GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI PERFORMANS**  
**DEĞERLENDİRMESİ: İMKB'DE BİR UYGULAMA**

3.1. Araştırmanın Amacı ve Kapsamı.....	52
3.2. Veriler .....	53
3.3. Araştırma Yöntemi .....	55
3.3.1. Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli .....	55
3.3.2. Fama ve French'in Üç Faktörlü Varlık Fiyatlama Modeli .....	58
3.3.3. Regresyon Modelleri.....	62
3.4. Araştırma Bulguları .....	63
3.4.1. GYO'lara Ait Getiri Verileri.....	64
3.4.2. Regresyon Analizi Bulgular.....	66
<b>SONUÇ</b> .....	76
<b>KAYNAKÇA</b> .....	79
<b>ÖZGEÇMİŞ</b> .....	85

**KISALTMALAR LİSTESİ**

<b>ABD</b>	: Amerika Birleşik Devletleri
<b>AFM</b>	: Arbitraj Fiyatlama Modeli
<b>AMEX</b>	: Amerikan Borsası
<b>Bkz.</b>	: Bakınız
<b>B/M</b>	: Defter Değeri/Piyasa Değeri Oranı
<b>CM</b>	: Combined Model
<b>FREIT</b>	: Finite Life Real Estate Investment Trust
<b>FVM</b>	: Firm-Specific Variable Model
<b>GYO</b>	: Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
<b>GYODER</b>	: Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Derneği
<b>GVK</b>	: Gelir Vergisi Kanunu
<b>HML</b>	: Firma Büyüklüğü Risk Faktörü
<b>İMKB</b>	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
<b>MVM</b>	: Macroeconomic Variable Model
<b>NYSE</b>	: New York Borsası
<b>NASDAQ</b>	: National Association of Securities Dealers Automated Quotations
<b>NAREIT</b>	: National Association of Real Estate Investment Trusts
<b>REIT</b>	: Real Estate Investment Trusts
<b>SEC</b>	: Securities and Exchange Commission
<b>SVFM</b>	: Sermaye Varlıkları Fiyatlandırma Modeli
<b>SML</b>	: Defter Değeri/Piyasa Değeri Oranı Risk Faktörü
<b>SPK</b>	: Sermaye Piyasası Kurulu
<b>TMSF</b>	: Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
<b>TTK</b>	: Türk Ticaret Kanunu

## TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 1:Yıllara Göre Türkiye’de Halka Açık GYO’ların Portföy ve Piyasa Değerleri .	15
Tablo 2:GYO’ların Tarihsel Konsolide Portföy Bilgileri.....	17
Tablo 3:ABD’de GYO Türlerinin Yıllara Göre Dağılımı (1971–2008).....	22
Tablo 4: ABD’deki GYO Endeksinin 2000-2008 Dönemindeki Yıllık Toplam Getirileri.....	27
Tablo 5: ABD’de GYO’ların Türlerine Göre Piyasa Değerleri (Milyon Dolar) .....	29
Tablo 6: Avrupa Birliği Üyesi Bazı Ülkelerde GYO Düzenlemeleri.....	30
Tablo 7: 2008 Sonu İtibariyle Avrupa’daki GYO’ların Piyasa Değerleri .....	32
Tablo 8: Bazı Asya ve Pasifik Ülkelerinde GYO Düzenlemeleri .....	33
Tablo 9: 2008 Sonu İtibariyle Asya ve Pasifik Ülkeleri GYO’larının Toplam Piyasa Değerleri .....	35
Tablo 10: GYO’lar ve İMKB 100 Endeksinin Ortalama Getiri ve Standart Sapma ile Aralarındaki Korelasyon Katsayıları (Temmuz 2002 -Haziran 2008) .....	64
Tablo 11: On iki Aylık Alt Dönemler İçin Araştırma Kapsamındaki GYO’lara ve İMKB–100 Endeksine Ait Ortalama Getiriler (%).....	66
Tablo 12: Tek Değişkenli Regresyon Modeli Sonuçları .....	67
Tablo 13: İki Değişkenli Regresyon Modeli Sonuçları .....	69
Tablo 14: İki Değişkenli Regresyon Modeli Sonuçları .....	71
Tablo 15: Üç Değişkenli Regresyon Modeli Sonuçları .....	73

## GİRİŞ

Başta Amerika Birleşik Devletleri olmak üzere birçok ülkede gayrimenkul yatırım ortaklıkları (GYO), gayrimenkul piyasasının en önemli kurumsal yatırımcıları olarak rol almaktadır. Öyle ki, ilk defa Amerika Birleşik Devletleri'nde (ABD) 1961 yılında uygulamaları görülmeye başlayan gayrimenkul yatırım ortaklıkları, bu ülkede mevcut durumu itibarıyla 200 milyar doların üstünde bir piyasa değerine ulaşmıştır. Dahası bu kurumsal oyuncular ülkenin çok çeşitli sorunlarına hizmet etmiş ve etmeye devam etmektedir. ABD'de kuruluşlarından bugüne; büyük alışveriş merkezlerinden hapishanelere, otoparklardan özel kentler inşa etmeye kadar çok büyük projeleri gerçekleştirmiş olan GYO'lara benzer uygulamaları, bugün dünyanın birçok ülkesinin sermaye piyasalarında görmek mümkündür.

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları pay senetleri karşılığında yatırımcıdan topladıkları kaynakları, gayrimenkule ve gayrimenkule dayalı projelere yatıran sermaye piyasası kurumlarıdır. Yatırımcılar borsalarda işlem gören GYO'ların hisselerini alarak GYO'nun portföyündeki gayrimenkullere küçük oranlarda iştirak edebilmektedir. Böylece yatırımcılar, hem GYO'nun portföyündeki kıymetlerin rantından yararlanmakta hem de istedikleri zaman ortaklık hisse senetlerini borsada nakde dönüştürebilmektedirler. Ayrıca, GYO'ların sahip oldukları gayrimenkul portföylerini uzman kişiler yönettiğinden, gayrimenkul yatırımlarının uzman kişiler tarafından yapılması da sağlanmış olmaktadır.

Diğer taraftan gayrimenkul yatırım ortaklıkları küçük birikimlerin büyük gayrimenkul projelerine kaynak oluşturmasını sağlarken, çarpık kentleşmenin önüne geçerek sağlıklı bir kentleşmenin de oluşmasını sağlamaktadırlar. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, kayıt dışı gayrimenkul yatırımları nedeniyle atıl kalan kaynaklarında ekonomik sisteme kazandırılmasında önemli roller üstlenmektedirler.

Ülke ekonomilerinde önemli bir yeri olan ve gelişmiş ekonomilerde gayrimenkul piyasalarının en önemli kurumsal yatırımcılarından olan GYO'lar, Türkiye sermaye piyasalarına ise ancak 1990'lı yıllarla birlikte girebilmiştir. Gayrimenkul yatırımları; Türkiye gibi gelişmekte olan ekonomilerde, diğer yatırım araçlarına göre

risklerinin az oluşu ve yatırımcılarına uzun vadede yüksek getiri imkanları sunmaları nedeniyle fazlaca tercih edilen yatırım araçları olmuşlardır. Ancak, Türkiye gayrimenkul sektörüne bakıldığında, konut finansmanının ya da daha geniş bir ifadeyle gayrimenkul finansmanının çok küçük bir bölümünün sermaye piyasaları aracılığıyla gerçekleştiği görülmektedir.

Sermaye piyasalarının gayrimenkul piyasasından uzak olmasının altında birçok neden vardır. Bu nedenlerden biri, kurumsallaşma eksikliğidir. Türkiye’de uzun yıllardır konut piyasası, daha çok hane halkı tarafından kişisel tasarruflar ve eş dost yardımıyla finansa edilmekteydi. Piyasaya kooperatifler ve yap-sat yöntemiyle konut üreten müteahhitler hakim konumdaydı. Bu durum başta sağlıksız kentleşme olmak üzere dayanıksız yapılar ve kayıt dışılık gibi önemli birçok soruna neden olmaktaydı. Son yıllarda konut kredileri ve mortgage yöntemiyle mali piyasalar aracılığı ile gayrimenkul finansmanının sağlandığı görülse de gayrimenkul finansmanının kurumsallaşmış en güzel örneği GYO’lardır.

ABD’de 1960’lı yıllarda uygulamaları görülmeye başlanan, özellikle 1990’lı yıllarla birlikte dünya çapında büyük önem kazanan GYO’ların, Türkiye sermaye piyasalarında 1995 yılındaki düzenlemelerden sonra örnekleri görülmeye başlamıştır. Kuruluşlarının ilk yıllarında beklenen ilgiden uzak olan GYO’lar özellikle, 2000’li yıllarla birlikte önemli gelişme ve yayılma göstermişlerdir. Bu çalışmanın birinci bölümünde, başta Türkiye ve dünyada ilk uygulamalarının görüldüğü ABD’deki GYO’lar olmak üzere dünyadaki GYO uygulamaları incelenmiştir.

Çalışmanın temel amacı, Türkiye’deki GYO’ların performanslarını değerlendirmektir. Bu amaçla çalışmanın ikinci bölümünde GYO’ların performanslarının değerlendirilmesi konusunda yurt içinde ve yurt dışında yapılmış çalışmalar incelenmiştir. Çalışmanın üçüncü bölümünde de, GYO’ların performanslarını değerlendirme konusunda İMKB’de bir uygulama gerçekleştirilmiştir.

Uygulamada İMKB’de işlem gören sekiz GYO’ya ait aylık getiri verileri, kullanılan dört farklı regresyon modeliyle incelenmiştir. Regresyon modelinin oluşturulmasında, yurt dışındaki birçok çalışmada GYO’ların performanslarını

değerlendirmek için kullanılan; Sermaye Varlıkları Fiyatlandırma Modeli (SVFM), ve Fama ve French'in Üç Faktörlü Modeli temel alınmıştır.

Araştırma dönemi olarak, Türkiye'deki GYO'ların önemli gelişme gösterdiği ve piyasaların nispeten istikrarlı bir yapıya sahip olduğu 2002–2008 yılları arasında iki farklı 60 aylık dönem kullanılmıştır. İlk olarak, yüksek enflasyon ve faiz oranlarının görüldüğü, 2000–2001 krizinin etkilerini elemine edebilmek için Temmuz 2003 – Haziran 2008 dönemi araştırma dönemi olarak kullanılmıştır. Daha sonra, 2008 yılında etkilerinin yoğun olarak görüldüğü ve tüm dünya'da etkili olan büyük global krizin etkilerini elemine edebilmek için Temmuz 2002 – Haziran 2007 dönemi araştırma dönemi olarak kullanılmıştır.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI VE SERMAYE PİYASALARI İLE YATIRIMCILARA OLAN FAYDALARI

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları (Real Estate Investment Trust, REIT), genel olarak gayrimenkullere sahip olan ve büyük oranda onları işleterek kazanç sağlayan kuruluşlardır(NAREIT, [National Association of Real Estate Investment Trusts], 2009, 2). İlk uygulamaları 1960'lı yıllarda ABD'de görülmeye başlanan GYO'lar, zamanla ülke ekonomileri için büyük öneme sahip olan ve gayrimenkul sektörünün gelişiminde önemli bir rol üstlenen kuruluşlar oldular. Çalışmanın bu bölümünde, ilk olarak Türkiye'deki GYO'lar ve dünyadaki tüm GYO uygulamalarına örnek oluşturan ABD'deki GYO'lar ayrıntılı bir şekilde incelenecektir. Daha sonra, GYO'ların Avrupa ve Asya'daki uygulamalarına değinilecektir. Son olarak da GYO'ların sermaye piyasaları ve yatırımcılara olan faydaları açıklanacaktır.

#### 1.1 Türkiye'de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları

Gelişmekte olan ülkeler arasında yer alan Türkiye'de özellikle 1980'li yıllarda başlayan serbestleşme süreciyle sermaye piyasalarında büyük yenilikler gerçekleşmiştir. Yatırımcıların tasarruflarını kullanabileceği yeni yatırım araçlarının ortaya çıktığı bu serbestleşme sürecinde, gayrimenkul yatırımları çekiciliğini sürdürmüştür. Yapılan araştırmalarda Türkiye'de tasarrufların %70'inden fazlasının gayrimenkul sektörde kullanıldığı görülmektedir(Göktepe, 2003, 127). Doğrudan gayrimenkul yatırımlarında kullanılan bu fonlar ise sermaye piyasaları açısından atıl fon anlamına gelmektedir. İşte bu atıl fonların sermaye piyasalarında dolaşımını sağlamak ve küçük tasarrufların bir araya getirilerek, büyük gayrimenkul projelerinin finansmanında kullanımlarını sağlamak için GYO'lar kurulmuştur.

GYO'lar Türkiye literatürüne ilk kez 1992 yılında yatırım ortaklıklarına ilişkin esaslar tebliğiyle girmiştir. Bu düzenlemede, tebliğin kapsamı belirtilirken "...gayrimenkul yatırım ortaklıkları hariç..." denilerek, GYO'lar kapsam dışı bırakılmıştır. İlk kez bu şekilde Türkiye literatürüne giren GYO'lar hakkındaki asıl düzenleme ise 1995 yılında gerçekleştirilmiştir(Göktepe, 2003, 29). İzleyen bölümlerde,

öncelikle Türkiye'deki GYO'ların amaçları, tabi oldukları düzenlemeler ve işleyişleri açıklanacak daha sonra da ilk örneklerinin görüldüğü 1996'dan günümüze tarihsel gelişim süreçleri incelenecektir.

### **1.1.1. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Tanımı ve Yasal Düzenlemeler**

GYO ile ilgili ayrıntılı düzenleme Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK), "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği" ile gerçekleştirilmiştir. Daha sonra bu tebliğe ek olarak 1996 yılında diğer bir tebliğ çıkarılmıştır. 1998 yılı Kasım ayına kadar GYO'ların kuruluş ve faaliyetlerine ilişkin olarak bu tebliğde yer alan hükümler uygulanmıştır (Çolak ve Alıcı, 2001, 35).

1998 tarihinde, uygulamada görülen bazı aksaklıklar ve piyasadan gelen talepler doğrultusunda yeni bir tebliğ çıkarılmıştır. Daha sonra sırasıyla; 1999, 2000, 2001, 2004, 2005, 2006 ve 2008 yıllarında da bu tebliğde çeşitli değişikliklere gidilmiştir. GYO'ları daha yaygın hale getirilmesi, o güne kadar karşılaştıkları mevzuat sorunlarının giderilebilmesi, bu ortaklıkların yatırım imkânlarının genişletilmesi, gelişmiş ülkelerdeki düzenlemelere paralel düzenlemelerin yapılabilmesinin sağlanması, ortaklık performanslarının artırılması ve yatırımcılara daha fazla ve daha doğru bilgi akışının temin edilmesi amacıyla bu değişikliklere gidilmiştir. (Çolak ve Alıcı, 2001, 35).

SPK, 1998 yılında çıkardığı; Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliğinin 4'üncü maddesinde GYO'ları aşağıdaki şekilde tanımlanmıştır:

"Bu Tebliğ ile belirlenmiş usul ve esaslar dâhilinde, gayrimenkullere, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına, gayrimenkul projelerine, gayrimenkule dayalı haklara ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilen, belirli projeleri gerçekleştirmek üzere adi ortaklık kurabilen ve bu Tebliğ'de izin verilen diğer faaliyetlerde bulunabilen sermaye piyasası kurumlarıdır."

Tanımdan yola çıkarak, GYO'ların amacını; getiri potansiyeli yüksek gayrimenkullere ve gayrimenkule dayalı projelere yatırım yapmak, portföyünde bulunan gayrimenkullerden kira geliri elde etmek ve bu şekilde kira geliri ve alım satım

kazançları yoluyla gayrimenkullerin rantına ulaşmak olarak belirtilebilir (Çolak ve Alıcı, 2001, 35).

GYO'ların önemli amaçlarından biri de büyük ölçekli gayrimenkul projelerinin finansmanını sağlamaktır. Bu tip büyük projeler ise büyük miktarlarda kaynak gerektirmektedir. GYO'lar halktan hisse senetleri karşılığında topladığı kaynakları bu tür projelerin finansmanında kullanarak, inşaatçı şirketlerin üzerindeki büyük finansman yükünü de azaltmaktadır.

GYO'ların tanımında belirtildiği gibi; GYO'ların, sermaye piyasası kurumları arasında "Yatırım Ortaklıkları" başlığı içinde yer almaları ve tanımlarında belirtildiği üzere gayrimenkuller dışında kalan sermaye piyasası araçlarına da yatırım yapabilme olanağına sahip olmaları nedeniyle bu ortaklıklara kurumsal yatırımcılar arasında yer vermek doğru olacaktır(Tanör, 1999, 225).

Portföyündeki gayrimenkullerin alım satımından kar sağlayan GYO'lar yılsonunda karlarını ortaklarına temettü olarak dağıtabilmektedir. Böylece GYO'ların paylarına iştirak eden yatırımcılar; yüksek getirili, büyük gayrimenkul yatırımlarından dolaylı olarak yararlanabilmektedirler. Yatırımcılar, temettü getirisi dışında iştirak ettikleri GYO hisselerinin borsadaki fiyat hareketlerinden de kazanç sağlayabilmektedirler.

GYO'lar, amaçlarına ve süreye bağlı olarak aşağıdaki üç ana türde kurulabilirler (SPK, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, Madde: 5);

- Belirli bir projeyi (alışveriş merkezleri vb.) gerçekleştirmek amacıyla süreli,
- Belirli alanlarda ( Turizm, sağlık vb. ) yatırım yapmak amacıyla süreli veya süresiz,
- Belirli bir proje veya yatırım alanına yatırım yapmak gibi amaçlarında bir sınırlama olmaksızın süreli veya süresiz.

Belirli bir projeyi gerçekleştirmek için kurulan GYO'lar, üstlenmiş oldukları projeyi tamamladıktan sonra süresini doldurmuş olacağından faaliyetlerini sona erdirirler ya da diğer iki türe dönüşmek için esas sözleşmelerini değiştirme yoluna

giderler. İkinci türden GYO'lar ise sadece belirlemiş olduğu alanlarda yatırım yaparak o alanda uzmanlaşmadan dolayı sağlayacağı kazançlarından faydalanarak süreli veya süresiz olarak kurulabilir. Herhangi bir alan ya da proje belirlemeksizin, bir başka deyişle amaçlarında sınırlamaya gitmeksizin geniş kapsamlı GYO'ların da kurulması söz konusudur(Çolak ve Alıcı, 2001, 36).

Mevcut durum itibariyle İMKB'de işlem gören GYO'ların hepsi, "amaçlarında bir sınırlama olmaksızın süresiz" olarak kurulmuş olup, henüz diğer türlerden GYO bulunmamaktadır. Yurtdışında ise diğer türlerden GYO uygulamaları görülmektedir.

Aynı zamanda bir anonim şirket olan GYO'lar Türk Ticaret Kanununda (TTK) yer alan genel hükümlere tabidir. GYO'lar TTK çerçevesinde ve esas sözleşmeleri SPK'nın hükümlerine uygun olacak şekilde yeni bir anonim şirket olarak ani usulde kurulabilecekleri gibi daha önce başka amaçla kurulmuş şirketlerin esas sözleşmelerini SPK'nın düzenlemelerine uygun olarak değiştirerek, GYO'ya dönüşmeleri de mümkündür. Her iki şekilde de GYO'ların kuruluşunun veya dönüşümünün Kurul'ca uygun görülmesi gerekmektedir. GYO'ların kuruluşun da, SPK tarafından aranılan şartlar ilgili tebliğ de ayrıntılı bir şekilde belirtilmiştir(SPK, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, Madde:6).

TTK'da şirket kuruluşuna ilişkin bir başka yolda da tedrici kuruluştur. Ancak bu yolu SPK, GYO'lar için uygun görmediğinden tedrici kuruluşa ilişkin bir hükmü tebliğ'e koymamıştır. Uygun görülmemesinin asıl nedeni hisse senetlerini halka arz etmek üzere kurulacak bir şirketin halka açılmadan önce belirli bir portföye sahip olması ve bu portföyün yalnızca kurucu ortaklık tarafından sağlanan sermaye ile oluşturulmuş olmasının gerekliliğidir. GYO' ya yatırım yapmak isteyenler bu portföye bakarak ve şirketin tescilinden halka açılma tarihine kadar portföydeki gelişmeleri takip ederek yatırım kararını şekillendirebileceklerdir. Böylece, halka arza katıldıkları an, belirli bir portföye yatırım yapmış olacaklar, halka arz beklenen seviyede olmasa bile yatırımcıların zararı asgari seviyede tutulacaktır (Çolak ve Alıcı, 2001, 37).

Türkiye'de GYO'lar SPK'nın kontrolünde olup, İMKB'ye kote edilen şirketlerin sermayelerinin %49'unun halka açılma zorunluluğu bulunmaktadır. Bu zorunluluk ödenmiş sermaye tutarlarına göre farklı süreler içinde gerçekleşmektedir. Ani usulde

kurulan veya esas sözleşme tadili yoluyla gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşen ortaklıklardan;

- Ödenmiş sermayeleri 50 milyon TL'den az olan GYO'lar, kuruluşlarının veya esas sözleşme değişikliklerinin ticaret siciline tescilini takip eden 1 yıl içinde,
- Ödenmiş sermayeleri 50 milyon TL ve üzerinde olup 100 milyon TL'den az olan GYO'lar, kuruluş veya esas sözleşme değişikliklerinin ticaret siciline tescilini takip eden 3 yıl içinde,
- Ödenmiş sermayeleri 100 milyon TL ve daha fazla olan GYO'lar, kuruluşlarının veya esas sözleşme değişikliklerinin ticaret sicilini takip eden 5 yıl içinde,

faaliyetlerin yürütülebilmeleri için gerekli olan mekan, donanım ve personeli temin etmeleri, organizasyonu kurmaları, kaynaklarının zorunlu giderler dışında kalan kısmı ile varlık portföyünü oluşturmaları ve buna bağlı olarak ödenmiş sermayelerinin asgari % 49'unu halka arz etmek üzere SPK'ya başvurmaları zorunludur. SPK tarafından kurul kaydına alınması uygun görülen GYO payları, gerekli ilan ve duyuru sürelerinden sonra satış yerlerinde halka arz edilirler(SPK, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, Madde: 10).

GYO'ların kurul kaydına alınmaları, SPK'nın ilgili tebliğinde ayrıntılı bir şekilde açıklanmıştır. Kurul, ortaklığın portföy işletmeciliği faaliyet izni başvurusu ve hisse senetlerinin kayda alınması başvurusunu birlikte değerlendirmektedir. Kurul portföy işletmeciliği faaliyet izni verilmesi başvurusu konusunda ortaklığın faaliyetlerini yürütmeye elverişli bir mekana, donanıma, personele, organizasyona, yöneticilere sahip olup olmadığını inceler ve inceleme sonucunda uygun görürse yetki belgesi verir. Hisse senetlerinin kayda alınması konusunda ise kurul başvuruları izahname ve sirkülerin ortaklık ve halka arz olunacak hisse senetlerine ilişkin mevzuatta öngörülen bilgileri içerip içermediğini dikkate alarak, kamunun aydınlatılması çerçevesinde inceleme yapılır. İnceleme sonucunda açıklamaların yeterli olmadığı ve gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmayarak halkın istismarına yol açacağı sonucuna varırlarsa, gerekçe gösterilerek başvuru konusu hisse senetlerinin kurul kaydına alınmasından kaçınılabılır. Uygun görülmesi durumunda ise hisse senetleri kurul

kaydına alınır(SPK, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, Madde: 12).

GYO'lar kuruluş ve faaliyetlerinin temel amaçlarının doğal sonucu olarak halka açık olmak zorundadırlar. Ayrıca GYO'lara getirilen vergi teşviklerinin arkasında da halka açılma zorunluluğu vardır. GYO'lara sağlanan vergi teşviklerindeki en önemli amaç, çok sayıda yatırımcının ortaklığa katılmasını sağlamaktır. GYO'lar asgari % 49'luk halka açıklık şartını sağladıktan sonraki dönemde de, bu halka açıklık oranının korunması ya da artırılması ve şirketin buna göre sermaye artırımını kararı alması gerekmektedir(SPK, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, Madde:10- 12).

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, sadece gayrimenkule dayalı portföy işletmeciliği faaliyeti kapsamında faaliyet gösterebilirler. Gayrimenkuller, GYO'ların esas faaliyet alanını oluşturmaktadır, ancak gayrimenkul yatırımları dışında istisnai faaliyetlerde de bulunabilirler.

GYO'ların genelde aşağıda belirtilen kapsamda faaliyet gösterirler (SPK, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, Madde:23);

- Ortaklık portföyünü oluşturmak, gerektiğinde portföyde değişiklikler yapmak, ortaklık portföyünü çeşitlendirerek yatırım riskini en aza indirecek şekilde dağıtmak,
- Gayrimenkuller, gayrimenkule dayalı işlemler ve menkul kıymetler hakkındaki gelişmeleri sürekli olarak izleyerek ortaklık portföyünün yönetimine ilişkin gerekli tedbirleri almak,
- Portföyün değerini korumaya ve artırmaya yönelik araştırmalar yapmak veya yaptırtmak,
- Ortaklık portföyünü oluşturan veya portföye alınması planlanan varlıklar hakkında gerekli hukuki şartların sağlanıp sağlanmadığını araştırır ve bu hususta gerekli raporların hazırlanmasını temin etmek,
- Portföydeki varlıkların değerinin tespitine ilişkin raporların hazırlanmasını temin etmek,

- Portföy dışardan danışmanlık ve/veya portföy yönetimi hizmeti alınması suretiyle yönetiliyorsa ilgili kuruluşların faaliyetlerinin mevzuat ve sözleşme hükümlerine uygunluğunu izlemek üzere gerekli organizasyonu oluşturmak,
- Kendilerine yüklenen diğer görevleri ve yürütülmesine izin verilen diğer faaliyetleri gerçekleştirmek.

GYO'ların yapamayacağı faaliyetler ise şöyledir(SPK, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, Madde:24);

- Bankalar kanunu'nda tanımlandığı üzere mevduat toplayamazlar ve mevduat toplama sonucunu verecek iş ve işlemler yapamazlar.
- Ticari, sınai veya zirai faaliyetlerde bulunamazlar.
- İzin verilen yatırım alanları ile sınırlı olmak üzere, kendi adına portföy işletmeciliği faaliyeti dışında sermaye piyasası faaliyetinde bulunamazlar.
- Hiçbir şekilde gayrimenkullerin inşaat işlerini kendileri üstlenmez ve bu amaçla personel ve ekipman edinemezler.
- Başka kişi ve kuruluşlara proje geliştirme, proje kontrol, mali fizibilite, yasal izinlerin takibi ve buna benzer hizmetler veremezler.
- Mevzuatta izin verilen faaliyetler hariç olmak üzere, hiçbir surette otel, hastane, alışveriş merkezi, iş merkezi, ticari parklar, ticari depolar, konut siteleri, süper marketler ve bunlara benzer nitelikteki gayrimenkulleri ticari maksatla işletemez ve bu amaçla personel istihdam edemezler.

GYO'ların nerelere yatırım yapabilecekleri, ilgili tebliğde aşağıdaki gibi belirtilmiştir(SPK, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, Madde:25);

- Gayrimenkul sertifikaları, konut kredileri karşılığında ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetleri ve bunlara benzer nitelikte oldukları kurul'ca kabul edilen menkul kıymetleri alabilirler ve satabilirler.
- Yukarıdaki faaliyetlerin yanı sıra diğer sermaye piyasası araçlarını alabilir ve satabilirler, ters repo işlemleri yapabilirler.

- Alım satım karı veya kira geliri elde etmek maksadıyla ofis, konut, iş merkezi, alışveriş merkezi, hastane, otel, ticari depolar, ticari parklar ve buna benzer gayrimenkulleri satın alabilir ve satabilirler. Otel, hastane veya buna benzer, faaliyete geçirilebilmesi için belirli asgari donanıma ihtiyaç duyan gayrimenkullerin kiraya verilmeden önce tefrişini temin edebilirler.
- Alım satım karı elde etmek veya kat irtifakı tesisi suretiyle proje geliştirmek maksadıyla arsa ve arazileri alabilirler.
- Üzerlerinde proje geliştirilmesi maksadıyla üst hakkı tesis edilen gayrimenkulleri mülkiyetini edindikten sonra kazanç elde etmek amacıyla satabilirler.
- Tapu kütüğüne şerh edilmiş gayrimenkul satışı vaadi sözleşmesi akdedilen gayrimenkulleri kazanç elde etmek amacıyla satabilirler.
- İlgili mevzuat uyarınca öngörülen tüm şartları sağlayan gayrimenkule dayalı projelere, gayrimenkul geliştirme karı veya kira geliri elde etmek amacıyla yatırım yapabilirler.
- Gayrimenkuller üzerinde intifa hakkı kurabilir ve bu hakkı kullanabilirler, devre mülk irtifakı kurabilirler, sahip oldukları arsalar üzerinde ticari kar elde etmek maksadıyla üst hakkı yükümlüsü olabilirler.
- Özel düzenlemeler saklı kalmak kaydıyla, Yap-İşlet-Devret modeliyle geliştirilecek projeleri, ilgili mevzuatta öngörülen şartların sağlanması suretiyle gerçekleştirebilirler.
- Kurulca uygun görülecek nitelikte teminata bağlanmış olmak kaydıyla, mülkiyetini edinme amacı olmaksızın veya kat irtifakı tesis edilmeksizin, ilgili mevzuatta öngörülen şartların sağlanması koşuluyla, gayrimenkule dayalı projelere sözleşme hükümleri çerçevesinde yatırım yapabilirler.
- İlgili mevzuatta öngörülen şartların sağlanması koşuluyla, gayrimenkule dayalı projelere, müştereken malik olanların aralarındaki sözleşmede ortaklığın payına düşen kısım üzerindeki tasarrufuna ilişkin bir sınırlama olması şartıyla kat irtifakı tesisi yoluyla müştereken yatırım yapabilirler.
- Mülkiyetlerini edinmek kaydıyla yurt dışındaki gayrimenkulleri alıp satabilirler.

- Faaliyet konusu yalnızca gayrimenkul olmak kaydıyla yurt dışında kurulu şirketlere ve gayrimenkule dayalı olmak kaydıyla yabancı sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilirler.
- Özel sözleşme hükümleri müsait olmak kaydıyla, kira geliri elde etmek amacıyla üçüncü şahıslardan gayrimenkul kiralayabilirler ve bunların tekrar kiraya verebilirler.
- Risklere karşı korumak amacıyla swap ve forward işlemleri yapabilirler, opsiyon yazabilirler, mala dayalı olanlar hariç vadeli işlem sözleşmeleri alabilirler.

GYO'ların yatırımlarına ilişkin kısıtlamalar şöyledir(SPK, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, Madde:26);

- Hiçbir şekilde paylarını satın aldıkları ortaklıkların sermayesine ve yönetimine hakim olma amacı güdemez ve bu yüzden hiçbir ortaklıkta sermaye veya oy haklarının %5 inden fazlasına sahip olamazlar.
- Altın ve kıymetli madenlere yatırım yapamazlar.
- Sermaye piyasası araçlarının alım satımlarının Borsa kanalıyla yapılması zorunludur. Bu yüzden, Borsa'da veya Borsa dışı teşkilatlanmış piyasalarda işlem görmeyen sermaye piyasası araçlarına yatırım yapamazlar.
- Mala dayalı vadeli işlem sözleşmelerine veya mala yatırım yapamazlar.
- Menkul kıymetleri açığa satamazlar, ödünç menkul kıymet işlemi yapamazlar.
- Türev araçları kullanarak korunma amacını aşan işlemler yapamazlar.
- Kanunen ödenmekle yükümlü oldukları vergi, harç ve benzeri diğer giderler hariç olmak üzere varlıklarının portföye alımı ve portföyden satımı sırasında varlık değerinin %3'ünü aşan komisyon ücreti ve benzeri giderler yapamazlar.
- Herhangi bir şekilde, devredilebilmesi hususunda bir sınırlamaya tabi olan varlıklara ve haklara yatırım yapamazlar.

GYO'ların portföylerine ilişkin çeşitli sınırlandırmalar getirilmiştir. Buna göre GYO'lar(SPK, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, Madde:26-30);

- Gayrimenkullere, gayrimenkule dayalı haklara ve gayrimenkul projelerine portföy değerlerinin en az % 50'si oranında yatırım yapmak zorundadırlar.
- Sermaye piyasası araçları, ters repo ve borsa para piyasası işlemleri ile iştiraklerin tamamına en fazla portföy değerlerinin % 50'si oranında, bu varlıklar içerisinde yer alan yatırım amaçlı Türk Lirası veya yabancı para cinsinden vadesiz ve vadeli mevduata ise en fazla portföy değerlerinin % 10'u oranında yatırım yapabilirler.
- Yabancı gayrimenkullere ve gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına portföy değerlerinin en çok %49'u oranında yatırım yapabilirler.
- Portföyünde bulunan ve alımından itibaren beş yıl geçmesine rağmen üzerlerinde proje geliştirilmesine yönelik herhangi bir tasarrufta bulunulmayan arsa ve arazilerin oranı portföy değerinin % 10'unu aşamaz.
- Genel amaçlı GYO'nun portföylerini sektör, bölge ve gayrimenkul bazında çeşitlendirmeleri ve uzun vadeli yönetmeleri esastır.
- Belirli alanlarda faaliyet göstermek veya belirli projelere yatırım yapmak üzere kurulan ortaklıkların portföylerinin en az % 75'inin, unvanlarında ve/veya esas sözleşmelerinde belirtilen varlıklardan oluşturmaları zorunludur.

Gayrimenkul sektörü Türkiye'de kayıt dışı işlemlerin yaygın olduğu en önemli sektörlerden biridir. Gayrimenkul sektöründeki bu kayıt dışılığı azaltmak, sektörü geliştirmek ve kurumsallaşmayı teşvik etmek için GYO'lara Kurumlar Vergisi Kanunu çerçevesinde, kurumlar vergisinde istisna sağlanmıştır. GYO'ların portföy işletmeciliğinden doğan kazançları, 5520 Kurumlar Vergisi kanununun 5/1 maddesi d bendi kapsamında istisnaya tabi tutulmaktadır. Ayrıca GYO'ların kar dağıtma zorunlulukları da yoktur. ABD'de ise GYO'ların %90 kar dağıtma zorunluluğu bulunmaktadır. Türkiye'deki GYO'lara kar dağıtma zorunluluğu getirilmemesindeki amaç GYO'ların kazandıkları fonları şirkette tutarak daha hızlı büyüme potansiyeli sağlamalarıdır (Özdemir ve Türker, 2007, 2).

### 1.1.2. Türkiye’de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Tarihsel Gelişimi

Türkiye’de 1995 yılında yasal düzenlemeleri tamamlanan GYO’ların, ilk örnekleri 1996 yılında kurulmuştur ve 2 Ocak 1997 tarihinde İMKB’de işlem görmeye başlamıştır. 1997 yılında faaliyete başlayan iki GYO’nun yıl sonundaki toplam piyasa değerleri 15 milyar TL, toplam varlık değerleri ise 8 milyar TL olmuştur(<http://www.spk.gov.tr/apps/aylikbulten/index.aspx>). Daha sonra, 1998 yılında Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği’nde yapılan bazı temel değişiklikler ile GYO’ların gelişim süreci hızlanmıştır.

1990’dan bu yana krizler ve ekonomik dalgalanmalarla karşı karşıya olan Türk ekonomisinde; özellikle 1990’lı yılların ortalarına gelindiğinde, sermaye piyasası yatırımcılarının piyasalara olan güvenleri oldukça azalmış durumdaydı. Piyasalara karşı oluşan bu güven kaybı, yatırımcıların tasarruflarını kısa vadeli yatırım araçlarında değerlendirmeye yöneltmiştir. Yüksek enflasyon ve dolayısıyla yüksek faiz oranlarının görüldüğü bu kriz yıllarında yatırımcılar tarafından yeterince tanınmayan GYO’ların, kuruluşlarının ilk yıllarında beklenen performansı gösteremedikleri görülmüştür.

GYO’ların Türkiye’deki ilk yılları değerlendirildiğinde, ilk beş yıllık süreçte GYO’ların kuruluşlarının düzenlenmesinde gözetilen amaçlara ulaşamadığı görülmektedir. Buna rağmen, 1997 yılında iki GYO’nun toplam pazar değeri 15 milyar TL iken 1999 da sekiz GYO’ya ulaşılmış ve bunların toplam piyasa değerleri ise 421 milyar TL olmuştur(<http://www.spk.gov.tr/apps/aylikbulten/index.aspx>).

İlk yıllarda kurulan GYO’ların çoğunun, bankalar ve inşaat şirketleri tarafından kurulduğu görülmüştür. Bankalar ve inşaat şirketlerinin GYO kurlmalarının ana nedeni ise, sahip oldukları gayrimenkulleri GYO’lara devretmek, daha sonra bu gayrimenkulleri tekrar kiralayarak kullanmaya devam edebilmektir. Böylece hem kendi vergi yüklerini azaltmakta hem de gayrimenkullerin değer artışlarından dolayı elde ettikleri kazançtan vergi ödememekteydiler (Gökçe, 1998, 41).

Türkiye ekonomisinin krizlerle uğraştığı dönemler olan 2000’li yılların başına gelindiğinde ise, GYO’ların da krizden oldukça etkilendiği görülmüştür. Getirilerde

%70'e varan kayıpların görüldüğü bu yıllarda, GYO'ların portföy ve piyasa değerlerinde de önemli kayıplar görülmüştür.

Tablo 1'de GYO'ların piyasa değerleri ve portföy değerlerinin yıllara göre dağılımı bulunmaktadır.

**Tablo 1:Yıllara Göre Türkiye'de Halka Açık GYO'ların Portföy ve Piyasa Değerleri**

Yıllar	GYO Sayısı	Portföy Değerleri (Bin TL)	Piyasa Değerleri (Bin TL)
1997	2	8.800	15.000
1998	5	135.799	37.519
1999	8	418.513	421.028
2000	8	531.873	313.307
2001	8	890.575	475.975
2002	9	1.081.125	338.714
2003	9	1.179.000	543.092
2004	9	1.383.000	1.445.753
2005	10	2.209.000	2.489.225
2006	11	2.480.857	2.081.671
2007	12	3.886.043	3.189.974
2008	14	4.269.388	3.045.946

**Kaynak:** SPK, Aylık Bülten, Haziran, 2008

2002 yılıyla birlikte, yurt içinde ekonomik krizin etkilerinin azalmaya başlaması, piyasalarda da yeterli güven ortamının oluşmaya başlamasını sağlamıştır. 2002 yılında 338 milyar TL olan GYO'ların piyasa değerleri 2003 yılında 543 milyar TL'ye yükselmiştir. Temmuz 2003'te yabancı yatırımcıların gayrimenkul alımlarını kolaylaştıran yasanın çıkarılmasıyla GYO'lara olan ilgi daha da artmış, toplam piyasa

değerleri 2004 yılında 1.445 milyar TL'ye ulaşmıştır. Yasanın yürürlüğe girmesinden 2008 yılı sonuna kadar, 70 ülkeden 63.500 yabancıların Türkiye'de gayrimenkul aldığı kaydedilmiştir(Rona, 2008, 29 ).

Yabancı yatırımcılar sektöre yaptıkları direk yatırımların dışında GYO senetlerine de büyük ilgi göstermeye başlamışlardır. Öyle ki bugün İMKB'de işlem gören GYO'ların neredeyse tamamına yakınında yabancıların yatırımı bulunmaktadır. Nisan 2005'te halka arz olan Akmerkez GYO'nun % 46,9'u Hollandalı Corio tarafından satın alınırken, İhlas GYO'nun %13.35'lik kısmı ABD'li fon yöneticisi Rudolph Younes tarafından alınmış ve ismi Y&Y olarak değiştirilmiştir. Alarko GYO'nun halka açık kısmının %27.44, Atakule GYO'nun halka açık kısmının %14.65 ve Yapı Kredi Koray GYO'nun halka açık kısmının %14.91'nin sahibi ise, NCH New Europe Property fonudur. Bunun yanı sıra İsveçli East Capital Asset Management Vakıf GYO'nun, Universal Management Overseas'e bağlı fonlar ise Nurol GYO'nun borsadaki en büyük ortağı durumundadır. Bunların dışında, şirket sermayesindeki payı %5'in altında olan çok sayıda yabancı fonlarının GYO hisselerinde yatırımları bulunmaktadır(Rona, 2008, 29).

2002 yılı sonrası oluşmaya başlayan politik ve ekonomik istikrar ve bunun sonucu olarak azalan faiz ve enflasyon oranları ile yabancıların gayrimenkul yatırımı yapmalarını kolaylaştıran yasanın yürürlüğe girmesiyle GYO'ların gelişimi 2005, 2006 ve 2007 yıllarında da devam etmiştir. Ekonomide yaşanan bu olumlu gelişmeler, GYO'ların toplam portföy değerlerinin artmasını sağlamıştır. Türkiye'deki GYO'ların portföy dağılımları incelendiğinde ise GYO'ların portföylerinin büyük bölümünün gayrimenkul yatırımlarından oluştuğu göze çarpmaktadır.

Türkiye'de GYO'lar, gayrimenkul projelerini riskli olarak gördükleri için gayrimenkul yatırımlarına ağırlık vermektedirler. Gayrimenkul yatırımları dışında da para ve sermaye piyasası araçlarına da yatırım yapabilen GYO'lar, bu yatırımlarının toplam portföy içindeki oranını ekonomik koşullardaki farklılıklara göre değiştirmektedirler. GYO'larının gelirlerinin büyük bölümünü ise, portföylerinin büyük kısmını oluşturan gayrimenkullerin, kira gelirleri ile gayrimenkullerin alış-satışından kaynaklanan kazançlar oluşturmaktadır.

Yıllar itibariyle Türkiye'deki GYO'ların portföy dağılımları Tablo 2'de ayrıntılı bir şekilde gösterilmiştir.

Tablo 2'de de görüldüğü gibi GYO'ları halka açıldıkları ilk yıl olan 1997'de toplam portföy değerlerinin önemli bir bölümünü para ve sermaye piyasası araçlarının oluşturduğu görülmektedir, gayrimenkule dayalı varlıklarının oranı ise %45 düzeyindedir. Bu durum, SPK'nın 1998 yılında GYO'ların portföylerindeki gayrimenkule dayalı menkul kıymet ile para ve sermaye piyasası araçların toplam portföy içerisindeki payını %50'le sınırlandırması ve ekonomik koşullardaki değişikliklerle değişmiştir.

**Tablo 2:GYO'ların Tarihsel Konsolide Portföy Bilgileri**

Yıl	GYO Sayısı	Portföy Değerleri (Bin TL)	Gayrimenkul Oranı %	Gayrimenkul Projeleri Oranı %	Para-Sermaye Piyasası Araçları %
1997	2	8.800	45	0	55
1998	5	135.799	84,71	10,67	4,62
1999	8	418.513	17,62	65,17	17,2
2000	8	531.873	47,16	43,87	8,98
2001	8	890.575	72,97	25,36	1,67
2002	9	1.081.125	72,8	23,08	4,13
2003	9	1.179.000	72,16	20,09	7,75
2004	9	1.383.000	90,63	0	9,37
2005	9	2.209.000	84,86	0	15,14
2006	11	2.480.857	93,79	0,21	6,01
2007	12	3.886.043	82,18	0,14	17,68
2008	14	4.269.388	86,75	3,43	9,82

**Kaynak:** SPK, Aylık Bülten, Ocak, 2009

Yüksek faiz ve enflasyon oranlarının görüldüğü kriz dönemleri olan 2001–2002 yıllarında ise GYO'ların toplam varlıklarının hemen hemen tamamının gayrimenkule dayalı varlıklardan oluştuğu görülmektedir. Daha sonra krizin etkilerinin azalması, faiz ve enflasyon oranlarının düşmesiyle birlikte GYO'ların tekrar portföylerinde çeşitlendirmeye gittikleri görülmektedir.

2008 yılına gelindiğinde ise, İMKB'de işlem gören 14 GYO'nun toplam portföy değerlerinin 4.269.388 Bin TL'ye ulaştığı görülmektedir. Bu 14 GYO'dan Vakıf GYO kamu kesimi tarafından, diğerleri ise özel sektör tarafından kurulmuştur. EGS GYO'nun kontrolü ise 17 Mayıs 2002 tarihinde TMSF'ye geçmiştir(Özdemir ve Türker, 2007, 2).

İMKB'de işlem görmekte olan GYO'ların dışında da kurulmuş olup uygun halka arz zamanını bekleyen GYO'lar bulunmaktadır. Ancak son dönemde ABD mortgage piyasasında ortaya çıkan sorunlar ve bunların neden olduğu büyük ekonomik kriz, tüm dünya ekonomilerinde olduğu gibi Türkiye ekonomisinde de büyük bir durgunluğa neden olmuştur. Ekonomik krizle birlikte yurtdışı borsalarında yaşanan kayıplar gibi, İMKB de işlem gören GYO hisselerinde de büyük düşüşler görülmüştür. 2008 yılının ikinci yarısında etkilerinin çok yoğun görüldüğü ekonomik krizin, 2009 yılında da sürmesi beklenmektedir. Ancak, izleyen yıllarda krizin etkilerinin azalması ve ekonomilerin tekrar istikrara kavuşmasıyla birlikte, GYO'ların sayısında ve toplam portföy büyüklüklerinde artışların olması beklenmektedir.

## **1.2. ABD' de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları**

Bugünkü gibi, yatırımcılara farklı yatırım imkanları sunan çeşitli yatırım araçlarının olmadığı sanayi devriminden önce, insanlar için en önemli yatırım araçları gayrimenkuller olmuştur. Güç ve servet ölçüsü olarak kullanılan gayrimenkul sahipliği; insanlar için, yüzyıllardır tercih edilen en önemli yatırım aracı olmuştur. Sanayi devrimi ile birlikte yeni yatırım araçlarının ortaya çıkması, özellikle; 20. yüzyılla birlikte, hisse senedi ve bono yatırımlarına olan ilgiyi artırmıştır. Ancak gayrimenkul yatırımlarının riskinin az olması ve uzun vadeli getirilerinin de diğer birçok yatırım aracından daha yüksek oluşu, gayrimenkule olan ilginin 20. yüzyılda da devam etmesini sağlamıştır.

20. yüzyılla birlikte sermaye piyasalarında yaşanan gelişmelere rağmen geleneksel gayrimenkul yatırımları ekonominin büyük bölümünü kapsamaktaydı, bu tür

gayrimenkul yatırımları mali sistem açısından ise atıl fon anlamına gelmekteydi. Geleneksel gayrimenkul yatırımlarının neden olduğu bu atıl fonların bir şekilde mali sisteme kazandırılması gerekmekteydi. Bunun yanında, gayrimenkul yatırımlarının diğer yatırım araçlarına göre daha fazla sermaye gerektirmesi, küçük yatırımcıların gayrimenkul yatırımlarında bulunmalarını neredeyse imkansız kılıyordu.

ABD’de 19. yüzyılda küçük yatırımcıların gelir getiren gayrimenkullere yatırım yapmasına amaçlayan ilk GYO örnekleri Massachusetts eyaletinde görülmeye başlamıştır. Kurulan bu ilk GYO’lar Massachusetts Business Trust (Massachusetts Yatırım Ortaklıkları) olarak bilinmektedir. Bu ilk GYO’lar Massachusetts eyaletinde anonim şirketlerin gayrimenkul edinmelerini sınırlayan eyalet kanunlarına tepki olarak oluşturulmuşlardır. 19. yüzyıl süresince yatırım faaliyetleri için kullanılan bu ortaklıklar, 20. yüzyılın başlarında özellikle gayrimenkul yatırımları için kullanılmıştır(Göktepe, 2003, 22).

Kurulan bu ortaklıklar, yatırımcılardan topladıkları kaynakları, amaçları doğrultusunda kullanma yetkisine sahip olmuşlardır. Elde ettikleri kazançları ortaklarına dağıtan bu ortaklıklar, 1913 ile 1935 yılları arasında vergi yasaları tarafından da korunmuşlar ve anonim şirketlerden farklı olarak pay sahiplerine dağıttıkları kazançlar üzerinden vergi muafiyetinden yararlanmışlardır. Ancak, 1935 yılında ABD Yüksek Mahkemesi (Supreme Court), bu ortaklıkların anonim şirketler ile benzer olduğuna ve kurumlar vergisine tabi olmaları gerektiğine karar vererek Business Trust’ların gelişimini durdurmuştur(Göktepe, 2003, 22).

Vergi avantajını ve dolayısıyla gayrimenkul sektöründe eski etkinliklerini kaybeden Business Trust’ların, ABD Kongresi’ne yeni düzenlemeler yapması yönündeki yoğun baskıları sonucunda, ABD Kongresi 1956 yılında GYO’ların kuruluşuna ilişkin yasayı kabul edilmiştir. Fakat dönemin ABD başkanı Eisenhower tarafından veto edilen yasa nedeniyle GYO’ların kuruluşu bir müddet daha ertelenmiştir. Ancak, kongre 1960 yılında yaptığı kanuni düzenlemelerle bu günkü GYO’ların kuruluşlarının yolunu açmıştır(Göktepe, 2003, 23).

ABD Kongresinin yaptığı bu yeni düzenlemelerle sermaye piyasalarında faaliyetlerine başlayacak GYO’lardaki temel amacı; geleneksel gayrimenkul yatırımları

nedeniyle mali sisteme kazandırılmayan atıl fonları sisteme kazandırmak ve küçük yatırımcıların GYO hisse senetlerinden alarak kar getiren büyük gayrimenkullere ortak olabilmelerini sağlamaktı. Kongrenin GYO'larda ki diğer amacı da; GYO'ların hisse senedi ihraç ederek elde ettikleri fonları, yeni ve büyük çaplı gayrimenkul projelerinin finansmanında kullanmalarını sağlayarak gayrimenkul sektörünün gelişmesini sağlamak ve sağlıklı bir kentsel yapı oluşturmaktı. (<http://www.reit.com/AllAboutREITs/tabid/54/Default.aspx>).

GYO'lara, bu amaçlarını gerçekleştirebilmede kolaylık sağlamak için kongre tarafından vergi muafiyeti sağlanmıştır. Bunun yanında GYO'lara daire, ofis ve alışveriş merkezleri gibi kar getiren büyük yatırımlar yaparak elde ettikleri vergiye tabi kazançlarının en az % 90'nını yılsonunda ortaklarına kar payı olarak dağıtma zorunluluğu getirilmiştir(<http://www.reit.com/AllAboutREITs/WhatisaREIT>). İlerleyen iki alt bölümde ABD'deki GYO'ların organizasyon yapıları ve türleri ile tarihsel gelişim süreçleri açıklanmıştır.

### 1.2.1. ABD'de GYO'ların Organizasyon Yapıları ve Türleri

ABD'de GYO'ların örgütlenme biçimlerine bakıldığında, üç farklı örgütlenme biçimi göze çarpmaktadır. Bunlar (Güven, 2006, 16);

- Geleneksel GYO yapısı,
- Tam Şemsiye Türü GYO'lar (UPREIT),
- Eksik Şemsiye Türü GYO'lar (DOWNREIT),

Geleneksel GYO yapısında, GYO'lar halktan hisse senetleri karşılığında topladıkları kaynakları, gayrimenkul yatırımlarında kullanmaktadırlar. Elde ettikleri kazançları ise ortaklarına kar payı olarak dağıtmaktadırlar.

Tam Şemsiye (UPREIT) türü yapılanmada ise GYO'lar, gayrimenkulün mülkiyetini elinde bulunduran bir ortaklığa, büyük ortak olmaktadır. İşletmeci ortaklık ise gayrimenkul sahibi şahıs ve şirketlerden hisse senetleri karşılığında topladıkları tüm gayrimenkulleri elinde tutmakta ve yönetmektedir. İşletmeci ortaklığın GYO dışındaki ortakları, ortaklığa ait sahibi oldukları hisse senetlerini belirlenen bir

oran dikkate alınarak GYO hisse senetleriyle değiştirebilirler. Bu tür örgütlenmenin en önemli avantajı, gayrimenkul sahibi olan şirket ve şahısların, söz konusu gayrimenkulleri GYO'lar yerine işletmeci ortaklığa hisse senedi karşılığı devrederek vergi ertelemesi müessesesinden yararlanabilmeleridir(Güven, 2006, 16).

UPREIT'ler ilk olarak 1992 yılında vergisel kaygılarla ortaya çıkmışlardır. O tarihten sonra kurulan GYO'ların yaklaşık %75'nin bu yapıda örgütlendiği görülmüştür (Güven, 2006, 17).

Eksik şemsiye (DOWNREIT) biçiminde yapılanmada ise, GYO yine bir işletmeci ortaklığa büyük ortak olmakta, ancak diğer taraftan da gayrimenkul sahipliğini devam ettirmektedir. Bu modelde, GYO varlıklarının bir kısmı kendi mülkiyetinde, bir kısmı işletmeci ortaklığın mülkiyetindedir(Güven, 2006, 17).

ABD'de 1960 yılında ilk kanuni düzenlemeleri yapıldıktan sonra örnekleri görülmeye başlanan GYO'ların halka açılma zorunluluğu yoktur bu nedenle borsada işlem gören halka açık GYO'lar (Public REIT) kadar halka açık olmayan birçok GYO vardır. Hisseleri borsalarda işlem görmeyen, tezgah üstü piyasalarda alınıp satılmayan bu GYO'lar Özel GYO (Private REIT) olarak isimlendirilmektedir. Bu GYO'ların amaçlarına göre üç türü vardır (Akçay, 2000, 2);

- Büyük miktarlarda yatırım yapan kurumsal yatırımcıları hedefleyen özel GYO'lar.
- Bir mali danışman tarafından sunulan hizmet paketinin parçası olarak yatırımcı temsilcisi olan GYO'lar.
- İleride halka açılmak üzere gelişecek olan GYO beklentisi ile risk sermayedarlarınca satılan korumacı GYO'lar.

GYO'lar aktiflerindeki gayrimenkullerin mülkiyetlerine sahip olup olmadıklarına göre aşağıdaki üç türden biri içinde yer alırlar(Brueggeman, 1997, 557–559).

- Özvarlığa Dayalı GYO'lar (Equity REITs)

- İpotekli GYO'lar (Mortgage REITs)
- Karma GYO'lar (Hybrid REITs)

Özvarlığa Dayalı GYO'lar gayrimenkule ve/veya gayrimenkul projelerine ağırlıklı olarak yatırım yaparlar ve genellikle bu gayrimenkullerin mülkiyetini edinirler. Gelirlerinin büyük bölümünü de kira gelirleri oluşturmaktadır. Bu tür GYO'lar 1960'lardan bugüne sürekli büyümüş ve en cazip tür konumuna gelmiştir.

İpotekli GYO'lar, gayrimenkul sahiplerine borç para verip karşılığında faiz geliri elde eden ipotekli GYO'larının, temel yatırım alanı ise gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçları (ipoteğe dayalı menkul kıymetler) oluşturmaktadır.

Karma GYO'lar ise, bir taraftan gayrimenkullere ve/veya gayrimenkul projelerine yatırım yaparken, diğer taraftan da gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmaktadırlar.

ABD'de GYO'ların türlere ve yıllara göre dağılımı Tablo 3'de ayrıntılı bir şekilde gösterilmiştir.

**Tablo 3: ABD'de GYO Türlerinin Yıllara Göre Dağılımı (1971–2008)**

Yıllar	Özvarlığa Dayalı GYO (Equity REITs)	İpotekli GYO (Mortgage REITs)	Karma GYO (Hybrid REITs)
1971	12	12	10
1975	12	22	12
1980	35	21	19
1985	37	32	13
1990	58	43	18
1995	178	24	17
2000	158	22	9
2006	138	38	7
2007	118	29	5
2008	113	20	3

**Kaynak:** www.reit.com

1970'li yılların ortalarına kadar İpotekli GYO'ların piyasalara hakim olduğu görülmektedir. 1990'lı yıllarla birlikte gayrimenkul sektöründe oluşan olumlu havanın etkisiyle GYO'ların sayısında önemli artışlar gerçekleşmiştir. Bu dönemde kurulan GYO'ların büyük bölümünü ise Özvarlığa Dayalı GYO'lar oluşturmaktadır. Tablo 3'de görüldüğü gibi 2008 yılı sonu itibariyle, ABD'deki GYO'ların büyük çoğunluğunu Özvarlığa Dayalı GYO'lar (Equity REIT) oluşturmaktadır.

### **1.2.2. ABD'deki Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Tarihsel Gelişimi**

ABD kongresinin; 1960 da kuruluş izni vermesinden sonra, 1961 yılının ilk altı ayında 15 GYO, SEC'e (Securities and Exchange Commission) başvurmuş ve bunların 5'inin başvuruları kabul edilmiştir, söz konusu 5 GYO'nun toplam ihraç tutarı 33 milyon doları aşmıştır (Çolak ve Alıcı, 2001, s: 5). Sermaye piyasalarında yeni bir yatırım aracı olan GYO'lar, kuruluşlarından sonraki ilk yıllarda çeşitli nedenlerle beklenen ilgiden uzak kalmışlardır. Yatırımcıların GYO'ları yeni bir yatırım aracı olarak çok iyi tanımamaları ve GYO'lara verilmek istenen rollerin bankalar, sigorta şirketleri, gayrimenkul fonları ve özellikle Japonya'dan gelen yabancı yatırımcılar tarafından üstlenilmesi, onların ilk yıllarda beklenen ilgiyi görmelerini engellemiştir (Rona, 2003, 27).

1960'ların sonlarına doğru GYO'lar büyük miktarlarda borç senetleri çıkarmaya başlamışlardır. Özellikle gayrimenkul geliştirme şirketlerinin artan talepleri ve artan faiz oranları sonucunda GYO'lar bu dönemde yüksek kazançlar elde etmişlerdir. 1968 ile 1973 yılları arasında GYO'ların toplam varlıklarında yaklaşık %2000 oranında artış gerçekleşmiştir (Haight, Fort, 1987, 18–22). Bu dönemde piyasaya İpotekli GYO'ların (Mortgage REIT) egemen olduğu görülmüştür. GYO'larn bu dönemde, bankalar gibi kredi sağlayan kuruluşlara uygulanan disiplinlerden uzak olarak yüksek kaldıraçlı birçok yatırım yaptıkları görülmüştür.

1972 yılında başlayan faiz oranı artışları ve 1973 de meydana gelen petrol kriziyle birlikte, GYO'larda büyük kayıplar başlamıştır. Öyle ki, 1973 ile 1975 yılları arasında Amerikanın milli GYO endeksi olan NAREIT (National Association of Real Estate Investment Trusts) endeksindeki kayıp yaklaşık %56'yı bulmuştur. Bu durum, birçok GYO'nun iflas etmesine neden olmuş, varlıklarını devam ettirebilen GYO'lar

ise; sermaye temellerini yeniden inşa edebilmek için çok fazla zaman harcamak zorunda kalmışlardır(Han ve Liang, 1995, 237).

ABD’de enflasyonun yüksek ve kredi almanın kolay olduğu 1970’li yılların ortalarında, yatırımcıların GYO’lara yatırım yapması için dikkate değer bir çekicilik yoktu. Aksine vergi yasaları bireysel olarak gayrimenkul sahibi olmayı daha cazip kılıyordu. Bunun sonucunda 1976 yılında çıkarılan vergi reform yasasında GYO’ların kurumlar vergisinden muaf olabilmesi için uymaları gereken kurallarda çeşitli iyileştirmeler yapılmıştır(Greer ve Farrell, 1992, 443)

1970’li yıllarda ki diğer önemli olay ise; GYO’ların gelişiminde önemli rol oynayan, Süreli GYO’ların (Finite Life REIT) ortaya çıkmasıdır. Bu tür ortaklıklarda, ortaklığın faaliyet süresi ve bu süredeki stratejileri şirket daha halka açılma sürecinde iken yatırımcıya açıklanmaktadır. Buradaki temel mantık, faiz oranlarındaki değişimlerden kısa vadeli yatırım araçlarının uzun vadeli araçlara göre daha az etkilenmeleridir. Süreli GYO’larda yatırımlarının ömrü tamamlanınca ve ortaklarına gerekli dağıtım yapıldıktan sonra ortaklık sona erdirilmektedir. Robert A Stranger & Co. Inc. tarafından hazırlanan bir raporda Süreli GYO’ların diğer GYO’lara göre iki avantajı olduğu belirtilmiştir. Bunlar, Süreli GYO’ların piyasa değerlerinin mevcut varlık değerini daha iyi yansıtmaları ve hisse fiyatlarının daha az değişkenlik göstermeleridir. 1970’li yılların ortalarında görülmeye başlayan Süreli GYO’lar ilerleyen yıllarda tüm GYO’lar içinde önemli bir yere sahip olmuşlardır (Çolak ve Alıcı, 2001, 6).

1976 yılında yapılan vergi düzenlemelerinin dışında 1981 yılında da gayrimenkul yatırımlarına ilişkin çeşitli vergi düzenlemeleri yapılmıştır. Yeni vergi düzenlemesi, yatırımcılara GYO’lara yaptıkları yatırımlarda büyük vergi avantajları getirmiştir. Bu durum ABD’de gayrimenkul sektöründe aşırı yapılaşmaya neden olmuştur (Göktepe, 2003, 24). Gayrimenkul arz ve talebinde aşırı dengesizliklerin olduğu bu dönemde, GYO’ların piyasa değerlerinde büyük artışlar gerçekleşmiştir.

Tüm bu gelişmelere karşın finans kesiminde oluşan genel görüş GYO’ların beklenen performansı ilk 25 yıl boyunca gösteremedikleri yönündeydi. Bunun nedeni de; GYO’ların sadece gayrimenkul sahibi olmaları, buna karşın söz konusu

gayrimenkulün işletilmesini veya yönetimini üstlenmelerine izin verilmemesiydi. 1986 yılında yeni çıkarılan vergi reformuyla GYO hisse senedi getirilerine bazı vergi avantajları sağlanmıştır. Vergi düzenlemeleri dışında, GYO'lar için en önemli diğer değişiklik, bağımsız yükleniciye (independent contractor) ilişkin olmuştur. Bu değişiklik ile gayrimenkulün doğasında olan, olağan hizmetlerin verilmesinde bağımsız yüklenici kullanılması zorunluluğu kaldırılmıştır. Böylece GYO'lar sahip oldukları gayrimenkulleri belli ölçülerde işletme ve yönetme iznine kavuşmuşlardır(Çolak ve Alıcı, 2001, 7). GYO'lar üzerinde yapılan bu düzenlemelerin ardından gayrimenkul pazarında kısa vadede olumlu gelişmeler yaşanmışsa da, GYO'ların 1980'ların ikinci yarısında da beklenen performansı sergileyemedikleri görülmüştür.

1990 yılının hemen başında yaşanan tasarruf ve kredi krizi, 1980'lerden beri hızla devam eden gayrimenkul arzı ve banka ile sigorta şirketlerine getirilen yükler nedeniyle, ABD'de 1990 yılının başında gayrimenkul fiyatları %30 ile %50 oranında gerileme göstermiş ve finansman olanakları çok daralmıştır(Rona, 2003, 27). Gayrimenkullerde gerçekleşen bu büyük değer düşüşleri, gayrimenkul sahiplerinin likidite problemine girmesine neden olmuştur. Finansal kurumlar ve onlara ait düzenlemeler konusunda oluşan krizin de bu likidite problemini tetiklediği bu yıllarda, birçok gayrimenkul sahibinin varlığına el konulmuştur. Böylesi bir ortamda GYO'larda da büyük durgunluk yaşanmış, toplam piyasa değerlerinde düşüşler gerçekleşmiştir. Bu dönemde sadece birkaç yeni GYO'nun faaliyete başlayabildiği görülmüştür.

1980'li yılların sonları ile 1990'lı yılların başında gayrimenkul piyasasındaki olumsuzluklar ve düşen gayrimenkul fiyatları, geçen yıllarla beraber değişmeye başlamıştır. Ancak geçmişte, gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı varlık yatırımları nedeniyle büyük problemler yaşayan yatırımcılar, yeniden gayrimenkule yatırım yapma konusunda kararsız davranmışlardır. Bununla birlikte, özel sermaye kaynaklarıyla finansmanı sağlanamayan gayrimenkul pazarı artık tamamen kurumsal kaynaklarla finansa edilmeye başlanmıştır. Geçen bir kaç yılda özel gayrimenkul portföyleri, GYO'lar ve gayrimenkul yatırım fonları gibi sermaye piyasası araçları ile hızlı bir şekilde menkul değerlere dönüşmüştür. Bu dönüşüm, gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı varlıkların likiditesini artırdığı gibi birçok gayrimenkul projesi için de alternatif sermaye kaynağı oluşturmuştur.

Gayrimenkul fiyatlarının gerilemesi, krizin bitişi ve yeni çıkarılan kanunun geç de olsa piyasadaki oyuncular tarafından algılanması ABD piyasalarında GYO'lara olan ilginin giderek artmasını sağlamıştır. Yatırımcılar, GYO'ları daha önceleri vergi avantajı ve sermaye kazançları nedeniyle tercih ederlerken, 1990'lardan sonra uzun vadeli ve sürekli olan nakit girişlerinden yararlanmak amacıyla da tercih etmeye başlamışlardır. Bu dönemde, özel sermaye kaynaklarının GYO'lara kanalize olması ve GYO'larında topladıkları kaynakları getirisi yüksek projelerde kullanarak yüksek kazançlar elde etmeleri ile yatırımcılar, GYO'lardan yüksek getiriler sağlamışlardır. Yüksek getiri olanağını gören yeni yatırımcıların GYO'lara yönelmesi ve 1993 yılında emeklilik fonlarının GYO'lara yatırım yapabilmesini sağlayan düzenlemenin hayata geçirilmesiyle, GYO'lara olan talep daha artmıştır. GYO'lara olan talepteki bu artışın doğal sonucu olarak da, GYO'ların toplam varlıklarında büyük artışlar gerçekleşmiştir. Öyle ki 1980'da sadece 7 milyon dolar olan GYO'ların toplam varlıkları, 1993 yılında yaklaşık 61 milyon dolara kadar yükselmiştir(Han ve Liang, 1995, 237).

GYO'lara olan talepteki bu artış 1998 yılına kadar devam etmiştir. Ancak sermaye pazarlarını kırılma noktasına getiren 1998 küresel finansman krizi GYO'ları da olumsuz bir şekilde etkilemiştir. Bu krizle beraber, 1998 ve 1999 yıllarında GYO'ların değerlerinde de büyük azalmalar olmuştur. 1999 yılında ABD merkez bankası olan FED'in yaşanan kriz ortamından çıkışı sağlamak için, faizlerde indirim gitmesi gayrimenkul yatırımları için uygun ortamın oluşmasını sağlamıştır. FED'in müdahaleleri ile faiz oranlarının %7'lerden %1'lere kadar gerilediği görülmüştür. Bunun yanında, GYO'ları tekrar canlandırmak için, 1999 yılında vergi yasalarında çeşitli değişiklikler yapılmıştır; bu yeni düzenlemelerle daha önce %95 olan yılsonu kar dağıtma zorunluluğu %90'a düşürülmüştür. Bu yeni düzenlemeler, faiz oranlarındaki düşüşler ve ekonomik krizin etkilerinin azalmaya başlamasıyla birlikte GYO'lar da kaybettikleri değerleri tekrar kazanmaya başlamışlardır. 2000 yılında toplam 138 milyar dolar olan piyasa değerleri, 2003 yılında 224 milyar dolara kadar yükselmiştir(<http://www.reit.com/IndustryDataPerformance/MarketCapitalizationofUSREITIndustry/tabid/85/Default.aspx>).

2000'li yılların başında faiz indirimleri ile oluşan olumlu ortam, tüketicileri kredi kuruluşlarından aldıkları kredilerle gayrimenkul yatırıma yapmaya yöneltmiştir.

Kredi kuruluşları da kredi geçmişleri uygun olsun ya da olmasın, tüketicilere yüksek faizlerle kredi vererek karlarını artırmaya yönelmişlerdir. Mortgage piyasalarındaki yüksek faizli (subprime) mortgage oranı 1996 yılında %9 iken, 2004 yılından sonra hızla artarak 2006'da %20'ye kadar ulaşmıştır (Urhan, 2008, 17).

Gayrimenkul sektörüne olan talepte 2000'li yıllarla birlikte başlayan canlanma, GYO'lara da olumlu bir şekilde yansımıştır. Öyle ki 1999 yılında tüm GYO'ları kapsayan GYO endeksinde yıllık toplam %6,48 kayıp oluşurken, 2000 yılında %25'in üzerinde toplam getiri görülmüştür(<http://www.reit.com/IndustryDataPerformance/FTSENAREITSRealEstateIndexHistoricalValu/tabid/78/Default.aspx>).

Tablo 4'de 2000 yılından bu yana ABD'deki GYO endeksi yıllık toplam getirileri gösterilmiştir.

**Tablo 4:ABD'deki GYO Endeksinin 2000-2008 Dönemindeki Yıllık Toplam Getirileri**

Yıllar	Toplam Getiri (%)
2000	25,89
2001	15,50
2002	5,22
2003	38,47
2004	30,41
2005	8,29
2006	34,35
2007	-17,83
2008	-37,34

**Kaynak:** [www.reit.com](http://www.reit.com)

2000'li yılların başlarında gayrimenkul fiyatlarında görülen büyük artışlarla birlikte, gayrimenkul fiyatlarının daha da artacağını düşünen yatırımcılar yüksek faiz oranlarıyla gayrimenkul yatırımı yapmaya devam ettiler. Ancak, yüksek faiz oranlarına katlanarak yatırım yapan bu yatırımcıların, 2006 yılıyla birlikte gayrimenkul piyasasında başlayan durgunlukla beraber zor duruma düşmeye başladıkları

görülmüştür. Gayrimenkul piyasasında başlayan durgunluk konut fiyatlarında büyük düşümlere yol açmış, evini satsa bile borcunu ödeyemeyecek duruma gelen tüketiciler tam anlamıyla bir çıkmaza girmişlerdir. Böyle bir ortamda, kredi kuruluşları da, kredi borcunu ödeyemeyen kişilerin evlerine el koymak zorunda kalmışlardır. Kredi kuruluşlarının el koyduğu evleri, satarak nakde dönüştürmek istemesi sonucunda da konut fiyatlarında ki düşüş daha da hızlanmıştır (Urhan, 2008, 17). Konut fiyatlarındaki bu düşüşler kredi kuruluşlarını da zor durumda bırakmıştır. İflasın eşiğine gelen bu kredi kuruluşları, 2008 yılında etkilerini dünya çapında gördüğümüz büyük ekonomik krizin çıkmasında önemli bir etken olmuşlardır.

Konut fiyatlarındaki bu düşüşler GYO'larda büyük kayıplara yol açmıştır; 2006 yılında %35'e yakın yıllık getiri sağlayan GYO'lar 2007 yılında %17,83 2008 yılında ise %37,34 gibi büyük oranlarda negatif getiri sergilemişlerdir. Gayrimenkul fiyatlarındaki düşüşler GYO'ların piyasa değerlerinde de büyük kayıplara yol açmıştır. 2006 yılında toplam 438.071 milyon dolarla tarihinde en yüksek piyasa değerine ulaşan GYO'lar, 2007 yılında 312.009 milyon dolara kadar gerilemiştir. Tüm dünyayı derinden etkileyen dünya ekonomi krizinin etkilerinin yoğun olarak hissedildiği 2008 yılı sonunda ise GYO'ların toplam piyasa değerleri 191,651 milyon dolara kadar gerilemiştir(<http://www.reit.com/IndustryDataPerformance/MarketCapitalizationofUSREITIndustry/tabid/85/Default.aspx>).

ABD'de 1961 yılından bu yana örnekleri görünen GYO'ların türlerine göre piyasa değerleri, yıllar itibariyle Tablo 5'de verilmiştir.

ABD'de GYO'ların yıllar itibariyle piyasa değerleri incelendiğinde 1990'lı yılların ortalarına kadar piyasa değerlerinin beklenen düzeye ulaşamadığı görülmüştür. Özellikle 1980'li yıllarda gerçekleştirilen yapısal düzenlemelerle birlikte 1990'lı yıllardan sonra GYO'lar, yatırımcılar tarafından tercih edilmeye başlamışlardır. Bu dönemde Özvarlığa Dayalı GYO'ların piyasalara tamamen hakim oldukları görülmektedir. 1998 ekonomik krizine kadar çok hızlı büyüyen GYO'lar, 2000'li yılların ortalarında ise en yüksek piyasa değerlerine ulaşmışlardır.

**Tablo 5: ABD’de GYO’ların Türlerine Göre Piyasa Değerleri (Milyon Dolar)**

Yıllar	Toplam	Özvarlığa Dayalı GYO (Equity REIT)	İpotekli GYO (Mortgage REIT)	Karma GYO (Hybrid REIT)
1971	1,494.3	332.0	570.8	591.6
1975	899.7	275.7	312.0	312.0
1980	2,298.6	942.2	509.5	846.8
1985	7,674.0	3,270.3	3,162.4	1,241.2
1990	8,737.1	5,551.6	2,549.2	636.3
1995	57,541.3	49,913.0	3,395.4	4,232.9
2000	138,715.4	134,431.0	1,632.0	2,652.4
2005	330,691.31	301,490.98	23,393.73	5,806.61
2008	191,651.0	176,237.7	14,280.5	1,132.9

**Kaynak:** [www.reit.com](http://www.reit.com)

1990’lı yıllarla birlikte ABD’deki GYO’ların geçte olsa piyasa yatırımcıları tarafından önemlerinin anlaşılması ve yüksek piyasa değerlerine ulaşmaları, diğer bazı ülkeleri de GYO’larla ilgili düzenlemeleri yapmaya yöneltmiştir. İlerleyen bölümlerde Avrupa ve Asya-Pasifik ülkelerindeki GYO uygulamaları kısaca açıklanacaktır.

### 1.3. Avrupa’da Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları

ABD’de 50 yıla yakın geçmişi olan GYO’ların, Avrupa’da ilk düzenlemelerinin Hollanda’da 1969 yılında yapıldığı görülmektedir. Diğer Avrupa ülkelerinde ise 1990’lı yıllara kadar GYO’larla ilgili herhangi bir düzenleme yapılmamıştır. GYO’lardan önce, özel gayrimenkul şirketleri ve gayrimenkul yatırım fonları gibi diğer kurumsal gayrimenkul yatırımcılarının, Avrupa gayrimenkul piyasalarına hakim oldukları görülmektedir. ABD’deki GYO’ların, 1990’lı yıllarla birlikte gayrimenkul piyasalarındaki önemlerinin anlaşılmaya başlaması ve büyük piyasa değerlerine

ulaşmaları, Avrupa'daki bazı ülkeleri GYO'larla ilgili düzenlemeleri yapmaya yöneltmiştir.

2008 yılı sonu itibariyle Avrupa Birliği üyesi ülkelerden yalnızca sekizinde GYO'larla ilgili düzenlemeler tamamlanmıştır. Hollanda'dan sonra ilk olarak; 1994 yılında İtalya, 1995 yılında Belçika ve 1999 yılında Yunanistan GYO'larla ilgili düzenlemeleri gerçekleştirmişlerdir. 2000'li yıllarla birlikte, GYO'ların Avrupa'da yayılma süreci daha da hızlanmıştır. 2003 yılında Fransa, 2004 yılında Bulgaristan ve 2007 yılında da Almanya ile Büyük Britanya GYO'larla ilgili düzenlemeleri tamamlamışlardır(European Public Real Estate Association [EPRA] 2004).

Avrupa'daki GYO'larda temelde ABD'deki uygulamalara benzer yapılar görölse de ülkelere göre önemli farklılıklar da bulunmaktadır. Tablo 6'da Avrupa Birliği üyesi bazı ülkelerde, GYO'lara ait düzenlemeler özetlenmiştir.

**Tablo 6: Avrupa Birliği Üyesi Bazı Ülkelerde GYO Düzenlemeleri**

	<b>Hollanda</b>	<b>Fransa</b>	<b>Büyük Britanya</b>	<b>Almanya</b>
<b>Kanuni Yapı</b>	Tüm varlıkları Avrupa Birliği sınırlarında bulunmak koşuluyla, limited şirket ya da ortaklık olarak kurulabilirler.	Hisseleri Fransa borsalarında işleme açılmak koşuluyla herhangi bir varlık grubu şeklinde faaliyette bulunabilirler.	Kapalı uçlu olarak kurulan ortaklıklar ve borsada işlem gören şirketler faaliyette bulunabilir.	Almanya'da bulunan, yönetilen ve Avrupa birliği üyesi olan halka açık şirketler faaliyette bulunabilir.
<b>Ortaklık Kısıtları</b>	Vergi düzenlemeleri nedeniyle çeşitli ortaklık kısıtlamaları bulunmaktadır.	Hiçbir pay sahibi ortağı olduğu GYO'nun paylarının %60'ından fazlasına sahip olamaz.	Kısıtlama yok.	Ortaklardan hiçbiri şirket içinde %10'un üstünde oy hakkına sahip olamaz.(%15 pay sahipliği yaklaşık olarak %3 lük oy hakkı sağlamaktadır).

<b>Varlık Sınıfı</b>	Yalnızca gayrimenkule dayalı portföy işletmeciliğinde bulunabilirler.	Toplam varlıkların %50 sini aşmamak koşuluyla finansal kiralama amacıyla gayrimenkul sahibi olmak GYO'ların temel aktivitesidir. Bunun dışında toplam varlıklarının %20 sini aşmama kaydıyla diğer işlemlerde de bulunabilirler.	Varlıklarının ya da kazançlarının en az %75'ini kazanç getiren kira faaliyetleri oluşturmalıdır. Bunu yanında yatırım amaçlı gayrimenkul geliştirme faaliyetlerine de izin verilmiştir.	Varlıklarının en az %75'i gayrimenkullerden oluşmalıdır. Ayrıca toplam kazançlarının en az %75'ini sahip oldukları varlıkların kira gelirleri oluşturmalıdır.
<b>Borç Limitleri</b>	Toplam defter değerlerinin %60'nı aşamaz.	Limit yok.	Limit yok.	Net varlıklarının %60'nı aşamaz.
<b>Kar Dağıtma</b>	Vergiye tabi kazançlarının %100'ü.	Kira ve leasing gelirlerinin %85'i.	Net gelirlerin %90'ı.	Net kazançlarının en azından %90'ı.
<b>Vergi</b>	Kurumlar vergisinden muafiyet sağlanmıştır.	Düzenlemede belirtilen temel gayrimenkul yatırımlarından doğan kazançlar, vergiden istisnadır. Diğer faaliyetlerden doğan kazançlara ise standart vergiler uygulanır.	Gayrimenkullerden doğan kazançlarda vergi muafiyeti bulunmaktadır.	Kurumlar vergisinden muafiyet sağlanmıştır.

**Kaynak:** European Public Real Estate Association (EPRA)

Avrupa'da GYO'ların sayılarının az olmasına rağmen piyasa değerleri, özellikle Almanya ve Büyük Britanya'nın ilgili düzenlemeleri tamamlamalarıyla önemli seviyelere ulaşmıştır. Avrupa gayrimenkul yatırımcıları birliği EPRA'nın verilerine göre 2005 yılı sonu itibariyle, Avrupa gayrimenkul piyasasında faaliyet gösteren halka açık kurumsal şirketlerin toplam piyasa değerlerinin ancak %27'sini GYO'lar oluştururken bu oran 2008 yılı sonu itibariyle %76'ya yükselmiştir. GYO uygulamalarının ilk görüldüğü ABD'de ise bu oran %96 seviyesindedir(EPRA, 2009).

İlerleyen yıllarla birlikte Avrupa’da da GYO’ların piyasadaki paylarının ABD’deki seviyelere ulaşacağı beklenmektedir.

Ülkelere göre GYO’ların toplam piyasa değerlerine baktığımızda Avrupa’daki GYO’lar arasında en fazla piyasa değerine sahip ülkenin Fransa olduğu görülmektedir. Fransa’dan sonra Büyük Britanya ve Hollanda gelmektedir. Ancak Büyük Britanya ve Almanya’nın ilgili düzenlemeleri diğer ülkelere oldukça geç tamamladıkları düşünüldüğünde ilerleyen yıllarda GYO’ların piyasa değerlerinin bu ülkelerde daha hızlı artacağı beklenmektedir.

Tablo 7’de 2008 yılı sonu itibariyle, ülkelere göre Avrupa’daki GYO’ların piyasa değerleri gösterilmiştir.

**Tablo 7: 2008 Sonu İtibariyle Avrupa’daki GYO’ların Piyasa Değerleri**

	Piyasa Değerleri (Milyon Euro)
Almanya	138.60
Belçika	14,449.18
Büyük Britanya	2,173.58
Fransa	15,060.34
Hollanda	5,694.83
İtalya	129.27
Yunanistan	102.11

**Kaynak:** European Public Real Estate Association (EPRA)

2008 yılında yoğun bir şekilde etkilerinin hissedildiği dünya ekonomik krizinin GYO’ların piyasa değerlerinde de önemli kayıplara yol açtığı bir gerçektir. İlerleyen yıllarda, krizin etkilerinin azalmasıyla birlikte Avrupa’daki GYO’ların çok daha hızlı büyüyecekleri düşünülmektedir. Ayrıca Avrupa birliği kapsamında başta vergi düzenlemeleri olmak üzere, GYO’larla ilgili standart bir düzenlemenin yapılması gerekliliği üye ülkeler arasında tartışılan konular arasındadır(EPRA, 2008). Böyle bir düzenlemenin gerçekleşmesi durumunda GYO’ların, Avrupa’daki gelişimlerinin hızlanacağı ve Avrupa Birliği üyesi tüm ülkelere yayılabilecekleri beklenmektedir.

#### 1.4. Asya ve Pasifik Ülkelerinde Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları

Asya ve Pasifiklerde GYO'larla ilgili ilk düzenlemelerin Avustralya'da 1985 yılında yapıldığı görülmektedir. Asya ülkelerine göre uzun bir geçmişi olan Avustralya'daki GYO'lar, özellikle 1990'lı yıllarda önemli gelişmeler göstermiş ve gayrimenkul yatırımcıları tarafından tercih edilen yatırım araçları olmuşlardır. Asya'daki ülkeler ise GYO'larla ilgili düzenlemeleri ancak 2000'li yıllardan sonra gerçekleştirmişlerdir.

2000 yılında Japonya Asya'da GYO'larla ilgili düzenlemeyi gerçekleştiren ilk ülke olmuştur. Japonya'nın ardından 2001 yılında Güney Kore, 2002 yılında Singapur, 2003 yılında da Hong Kong ile Tayvan ve 2004 yılında da Malezya GYO'larla ilgili düzenlemeleri tamamlamışlardır (EPRA, 2004, 27). Bu ülkelerin dışında Asya'da en fazla nüfusa sahip Çin ve Hindistan da GYO'larla ilgili düzenlemeleri yakın zamanda gerçekleştirmeyi planlamaktadırlar.

Avrupa'da olduğu gibi Asya'da da GYO uygulamaları açısından ülkelere göre önemli farklılıklar bulunmaktadır. Bu farklılıkların özellikle vergi düzenlemeleri konusunda olduğu görülmektedir.

Tablo 8'de Avustralya, Japonya, Singapur ve Hong Kong'daki GYO'larla ilgili düzenlemeler özetlenmiştir.

**Tablo 8: Bazı Asya ve Pasifik Ülkelerinde GYO Düzenlemeleri**

	<b>Avustralya</b>	<b>Japonya</b>	<b>Singapur</b>	<b>Hong Kong</b>
<b>Kanuni Yapı</b>	Mekan ve sermaye kısıtı olmaksızın yatırım ortaklığı şeklinde faaliyette bulunabilirler.	Anonim şirket ya da yatırım ortaklığı şeklinde faaliyette bulunabilirler.	Anonim şirket ya da yatırım ortaklığı şeklinde faaliyette bulunabilirler.	Sermaye kısıtı olmaksızın yatırım ortaklığı şeklinde faaliyette bulunabilirler.
<b>Ortaklık Kısıtları</b>	Kısıtlama yok.	Borsalarda işlem görebilmesi için 1000'den fazla ortağının bulunması gerekir.	Kısıtlama yok.	Kısıtlama yok.

<b>Varlık Sınıfı</b>	Kira geliri elde etmek gibi çeşitli amaçlarla gayrimenkullere yatırım yapabilirler bunun dışında ilgili düzenlemede belirtilen çeşitli ticari faaliyetlerde de bulunabilirler.	Gayrimenkullere ve diğer sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilirler.	Sahip oldukları fonların en az %70'ini gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı varlıklara yatırmak zorundadırlar.	Yalnızca Hong Kong'daki gayrimenkullere yatırım yapabilirler. Ayrıca yatırım yaptıkları tüm varlıkları en az iki yıl ellerinde tutmak zorundadırlar.
<b>Borç Limitleri</b>	Limit yok.	Limit yok.	Toplam borçları toplam varlıklarının %35'inden fazla olamaz.	Toplam borçları toplam varlıklarının %35'inden fazla olamaz.
<b>Kar Dağıtma</b>	Ortaklık kazançlarının %100'ü.	Dağıtılabilir kazançlarının en az %90'ı.	Vergiye tabi kazançlarının %90'ı.	Vergiden sonraki kazançlarının %90'ı.
<b>Vergi</b>	Ortaklık kazançlarında vergi muafiyeti bulunmaktadır, bununla birlikte sermaye kazançlarına %50 oranında vergi uygulanmaktadır.	GYO'lar için indirimli vergi uygulamaları bulunmaktadır.	Ortaklara dağıtmak şartıyla, vergiye tabi kazançlarda vergi muafiyeti bulunmaktadır.	GYO'ların sahip oldukları varlıkları için varlık vergisi uygulanmaktadır. Ancak, kar payları ve sermaye kazançlarında vergi uygulanmamaktadır.

**Kaynak:** European Public Real Estate Assosiation (EPRA)

Asya gayrimenkul piyasasına bakıldığında, henüz GYO'ların piyasaya hakim olmadıkları görülmektedir. 2008 yılı sonu itibariyle Asya'daki GYO'ların toplam piyasa değerleri, halka açık gayrimenkul şirketlerinin toplam piyasa değerlerinin %39'unu oluşturmaktadır. Bu oran ABD ve Avrupa'yla kıyaslandığında oldukça düşük seviyelerdedir.

Ülkelere göre GYO'ların piyasa değerlerine bakıldığında, Avustralya'daki GYO'ların toplam piyasa değerlerinin, Asya'daki ülkelerinin piyasa değerlerinin oldukça üstünde olduğu görülmektedir.

Tablo 9’da 2008 yılı sonu itibariyle, Asya ve Pasifiklerdeki GYO’ların ülkelere göre toplam piyasa değerleri gösterilmiştir.

**Tablo 9: 2008 Sonu İtibariyle Asya ve Pasifik Ülkeleri GYO’larının Toplam Piyasa Değerleri**

	Piyasa Değerleri (Milyon Dolar)
Avustralya	35,411.99
Hong Kong	4,123.09
Japonya	18,778.22
Singapur	4,391.93
Yeni Zelanda	420.28

**Kaynak:** European Public Real Estate Assosiation (EPRA)

Asya’da en yüksek piyasa değerine sahip ülke ise Japonya’dır. Japonya’dan sonra Singapur ve Hong Kong gelmektedir. Yalnız Asya gayrimenkul piyasasının büyüklüğü düşünüldüğünde GYO’ların piyasa değerlerinin çok düşük seviyelerde olduğu görülmektedir. Ancak ilerleyen yıllarda Çin ve Hindistan gibi ülkelerin GYO’larla ilgili düzenlemeleri gerçekleştirmeleriyle GYO’ların Asya’daki etkinliklerinin artacağı düşünülmektedir.

GYO’ların başta Türkiye ve ABD olmak üzere dünyadaki uygulamalarını analiz edildikten sonra takip eden bölümde, GYO’ların sermaye piyasaları ve yatırımcılara olan faydaları açıklanacaktır.

### 1.5. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Faydaları

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, halktan aldıkları kaynaklarla birçok girişimcinin tek başına yapamayacağı veya yapmak için önemli ölçüde finansman yükü yüklenmek zorunda kalacağı, iş merkezleri veya alışveriş merkezleri gibi büyük ölçekli gayrimenkul projelerinin finansmanını sağlamaktadırlar. Tek başlarına bu tür büyük projeleri gerçekleştirmek için önemli ölçüde finansman yükünü üstlenmesi gereken

şirketler, çoğu kez kendi özkaynakları yetersiz olduğu için faiz yüküne katlanmak zorunda kalırlar. Hâlbuki bu tür projeler, halktan gayrimenkul yatırım ortaklığı payları karşılığında toplanacak fonlarla finanse edilebilirler. Böylelikle, şirketin finansman yükü büyük ölçüde hafifletilmiş olur (SPK, 2008).

Yatırımcılar ise gayrimenkul yatırım ortaklıklarının hisse senetlerini satın alarak büyük ölçekli gayrimenkuller ve gayrimenkul projelerine, küçük oranlarda iştirak edebilmekte ve bu gayrimenkullerin getirilerinden küçük oranlarda da olsa yararlanabilmektedirler. Bunun yanında, satın aldıkları hisse senetlerinin borsada oluşan fiyat dalgalanmalarından da yararlanabilmektedirler. Ayrıca yatırımcılar, gerekli gördükleri anda GYO'nun işlem gördüğü borsada hisse senetlerini kolaylıkla nakde dönüştürebilmektedir. Böylelikle sermaye piyasaları bakımından atıl fon anlamına gelen, likiditeleri düşük, geleneksel gayrimenkul yatırımlarının ekonomiye kazandırılması da sağlanmaktadır(<http://www.reit.com/institutionalInvestors/Liquidity>).

Kişisel olarak doğrudan gayrimenkul sahibi olarak, sahip oldukları gayrimenkulleri kiralayarak kira geliri elde etmek isteyen kişiler birçok sorunla karşılaşabilmektedir. Kira bedelinin geç ödenmesi veya hiç ödenmemesi, ihtarlar, tahliye davaları, kira artırım miktarının saptanması, ödenecek vergiler gibi sorunlarla karşılaşmaktadır. GYO'lara yatırım yapan yatırımcılar ise, bu gibi sorunlarla karşılaşmadan gayrimenkullerin getirilerinden faydalanabilmektedirler (Göktepe, 2003, 34)

Gayrimenkul yatırımları tasarruf sahibini enflasyona karşı korumada en iyi yatırım araçlarından biridir. Özellikle Türkiye gibi yüksek enflasyonla mücadele eden ülkelerde, gayrimenkul yatırımları, yatırımcılar açısından enflasyona karşı etkin bir koruma aracı olarak da kullanılmaktadır. Bunu yanında uzman kişiler tarafından yönetilen GYO'lar portföy çeşitlendirmesi yoluyla toplam riskin dağıtılmasını sağlamaktadır. Ortalama bir kişinin tasarruflarını değerlendirebileceği gayrimenkul sayısı sınırlı iken, bir GYO'ya yatırım yapan bir yatırımcı, sahip olduğu küçük tasarruflarını bir anda çok sayıda gayrimenkul yatırımına dağıtmış olmaktadır(NAREIT, 2008).

GYO hisse senetlerinin diğ er hisse senetleri ile düşük korelasyona sahip olması portföy çeşitliğ i ve bu çeşitliğ in sonucu olarak portföyün sahip olduğu toplam riski azaltması, yatırımcıların GYO'lara olan ilgisini artırmaktadır. GYO'ların risk konusundaki üstünlüklerinin yanı sıra getiri konusunda da diğ er yatırım araçlarına göre oldukça avantajlı oldukları daha önce yapılan akademik çalışmalarda görülmüştür. Çalışmanın ikinci bölümünde değ ineceğ imiz birçok akademik çalışmada GYO'ların yatırımcılarına önemli getiri avantajları sağladıkları belirtilmiştir. Ayrıca, GYO portföylerinin gayrimenkul alanında uzman kişiler tarafından yönetilmesi, bir kişinin kendi başına yatırım yapmasından, daha etkin sonuçlar elde edebilmesini sağlamaktadır(NAREIT, 2008).

GYO'lar, gelişmekte olan ülkelerdeki gayrimenkul getirilerinden faydalanmak isteyen uluslararası kuruluşlara, hisse senedi ihraç ederek yabancı fonları ülke ekonomisine kazandırmaktadır. Doğrudan gayrimenkul yatırımını riskli bulan uluslararası kuruluşlar ise, gayrimenkul yatırım ortaklıkları hisse senetlerinden alarak gayrimenkul getirilerinden yararlanmak istemektedirler(SPK, 2007).

Diğ er taraftan gayrimenkul yatırım ortaklıkları küçük birikimlerin büyük gayrimenkul projelerine kaynak oluşturmasını sağlarken, çarpık kentleşmenin önüne geçerek sağlıklı bir kentleşmenin de oluşmasını sağlamaktadır. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, kayıt dışı gayrimenkul yatırımları nedeniyle atıl kalan kaynakların da ekonomik sisteme kazandırılmasında önemli roller üstlenmektedirler. Gayrimenkul yatırımlarında yaygın olarak, gayrimenkulü aktifinde tutan şirketler mülkiyetini satış yoluyla gayrimenkul yatırım ortaklığına devretmekte ancak kiralama yoluyla kullanım hakkını korumaktadır. Bu finansal operasyon ile leasing benzeri bir işlemle aktifteki gayrimenkulün rayiç değ eri ile nakde dönüştürülmesi mümkün olmaktadır(Tuncel, 1997, 75).

Düzenli olarak değ erleme işlemleri yapılmayan gayrimenkullerin, çoğu zaman gerçek değ erlerini yansıtmadıkları görülmektedir. Bu durumda devletler, gayrimenkullerden aldıkları vergilerde büyük gelir kaybına uğramaktadırlar. GYO'lar ise portföylerindeki gayrimenkullerin değ erlemesini her yıl bağımsız ekspertiz şirketlerine yaptırmak zorundadır. GYO'lara ait gayrimenkullerin her yıl bağımsız denetimden geçmesi, onların tamamının gerçek değ erleriyle kayıt altına alınmasını

sağlamaktadır. Bu şekilde devletlerde, gayrimenkullerin gerçek değerleri üzerinden vergi alabilmektedirler(Özdemir ve Türker, 2007, 3).

Çalışmanın bu bölümünde; öncelikle GYO'ların Türkiye ve dünyanın çeşitli ülkelerindeki uygulamaları incelenmiş daha sonra GYO'ların sermaye piyasaları ve yatırımcılara olan faydaları özetlenmiştir. Çalışmanın ikinci bölümünde ise GYO'ların performanslarının değerlendirilmesi konusunda yurt dışı ve Türkiye'de yapılmış çalışmalara yer verilecektir.

## İKİNCİ BÖLÜM

### GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI'NIN PERFORMANSLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ KONUSUNDA YURT DIŞINDA VE TÜRKİYE'DE YAPILMIŞ TEMEL ÇALIŞMALAR

Başta ABD'de olmak üzere, GYO'lar ilk uygulamalarının görüldüğü 1960'lı yıllardan bu yana birçok araştırmaya konu olmuştur. Bu bölümde, GYO'lar hakkında yurt dışında ve yurt içinde yapılmış temel çalışmalar ve bu çalışmalardan elde edilen bulgular özetlenecektir. GYO'lar hakkında yapılmış akademik çalışmalara bakıldığında bu çalışmaların önemli bir bölümünün, GYO'ların dünyada ilk uygulamalarının görüldüğü ve bugün itibariyle en gelişmiş gayrimenkul piyasasının bulunduğu ABD piyasaları üzerine olduğu görülmektedir. ABD'de yapılan bu çalışmalarda, araştırmacılar daha çok GYO'lardan oluşturdukları portföylerin performanslarını açıklamaya çalışmışlardır. ABD dışındaki ülkelerde yapılan çalışmalarda ise araştırmacılar, ağırlıklı olarak GYO'ların yapısı ve işleyişleriyle ilgili tanımsal çalışmalarda bulunmuşlardır.

#### 2.1. Yurt Dışında Yapılmış Temel Çalışmalar

Daha öncede belirtildiği üzere, yurt dışında yapılan çalışmaların ağırlıklı olarak ABD'deki GYO'lar hakkında olduğu görülmektedir. Diğer ülkelerde, özellikle 1990'lı ve 2000'li yıllarla birlikte yayılma gösteren GYO'lar hakkında, çok fazla çalışma bulunmamaktadır. ABD'de yapılan çalışmaların büyük bölümünün ise GYO'ların performanslarını değerlendirmeye yönelik olduğu görülmektedir.

Smith ve Shulman (1976), ABD'de faaliyet gösteren 16 adet GYO'dan oluşturdukları örneklemin performansını, 1963–1974 yılları arasında, S&P endeksi, tasarruf hesapları ve 15 adet yatırım fonu performansıyla kıyaslamalı olarak inceledikleri bir çalışma yapmışlardır. Model olarak da sermaye varlıkları fiyatlama modelini (SVFM) kullanmışlardır:

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

Bu eşitlikte;

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

$R_f$  = Risksiz faiz oranı,

$\beta_a$  = a finansal varlığının betası,

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

Smith ve Shulman, çalışmalarının sonunda, GYO'lardan oluşturdukları örneklemin 1963–1973 yılları arasındaki süreçte diğer finansal göstergelerden daha üstün performans gösterdiklerini belirtmişlerdir. Ancak, 1972 yıllarında faiz oranlarında başlayan artış ve 1973 de meydana gelen petrol kriziyle birlikte, özellikle 1974 yılında GYO'larda büyük kayıpların gerçekleştiği görülmüştür. GYO'larda büyük kayıpların görüldüğü, 1974 yılı dahil edilerek yapılan diğer çalışmada ise, GYO'ların diğer finansal göstergelerin performanslarının altında kaldıkları görülmüştür. Bununla birlikte Smith ve Shulman, GYO'ların; yatırım fonlarına benzer getiri performansı gösterdiklerini ve diğer hisse senetleriyle birlikte oluşturdukları portföylerde önemli derecede portföy çeşitlendirmesi avantajı sağladıklarını çalışmalarında belirtmişlerdir.

Burn ve Epley (1982) çalışmalarında; 1980'li yıllarda yapılan birçok çalışmadaki gibi, GYO'ların portföy getirisi ve portföy çeşitlendirmesini artırmadaki etkisini incelemişlerdir. Etkin sınır yaklaşımını kullanarak, GYO hisseleri ile adi hisse senetlerinden oluşturdukları portföyün tek varlık getiri performansından ve S&P endeksinden daha iyi performans gösterdiğini belirtmişlerdir. Araştırmalarında GYO hisselerinin, adi hisse senetleri getirileri ile düşük korelasyona sahip olması nedeniyle GYO'ların portföy çeşitlendirmesini artırdığı kanısına varmışlardır.

1970'li yılların sonları ile 1980'li yılların başlarını kapsayan çalışmalarda, GYO'ların pazar portföyü ile benzer ya da pazar portföyünün üstünde performans sergiledikleri görülmüştür.

Titman ve Warga (1986), Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli (SVFM) ve Arbitraj Fiyatlama Modelini (AFM) birlikte kullandıkları çalışmalarında; 1973–1982 yılları arasında GYO hisselerinin performansını incelemişlerdir. Çalışmanın sonunda;

GYO'lardan oluşturdukları portföyün, pazar portföyü ile benzer performans sergiledikleri bulgusuna ulaşmışlardır.

Kuhle ve Walther (1986) yürüttükleri çalışmalarında; 102 GYO'nun 1973–1984 yıllarındaki yıllık net getirilerini hesaplamışlardır. Kuhle ve Walther yaptıkları bu çalışmada; 1973–1984 yılları arasında oluşturulan alt dönemlerde, GYO'ların farklı performans gösterdiklerini belirtmişlerdir. Çalışma bulgularında; 1973–1976 durgunluk yıllarında, ortalama getirinin altında performans sergileyen GYO'ların; 1977–1984 yıllarında S&P endeksinin üstünde performans sergiledikleri görülmüştür.

Kuhle ve Walther'ın bulguları, Sagalyn'ın (1990) yaptığı çalışmasıyla da desteklenmiştir. Sagalyn 20 GYO'nun 1973–1987 yılları arasında üçer aylık getirilerini kullanarak incelediği çalışmasında, Özvarlığa Dayalı 5 GYO'dan oluşan portföyün S&P endeksinin üstünde performans gösterdiklerini ancak tüm GYO'lardan oluşan portföyün ise S&P endeksine benzer performans gösterdiğini belirtmiştir.

1980'lerin ortalarından sonra yapılan çalışmalarda ise farklı sonuçlar ortaya çıkmaya başlamıştır. Örneğin Goebel ve Kim (1989), Süreli GYO'lardan (Finite Life Real Estate Investment Trust, FREIT) oluşturdukları portföyün getiri performanslarını Aralık 1983 den Aralık 1987 ye kadar olan zaman diliminde, Klasik GYO'lar ve S&P endeksiyle karşılaştırmalı olarak incelemişlerdir. Çalışmalarında model olarak, Jensen performans ölçüm modelini kullanmışlardır:

$$r_{j,t} - r_{f,t} = \alpha_j + \beta_{j,m}(r_{m,t} - r_{f,t}) + e_{j,t}$$

Bu eşitlikte;

$\alpha_j$  = portföy için jensen performans endeksi,

$r_{j,t}$  = t zamanına ait portföy getirisi,

$r_{f,t}$  = t zamanına ait risksiz faiz oranı,

$\beta_{j,m}$  = portföyün pazar riski,

$r_{m,t}$  = t zamanına ait pazar getirisi,

$e_{j,t}$  = hata terimidir.

Goebel ve Kim, çalışmalarının sonunda her iki tür GYO'nun getiri performansının S&P endeksinin altında gerçekleştiğini ancak Klasik GYO'lardan oluşturulan portföyün Süreli GYO'lardan daha üstün performans sergilediklerini görmüşlerdir. Ayrıca, çalışmada GYO'ların sistematik risklerinin düşük olması nedeniyle, dahil oldukları portföylerde toplam riski azaltıcı etkide bulduklarını da belirtmişlerdir.

J.Han ve Y. Liang (1995) yaptıkları çalışmada GYO'larının uzun vadeli (1970–1993) getiri performansını değerlendirmişlerdir. Çalışmalarında model olarak, Goebel ve Kim gibi SVFM temelli Jensen performans ölçütü modelini kullanmışlardır. Çalışma sonunda elde edilen bulgularda; GYO'ların, pazar portföyüne ve üç aylık hazine bonolarına benzer performans sergiledikleri görülmüştür. GYO'lar kendi aralarında değerlendirildiklerinde ise, Özvarlığa Dayalı GYO'ların, İpotekli GYO'lardan daha iyi performans sergiledikleri sonucuna ulaşılmıştır. Portföyler altı ayrı zaman dönemlerine bölünerek incelendiğinde ise; GYO'ların getiri performanslarının istikrardan uzak olduğu, farklı dönemlerde farklı performanslar sergiledikleri görülmüştür. Beta katsayıları incelendiğinde ise tüm beta katsayılarının 1 den küçük olduğu görülmüştür, bu da GYO'lardan oluşturulan portföyün hisse senedi piyasasına göre daha az pazar riski taşıdığını göstermektedir.

Chen, Hsieh, Vines, Chiou (1998) çalışmalarında, NYSE, AMEX ve NASDAQ borsalarında işlem gören Özvarlığa Dayalı GYO'ları 1978–1994 periyodunda incelemişlerdir. Çalışmalarındaki temel amaç ise, Özvarlığa Dayalı GYO'lara ait aylık getirileri en iyi açıklayan faktörleri bulmaktır. Bu amaçla araştırma kapsamındaki GYO'ları dört ayrı regresyon modeli kullanarak incelemişlerdir. Örneklemeye dahil edilen hisseler öncelikle SVFM kullanılarak incelenmiştir. Daha sonra firmaya özgü faktörleri ve makro ekonomik faktörleri içeren üç ayrı model daha çalışmada kullanılmıştır.

Chen, Hsieh, Vines, Chiou çalışmada kullandıkları diğer üç regresyon modelini; FVM, MVM ve CM olarak isimlendirmişlerdir. FVM (firm-specific variable model) firma büyüklük faktörü ve B/M oranı faktörünün hisse senedi getirilerini açıklamada kullanıldığı regresyon modeli olarak çalışmada kullanılmıştır. MVM'de (macroeconomic variable model), getirileri açıklamada bazı makroekonomik

değişkenler açıklayıcı değişken olarak kullanılmıştır. Kullanılan bu makroekonomik değişkenler; beklenmeyen enflasyon oranı, beklenen enflasyon oranındaki değişiklik, vade yapılarındaki beklenmeyen değişiklik ve risk primlerindeki beklenmeyen değişiklik faktörleridir. Çalışmada kullanılan son model olan CM (Combined Model) ise üç modelde kullanılan değişkenlerin, kombinasyonu ile oluşturulmuştur.

Çalışma sonunda elde edilen bulgularda, tek faktörlü model olan SVFM'nin GYO hisse senedi getirilerini açıklamada yeterli olmadığı görülmüştür. Bunun yanında firma büyüklük faktörü olan piyasa değeri faktörünün getirileri açıklamada önemli bir değişken olduğu belirlenmiştir. Firma büyüklük faktörünün yanında makroekonomik değişken olarak modele eklenen, vade yapılarındaki beklenmeyen değişiklik faktörünün de GYO'lardaki getirileri açıklamada önemli bir diğer değişken olduğu görülmüştür. Ancak bu faktörlerin tüm GYO'larda aynı tutarlılık da sonuçlar göstermedikleri kanısına varılmıştır. Bunu yanında çalışmada kullanılan faktörlerin dışında, Özvarlığa Dayalı GYO'lara ait getirileri açıklamada kullanılabilecek daha başka faktörlerin de olabileceği belirtilmiştir.

Buttimer, Hyland ve Senders (2001) yaptıkları çalışmada, 1980'dan 1999'a kadar halka ilk arzlarından başlayarak GYO'ların uzun vadeli performanslarını Fama ve French'in üç faktör modelini temel alarak incelemiştirlerdir. GYO'lardan oluşturdukları portföylerin eşit ağırlıklı ve değer ağırlıklı getirilerini 1980–1989, 1990–1994, 1990–1999 alt dönemleri için incelemiştirlerdir. J. Buttimer, C .Hyland, B. Senders çalışmalarında Fama ve French'den farklı olarak Carhart'ın 1997 yılındaki çalışmasında kullandığı momentum faktörünü de modele eklemiştirlerdir. Buttimer, Hyland ve Senders oluşturdukları modeli aşağıdaki şekilde tanımlamışlardır:

$$RET_i = \alpha + \beta_1 \text{Pazar} + \beta_2 \text{SMB} + \beta_3 \text{HML} + \beta_4 \text{MOMENTUM} + e_j$$

Bu eşitlikte;

$RET_i$  = i portföyüne ait aylık getiri,

Pazar = değer ağırlıklı pazar portföyünün risksiz faiz oranını aşan getiri,

SMB = büyük piyasa değerli firmalar ve küçük piyasa değerli firmalardan oluşan portföyler arasındaki getiri farkı,

HML = yüksek B/M oranlı firmalar ve düşük B/M oranlı firmalardan oluşan portföyler arasındaki getiri farkı,

MOMENTUM = yüksek getiriye sahip hisse senedi portföyü ile düşük getiriye sahip hisse senedi portföyü arasındaki fark,

$\alpha$  = regresyondaki kesişim katsayısı,

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$  = regresyondaki eğim katsayıları,

$e_j$  = hata terimidir.

Çalışmanın sonunda, 1980–1999 döneminde yeni halka arz olmuş GYO'ların uzun vadeli anormal getiri sağladıklarına yönelik herhangi bir kanıt elde edilememiş, ancak araştırma kapsamındaki GYO'ların özellikle 1990'lı yılların başında önemli getiri performansları gösterdikleri bulgusuna ulaşılmıştır. Çalışmada, 1990–1994 alt döneminde değer ağırlıklı GYO portföyü için anormal getiri performansına yönelik istatistiki olarak anlamlı bazı bulgulara ulaşılmıştır. 1990–1999 alt döneminde ise bu konuda herhangi bir bulguya ulaşılmamıştır. Özvarlığa Dayalı GYO'lar ve İpotekli GYO'lar ayrı ayrı incelendiğinde ise; 1990'larda Özvarlığa Dayalı GYO'lar için uzun vadede anormal getiri performansı gösterdiklerine yönelik herhangi bir bulguya ulaşılmazken, İpotekli GYO'ların anormal performans gösterdikleri belirlenmiştir.

Bley ve Olson (2002); Özvarlığa Dayalı GYO, İpotekli GYO ve S&P 500 endekslerinin 1973–2001 periyodundaki performanslarını incelemiştir. Çalışmalarında, Ocak 1972 den Aralık 2001 yılına kadar üç varlık türü için ayrı ayrı aylık getirileri hesaplanmışlardır. Bley ve Olson yatırımcılara yatırım kararlarını vermekte yardımcı olabilmek için, özellikle üç konu üzerinde yoğunlaşmışlardır. Bunlar; araştırmaya konu olan endeksler için momentum davranışlarını incelemek, incelenen bu üç varlık sınıfına olan mevsimsel etkileri araştırmak ve bu varlıkların birbirleri ile olan korelasyon derecelerini belirlemektir.

Bley ve Olson üç varlık sınıfı için de momentum verilerini incelediklerinde; fiyatlardaki aylık büyük düşüşlerden sonraki altı aylık dönemde, yatırımcıların ortalama getirinin üzerinde kazançlar elde edebilecekleri sonucuna ulaşmışlardır. Her varlık türü için beşer yıllık 6 alt dönemde yapılan regresyon analizleri sonucunda ise üç endeks

üzerinde de, önemli mevsimsel etkiler gözlemlenmiştir. Özellikle GYO endekslerin birçok alt dönemde ortalama getirinin üzerinde; Ocak ayında pozitif, Ağustos ve Ekim aylarında da negatif mevsimsel etkiler görülmüştür. Üç varlık sınıfı arasındaki korelasyonlar incelendiğinde ise; her iki GYO endeksinin de S&P 500 endeksiyle düşük korelasyona sahip oldukları görülmüştür. Ancak Özvarlığa Dayalı GYO endeksinin İpotekli GYO endeksine göre daha yüksek korelasyona sahip olduğu ve risk-getiri oranının da daha yüksek olduğu görülmüştür.

Glascok, Lu ve So (2006) Asya'daki gayrimenkul piyasalarıyla ilgili bir çalışma yapmışlardır. Bu çalışmalarında; Japonya, Tayvan, Hong Kong, Güney Kore, Singapur ve Tayland'da işlem gören, gayrimenkul yatırımı yapan halka açık şirketlerin 1980 ve 1990'lı yıllardaki getiri davranışlarını analiz etmişlerdir. Şirketlerin farklı piyasa koşullarındaki getiri davranışlarını analiz etmek için kukla değişkenli regresyon modelini kullanmışlardır. Çalışmada kullanılan model basit olarak şu şekilde tanımlanmıştır:

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha + \alpha_u d + \beta_p (R_{mt} - R_{ft}) + \beta_u d (R_{mt} - R_{ft}) + \varepsilon_t$$

Bu eşitlikte;

- $R_{pt}$  = gayrimenkul portföy getirisini,
- $R_{ft}$  = risksiz faiz oranı getirisini,
- $R_{mt}$  = Pazar endeksinin getirisini,
- $d$  = kukla değişkeni ifade etmektedir.

Çalışma sonunda, Tayvan dışında hiçbir pazarda normalüstü getiriye rastlanılmadığı belirtilmiştir. Piyasaların riskleri incelendiğinde; yalnızca Güney Kore'de piyasa koşullarındaki değişmelere karşı şirketlerin beta değerlerinde önemli bir değişiklik olmadığı görülmüştür. Çalışmada ayrıca, Tayvan dışında diğer ülkelerde yükselen piyasa koşullarında (Boğa Piyasası), gayrimenkul şirketlerinin artan beta değerlerine sahip oldukları, fiyatların düştüğü, azalan piyasa koşullarında (Ayı Piyasası) ise araştırma kapsamındaki tüm ülkelerde gayrimenkul şirketlerinin beta değerlerinin azaldığı belirlenmiştir.

Bond ve Glascock (2006), çalışmalarında aralarında GYO'larında bulunduğu Avrupa'daki halka açık gayrimenkul hisselerinin 1990 ile 2005 yılları arasındaki, performans ve portföy çeşitlendirme karakteristiklerini incelemişlerdir. Çalışmalarında, gayrimenkullerin portföy çeşitlendirme kapasitelerini analiz edebilmek için bazı alternatif sayısal yaklaşımlardan yararlanmışlardır. Getiri ve risk değerlendirmelerinde; aylık geometrik getiri, varyans ile Sharp ve Treynor rasyoları gibi çeşitli risk ölçütleri kullanmışlardır. Bond ve Gloscock ayrıca, gayrimenkul getirilerinin azalan ve yükselen piyasa koşullarındaki hareketlerini de incelemişlerdir.

Bond ve Gloscock araştırma sonundaki bulgulardan; gayrimenkul hisselerinin dahil oldukları portföylere büyük oranlarda, gelir artırıcı ve risk azaltıcı katkı sağladıkları kanısına ulaşmışlardır. Ayrıca, bu varlıkların piyasaların düşüş eğiliminde olduğu dönemlerde diğer hisselerle göre çok daha güçlü performans sergiledikleri görülmüştür. Bond ve Gloscock yıllar itibariyle aylık getiri verilerini incelediklerinde; gayrimenkul hisselerinden oluşan portföylerinin özellikle 2000 yılından sonra, Avrupa karma hisse senedi endeksinden daha iyi performans sergilediklerini görmüşlerdir. Tek tek ülkelere baktıklarında ise; en kötü performansların Belçika ve İsveç'te en iyi performansların ise İspanya, Fransa ve İtalya'da olduğunu görmüşlerdir.

J. Derwall, J.Huij, D. Brounen ve W. Margu (2007) GYO getirilerini tanımlamada momentum faktörünün açıklayıcı gücünü analiz etmek için yaptıkları çalışmalarında; Ocak 1980 - Aralık 2006 döneminde 394 adet GYO ve Ocak 1962, Aralık 2006 döneminde 21 400 adet gayrimenkul yatırım fonunun aylık getirilerini incelemişlerdir. Yöntem olarak, SVFM, Fama ve French'in 3 faktörlü modeli ve 4 faktörlü model kullanılmıştır. Çalışmanın sonunda, GYO'lardaki momentumun hareketlerinin diğer hisse senedi momentum anomalilerinden daha güçlü olduğu görülmüştür. Fama ve French'in üç faktör modeline eklenen momentum faktörü ile oluşturulan 4 faktör modelinin, GYO'ların portföy performanslarını tanımlamada diğer faktör modellerinden daha açıklayıcı olduğu görülmüştür. Elde edilen tüm bulgular sonucunda; momentum faktörünün, GYO'lar ve gayrimenkul yatırım fonlarından oluşturulan portföylerin performansını değerlendirmede önemli bir açıklayıcı olduğu kanısına varılmıştır.

## 2.2. Türkiye’de Yapılmış Temel Çalışmalar

GYO’lar hakkında yurt içinde yapılan çalışmalara bakıldığında; çok fazla çalışma bulunmamakla birlikte yapılan çalışmalarında ağırlıklı olarak GYO’ların işleyişi ve hukuki altyapısını açıklamaya yönelik olduğu görülmektedir. Ancak 2000’li yılların ortalarında itibaren başta ABD gayrimenkul piyasasında olmak üzere Türkiye gayrimenkul piyasasında da meydana gelen olumlu değişiklikler, Türkiye’deki GYO’larda büyük gelişmelere neden olmuştur. Yatırımcılarına pazar performansının üstünde getiri imkanları sunmaya başlayan GYO’lar, yurt içindeki araştırmacıların da dikkatini çekmeye başlamıştır.

Akçay (2000) yaptığı çalışmada GYO’ların özelliklerini ve Türkiye’deki uygulamalarının mevcut yapılarını değerlendirmiştir. Çalışmasının uygulama bölümünde Türkiye’deki GYO’ların ilk halka arzlarının gerçekleştiği 1997 yılından 1999 yılı Haziran ayına kadar olan performanslarını, diğer yatırım araçlarının getiri performansları ile karşılaştırmalı olarak incelenmiştir.

Araştırma sonundaki bulgularda, GYO hisselerinin ekonomik koşullardaki değişimlere bağlı olarak yıllar itibariyle farklı getiri performansları gösterdikleri görülmüştür. 1997 yılında diğer yatırım araçlarının oldukça üstünde getiri sağladıkları görülen GYO’ların, 1998 yılında ise küresel ekonomik krizin etkileriyle büyük getiri kayıplarıyla karşılaştıkları belirtilmiştir. 1999 yılı ilk çeyreğinde yatırımcılarına, diğer yatırım araçlarına göre oldukça yüksek getiri olanakları sunan GYO’ların, yılın ikinci çeyreğinde ise ekonominin reel kesiminde yaşanan büyük durgunluk ve siyasi istikrarsızlığın etkisiyle Yapı Kredi Koray GYO dışında negatif performans sergiledikleri görülmüştür.

Yetkin (2003) yaptığı çalışmada, dünya üzerinde birçok büyük firma tarafından kullanılan R. Kaplan ve D. Norton tarafından geliştirilmiş performans ölçüm ve yönetim modeli olan BSC’nin (Balanced Scorecard) Türkiye’deki GYO’lar üzerinde uygulanabilirliğini incelemiştir. Bu amaçla Yetkin, BSC performans ölçüm ve yönetim modelinin uygulamasını, örnek bir şirket üzerinde aşama aşama oluşturmuştur. Geleneksel performans ölçüm modellerinin aksine BSC performans ölçüm modeli işletmelerin sadece finansal aktivitelerini değil, işletmelerin strateji tanımlanmasından

hareketle oluşturulan ve organizasyonun tüm düzeylerini inceleyen bir yönetim sistemidir. BSC performans ölçüm ve yönetim modelinin esasını oluşturan dört ana performans alanı bulunmaktadır bunlar;

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

Model her bir perspektif için amaçlar, ölçüm şekli, hedefler ve aksiyon planlarının oluşturulması esasına dayanmaktadır.

Yetkin, Türkiye'deki GYO'ların işletme faaliyetlerini ve mali durumunu sürekli izleyen bir raporlama sistemi kullandıklarını bunun yanında SPK tebliğinin gerektirdiği raporları, SPK' ya istenen periyotlarda sunduklarını belirtmiştir. Ancak günümüz gayrimenkul sektörünün bürokratik, muhasebe tabanlı merkezi yönetim anlayışı ile yönetilen, klasik bütçe odaklı, iç mekanizmalara yoğunlaşmış bir görünüm içerisinde olduğunu belirtmiştir. Yetkin çalışmasında, gelecekte olması gerekenin performans temelli yönetim ve ücretlendirme, strateji ve vizyona dayalı, takım çalışma anlayışında, müşteri odaklı bir yapıya dönüşmek olarak belirtmiştir. Bu anlamda Yetkin, geleneksel performans ölçüm ve yönetim modellerinin büyük ölçüde geçerliliklerini yitirmekte olduğunu düşünmektedir.

Yetkin çalışmanın sonundaki bulgulara dayanarak, GYO şirketlerinin BSC modelini kullanarak daha etkin ve başarılı bir performans yönetimi sağlayabilecekleri kanısına varmıştır. Bunun yanında BSC modeli esas alınarak yapılan raporlamaların yatırımcılara sunulmasının, sermaye piyasalarının sağlıklı işleminin ön koşullarından biri olan asimetrik bilginin azaltılması ilkesinin gerçekleşmesini de sağlayacağını belirtmiştir.

Güven, (2006) yaptığı çalışmada çok değişkenli regresyon modelini kullanarak, GYO hisse senedi verimini etkileyebilecek etmenlerin neler olabileceğini bulmaya çalışmıştır. Uygulama dönemi olarak Ocak 2003 - Temmuz 2006 periyodu seçmiştir.

Bağımlı değişken olarak GYO getiri endeksi verileri kullanılmıştır. Bağımsız değişken olarak da, İMKB 30 endeksi, devlet iç borçlanma senetleri, döviz kuru ve tüketici fiyat endeksi kullanılmıştır. Veriler aylık değerler olarak analizde kullanılmıştır.

Çalışmada uygulanan ilk regresyon modeli şu şekilde oluşturulmuştur;

$$R_{GYO_t} = \alpha_0 + \alpha_1 R_{kur_t} + \alpha_2 R_{ft} + \alpha_3 R_{imkb30_t} + \alpha_4 R_{et} + \varepsilon_t$$

Bu eşitlikte;

$R_{GYO_t}$  = GYO endeksi getiri oranı,

$R_{kur_t}$  = Reel kurdaki artış oranı,

$R_{ft}$  = DİBS ağırlıklı ortalama bileşik faiz oranı,

$R_{imkb30_t}$  = İMKB 30 endeksi getiri oranı,

$R_{et}$  = TÜFE değişim oranı,

$\varepsilon_t$  = Hata terimi,

$\alpha_0, \alpha_1, \alpha_2, \alpha_3, \alpha_4$  = Parametrelerdir.

Uygulanan bu modelden yola çıkarak farklı değişkenlerin kullanıldığı 6 ayrı regresyon modeli daha uygulanmıştır. Bu şekilde, çoklu regresyon modelinde yer alan açıklayıcı değişkenlerin GYO endeksi üzerindeki etkileri açıklamada anlamlı olup olmadıkları test edilmiştir. Sonuç olarak, modelde kullanılan tüm değişkenlerin GYO getiri endeksinin değişim oranlarını açıklama bakımından anlamlı olmadığı görülmüştür. GYO getiri endeksinin getiri oranını etkileyen en anlamlı değişkenlerin ise kurlardaki artış oranı ve İMKB 30 endeksi getiri oranı olduğu belirtilmiştir. Çalışma sonucunda; kurlardaki artış oranı ve İMKB 30 endeksi getiri oranı ile oluşturulan modelin en açıklayıcı model olduğu belirtilmiştir;

$$R_{GYO_t} = \alpha_0 + \alpha_1 R_{kur_t} + \alpha_2 R_{imkb30_t} + \varepsilon_t$$

Bu modeldeki parametrelerin hepsi istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır. Kurulan model ile incelenen kur artış oranı ve İMKB 30 endeksi değişim oranı değişkenleri, bağımlı değişkeni açıklamış ve sonuçlar tahmin edilen şekilde bulunmuştur.

Özdemir ve Türker (2007) yaptıkları çalışmada enflasyon ve faiz oranlarının Türkiye’deki GYO’lar üzerindeki etkilerini incelemişlerdir. Araştırma dönemi olarak 2002–2006 yılları seçilmiştir. Özdemir ve Türker, araştırma dönemi olarak 2002–2006 yılları arasındaki dönemi seçmelerindeki nedeni: “Gayrimenkul sektörünü etkileyen en önemli faktörlerin yüksek enflasyon ve faiz oranları olmasından ve 2001 krizi sonrası düzelmeye başlayan göstergeler ve yeni seçimlerin yapılması ile yeni bir dönemin başlaması” şeklinde açıklamışlardır. Çalışmanın uygulama bölümünde Türkiye’deki GYO’ların 2002–2006 yılları toplam portföy değerleri ve toplam portföy değerlerini oluşturan varlık grupları, karşılaştırmalı olarak incelenmiştir.

Bu çalışmanın sonuçlarına göre; GYO’ların toplam portföy varlıklarının 2002 yılında bina, arazi ve arsalardan oluştuğu görülmüştür. GYO’ların varlıklarını bu şekilde oluşturmalarının nedeni ise bu varlık grubunun enflasyon ve faiz oranlarına karşı dirençli olmalarıdır. Özdemir ve Türker’e göre, 2002 ve daha önceki dönemlerdeki enflasyon ve faiz oranları düşünüldüğünde şirketlerin bu hareketleri rasyonel bir davranıştır. 2006 yılı incelendiğinde ise, GYO’ların varlıklarında çeşitlendirmeye gittikleri üstelik para ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yaptıkları görülmüştür. bunun yanında, şirketlerin bu dönemde gayrimenkul projelerine ağırlık vermeye çalıştıkları gözden kaçmamıştır. Özdemir ve Türker bunun nedenini ise azalan enflasyon ve faiz oranlarına bağlamışlardır.

Çalışmanın bu bölümünde, GYO’ların performanslarının değerlendirilmesi konusunda yurt dışında ve Türkiye’de yapılmış çalışmalar özetlenmiştir. Büyük oranda ABD piyasalarını ele alan bu çalışmalarda, GYO’ların performanslarını değerlendirmek için farklı birçok modelin kullanıldığı görülmüştür. Özellikle, 1990’lı yıllardan sonra yapılan çalışmalarda SVFM ile Fama ve French tarafından (1993) geliştirilen üç faktörlü modelin araştırmalarda ağırlıklı olarak kullanıldığı görülmektedir. Çalışmanın bu bölümünde incelenen tüm bu çalışmalar genel olarak değerlendirildiğinde; GYO’ların genelde, pazar portföy getirisine yakın ya da üstünde performans sergiledikleri görülmektedir.

Çalışmanın diğ er bölümünde ise, GYO'ların performanslarını değ erlendirme konusunda İMKB'de yapılan uygulama ve bu uygulama sonucunda elde edilen bulgular değ erlendirilecektir.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI PERFORMANS DEĞERLENDİRMESİ: İMKB'DE BİR UYGULAMA

Çalışmanın bu bölümünde, İMKB'de işlem gören GYO'ların performansları dört ayrı regresyon modeli kullanılarak incelenecektir. Bu amaçla öncelikle; araştırmanın amacı, kapsamı hakkında bilgi verilecek ve çalışmada kullanılacak olan veriler tanımlanacaktır. Daha sonra, çalışmada kullanılacak olan modeller ayrıntılı bir şekilde açıklanacaktır. Son olarak da araştırma sonucunda elde edilen bulgular analiz edilecektir.

#### 3.1. Araştırmanın Amacı ve Kapsamı

Bu tez çalışmasının amacı; dünyada özellikle doksanlı ve iki binli yıllarla birlikte büyük önem kazanan, Türkiye'de ise 1995 yılındaki düzenlemelerden sonra örnekleri görülmeye başlayan gayrimenkul yatırım ortaklıklarını, incelemek ve yatırımcılar ile sermaye piyasalarına olan faydalarını açıklamaktır. Bu amaçla çalışmanın birinci bölümünde, Türkiye ve dünyadaki GYO uygulamaları ile sermaye piyasalarındaki rolleri ayrıntılı bir şekilde incelenmiştir. Çalışmanın uygulama bölümündeki temel amaç ise, özellikle 2000'li yıllarla birlikte önemli gelişme gösteren, Türkiye'deki GYO'ların performanslarını değerlendirmektir. Bu amaçla, İMKB'de işlem gören 8 adet GYO'ya ait veriler açık bir şekilde belirtilmiş ve bu veriler doğrultusunda GYO hisselerinin getirileri incelenmiştir.

Araştırma dönemi olarak, GYO'ların önemli gelişme gösterdiği ve piyasaların nispeten istikrarlı bir yapıya sahip olduğu 2002–2008 yılları arasında iki farklı 60 aylık dönem kullanılmıştır. İlk olarak, Türkiye'yi derinden etkileyen 2000–2001 krizinin etkilerini elimine edebilmek için Temmuz 2003 – Haziran 2008 dönemi kullanılmıştır. Daha sonra, 2008 yılında başlayıp, tüm dünya'da hissedilen küresel krizin etkilerini büyük oranda elimine edebilmek için Temmuz 2002 – Haziran 2007 dönemi araştırma dönemi olarak kullanılmıştır.

Araştırma örnekleme, araştırma döneminde İMKB’de işlem gören 8 adet GYO’dan oluşturulmuştur. EGS GYO gözaltı pazarında işlem gördüğü için örnekleme dahil edilmemiştir. Araştırmada öncelikle GYO’ların 2002–2008 yılları arasındaki ortalama getiri, standart sapma değerleri ve pazarla olan korelasyon katsayıları hesaplanmıştır. Daha sonra; araştırma dönemleri olarak kullanılan iki 60 aylık dönemde, araştırma kapsamındaki GYO’ların normal-üstü getiri performansı sergileyip sergilemedikleri analiz edilmiştir. GYO’ların performanslarını değerlendirmede, tek değişkenli model olan SVFM, iki değişkenli modeller ve üç değişkenli model olan Fama ve French’in üç faktör modeli kullanılmıştır.

Araştırmanın diğer bir amacı ise, GYO’ların regresyon modellerinde kullanılan değişkenlere olan duyarlılıklarını test etmektir. Ayrıca, uygulamalar sonucunda elde edilen sonuçlar ışığında, gerek bireysel gerekse kurumsal yatırımcılar açısından yatırım stratejilerinin belirlenmesine yardımcı bir kaynak oluşturmak araştırmanın amaçları arasındadır.

### 3.2. Veriler

Araştırmada kullanılacak verileri iki gruba ayırarak açıklamak doğru olacaktır.

Birinci grup veriler GYO’lara ait olup, İMKB ve SPK’nın resmi internet sitesinden elde edilmişlerdir. GYO hisse senetlerinin aylık getiri, özsermaye ve piyasa değerleri, İMKB resmi internet sitesi veri tabanında bulunan aylık değerlendirme modülünden elde edilmiştir(<http://www.imkb.gov.tr/veri.htm>)

Çalışmada kullanılan aylık getiri verileri; bir hisse senedinin bir ay boyunca elde tutulması sonucunda elde edilen getiriyi göstermektedir. Aylık getiriler aşağıdaki formüle göre hesaplanmıştır([www.imkb.gov.tr/sirket/fiyat\\_getiri\\_aciklama.htm](http://www.imkb.gov.tr/sirket/fiyat_getiri_aciklama.htm)):

$$Gi = \frac{Fi*(BDL+BDZ+1) - R* BDL+T - Fi-1}{Fi-1}$$

Burada;

$G_i$  = “i” ayına ait getiri

$F_i$  = “i” ayına ait en son kapanış fiyatı,

$BDL$  = Ay içinde alınan bedelli hisse adedi,

$BDZ$  = Ay içinde alınan bedelsiz hisse adedi,

$R$  = Rüçhan hakkı kullanma fiyatı,

$T$  = Ay içinde 1.000,-TL/1 YTL nominal değerli bir hisse senedine ödenen net temettü tutarı,

$F_{i-1}$  = “i” ayından bir önceki aya ait en son kapanış fiyatıdır.

GYO hisse senetlerine ait piyasa değerleri ise o hisse senedinin ay sonundaki fiyatının hisse senedi sayısı ile çarpımı sonucunda elde edilmiştir. GYO'lara ait net aktif ve portföy değerleri ise sermaye piyasası kurulu SPK'nın resmi internet sitesinden alınmıştır(<http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&showmenu=yes&menuid=9&pid=0&subid=3>).

Çalışmadaki ikinci grup veriler ise araştırmada kullanılacak diğer faktörlerin hesaplanmasında kullanılan verilerdir.

Bu verilerden; SMB (firma büyüklüğüne ilişkin risk faktörü) ve HML (defter değeri/piyasa değeri oranı) faktörlerinin hesaplanmasında kullanılan hisse senetlerine ait veriler, İMKB resmi internet sitesinde yer alan hisse senetleri piyasası verilerine ait veri tabanından elde edilmiştir. SMB ve HML faktörlerini hesaplamak için Fama ve French'in 1993 yılındaki çalışmalarında kullandıkları ölçütler kullanılmıştır.

Çalışmada kullanılan diğer bir faktör ise pazar risk faktörüdür. Pazar risk faktörü olarak; risksiz faiz oranını aşan pazar portföyü getirisi ( $R_m - R_f$ ) kullanılmıştır. Pazar endeksi olarak İMKB- 100 endeksi kullanılmıştır. İMKB- 100 endeksine ait getiri verileri İMKB resmi internet sitesinde yer alan hisse senetleri piyasası verilerine ait veri tabanından elde edilmiştir. Çalışmada risksiz faiz oranı olarak “Hazine Iskontolu İhaleleri Yıllık Bileşik Faiz Oranları” aylık bileşik faiz formülünden aylık değerlere dönüştürülerek kullanılmıştır. Bu faiz oranlarına ilişkin veriler ise Hazine Müsteşarlığı resmi internet sitesinden elde edilmiştir (<http://www.hazine.gov.tr/irj/go/km/docs/documents/Treasury%20Web/Statistics/Economic%20Indicators/egosterge/VI-KamuMaliyesi/Kamu%20Maliyesi.xls#VI.3.10 '!A1>).

### 3.3. Araştırma Yöntemi

Araştırmada GYO'ların performanslarını değerlendirmek için dört farklı regresyon oluşturulmuştur. Bu regresyonların oluşturulmasında SVFM ve Fama ve French'in üç faktör modeli temel alınmıştır. Bu nedenle öncelikle SVFM ve Üç Faktör Modeli ayrıntılı şekilde açıklanmış ve daha sonra bu modeller kullanılarak oluşturulan dört regresyon tanımlanmıştır.

#### 3.3.1. Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli

Sermaye varlıkları fiyatlandırma modeli J. Treynner (1961-1962), W. Sharpe (1964), J. Lintner (1965) ve J. Mossin (1966) tarafından birbirlerinden bağımsız olarak H. Markowitz'in varlık çeşitlendirmesi ve modern portföy teorisi üzerine yaptığı çalışmalara dayanarak geliştirilen bir modeldir.

Bir varlığı risk ve beklenen getiri ilişkisine göre fiyatlandıran SVFM, birbirinden bağımsız birçok çalışmayla geliştirilmiştir. SVFM; dünyanın karmaşık bir yapıya sahip olması nedeniyle tüm yatırımcıları benzer kılmak için, çok sayıda kısıtlayıcı varsayım içermektedir. Bu varsayımları aşağıdaki gibi sıralayabiliriz(Charles, 1996, 236-237):

- Tüm yatırımcıların beklentileri homojendir. Tüm yatırımcıların gelecekteki getiri beklentilerinin özdeş olduğu varsayılır.
- Tüm yatırımcılar portföylerini, bir dönemlik beklenen getiriler ve standart sapmalara bakarak değerlendirirler.
- Yatırımcılar daima daha yüksek getiri beklerler. Beklenen getirileri hariç her şeyi aynı olan iki portföyden yüksek getirili olanı seçerler.
- Tüm yatırımcılar benzer zaman periyodu çizgisine sahiptir.
- Tüm yatırımcılar risksiz oranda sınırsız düzeyde borç alma ve borç verme faaliyeti gerçekleştirebilirler.
- Herhangi bir işlem maliyeti yoktur.
- Kişisel gelir vergisi yoktur; yatırımcılar sermaye kazancı ve kar payı arasında kayıtsızdır.
- Enflasyon yoktur.

- Birçok sayıda alıcı ve satıcı vardır. Hiçbir yatırımcı, alım ve satım kararları ile tek başına piyasadaki fiyatları etkileyemez.
- Sermaye piyasası dengededir.
- Tüm varlıklar pazarlanabilir ve bölünebilir yapıya sahiptir. Bir varlığın herhangi bir parçasını satmak veya almak olasıdır. Bu varsayım yoluyla çeşitli yatırım seçenekleri kesintisiz bir eğri olarak düşünülebilir (Ünvan, 1989, 5).
- Yatırımcıların hepsi alternatif yatırımlarla ilgili bütün bilgilere sahiptir ve bu bilgilerin elde edilmesinin bir maliyeti yoktur (Şahin, 2006, 48).

Yukarıda sıraladığımız bu kısıtlayıcı varsayımlar altında geliştirilen SVFM'yi aşağıdaki şekilde ifade edebiliriz:

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

Bu eşitlikte;

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

$R_f$  = Risksiz faiz oranı,

$\beta_a$  = a finansal varlığının betası,

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

Görüldüğü gibi SVFM genel olarak tek bir değişkene dayanan bir modeldir. Bu modelde bağımsız değişken olarak pazar portföyü kabul edilmekte ve tüm riskli finansal varlıkların getirileri pazar portföyünün getirileri ile açıklanmaya çalışılmaktadır. Modelde önemli olan diğer bir nokta beta ( $\beta$ ) katsayısıdır (Karan, 2001, 203).

Beta katsayısı finansal varlığın sistematik riskini göstermektedir, bir varlığın sistematik riski o varlığın getirisinin makroekonomik olaylardan ne ölçüde etkilendiğine bağlıdır ve varlığın getirisinin pazar portföyü getirisindeki dalgalanmalara duyarlılığı ile ölçülebilmektedir (Akgüç, 1998, 875). Kısaca beta katsayısı; bir finansal varlığın getirisinin pazar portföyünün getirisi ile olan ilişkisini göstermektedir.

Herhangi bir finansal varlığa ait beta, o finansal varlığın getirisinin pazar portföyünün getirisi ile olan kovaryansının, pazar portföyü getirisinin varyansına oranına eşittir(Canbaş ve Doğukanlı, 2007, 423):

$$\beta = \frac{\text{Cov}(r_{it}, r_{mt})}{\text{var}(r_{mt})}$$

Bu eşitlikte;

$r_{it}$ : t zamanında i finansal varlığına ait getiri,

$r_{mt}$ : t zamanında pazar portföyüne ait getiri,

$\text{var}(r_m)$ : t zamanında pazar portföyünün varyansı,

$\text{Cov}(r_{it}, r_{mt})$ : t zamanında pazar portföyüne ait getiri ile i finansal varlığına ait getiri arasındaki kovaryansdır.

Bir menkul kıymetin beta katsayısı çoğunlukla 0-2 arasında değerler alabilir. Betanın sıfırdan küçük olması o menkul kıymetin pazar portföyü ile ters yönde bir ilişki içinde olduğunu gösterir. Bu sık rastlanan bir durum değildir. Betanın 2'den büyük olması o hisse senedinin pazardan çok daha fazla hareketli olduğunu göstermektedir(Karan, 2001, 204).

1960'lı yıllardan bu yana finans literatüründe birçok çalışmaya konu olan SVFM, yatırımların performanslarının ölçülmesi, menkul kıymetler piyasalarının işleyişinin test edilmesi ve menkul kıymetlerin değerlerinin incelenmesi gibi farklı amaçlar için kullanılabilir.

İlerleyen yıllarla birlikte modelin sahip olduğu varsayımların gerçeği yansıtmamasından yola çıkarak SVFM'in alternatif formları türetilmiştir. Ancak özetle SVFM; herhangi bir menkul kıymetin beklenen getirisi ile risk derecesi arasındaki ilişkiyi gösteren bir varlık fiyatlandırma modelidir ve bu ilişki genel olarak doğrusaldır. Bir menkul kıymetin beklenen getirisi ile o menkul kıymetin sistematik riski olan beta katsayısının pozitif ilişkili olması gerekir. Ayrıca; herhangi bir menkul kıymetten

beklenen risk priminin, piyasaya ilişkin beklenen risk primi ile orantılı olması gerekir. Dolayısı ile oluşturmuş oldukları portföyden daha fazla beklenen getiri sağlamak isteyen yatırımcıların katlanacağı riskte de bir artış olmalıdır(Ceylan ve Korkmaz, 2004, 471)

### 3.3.2. Fama ve French'in Üç Faktörlü Varlık Fiyatlama Modeli

Uzun yıllardır menkul kıymetlere ait getirileri açıklamada tek risk faktörü olarak sistematik risk faktörü olan pazar betası kullanılmaktaydı. Özellikle 1980'li yıllarda ABD hisse senetleri üzerinde yapılan çalışmalarda, pazar betasının hisse senetleri ve tahvillerin getirilerini açıklamada tek başına yeterli olmadığı görülmüştür (Fama ve French, 1992, 3-4).

Fama ve French 1992 yılında yaptıkları çalışmalarında NYSE ve AMEX ve NASDAQ'ta işlem gören hisse senetlerinin 1963–1990 periyodundaki ortalama getirilerini açıklamaya çalışmışlardır. Hisse senetlerinin ortalama getirilerini açıklamada pazar risk faktörü dışındaki bazı temel risk faktörlerini de çalışmalarında kullanmışlardır. Fama ve French çalışma sonunda; hisse senedi getirilerindeki değişkenliği açıklamada piyasa risk faktörü olan betanın tek başına yeterli olmayacağını, firma büyüklüğü ve B/M (Defter değeri/Piyasa değeri) oranının da önemli diğer açıklayıcı faktörler olduklarını belirtmişlerdir.

Fama ve French 1992 yılındaki çalışmalarından yola çıkarak üç faktörlü bir model oluşturmuşlardır. Oluşturdukları bu yeni modeli 1993 yılında yaptıkları çalışmalarında kullanmışlardır. Fama ve French 1993 yılında yaptıkları çalışmalarında NYSE, AMEX ve NASDAQ'ta işlem gören hisse senetlerinden, B/M ve piyasa değerlerine göre oluşturdukları portföyleri, 1963–1991 döneminde incelemişlerdir.

Fama ve French portföy oluşturmada Temmuz-Haziran dönemini kullanmışlardır. Bir şirketin herhangi bir portföye dahil edilebilmesi için gerekli muhasebe verilerinin, portföy oluşturma tarihinde açıklanmış olması gerekmektedir. 12 aylık bilançoların açıklanması genellikle ilgili yılı takip eden ilk altı aylık dönemde tamamlandığı için portföy oluşturmada, Ocak-Aralık dönemi kullanılmamıştır. Fama ve French eksi özsermayeli şirketleri ise araştırma kapsamına dahil etmemişlerdir.

Fama ve French öncelikle araştırma kapsamındaki hisse senetlerini, her yıl Haziran ayı sonu piyasa değerlerine göre küçükten büyüğe göre sıralamışlardır. Küçükten büyüğe sıralanan hisseler medyan değeri temel alınarak iki ayrı gruba ayrılmıştır. Medyan değerinin üstünde piyasa değerine sahip olan firmalar büyük (B) firmalar grubuna, medyan değerinin altında piyasa değerine sahip olan hisseler ise küçük (K) firmalar grubuna dahil edilmiştir. Bu şekilde firma büyüklüğüne göre iki ayrı portföy oluşturulmuştur.(Fama ve French, 1993, 8).

Portföy oluşturmanın ikinci aşamasında ise araştırmaya dahil edilen firmalar B/M oranlarına göre küçükten büyüğe doğru sıralanmıştır. Her şirket için B/M oranları, t-1 yılı Aralık ayı sonu şirket öz sermayesinin yine t-1 yılı Aralık ayı sonu piyasa değerine bölünmesiyle elde edilmiştir. B/M oranlarını hesaplanmasında t-1 Aralık ayı sonu itibariyle negatif öz sermayeye sahip şirketler çalışmaya dahil edilmemiştir. Bu şekilde hesaplanan B/M oranları, t yılının Temmuz ayından başlayıp t+1 yılının Haziran ayına kadar devam eden dönem için portföylerin oluşturulmasında kullanılmıştır. B/M oranlarına göre küçükten büyüğe sıralanan bu hisse senetleri; en alt gruptaki %30, orta gruptaki %40 ve en üst gruptaki %30 olmak üzere, üç ayrı portföye dağıtılmıştır. En küçük B/M oranına sahip olan en alt gruptaki %30'luk hisse senetleri düşük (L) firmalar grubunu oluştururken. En yüksek B/M orana sahip olan en üst gruptaki %30'luk hisse senetleri ise en yüksek (H) portföyünü oluşturmuştur. Geriye kalan %40'luk gruptaki hisse senetleri ile de orta büyüklükteki (M) portföyü oluşturulmuştur.(Fama ve French, 1993, 8).

Fama ve French 1992 yılındaki çalışmalarında, B/M oranı faktörünün hisse senedi getirilerini açıklamada firma büyüklük faktörüne göre daha güçlü olduğu bulgusu nedeniyle, 1993 yılındaki çalışmalarında örneklem içindeki hisse senetlerini piyasa değerlerine göre iki, B/M oranlarına göre ise üç gruba ayırmayı uygun bulmuşlardır.

Piyasa değerlerine göre iki, B/M oranlarına göre üç adet portföy oluşturulduktan sonra, bu portföylerin kesişimleri kullanılarak altı adet kesişim portföyü oluşturulmuştur. Bu portföyleri aşağıdaki şekilde ifade etmek mümkündür(Erişmiş, 2007, 50):

SL Portföyü = piyasa değeri açısından küçük (S), B/M oranına göre düşük (L) hisse senetlerinden oluşturulmuştur.

SM Portföyü= piyasa değeri açısından küçük (S), B/M oranına göre orta büyüklükte (M) hisse senetlerinden oluşturulmuştur.

SH Portföyü= piyasa değeri açısından küçük (S), B/M oranına göre yüksek (H) hisse senetlerinden oluşturulmuştur.

BL Portföyü= piyasa değeri açısından büyük (B), B/M oranına göre küçük (L) hisse senetlerinden oluşturulmuştur.

BM Portföyü= piyasa değeri açısından büyük (B), B/M oranına göre orta büyüklükte (M) hisse senetlerinden oluşturulmuştur.

BH Portföyü= piyasa değeri açısından (B), B/M oranına göre yüksek hisse senetlerinden oluşturulmuştur.

Sonuç olarak çalışma kapsamı içindeki tüm hisse senetleri bir kesişim portföyüne yerleştirilecek şekilde dağıtılmıştır.

Kesişim portföyleri oluşturulduktan sonra bu kesişim portföylerini kullanarak SMB ve HML faktör değerleri hesaplanmıştır. SMB faktörü SL, SM ve SH portföylerinin aylık basit ortalama getirilerinden BL, BM, BH portföylerinin aylık basit ortalama getirilerinin çıkarılması sonucu hesaplanmıştır. HML faktörü ise, SH, BH portföylerinin aylık basit ortalama getirilerinden SL, BL portföylerinin aylık basit ortalama getirilerinin çıkarılması sonucu hesaplanmıştır.

Yukarıda anlatıldığı şekilde hesaplanan SMB faktörü firma büyüklük etkisi risk faktörü olarak modele dahil edilirken, HML faktörü ise B/M oranı risk faktörü olarak modele dahil edilmiştir

SMB ve HML faktörleri dışında, pazar faktörü olarak ( $R_m - R_f$ ) faktörü de modele eklenmiştir.  $R_m$  örneklem içindeki tüm hisselerin değer ağırlıklı getirilerini temsil ederken  $R_f$  ise, devlet tahvilinin aylık getirisini ifade etmektedir.

Tüm bu açıklamalardan sonra Fama ve French'in üç değişkenli modelini aşağıdaki şekilde ifade edebiliriz;

$$E(R_i) - R_f = b_i [E(R_m) - R_f] + s_i E(SMB) + h_i E(HML)$$

Burada;

$E(R_i)$  = i hisse senedinin beklenen getiri oranı,

$R_f$  = Risksiz devlet tahvilinin getiri oranı,

$E(R_m)$  = Pazar portföyünün beklenen getiri oranı,

$[E(R_m) - R_f]$  = Pazar faktörüne ilişkin risk primini,

$E(SMB)$  = Firma büyüklüğüne ilişkin risk faktörü,

$E(HML)$  = B/M (defter değeri/piyasa değeri) oranı risk faktörüdür.

Bu modelde  $[E(R_m) - R_f]$ ,  $E(SMB)$  ve  $E(HML)$  beklenen primleri oluştururken,  $b_i$ ,  $s_i$ ,  $h_i$  katsayıları ise bu üç değişkene olan duyarlılıkları temsil eden zaman serisi regresyonlarındaki eğimleri ifade etmektedir(Erişmiş, 2007, 56)

Fama ve French, bu eşitlikten yola çıkarak yürüttükleri regresyonlar aracılığı ile hisse senedi getirilerini açıklamada üç faktör modelinin yeterli olup olmadığını ve firma büyüklüğünün hisse senedi getirilerini açıklamada ne ölçüde başarılı olduğunu test edilmişlerdir.

Çalışma sonunda üç faktörlü modelin hisse senedi getirilerini açıklamada yeterli olduğu belirlenmiştir. Fama ve French'den sonrada yapılan birçok uygulamalı çalışmada da üç faktörlü modelin daha önce kullanılan tek faktörlü modellere göre hisse senedi getirilerini açıklamada daha başarılı olduğu görülmüştür(Arifoğlu, 2007, 95).

İlk olarak Fama ve French tarafından kullanılan üç faktörlü model, daha sonra birçok araştırmaya konu olmuş ve birçok araştırmacı tarafından çeşitli amaçlar için

kullanılmıştır. Üç faktörlü model, portföy oluşturmada, portföy performanslarını değerlendirmeye; anormal getirileri ölçmeden, sermaye maliyetini hesaplamak gibi beklenen getirileri hesaplamayı gerektiren farklı bir çok uygulamada kullanılabilir (Fama ve French, 1993, 53–54).

### 3.3.3. Regresyon Modelleri

Araştırma kapsamında; 2002–2008 yılları arasında oluşturulan iki ayrı 60 aylık dönemde, örnekleme oluşturan sekiz GYO hisse senedine ait performansları değerlendirmede dört ayrı regresyon modeli uygulanmıştır. Regresyon modellerinde, otokorelasyonun varlığı Breusch-Gotfrey LM testi ile sınımlanmıştır (Breusch, 1978 ve Godfrey, 1978). Benzer biçimde, değişen varyans problemi White testi ile araştırılmıştır (White, 1980). Otokorelasyonun belirlenmesi durumunda hata terimleri Newey-West yöntemi ile düzeltilmiştir (Newey ve West, 1987).

Çalışmada GYO'lara ait risksiz faiz oranını aşan getirileri açıklamak için öncelikle, bağımsız değişken olarak; risksiz faiz oranını aşan pazar portföyü getirisinin ( $R_m - R_f$ ) tek başına kullanıldığı SVFM kullanılmıştır;

$$R_i - R_f = \alpha_i + b_i (R_m - R_f) + \varepsilon_i$$

İkinci grup regresyon analizinde ise açıklayıcı değişken olarak, risksiz faiz oranını aşan pazar portföyü getiri değişkeni ( $R_m - R_f$ ) ve küçük firmalara ait hisselerden oluşan portföy getirisi ile büyük firmalara ait hisselerden oluşan portföy getirisi arasındaki farkı temsil eden SMB değişkeni birlikte kullanılmıştır;

$$R_i - R_f = \alpha_i + b_i (R_m - R_f) + s_i(\text{SMB}) + \varepsilon_i$$

Uygulanan üçüncü grup regresyonda ise açıklayıcı değişken olarak; risksiz faiz oranını aşan pazar portföyü getiri değişkeni ( $R_m - R_f$ ) ve büyük B/M oranına sahip hisselerden oluşan portföy getirisi ile düşük B/M oranına sahip hisselerden oluşan portföy getirisi arasındaki farkı temsil eden HML değişkeni birlikte kullanılmıştır;

$$R_i - R_f = \alpha_i + b_i (R_m - R_f) + h_i (\text{HML}) + \varepsilon_i$$

Oluşturulan son regresyon modelinde ise Fama ve French'in geliştirmiş olduğu üç faktörlü model kullanılmıştır. Açıklayıcı değişken olarak risksiz faiz oranını aşan pazar portföyü getiri ( $R_m - R_f$ ) değişkeni, küçük firmalara ait hisselerden oluşan portföy getirisi ile büyük firmalara ait hisselerden oluşan portföy getirisi arasındaki farkı temsil eden SMB değişkeni ve büyük B/M oranına sahip hisselerden oluşan portföy getirisi ile düşük B/M oranına sahip hisselerden oluşan portföy getirisi arasındaki farkı temsil eden HML değişkeni birlikte kullanılmıştır;

$$R_i - R_f = \alpha_i + b_i (R_m - R_f) + s_i(\text{SMB}) + h_i (\text{HML}) + \varepsilon_i$$

İki ayrı 60 aylık dönem (Temmuz 2003 – Haziran 2008 ve Temmuz 2002 – Haziran 2007) için zaman serisi regresyonları yürütülmüştür. Zaman serisi regresyonunda bağımlı değişken olarak sekiz adet GYO'nun aylık risksiz faiz oranını aşan getirileri kullanılmıştır. Bağımsız değişken olarak ise daha önce ayrıntılı olarak belirttiğimiz; pazar değişkeni, firma büyüklük değişkeni ve B/M değişkeni kullanılmıştır. Yürütülen regresyonlar sonucunda; eğim katsayıları, bu eğim katsayılarına ait t- istatistikleri ve düzeltilmiş R-Kare değerleri elde edilmiştir.

### 3.4. Araştırma Bulguları

Araştırma kapsamında, öncelikle araştırma konusu olan İMKB'de işlem gören sekiz GYO'ya ait ortalama getiri verileri ve standart sapma değerleri, araştırmada pazar portföyü olarak kullanılan İMKB-100 endeksi ortalama getiri verileri ve standart sapma değerleriyle birlikte incelenmiştir. Ayrıca örneklem dahilindeki sekiz GYO'nun pazarla olan ilişkilerini belirlemek için bu GYO'ların İMKB-100 endeksiyle olan korelasyon katsayıları da hesaplanmıştır. Daha sonra, araştırmanın temel amacı olan ve yurt dışında birçok çalışmada GYO'lara ait getirileri açıklamak ve performanslarını değerlendirmek için kullanılan dört ayrı regresyon modelinin, İMKB'de işlem gören GYO'lar üzerindeki uygulaması sonucunda elde edilen bulgular değerlendirilmiştir.

### 3.4.1. GYO'lara Ait Getiri Verileri

Örnekleme oluşturan sekiz GYO'ya ait aylık getiri verileri ve standart sapma oranları; çalışmada pazar portföyü olarak kullanılacak olan İMKB 100 endeksi verileriyle birlikte araştırma dönemlerini kapsayan Temmuz 2002 - Haziran 2008 döneminde incelenmiştir. Ayrıca, GYO'ların pazar hareketleriyle olan ilişkisini belirlemek için tüm GYO'ların, İMKB-100 endeksiyle arasındaki korelasyon katsayıları hesaplanmıştır.

Tablo 10'da araştırma kapsamındaki sekiz GYO ve İMKB-100 endeksinin Temmuz 2002 - Haziran 2008 dönemine ait ortalama aylık getirileri ve standart sapmaları ile sekiz GYO'nun, İMKB-100 endeksiyle arasındaki korelasyon katsayıları bulunmaktadır.

**Tablo 10: GYO'lar ve İMKB 100 Endeksinin Ortalama Getiri ve Standart Sapma Değerleri ile Aralarındaki Korelasyon Katsayıları (Temmuz 2002 -Haziran 2008)**

	<b>Ortalama Getiri (%)</b>	<b>Standart Sapma (%)</b>	<b>Korelasyon Katsayısı</b>
<b>İMKB 100</b>	2.4	10.26	1
<b>YK GYO</b>	3.5	16.59	0.77
<b>ALARKO GYO</b>	2.1	12.85	0.66
<b>VAKIF GYO</b>	2.0	13.88	0.59
<b>DOĞUŞ GYO</b>	3.6	16.42	0.63
<b>İŞ GYO</b>	2.0	14.07	0.80
<b>NUROL GYO</b>	1.9	16.55	0.62
<b>Y&amp;Y GYO</b>	2.9	22.42	0.49
<b>ATAKULE GYO</b>	3.2	16.32	0.72

Tablo 10’da görüldüğü gibi, GYO’ların araştırma dönemi olan, Temmuz 2002 - Haziran 2008 döneminde pazar getiri oranının üstünde veya pazar getirisine yakın getiri performansı gösterdikleri görülmektedir. Firmalar tek tek incelendiğinde; Doğuş GYO’nun %3,6 ortalama getiri oranıyla en yüksek ortalama getiri, Nurol GYO ise % 1,9’luk ortalama getiriyle en düşük ortalama getiri sağlayan GYO olduğu görülmektedir.

Standart sapmalara baktığımızda, GYO’ların pazar portföyüne göre daha yüksek standart sapma değerlerine sahip oldukları görülmektedir. GYO’ların pazar portföyüne göre daha yüksek standart sapma değerlerine sahip olmalarında; araştırma dönemi olan 2002–2008 yılları arasında gayrimenkul sektöründe yaşanan aşırı talep sonucunda GYO’ların fiyatlarında yaşanan aşırı dalgalanmaların etkili olduğu düşünülebilir.

GYO’ların pazarla olan korelasyonlarına baktığımızda, tahmin edileceği gibi tüm GYO’ların İMKB-100 endeksiyle aralarında pozitif korelasyon olduğu görülmüştür. İş GYO 0.80 katsayı değeriyle pazarla arasında en yüksek korelasyon sahip GYO iken, Y&Y GYO 0.49 katsayı değeriyle en düşük korelasyona sahip GYO’dur.

Yıllar itibariyle Temmuz ayından Haziran ayına kadar 12 aylık alt dönemler için ortalama getirilere baktığımızda; GYO’ların getirilerinde yıllara göre önemli değişiklikler görülmektedir.

Tablo 11’de GYO’lar ve pazar portföyünün yıllar itibariyle ortalama aylık getirileri bulunmaktadır.

Yıllar itibariyle ortalama getiri oranlarında firma bazlı farklılıklar göze çarpmaktadır. Yüksek ortalama getiri oranlarının görüldüğü 2003–2004 ve 2004–2005 alt dönemlerinde YK GYO, İş GYO ve Nurol GYO’nun her iki dönemde de pazar portföyünün üzerinde getiriler sağladığı görülmektedir. Bunun yanında Atakule GYO’nun tüm alt dönemlerde, pazar portföyüyle aynı ya da pazar portföyünün üstünde getiri sağladığı görülmektedir. Araştırma kapsamındaki son alt dönem olan 2007–2008 döneminde GYO’lardaki negatif getiriler göze çarpmaktadır. GYO’lardaki bu negatif getirilerin ana sebebi ise özellikle 2008 yılında etkileri derinden hissedilmeye başlayan

ve tüm dünyada etkili olan küresel ekonomik durgunluk olduğu düşünülmektedir. Bu dönemde Atakule GYO dışındaki tüm GYO'ların pazar portföyünden daha yüksek negatif getiri oranlarına sahip oldukları görülmektedir.

**Tablo 11: On iki Aylık Alt Dönemler İçin Araştırma Kapsamındaki GYO'lar ve İMKB-100 Endeksine Ait Ortalama Getiriler (%)**

	2002– 2003	2003– 2004	2004– 2005	2005– 2006	2006– 2007	2007– 2008
<b>İMKB 100</b>	2.3	4.9	3.6	2.7	2.5	-1.8
<b>YK GYO</b>	4.3	5.2	7.7	2	5.2	-3.6
<b>ALARKO GYO</b>	0.9	4.2	7.4	2.2	1.9	-4.2
<b>VAKIF GYO</b>	-0.2	3.1	8.5	2.6	0.9	-2.8
<b>DOĞUŞ GYO</b>	5.5	9.9	3.3	5	3	-5
<b>İŞ GYO</b>	3	5	6.9	1.8	1.7	-6.3
<b>NUROL GYO</b>	0.5	5.7	6.4	0.04	2.1	-3.8
<b>Y&amp;Y GYO</b>	13.1	1.2	-2.7	3.8	4.5	-2.4
<b>ATAKULE GYO</b>	2.3	4.9	4.4	5.1	3.7	-1.1

Çalışmanın bu bölümünde; GYO'ların ortalama getiri ve standart sapma değerleri, çalışmada pazar portföyü olarak kullanılan İMKB-100 endeksi değerleriyle birlikte incelenmiştir. Bir sonraki bölümde ise, araştırma kapsamındaki GYO'ların performanslarını daha ayrıntılı değerlendirebilmek için uygulanan dört farklı regresyon modeli ve bu regresyonlardan elde edilen bulgular değerlendirilmiştir.

### 3.4.2. Regresyon Analizi Bulgular

Çalışmanın bu kısmında araştırma kapsamındaki sekiz GYO'nun performansları 2002–2008 yılları arasında oluşturulan iki ayrı 60 aylık dönemde (Temmuz 2003 - Haziran 2008 ve Temmuz 2002 - Haziran 2007), dört farklı regresyon modeli kullanılarak incelenmiştir.

Çalışmada ilk olarak tek değişkenli model kullanılmıştır. GYO'ların risksiz faiz oranını aşan getirilerini açıklamada bağımsız değişken olarak, pazar portföyünün risksiz faiz oranını aşan getirisinin kullanıldığı bu regresyon modeline ait eğim katsayıları ile bunlara ilişkin t-istatistikleri ve düzeltilmiş R-Kare değerleri her iki araştırma dönemi için Tablo 12'de gösterilmiştir.

**Tablo 12: Tek Değişkenli Regresyon Modeli Sonuçları**

$R_i - R_f = \alpha_i + b_i (R_m - R_f) + \varepsilon_i$					
(Temmuz 2003-Haziran 2008)					
$R_i - R_f$	$\alpha$	$b$	$t(\alpha)$	$t(b)$	Düz. $R^2$
<b>Y.K. GYO</b>	0.0081	1.157	0.562	7.145	0.459
<b>ALARKO GYO</b>	0.0003	0.921	0.024	6.270	0.393
<b>VAKIF GYO*</b>	0.0034	0.695	0.266	4.221	0.221
<b>DOĞUŞ GYO</b>	0.0094	0.941	0.521	4.681	0.262
<b>İŞ GYO</b>	-0.0055	1.012	-0.499	8.193	0.528
<b>NUROL GYO*</b>	-0.0026	0.999	-0.202	4.880	0.286
<b>Y&amp;Y GYO*</b>	-0.0126	0.721	-0.671	4.509	0.170
<b>ATAKULE GYO*</b>	0.0090	1.181	0.639	7.549	0.454
(Temmuz 2002-Haziran 2007)					
$R_i - R_f$	$\alpha$	$b$	$t(\alpha)$	$t(b)$	Düz. $R^2$
<b>Y.K. GYO</b>	0.013	1.32	1.00	9.82	0.62
<b>ALARKO GYO</b>	0.002	0.94	0.177	7.46	0.48
<b>VAKIF GYO*</b>	-0.001	0.865	-0.035	6.42	0.40
<b>DOĞUŞ GYO</b>	0.022	0.92	1.31	5.31	0.32
<b>İŞ GYO</b>	0.003	1.149	0.295	10.30	0.64
<b>NUROL GYO*</b>	0.002	1.019	-0.126	5.560	0.33
<b>Y&amp;Y GYO*</b>	0.007	1.084	0.254	3.932	0.197
<b>ATAKULE GYO*</b>	0.006	1.244	0.427	8.313	0.536

\*İlgili katsayılara ilişkin hata terimleri Newey-West yöntemine göre düzeltilmiştir.

Pazar portföyünün açıklayıcı değişken olarak kullanıldığı zaman serisi regresyonuna ilişkin sonuçlara bakıldığında; araştırma kapsamındaki tüm GYO'lar için, her iki araştırma döneminde de regresyonun kesişim katsayısı olan ve çalışmada GYO'ların performanslarını değerlendirmede kullanılan alfa değerlerinin, istatistiki olarak anlamlı olmadığı görülmüştür.

Araştırma kapsamındaki tüm GYO'lar için pazar değişkeni eğim katsayısı olan beta değerlerine bakıldığında; bu değerlerin, Temmuz 2003 - Haziran 2008 döneminde 0.695 ile 1.18 arasında değişen, Temmuz 2002 - Haziran 2007 döneminde de 0.86 ile 1.32 arasında değişen değerler aldıkları ve istatistiki olarak da anlamlı oldukları görülmektedir. Araştırma kapsamındaki GYO'ların büyük bölümünün beta değerlerinin 1'e yakın ya da üstünde olması ve bu değerlerin istatistikî olarak anlamlı olmaları, GYO'ların pazardaki dalgalanmalara karşı duyarlı olduklarını göstermektedir.

Düzeltilmiş R-Kare değerlerine bakıldığında, bu değerlerin firmalara göre farklılık göstermekle birlikte Temmuz 2003 - Haziran 2008 döneminde %17 ile %53 arasında değişen, Temmuz 2002 - Haziran 2007 döneminde de 0.19 ile 0.64 arasında değişen değerler aldıkları görülmüştür. Düzeltilmiş R-Kare değerlerinin, küresel ekonomik krizin etkilerinin yoğun olarak hissedildiği 2008 yılının dahil edilmediği Temmuz 2002 - Haziran 2007 döneminde daha yüksek olduğu saptanmıştır.

Çalışmada kullanılan ikinci grup regresyon analizinde GYO'ların risksiz faiz oranını aşan getirilerini açıklamada; bağımsız değişken olarak, risksiz faiz oranını aşan pazar portföyü getirisi ve küçük firmalara ait hisselerden oluşan portföy getirisi ile büyük firmalara ait hisselerden oluşan portföy getirisi arasındaki farkı temsil eden SMB değişkeni birlikte kullanılmıştır.

Uygulanan bu iki değişkenli zaman serisi regresyonu sonucunda elde edilen eğim katsayıları ile bunlara ilişkin t-istatistikleri ve düzeltilmiş R-Kare değerleri her iki araştırma dönemi için Tablo 13'de verilmiştir.

**Tablo 13: İki Değişkenli Regresyon Modeli Sonuçları**

$R_i - R_f = \alpha_i + b_i (R_m - R_f) + s_i(\text{SMB}) + \varepsilon_i$							
(Temmuz 2003-Haziran 2008)							
$R_i - R_f$	$\alpha$	$b$	$s$	$t(\alpha)$	$t(b)$	$t(s)$	Düz. $R^2$
<b>Y.K. GYO</b>	0.008	1.157	-0.082	0.553	7.084	-0.193	0.449
<b>ALARKO GYO</b>	-0.001	0.919	-0.808	-0.015	6.455	-2.180	0.431
<b>VAKIF GYO*</b>	0.003	0.697	0.794	0.311	4.341	2.624	0.255
<b>DOĞUŞ GYO</b>	0.009	0.942	0.412	0.535	4.671	0.786	0.257
<b>İŞ GYO</b>	-0.005	1.011	-0.338	-0.519	8.193	-1.052	0.529
<b>NUROL GYO</b>	-0.001	1.002	0.990	-0.110	5.089	1.934	0.318
<b>Y&amp;Y GYO</b>	-0.012	0.722	0.201	-0.696	3.595	0.385	0.158
<b>ATAKULE GYO</b>	0.009	1.182	0.459	0.626	7.083	1.058	0.455
(Temmuz 2002-Haziran 2007)							
$R_i - R_f$	$\alpha$	$b$	$s$	$t(\alpha)$	$t(b)$	$t(s)$	Düz. $R^2$
<b>Y.K. GYO</b>	0.013	1.315	-0.080	1.006	9.169	-0.211	0.612
<b>ALARKO GYO</b>	0.003	0.896	-0.370	0.260	6.755	-1.052	0.482
<b>VAKIF GYO*</b>	-0.003	0.973	0.898	-0.252	7.146	2.486	0.454
<b>DOĞUŞ GYO</b>	0.022	0.927	0.006	1.288	5.043	0.131	0.305
<b>İŞ GYO</b>	0.003	1.160	0.089	0.269	9.787	0.284	0.635
<b>NUROL GYO</b>	-0.004	1.132	0.938	-0.275	5.976	1.866	0.364
<b>Y&amp;Y GYO</b>	0.004	1.186	0.857	0.166	4.089	1.113	0.20
<b>ATAKULE GYO</b>	0.003	1.36	1.036	0.242	9.086	2.593	0.57

\*İlgili katsayılarla ilişki hata terimleri Newey-West yöntemine göre düzeltilmiştir.

Pazar portföyü ve SMB değişkeni temel alan iki değişkenli zaman serisi regresyonuna ilişkin sonuçlar incelendiğinde; araştırma kapsamındaki tüm GYO'lar için her iki araştırma döneminde regresyonun kesişim katsayısı olan alfa değerinin, sıfıra yakın değerler aldıkları ve bu değerlerin istatistiki olarak anlamlı olmadığı görülmüştür.

Tek değişkenli modelden farklı olarak modele eklenen SMB değişkenine ilişkin eğim katsayıları ve t-istatistiklerinin firmalara göre önemli farklılıklar gösterdiği görülmüştür. Modelde “s” olarak belirtilen SMB değişkeni eğim katsayılarının Temmuz 2003 - Haziran 2008 döneminde -0.80 ile 0.99 arasında değişen, Temmuz 2002 - Haziran 2007 döneminde de -0.37 ile 1.36 arasında değişen değerler aldıkları görülmüştür. Bu katsayılara ilişkin t-istatistiklerine bakıldığında Temmuz 2003 - Haziran 2008 döneminde Alarko GYO ve Vakıf GYO, Temmuz 2002 - Haziran 2007 döneminde de Vakıf GYO ve Atakule GYO’nun s katsayılarının istatistiki olarak anlamlı olduğu görülmüştür. Bu durum bazı GYO’ların firma büyüklük faktörüne karşı duyarlı olduklarını göstermektedir.

Düzeltilmiş R-Kare oranlarına bakıldığında, tek değişkenli modele yakın değerler göze çarpmakla birlikte, bir önceki modelden farklı olarak modele eklenen değişken olan firma büyüklük faktörünün, bazı GYO’larda düzeltilmiş R-Kare değerini artırdığı bazı GYO’larda ise azalttığı görülmüştür. Ayrıca, bir önceki modelde olduğu gibi Temmuz 2002 - Haziran 2007 dönemindeki düzeltilmiş R-Kare değerlerinin daha yüksek olduğu görülmektedir.

Çalışmada kullanılan üçüncü grup regresyon analizinde GYO’ların risksiz faiz oranını aşan getirilerini açıklamada bağımsız değişken olarak; risksiz faiz oranını aşan pazar portföyü getirisi ve büyük B/M oranına sahip hisselerden oluşan portföy getirisi ile düşük B/M oranına sahip hisselerden oluşan portföy getirisi arasındaki farkı temsil eden HML değişkeni birlikte kullanılmıştır.

Uygulanan bu iki değişkenli zaman serisi regresyonuna göre elde edilen eğim katsayıları ile bunlara ilişkin t-istatistikleri ve düzeltilmiş R-Kare değerleri her iki araştırma dönemi için Tablo 14’de görülmektedir.

**Tablo 14: İki Değişkenli Regresyon Modeli Sonuçları**

$R_i - R_f = \alpha_i + b_i (R_m - R_f) + h_i(HML) + \varepsilon_i$							
(Temmuz 2003-Haziran 2008)							
$R_i - R_f$	$\alpha$	$b$	$h$	$t(\alpha)$	$t(b)$	$t(h)$	Düz. $R^2$
<b>Y.K. GYO</b>	0.007	1.154	0.044	0.501	6.930	0.096	0.449
<b>ALARKO GYO</b>	-0.001	0.909	0.170	-0.101	6.027	0.413	0.385
<b>VAKIF GYO*</b>	0.003	0.697	-0.031	0.282	4.065	-0.109	0.207
<b>DOĞUŞ GYO</b>	0.004	0.910	0.435	0.261	4.426	0.776	0.256
<b>İŞ GYO</b>	-0.002	1.033	-0.299	-0.212	8.189	-0.869	0.526
<b>NUROL GYO*</b>	0.006	1.060	-0.852	0.461	4.747	-1.684	0.302
<b>Y&amp;Y GYO</b>	-0.016	0.697	0.332	-0.852	3.415	0.596	0.161
<b>ATAKULE GYO</b>	0.012	1.204	-0.323	0.783	7.038	-0.692	0.448
(Temmuz 2002-Haziran 2007)							
<b>Y.K. GYO</b>	0.011	1.306	0.316	0.812	9.355	0.718	0.615
<b>ALARKO GYO</b>	-0.001	0.901	0.542	-0.121	7.013	1.331	0.488
<b>VAKIF GYO*</b>	0.000	0.873	-0.102	0.017	6.253	-0.230	0.396
<b>DOĞUŞ GYO</b>	0.017	0.863	0.785	0.980	4.898	1.406	0.328
<b>İŞ GYO</b>	0.005	1.165	-0.220	0.420	10.11	-0.604	0.637
<b>NUROL GYO*</b>	0.003	1.075	-0.769	0.164	5.740	-1.296	0.344
<b>Y&amp;Y GYO</b>	0.007	1.093	-0.120	0.275	3.825	-0.132	0.183
<b>ATAKULE GYO</b>	0.007	1.255	-0.159	0.485	8.103	-0.323	0.529

\*İlgili katsayılarla ilişki hata terimleri Newey-West yöntemine göre düzeltilmiştir.

Pazar portföyü ve HML değişkeninin birlikte kullanıldığı iki değişkenli zaman serisi regresyonuna ilişkin sonuçlarda, araştırma kapsamındaki tüm GYO'lar için her iki araştırma döneminde regresyonun kesişim katsayısı olan alfa değerlerinin daha önceki regresyon modellerinde olduğu gibi istatistiki olarak anlamlı olmadığı görülmüştür.

Pazar değişkeninden sonra ikinci değişken olarak modele eklenen HML değişkenine ilişkin eğim katsayılarının Temmuz 2003 - Haziran 2008 döneminde 0.852 ile 0.435 arasında değişen, Temmuz 2002 - Haziran 2007 döneminde de -0.76 ile 0.78 arasında değişen değerler aldıkları görülmüştür. Ancak, her iki dönemde de tüm GYO'lar için bu değerlerin istatistiki olarak anlamlı olmadıkları belirlenmiştir.

Uygulanan bu iki değişkenli modelin düzeltilmiş R-Kare oranlarına bakıldığında, tek değişkenli model'den farklı olarak modele eklenen ikinci değişken olan HML faktörünün, R-Kare değerlerinde önemli bir farklılık oluşturmadığı görülmüştür.

Çalışmada kullanılan dördüncü grup regresyon analizinde GYO'ların risksiz faiz oranını aşan getirilerini açıklamada; risksiz faiz oranını aşan pazar portföyü getiri faktörü, küçük firmalara ait hisselerden oluşan portföy getirisi ile büyük firmalara ait hisselerden oluşan portföy getirisi arasındaki farkı temsil eden SMB değişkeni ve büyük B/M oranına sahip hisselerden oluşan portföy getirisi ile düşük B/M oranına sahip hisselerden oluşan portföy getirisi arasındaki farkı temsil eden HML değişkeni birlikte kullanılmıştır.

Uygulanan bu üç değişkenli zaman serisi regresyonuna göre elde edilen eğim katsayıları ile bunlara ilişkin t-istatistikleri ve düzeltilmiş R-Kare değerleri her iki araştırma dönemi için Tablo 15'de görülmektedir.

Üç değişkenli regresyon modeli bulgularına göre; tek değişkenli ve iki değişkenli modellerde olduğu gibi; araştırma kapsamındaki tüm GYO'lar için, her iki araştırma döneminde de regresyonun kesişim katsayısı olan ve çalışmada GYO'ların performanslarını değerlendirmede kullanılan alfa değerlerinin, istatistiki olarak anlamlı olmadığı görülmüştür.

Pazar değişkeni eğim katsayısı olan beta değerlerine bakıldığında, daha önceki modellerde olduğu gibi, her iki dönemde de araştırma kapsamındaki GYO'ların büyük bölümünün beta katsayılarının, 1'e yakın ya da 1'in üstünde ve istatistiki olarak anlamlı değerler aldıkları görülmektedir.

Üç değişkenli regresyon modeline ilişkin düzeltilmiş R-Kare oranlarına bakıldığında, tek değişkenli modelden farklı olarak modele eklenen SMB ve HML değişkenlerinin, R-Kare değerlerinde önemli bir değişiklik yaratmadıkları görülmüştür.

**Tablo 15: Üç Değişkenli Regresyon Modeli Sonuçları**

$R_i - R_f = \alpha_i + b_i (R_m - R_f) + s_i(\text{SMB}) + h_i (\text{HML}) + \varepsilon_i$									
(Temmuz 2003-Haziran 2008)									
$R_i - R_f$	$\alpha$	$b$	$s$	$h$	$t(\alpha)$	$t(b)$	$t(s)$	$t(h)$	Düz. $R^2$
<b>Y.K. GYO</b>	0.007	1.155	-0.077	0.018	0.509	6.869	-0.170	0.037	0.440
<b>ALARKO GYO</b>	0.000	0.927	-0.841	-0.112	0.068	6.324	-2.137	-0.267	0.421
<b>VAKIF GYO*</b>	0.001	0.679	0.871	0.261	0.099	4.103	2.743	0.726	0.245
<b>DOĞUŞ GYO</b>	0.003	0.897	0.599	0.637	0.173	4.363	1.086	1.079	0.259
<b>İŞ GYO</b>	-0.001	1.043	-0.472	-0.458	-0.100	8.325	-1.405	-1.274	0.534
<b>NUROL GYO</b>	0.003	1.042	0.821	-0.576	0.206	5.187	1.522.	-1.000	0.318
<b>Y&amp;Y GYO</b>	-0.017	0.690	0.332	0.444	-0.893	3.356	0.601	0.752	0.151
<b>ATAKULE GYO</b>	0.011	1.195	0.404	-0.187	0.708	6.962	0.878	-0.380	0.446
(Temmuz 2002-Haziran 2007)									
$R_i - R_f$	$\alpha$	$b$	$s$	$h$	$t(\alpha)$	$t(b)$	$t(s)$	$t(h)$	Düz. $R^2$
<b>Y.K. GYO</b>	0.011	1.304	0.029	0.330	0.780	8.998	0.071	0.683	0.608
<b>ALARKO GYO</b>	-0.001	0.883	-0.223	0.442	-0.017	6.607	-0.585	0.994	0.482
<b>VAKIF GYO*</b>	-0.005	0.961	1.017	0.357	-0.433	6.995	2.586	0.779	0.451
<b>DOĞUŞ GYO</b>	0.014	0.896	0.383	0.958	0.834	4.907	0.732	1.574	0.322
<b>İŞ GYO</b>	0.005	1.167	0.018	-0.212	0.400	9.725	0.055	-0.531	0.630
<b>NUROL GYO</b>	-0.001	1.145	0.802	-0.408	-0.092	5.979	1.463	-0.640	0.357
<b>Y&amp;Y GYO</b>	0.002	1.176	0.962	0.313	0.073	3.998	1.142	0.320	0.187
<b>ATAKULE GYO</b>	0.000	1.356	1.157	0.362	0.040	8.916	2.658	0.715	0.574

\*İlgili katsayılara ilişki hata terimleri Newey-West yöntemine göre düzeltilmiştir.

Sonuç olarak, Türkiye'deki GYO'ların performanslarını değerlendirmek için kullanılan, SVFM ve Fama ve French'in üç faktör modellerine dayanılarak oluşturulan, dört farklı regresyon modeli sonucunda elde edilen bulgular araştırmanın temel amacı açısından değerlendirildiğinde; araştırma kapsamındaki GYO'ların 2002–2008 yılları arasında oluşturulan her iki 60 aylık dönemde de başarılı performans gösterdiklerine ilişkin istatistiki olarak anlamlı herhangi bir bulguya ulaşılmamıştır.

Türkiye'nin tüm gelişmekte olan piyasalarda olduğu gibi yüksek volatiliteye sahip piyasalarında, işlem gören GYO'ların henüz gelişme aşamasında olmaları ve araştırmada risksiz faiz oranı olarak kullanılan devlet iç borçlanma senetleri aylık faiz oranlarının geçmiş yıllara oranla azalsa da, halen yüksek seviyelerde olması gibi nedenlerin regresyon modellerinde anlamsız sonuçların oluşmasında etkili olmuş olabileceği düşünülmektedir.

Regresyonlardan elde edilen bulgulara, araştırmanın diğer bir amacı olan GYO'ların regresyon modellerindeki değişkenlere olan duyarlılıkları açısından bakıldığında; uygulanan dört regresyon modelinde de pazar değişkeni eğim katsayısı olan beta değerinin, araştırma kapsamındaki tüm GYO'ların büyük bir bölümünde 1'e yakın ya da üzerinde istatistiki olarak anlamlı değerler aldıkları görülmüştür. Bu durum GYO'ların, pazarda oluşan dalgalanmalara karşı duyarlı olduklarını göstermektedir.

Modellerde firma büyüklük faktörü olarak kullanılan SMB değişkenine ilişkin sonuçlara bakıldığında, GYO'ların büyük bölümünde istatistiki olarak anlamlı sonuçlara ulaşılamamıştır. Yalnızca, Temmuz 2003 - Haziran 2008 döneminde Alarko GYO ve Vakıf GYO, Temmuz 2002 - Haziran 2007 döneminde de Vakıf GYO ve Atakule GYO'ya ait SMB değişkeni eğim katsayılarının istatistiki olarak anlamlı oldukları görülmüştür. Bu durum, firma büyüklük faktörünün bazı GYO'ların getirilerini açıklamada önemli bir değişken olduğunu göstermektedir.

Modellerde B/M oranı faktörü olarak kullanılan HML değişkeni eğim katsayılarının, tüm GYO'lar için her iki dönemde de istatistiki olarak anlamlı olmadığı belirlenmiştir.

Regresyonların Düzeltmiş R-Kare değerlerine bakıldığında, tek değişkenli modele eklenerek oluşturulan iki ve üç değişkenli modellerin düzeltilmiş R-Kare değerlerinde önemli bir değişiklik yaratmadığı görülmüştür.

## SONUÇ

Sanayi devrimi sonrası sermaye piyasalarındaki gelişmeler ve yeni birçok yatırım aracının ortaya çıkmasına rağmen gayrimenkullere yatırım, risklerinin az olması ve uzun vadeli getirilerinin diğer birçok yatırım aracına göre daha yüksek olması nedeniyle yüz yıllardır yatırımcılar tarafından öncelikle ve yoğunlukla tercih edilmişlerdir. Ancak gayrimenkul yatırımlarında kullanılan kaynaklar ekonomik sisteme kazandırılmadıkları sürece atıl fon olarak değerlendirilmektedir. Günümüzde atıl gayrimenkul yatırımlarını ekonomik sisteme kazandırmanın en başarılı yolu gayrimenkul piyasalarının en önemli kurumsal yatırımcıları olan GYO'lardır.

GYO'lar ilk kez ABD'de 1961 yılında ortaya çıkmıştır. Pay senetleri karşılığında yatırımcılardan topladıkları kaynakları gayrimenkule, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına ve gayrimenkul projelerine yatırabilen ve elde ettikleri kazançları kar payı olarak yatırımcılarına dağıtan GYO'lar, ABD'de ilk örneklerinin görüldüğünden bu yana çok önemli ilerlemeler kaydetmişlerdir. GYO'ların bu gün itibariyle dünyanın birçok ülkesinde örnekleri görülmektedir.

Türkiye sermaye piyasalarında 1995 yılındaki SPK düzenlemelerinden sonra örnekleri görülmeye başlayan GYO'lar, SPK'nın ilgili tebliğinde; "belirlenmiş usul ve esaslar dâhilinde, gayrimenkullere, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına, gayrimenkul projelerine, gayrimenkule dayalı haklara ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilen, belirli projeleri gerçekleştirmek üzere adi ortaklık kurabilen ve bu Tebliğ'de izin verilen diğer faaliyetlerde bulunabilen sermaye piyasası kurumlarıdır" diye tanımlanmıştır.

Türkiye sermaye piyasalarında çok uzun bir geçmişe sahip olmayan GYO'lar özellikle 2000 ve 2001 yıllarında yaşanan krizin ardından nispeten düzelen ekonomik şartlar ve politik istikrarla birlikte önemli gelişmeler göstermeye başlamışlardır. İlk örnekleri 1997 yılında İMKB'de işlem görmeye başlayan GYO'ların, 1997 yılı sonu toplam piyasa değerleri 15 milyar TL iken 2008 yılı sonu itibariyle 3.045 milyon TL' ye ulaşmıştır. 1997 yılı sonu itibariyle sadece 2 adet GYO İMKB'de işlem görürken 2008 yılı sonu itibariyle 14 adet GYO İMKB'de işlem görmektedir. İMKB'de işlem gören bu

14 GYO'nun dışında da kurulmuş olan ve uygun halka arz zamanını bekleyen yeni birçok GYO bulunmaktadır. 2008 yılında etkilerini derinden hissettirmeye başlayan büyük küresel krizin, ilerleyen yıllar etkilerinin azalmaya başlaması ve ekonomilerin tekrar istikrara kavuşmasıyla birlikte, Türkiye'deki GYO'ların sayısında ve toplam portföy büyüklüklerinde artışların olması beklenmektedir.

Bugün itibariyle dünyanın birçok yerinde uygulamaları bulunan GYO'lar hakkında çok sayıda çalışma yapılmıştır. Yapılan bu çalışmaların önemli bölümü GYO'ların dünyada ilk uygulamalarının görüldüğü ABD piyasalarında olduğu görülmektedir. ABD'de yapılan bu çalışmalarda, araştırmacılar daha çok GYO'lardan oluşturdukları portföylerin performanslarını değerlendirmeye çalışmışlardır. Birbirinden farklı birçok modelin kullanıldığı bu çalışmaların önemli bir bölümünde, GYO'ların pazar getirisine yakın ya da üstünde performans gösterdikleri bulgusuna ulaşılmıştır. Türkiye ve ABD dışındaki diğer ülkelerde yapılan çalışmalara bakıldığında ise çalışmaların ağırlıklı olarak GYO'ların işleyişi ve hukuki altyapısını açıklamaya yönelik olduğu görülmektedir.

Bu çalışmada; başta ABD olmak üzere dünyanın birçok ülkesinde örnekleri bulunan, özellikle doksanlı yıllarla birlikte büyük önem kazanan ve bugün itibariyle gayrimenkul piyasalarının en önemli kurumsal yatırımcıları olan GYO'ların, Türkiye'deki ve dünyadaki tüm GYO uygulamalarına örnek oluşturan, ABD'deki uygulamaları ayrıntılı bir şekilde incelenmiştir. Bunun yanında, GYO'ların Avrupa ve Asya'daki uygulamalarına değinilmiş ve sermaye piyasalarındaki önemleri açıklanmıştır. Çalışmanın uygulama bölümünde ise, İMKB'de işlem gören GYO'ların performansları, 2002–2008 yılları arasında oluşturulan iki 60 aylık dönemde kullanılan dört farklı regresyon modeliyle değerlendirilmiştir.

Bu dört regresyon modelinde GYO getirilerini açıklamak için; pazar değişkeni, firma büyüklük değişkeni ve B/M (defter değeri/piyasa değeri) değişkeni kullanılmıştır. İlk olarak pazar değişkeninin kullanıldığı tek değişkenli regresyon modeli, daha sonra firma büyüklük değişkeni ve B/M oranı değişkeninin, pazar değişkeni ile birlikte ayrı ayrı kullanıldığı iki değişkenli modeller kullanılmıştır. Son olarak da üç değişkeni birlikte kullanıldığı Fama ve French tarafında geliştirilmiş üç değişkenli regresyon modeli uygulanmıştır.

Sonuç olarak, uygulanan dört regresyon modelinde de araştırma kapsamındaki GYO'ların 2002–2008 yılları arasında oluşturulan her iki 60 aylık dönemde de başarılı performans gösterdiklerine yönelik istatistiki herhangi bir bulguya ulaşılmamıştır. Araştırmada kullanılan tüm modeller için düzeltilmiş R-Kare oranlarına bakıldığında ise dört regresyon modeli için düzeltilmiş R-Kare değerlerinde önemli farklılıklar görülmemiştir.

GYO'lara ait getirilerin, modellerde kullanılan değişkenlere olan duyarlılıklarına bakıldığında; GYO'ların tümünün her iki dönemde de pazar risk faktörüne karşı duyarlı oldukları görülmüştür. GYO'ların önemli bir bölümünün pazar risk faktörü olan beta katsayılarının 1'e yakın ya da üstünde değerler aldıkları ve bu değerlerin istatistiki olarak da anlamlı oldukları görülmüştür. Bu durum GYO'ların pazar hareketlerine yakın hareketler sergilediklerini göstermektedir.

Regresyon modelleri sonuçlarına göre; bazı GYO'ların, modellerde firma büyüklük faktörü olarak kullanılan SMB değişkenine karşıda duyarlı oldukları görülmüştür. Bu durum, firma büyüklük faktörünün bazı GYO'ların getirilerini açıklamada önemli bir değişken olduğunu göstermektedir.

Bu çalışmanın, sermaye piyasaları katılımcıları ile finans yazınına önemli katkı sağlaması beklenmektedir. Çalışmada; sermaye piyasalarındaki diğer birçok yatırım aracına göre daha az tanınan bir yatırım aracı olan GYO'lar ayrıntılı bir şekilde incelenerek yatırımcılara tanıtılmıştır. Ayrıca, GYO hisselerinin uzun vadeli performanslarının kullanılan dört farklı regresyon modeliyle değerlendirilmesi ile yatırımcıların gelecekteki yatırım stratejilerini belirlemelerine, katkı sağlanabileceği düşünülmektedir. Bunun yanında, yurt dışında birçok araştırmada GYO'ların performanslarını değerlendirmek için kullanılan SVFM, iki değişkenli modeller ve Fama ve French'in üç faktör modellerine dayanılarak oluşturulan regresyon modellerinin, İMKB'deki GYO'lara uygulanması sonucunda elde edilen bulgularla, çalışmanın finans yazınına da katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

## KAYNAKÇA

- Akçay B. (2000), “Türkiye’de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Değerlendirilmesi” Şubat-Mart 2000, *Active*, ss.1-9.
- Arioğlu E. (2007), “Firma Büyüklüğü ile Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkinin Farklı Yöntemlerle İncelenmesi: İstanbul Menkul Kıymet Borsasında Uygulamalı Bir Analiz” *Yüksel Lisans Tezi*, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana.
- Bley J. ve Olson D. (1997), “An Analysis of Relative Return Behavior: REITs vs. Stocks”, *American University of Sharjah*, ss. 1-13.
- Burns, W. L. ve D. R. Epley (1982), “The Performance of Portfolio of REITs Stocks”, *Journal of Portfolio Management*, ss: 37–41
- Brueggeman W. B. ve Jeffrey F. D. (1997), *Real Estate Finance and Investments*, (10. Baskı), USA: Time Mirror Higher Education Group Inc. Company.
- Breusch ve Trevor (1978), “Testing for Autocorrelation in Dynamic Liner Model”, *Australian Economic Papers*, 17, ss: 534-555.
- Buttimer R., D. C. Hyland ve A. B. Sanders (2001), “The Long-run Performance of REIT IPOs”, *Real Estate Economics*, vol. 33, ss. 51-87.
- Canbaş S. ve Doğanlı H. (2007), *Finansal Pazarlar-Finansal Kurumlar ve Sermaye Pazarı Analizleri (4.Baskı)*, Adana: Karahan Kitabevi.
- Ceylan Ali ve Turhan Korkmaz (2004); *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi (2.Basım)*, Bursa: Ekin Kitapevi.
- Clayton J. ve MacKinnon G. (2001), “The Time-Varying Nature of The Link between REIT, Real Estate and Financial Asset Returns”, *Journal of Real Estate Portfolio Management*, vol. 7, no. 1, 2001.
- Chan, K.C., P. Hendershott, ve A. B. Sanders, (1990), “Risk and Return on Real Estate: Evidence from Equity REITs”, *Areuea Journal*, ss. 431-452.
- Chan, K.C., P. Hendershott, ve A. B. Sanders, (1990), “Risk and Return on Real Estate: Evidence from Transaction-base Real Estate Returns, *Areuea Journal*, ss. 1-6.
- Chen Su-Jane, C. Hsieh, T. W. Vines ve S-N Chiou (1998), “Macroeconomic Variables, Firm-Specific Variable and Returns to REITs”, *Journal of Real Estate Research*, vol. 16, no. 3, ss. 269-277.

- Çolak A. E ve Alıcı A. (2001), *Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı: A'dan Z'ye*, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları.
- Davis B. J. ve Shelor R. M., "Executive Compensation and Financial Performance in the Real Estate Industry", *The Journal of Real Estate Research*, vol. 10, no. 2, 1995, pp. 141-151.
- Derwall J., Huij J., Brounen D., ve Marquering W. (2008), "REIT Momentum and The Performance of Real Estate Mutual Funds", *Erasmus Research Institute of Management*.
- Doms M. S. ve John Krainer (2007), "Innovations in Mortgage Markets and Increased Spending on Housing", *Working Paper Series*.
- EPRA (2004), "A Comparison of The Major REIT Regimes in The World", Global REIT Survey, [http://www.epra.com/research\\_reports.jsp](http://www.epra.com/research_reports.jsp), Ziyaret Tarihi: 14.05.2009.
- EPRA (2008), "European REITs and Cross-border Investment", Discussion Paper, [http://www.epra.com/research\\_reports.jsp](http://www.epra.com/research_reports.jsp), Ziyaret Tarihi: 11.05.2009.
- EPRA (2009), "Monthly Statistical Bulletin", [http://www.epra.com/research\\_reports.jsp](http://www.epra.com/research_reports.jsp), Ziyaret Tarihi: 14.05.2009.
- Erişmiş A. (2007), "İMKB Şirketleri için Hisse Senedi Getirilerinde Firmalara Özgü Faktörlerin Etkisinin 1992-2005 Döneminde İncelenmesi", *Yüksek Lisans Tezi*, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana.
- Fama E. F. ve K. R. French (1992), "The Cross-Section Of Expected Returns", *The Journal of Finance*, c.47, S.2, ss. 427-465.
- Fama E. F. ve K. R. French (1993), "Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds", *Journal of Economics*, c.33, ss. 3-56.
- Fama E. F. ve K. R. French (1995), "Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns", *The Journal of Finance*, c.50, S.1, ss.131-155.
- Fama E. F. ve K. R. French (1996), "Value Versus Growth: The International Evidence" *Journal of Finance*, vol: 53, no: 6, ss. 1775 – 1799.
- Gloscock J.L., Lu C. ve So W. (2006), "Excess Return and Risk Characteristics of Asian Exchange Listed Real Estate", *University of Cambridge*, ss:1-18.
- Goebel Paul R. ve Kim Kee S.(1989), "Performance Evaluation of Finite-Life Real Estate Investment Trusts", *The Journal of Real Estate Research*, vol. 4, no. 2, ss. 57-69.

- Gökçe G. (1998), *Gayrimenkul Yatırım Fonları, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Gayrimenkul Sertifikaları ve Hazine Taşınmaz Mallarının Bu Yollarla Değerlendirilmesi*, Ankara: Türk Tarih Kurumu Basımevi.
- Gökgöz F. (2006), “Üç Faktörlü Varlık Fiyatlandırma Modelinin Menkul Kıymetler Borsasında Uygulanabilirliği” *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, c.63. s.2. ss. 44-64.
- Göktepe H. (2003), “ABD ve Türk Hukuklarında Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları”, *Doktora Tezi*, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir.
- Greer, G.E. ve Farrel M.D. (1992), *Investment Analysis of Real Estate Decisions*, Chicago: Dearborn Financial.
- Güven M. (2006), “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Hisse Senetlerinin Verimini Etkileyen Faktörler Üzerine İMKB’de Bir Uygulama”, *Yüksek Lisans Tezi*, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Gyourko J. ve Sinai T.(1999), “The REIT Vehicle: Its Today and in the Future” *Zell/Lurie Real Estate Center at Wharton, The University of Pennsylvania*.
- Gyourko, J. ve E. Nelling (1996), “Systematic Risk and Diversification in the Equity REIT Market”, *Real Estate Economics*, 24, 493–515.
- Han J. ve Liang Y. (1995), “The Historical Performance of Real Estate Investment Trusts”, *The Journal of Real Estate Research*, vol. 10, no. 3, ss. 235-262.
- Jones C. P. (1996), *Investment Analysis and Management*, (4. Baskı), USA: John Wiley and Sons Inc.
- Karagöz A.(1999), “Mortgage Piyasası ve Türkiyede Uygulanabilirliği”, *Active*, yıl.1, sayı.5, Şubat-Mart.
- Karan M.B. (2001), *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*, Ankara: Gazi Kitabevi.
- Karolyi, G. Andrew ve Anthony B. Sanders (1998), "The Variation of Economic Risk Premiums in Real Estate Returns," *Journal of Real Estate Finance and Economics*, ss. 245-262.
- Kömürlü Rüveyda (2006), “Ülkemizde Toplu Konut Üretimine Yönelik Kaynak Oluşturma Model Yaklaşımları” *Doktora Tezi*, Yıldız Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü, İstanbul.

- Kuhle, J. L. ve C. H. Walther (1987), “REITs vs. Common Stock investments: An Historical Perspective: A Survey of Performance Results, 1973–1984”, *Real Estate Finance*, vol:3, no:1, ss: 452–77.
- Ling D., A. Naranjo ve M. D. Ryngaert (1998), “The Predictability of Equity REIT Returns: Time Variation and Economic Significance” *Real Estate Research Institute*.
- Ling D. ve Naranjo A. (2004), “Dedicated REIT Mutual Fund Flows and REIT Performance”, *University of Florida*, ss. 1-35.
- Myers, S.C, Brealey, R.A ve Marcus, A.J. (2001), *İşletme Finansının Temelleri*,(3. Basım), İstanbul: McGraw Hill Literatür Ortak Yayını.
- Mueller G. R. ve Pauley K. R. (1995), “The Effect of Interest-Rate Movements on Real Estate Investment Trusts”, *The Journal of Real Estate Research*, vol. 10, no. 3, ss. 319-325.
- NAREIT, “All About REITs”, <http://www.reit.com/AllAboutREITs/tabid/54/Default.aspx>, Ziyaret Tarihi: 24.11.2008.
- NAREIT, “What is a Reit?”, <http://www.reit.com/AllAboutREITs/WhatisaREIT>., Ziyaret Tarihi: 24.11.2008.
- NAREIT (2009), “Frequently Asked Questions About REITs”, <http://www.reit.com/Portals/0/PDF/2009%20FAQ.pdf>, Ziyaret Tarihi: 24.11.2008
- Nelling E. ve Gyourko J.(1998), “The Predictability of Equity REIT Returns”, *Journal of Real Estate Research*, vol.16, no. 3, ss. 251-268.
- Newey W. K. ve West K. D. (1987), “A Simple, Positive Semi-Definite, Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent Covariance Matrix” *JSTOR*, vol: 55, no: 3, ss: 703-708.
- Özdemir B. ve Türker F. (2007), “2002-2006 Döneminde Türkiye’de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına Enflasyon ve Faiz Oranlarının Etkisi”, [http://paribus.tr.googlepages.com/ozdemir\\_turker.pdf](http://paribus.tr.googlepages.com/ozdemir_turker.pdf), Ziyaret Tarihi: 10.07.2008
- Peterson James D. ve Cheng-Ho Hsieh (1997), “Do Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds Explain Returns on REITs?”, *Real Estate Economics*, Vol. 25, no. 2, ss. 321-345.
- Rona S. (2008), “GYO’ların Piyasadaki Etkinliği Artıyor”, *Board*, Ocak, ss.26-31.

- Shelor R. M. ve Anderson D. C. (1998), “The Finacial Performance of REITs Following Initial Public Offerings” *Journal of Real Estate Research*, vol.16, no.3, pp.375-387.
- Smith, K. V. ve D. Shulman (1976), “The Performance of Equity Real Estate Investment Trusts”, *Financial Analysts Journal*, ss: 61–66.
- Soral H. Bartu (2003) “Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Şirketleri Analizi, A.B.D. & Türkiye Karşılaştırılması” Özel Sektör Araştırma Raporu.
- Sermaye Piyasası Kurulu (2008), Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, [http://www.spk.gov.tr/mevzuat/pdf/Bolum\\_4/4\\_6\\_1\\_1\\_SeriVI\\_No11.pdf](http://www.spk.gov.tr/mevzuat/pdf/Bolum_4/4_6_1_1_SeriVI_No11.pdf).
- Sermaye Piyasası Kurulu, Aylık Bültenleri 2002–2008, (<http://www.spk.gov.tr/apps/aylikbulten/index.aspx>). Ziyaret Tarihi: 2008-2009.
- Sermaye Piyasası Kurulu (2007), Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Tanıtım Rehberi, <http://www.spk.gov.tr/indexpage.aspx?pageid=409>, Ziyaret Tarihi: 10.06.2008.
- Sermaye Piyasası Kurulu, Sermaye Piyasası Mevzuatı, (<http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&menuid=5&pid=2>)
- Şahin S. (2006), “İMKB’de Yükselen ve Düşen Piyasa Dönemlerinde Durumsal İlişki Analizi”, *Yüksel Lisans Tezi*, Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kahramanmaraş.
- Tanör R.(1999), *Türk Sermaye Piyasası 2. Cilt: Halka Arz*, Beta Basım Yayım, 2. Basım, İstanbul.
- Titman, S. ve A. Warga (1986), “Risk and the Performance of the Real Estate Investment Trusts: A Multiple Index Approach”, *AREUEA Journal*, vol:14, no:3, ss: 414–431.
- Tuncel K. (1997), *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Türkiye Uygulaması*, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Ankara.
- Urhan N. (2008), “Piyasaların Mortgage Krizi”, *Board*, Ocak, ss.16-21.
- Ünval H. (1989), *Finansal Varlıkları Fiyatlandırma Modeli ve Türkiye Üzerine Bir Deneme 1978-1986*, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Ankara.
- Yetkin F. (2004), “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Performans Değerlemesi”, *ACTIVE, Mart- Nisan*, ss.1-13.

- Wang, Ko, Su Han Chan and George W. Gau (1992), "Initial Public Offerings Of Equity Securities: Anomalous Evidence Using REITs," *Journal of Financial Economics*, ss. 381-410.
- Waggoner John (2005)," REIT Hot, Right Now - But For How Long?", [http://www.usatoday.com/money/perfi/columnist/waggon/2005-03-03-invest\\_x.htm](http://www.usatoday.com/money/perfi/columnist/waggon/2005-03-03-invest_x.htm), Ziyaret Tarihi: 07.02.2009.
- White H. (1980), "A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity", *JSTOR*, vol: 48, no: 4, ss: 817-838.

**ÖZGEÇMİŞ**

**AD SOYAD** : Özkan HAYTA  
**DOĞUM YERİ/TARİHİ** : Adana/ 23.08.1982  
**E-POSTA** : [ozkan.hayta@yahoo.com.tr](mailto:ozkan.hayta@yahoo.com.tr)

**EĞİTİM DURUMU**

**(2006-2009)** : Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Programı, Adana  
Flensburg Üniversitesi (Almanya), Syddansk Üniversitesi (Danimarka), Erasmus Öğrenci Değişim Programı (2007-2008)  
**(2001-2006)** : Çukurova Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, Adana  
**(1997-2000)** : Borsa Lisesi, Adana  
**(1989-1997)** : Ahmet Cevdet Çamurdan İlköğretim Okulu, Adana

**İŞ DENEYİMİ**

**(04.2007-09.2007)** : Avdansa-Sasa, Mali İşler Uzmanı, Adana  
**(05.2003-06.2003)** : Bossa Tekstil İşletmeleri, Staj, Adana

**YABANCI DİL**

**İngilizce** : Çok İyi  
**Almanca** : Orta