

T.C.  
MARMARA ÜNİVERSİTESİ  
BANKACILIK VE SİGORTACILIK ENSTİTÜSÜ  
SERMAYE PİYASASI VE BORSA ANABİLİM DALI

**GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI VE  
BORSA İSTANBUL AŞ.'DE İŞLEM GÖREN GYO'LARIN  
PERFORMANSLARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLERİN İNCELENMESİ**

Yüksek Lisans Tezi

AYŞEGÜL BURCU ERKİLİÇ GÜLYÜZ

İSTANBUL, 2019

T.C.  
MARMARA ÜNİVERSİTESİ  
BANKACILIK VE SİGORTACILIK ENSTİTÜSÜ  
SERMAYE PİYASASI VE BORSA ANABİLİM DALI

**GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI VE  
BORSA İSTANBUL AŞ.'DE İŞLEM GÖREN GYO'LARIN  
PERFORMANSLARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLERİN İNCELENMESİ**

Yüksek Lisans Tezi

AYŞEGÜL BURCU ERKİLİÇ GÜLYÜZ

Danışman: Dr. Öğr. Üyesi UFUK ALKAN

İSTANBUL, 2019

## KABUL ONAY SAYFASI



T.C.  
MARMARA ÜNİVERSİTESİ REKTÖRLÜĞÜ  
Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Müdürlüğü



Aşağıda belirtilen lisansüstü tez, Lisansüstü Öğretim Yönetmeliği hükümlerinde belirtilen esaslar çerçevesinde jüri önünde savunulmuş ve jüri tarafından başarılı bulunmuştur.

TEZ BAŞLIĞI : Garimenkul Yatırım Ortaklıkları ve Borsa İstanbul A.Ş.'de İşlem Gören GYO'ların Performanslarını Etkileyen Faktörlerin İncelenmesi

TÜRÜ : Yüksek Lisans

TEZİ HAZIRLAYAN : Ayşegül Burcu ERKİLİÇ GÜLYÜZ

ANABİLİM DALI : Sermaye Piyasası ve Borsa

SAVUNMA TARİHİ : 02.09.2019

JÜRİ ÜYELERİ

GÖREVİ

ADI SOYADI

İmza

Danışman

Dr.Öğr.Üyesi Ufuk ALKAN

Üye

Dr.Öğr.Üyesi Canan DAĞIDIR ÇAKAN

Üye

Dr.Öğr.Üyesi H.Funda SEZGİN

# İÇİNDEKİLER

## Sayfa No

|                        |    |
|------------------------|----|
| İÇİNDEKİLER .....      | i  |
| TABLolar LİSTESİ ..... | iv |
| ŞEKİLLER LİSTESİ ..... | v  |
| KISALTMALAR .....      | vi |
| GİRİŞ .....            | 1  |

## 1. BÖLÜM

### GAYRİMENKUL VE GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI İLE İLGİLİ TEMEL KAVRAM ve BİLGİLER

|                                                                                      |    |
|--------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 1.1. Gayrimenkul Kavramı .....                                                       | 5  |
| 1.1.1. Gayrimenkul Piyasası ve Aktörleri .....                                       | 6  |
| 1.1.2. Gayrimenkul Piyasası Özellikleri ve Etkin Piyasalarla Karşılaştırılması ..... | 8  |
| 1.1.3. Gayrimenkul Piyasa Çevrimleri (Döngüleri) .....                               | 9  |
| 1.1.4. Gayrimenkul İçin Finansman Kaynakları .....                                   | 11 |
| 1.1.5. İnşaat ve Gayrimenkul Sektörünün Ekonomideki Rolü .....                       | 14 |
| 1.2. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ile İlgili Temel Kavramlar .....               | 16 |
| 1.2.1. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Tanımı, Amacı ve Faaliyet Konusu ..       | 17 |
| 1.2.2. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Avantaj ve Dezavantajları .....           | 18 |
| 1.2.3. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Örgütlenme Şekilleri .....                | 20 |
| 1.2.3.1. Klasik GYO .....                                                            | 20 |
| 1.2.3.2. Tam Şemsiye GYO .....                                                       | 21 |
| 1.2.3.3. Eksik Şemsiye GYO .....                                                     | 22 |
| 1.2.4. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Türleri .....                             | 22 |
| 1.2.4.1. Öz Varlığa Dayalı GYO .....                                                 | 23 |
| 1.2.4.2. İpotekli GYO .....                                                          | 24 |
| 1.2.4.3. Karma GYO .....                                                             | 24 |

## **2. BÖLÜM**

### **DÜNYADA VE TÜRKİYE’DE GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI**

|                                                                                   |    |
|-----------------------------------------------------------------------------------|----|
| 2.1. Dünyada Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Tarihsel Gelişimi.....           | 26 |
| 2.1.2. Avrupa Birliği Ülkelerinde GYO .....                                       | 28 |
| 2.1.3. Asya- Pasifik Ülkelerinde GYO .....                                        | 31 |
| 2.2. Türkiye’de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları .....                            | 37 |
| 2.2.1. Türkiye’de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Tarihsel Gelişimi .....     | 37 |
| 2.2.2. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Kuruluş ve Dönüşüm Şartları.....       | 40 |
| 2.2.4. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Yapamayacakları İşler.....             | 41 |
| 2.2.5. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Yapabilecekleri İşler .....            | 42 |
| 2.2.6. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Portföy Sınırlamaları .....            | 43 |
| 2.2.7. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında Vergilendirme .....                    | 45 |
| 2.2.8. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Değerlemeye Tabi Olan Faaliyetleri ... | 46 |

## **3. BÖLÜM**

### **HALKA AÇIK ŞİRKETLERDE FİNANSAL ANALİZ VE BORSA PERFORMANSINI ETKİLEYEN UNSURLAR**

|                                                   |    |
|---------------------------------------------------|----|
| 3.1. Finansal Tabloların Analiz Yöntemleri .....  | 49 |
| 3.1.1. Karşılaştırmalı Tablolar Analizi .....     | 49 |
| 3.1.2. Dikey Yüzde Analizi .....                  | 50 |
| 3.1.3. Eğilim Yüzdeleri Analizi.....              | 51 |
| 3.1.4. Oran Analizi .....                         | 52 |
| 3.1.4.1. Likidite Oranları .....                  | 53 |
| 3.1.4.2. Mali Yapı Oranları.....                  | 57 |
| 3.1.4.3. Faaliyet Oranları .....                  | 62 |
| 3.1.4.4. Kârlılık Oranları.....                   | 65 |
| 3.1.4.5. Borsa Performansı Oranları .....         | 69 |
| 3.2. Performans Kavramı .....                     | 72 |
| 3.3. Borsa Performansını Etkileyen Unsurlar ..... | 73 |

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 3.3.1. Firma İçi Faktörler.....   | 74 |
| 3.3.2. Firma Dışı Faktörler ..... | 75 |

## **4. BÖLÜM**

### **BORSA İSTANBUL AŞ'DE İŞLEM GÖREN GYO'LARIN PERFORMANSLARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLERİN İNCELENMESİ**

|                                                         |            |
|---------------------------------------------------------|------------|
| 4.1. Araştırmanın Amacı.....                            | 77         |
| 4.2. Araştırmanın Yöntemi .....                         | 82         |
| 4.2.1. Örneklem Seçimi ve Verilerin Tanıtımı .....      | 86         |
| 4.3. Analiz Sonuçları ve Değerlendirme.....             | 91         |
| 4.3.1. Bağımsız Değişkenlerin Seçimi .....              | 91         |
| 4.3.2. Panel Veri Homojenlik Testi .....                | 93         |
| 4.3.3. Birinci Nesil Durağanlık Testleri .....          | 95         |
| 4.3.4. Panel Veri Yatay Kesit Bağımlılığının Testi..... | 96         |
| 4.3.5. İkinci Nesil Birim Kök Testleri .....            | 99         |
| 4.3.6. Panel Regresyon Tahmin Sonuçları .....           | 101        |
| <b>SONUÇ .....</b>                                      | <b>108</b> |
| <b>EKLER .....</b>                                      | <b>113</b> |
| <b>KAYNAKÇA.....</b>                                    | <b>144</b> |

## TABLolar LİSTESİ

|                                                                                          | <u>Sayfa No</u> |
|------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------|
| <b>Tablo 1:</b> AB Ülkelerinde GYO'lar (2019) .....                                      | 29              |
| <b>Tablo 2:</b> Gelişmiş Asya ve Pasifik Ülkelerinde GYO'lar (2019) .....                | 32              |
| <b>Tablo 3:</b> Gelişmekte Olan Asya ve Pasifik Ülkelerinde GYO'lar (2019).....          | 34              |
| <b>Tablo 4:</b> BİST'te İşlem Gören GYO'ların Piyasa ve Portföy Değerleri (1997-2019) 38 |                 |
| <b>Tablo 5:</b> Cari Oran Değişiminin Kaynakları .....                                   | 55              |
| <b>Tablo 6:</b> Borsada İşlem Gören GYO'ların Listesi .....                              | 87              |
| <b>Tablo 7:</b> GYO Ana Kütleden Örneklem Seçimi .....                                   | 88              |
| <b>Tablo 8:</b> Analizde Kullanılan Finansal Oranlar .....                               | 89              |
| <b>Tablo 9:</b> Tanımsal İstatistiksel Tablosu.....                                      | 90              |
| <b>Tablo 10:</b> Likidite Oranlarına Yönelik Korelasyon Matrisi .....                    | 91              |
| <b>Tablo 11:</b> Mali Yapı Oranlarına Yönelik Korelasyon Matrisi .....                   | 91              |
| <b>Tablo 12:</b> Faaliyet Oranlarına Yönelik Korelasyon Matrisi.....                     | 92              |
| <b>Tablo 13:</b> Kârlılık Oranlarına Yönelik Korelasyon Matrisi .....                    | 92              |
| <b>Tablo 14:</b> Panel Regresyonda Ele Alınan Değişkenler .....                          | 93              |
| <b>Tablo 15:</b> Paseran ve Yamagata ( 2008 ) Homojenlik Testi Sonuçları .....           | 95              |
| <b>Tablo 16:</b> Birinci Mertebe Fark İçin Durağanlık Sonuçları .....                    | 96              |
| <b>Tablo 17:</b> Berush Pagan (1980) $CD_{LM1}$ Test Sonuçları .....                     | 98              |
| <b>Tablo 18:</b> Birinci Mertebe Farkları İçin CIPS Test Sonuçları.....                  | 101             |
| <b>Tablo 19:</b> Panel Regresyon Tahmin Yöntemi Seçim Test Sonuçları .....               | 102             |
| <b>Tablo 20:</b> Hausman Testi Sonuçları .....                                           | 102             |
| <b>Tablo 21:</b> Panel Regresyon Tahmin Sonuçları.....                                   | 103             |
| <b>Tablo 22:</b> Wooldridge Otokorelasyon Testi Sonuçları.....                           | 107             |
| <b>Tablo 23:</b> Greene Heteroskedasticity Testi Sonuçları .....                         | 107             |

## ŞEKİLLER LİSTESİ

|                                         | <b><u>Sayfa No</u></b> |
|-----------------------------------------|------------------------|
| <b>Şekil 1:</b> Piyasa Çevrimleri ..... | 10                     |
| <b>Şekil 2:</b> Klasik GYO .....        | 20                     |
| <b>Şekil 3:</b> Tam Şemsiye GYO .....   | 22                     |





## KISALTMALAR

|               |                                                                                 |
|---------------|---------------------------------------------------------------------------------|
| <b>a.g.e.</b> | : Adı Geçen Eser                                                                |
| <b>a.g.m.</b> | : Adı Geçen Makale                                                              |
| <b>AB</b>     | : Avrupa Birliği                                                                |
| <b>ABD</b>    | : Amerika Birleşik Devletleri                                                   |
| <b>BİST</b>   | : Borsa İstanbul                                                                |
| <b>DPT</b>    | : Devlet Planlama Teşkilatı                                                     |
| <b>EPRA</b>   | : European Public Real Estate Association<br>(Avrupa Halka Açık GYO Birliği)    |
| <b>FAVÖK</b>  | : Faiz, Vergi ve Amortisman Öncesi Kâr (EBITDA)                                 |
| <b>FVÖK</b>   | : Faiz ve Vergi Öncesi Kâr (EBIT)                                               |
| <b>GSMH</b>   | : Gayrisafi Milli Hasıla                                                        |
| <b>GSYİH</b>  | : Gayrisafi Yurtiçi Hasıla                                                      |
| <b>GYO</b>    | : Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı                                                 |
| <b>İMKB</b>   | : İstanbul Menkul Kıymetler Borsası                                             |
| <b>KDV</b>    | : Katma Değer Vergisi                                                           |
| <b>KVYK</b>   | : Kısa Vadeli Yabancı Kaynakla                                                  |
| <b>PEPO</b>   | : Property Fund for Public Offering (Kamuoyuna Arzın Mülkiyet Fonu)             |
| <b>REIT</b>   | : Real Estate Investment Trust (Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı)                  |
| <b>RM</b>     | : Malezya Ringgiti (Malezya Para Birimi)                                        |
| <b>SEC</b>    | : Securities and Exchange Commission<br>(Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu)   |
| <b>SOCIMI</b> | : Sociudades Cotizadas De Inversión En El Mercado Inmobiliario<br>(İspanya GYO) |
| <b>SPK</b>    | : Sermaye Piyasası Kurulu                                                       |
| <b>TSPAKB</b> | : Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği                            |
| <b>TTK</b>    | : Türk Ticaret Kanunu                                                           |
| <b>UVYK</b>   | : Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar                                                 |

## GİRİŞ

Gayrimenkul ve inşaat sektörünün gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler açısından önemi büyüktür. Gayrimenkul sektöründe yaşanacak hareketlilik yalnızca alt sektörleri değil, beraberinde birçok sektörü de olumlu yönde etkileyecektir. Diğer mal ve hizmetlerin üretiminde girdi olarak kullanılan ve yoğun iş gücüne ihtiyaç duyulan bu sektörlerin istihdama katkısı tartışılmazdır. Fakat ekonominin durgun olduğu dönemlerde, bu durumdan en çok ve en hızlı şekilde etkilenen sektörlerden biri de gayrimenkul sektörü olacaktır. Gayrimenkul sektörünün ekonomideki lokomotif etkisi nedeniyle, durgunluk dönemlerinde özel sektör de yatırımlara davet edilir. Bu durumda kamu sektörü tarafından birtakım teşvikler uygulanarak özel sektörün yatırımlarını arttırması, ekonomide istihdam ve büyüme verilerini de olumlu yönde etkileyebilecek bir etkinliğe sahiptir.

Dünyada gayrimenkul yatırımları her zaman yatırımcıların ilgisini çekmiştir. Ancak gayrimenkul, yapısı itibariyle likit özelliği düşük olan bir varlıktır. Yani istenildiği anda alınıp satılabilmesi mümkün olmamaktadır. Ağırlıklı olarak gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı varlıklara yatırım yapmak isteyen yatırımcılar için gayrimenkulün likit özelliğinin düşük olması yatırımlarını gayrimenkul alımına yönlendirmek konusunda çekinceler yaratabilmektedir. Ayrıca gayrimenkul yatırımları için yüklü miktarda birikime sahip olunması gerekmektedir. Düşük gelirli bireylerin, gayrimenkul yatırımının tamamını finanse edecek gücü olmayabilir. Büyük projelerin finansmanı konusunda da inşaat şirketleri kaynak sıkıntıları yaşayabilmektedir. Hem yatırımcı açısından hem de inşaat şirketleri açısından gayrimenkullerin menkul kıymetleştirilme ihtiyacı da buradan doğmuştur denilebilir. Hem yatırımcıların hem de kaynak ihtiyacı olan inşaat şirketlerinin ihtiyaçlarına cevap verebilecek gayrimenkule dayalı finansal enstrümanlar geliştirilmiş ve bu enstrümanların sermaye piyasalarında işlem görmesi sağlanarak gayrimenkule likit özelliği kazandırılmıştır.

Sermaye piyasalarında, bir gayrimenkule veya birden çok gayrimenkulden oluşan bir havuza müştereken, küçük birikimlerle yatırım yapılabilmesine imkân veren dolaylı yatırım olanakları geliştirilmiştir. Bunlardan birisi olan Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı (GYO); gayrimenkule, gayrimenkule dayalı haklara, gayrimenkul projelerine,

altyapı yatırım ve hizmetlerine ve kısmen sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilen ve bu portföyleri işleten şirketler olarak karşımıza çıkmaktadır. GYO'lar gayrimenkul ve gayrimenkul ağırlıklı yatırımlar yaparak bu portföyleri profesyonel bir şekilde işletir; yatırımcılara da kazançlarından temettü yoluyla pay dağıtırlar. Gayrimenkul yatırım ortaklığı olacak şirketler ya bu amaca uygun olarak kurulur ya da esas sözleşmelerini değiştirerek GYO'ya dönüşürler. Bu şirketlerin asgari sermayeleri, kuruluş şartları ve halka arz şartları Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından belirlenmektedir. GYO şirketlerinin hisse senetleri halka arz edileceği ve küçük yatırımcılar tarafından satın alınacağı için SPK, GYO şirketinin kurucuları, yönetimi ve portföy işletme kuralları konusunda çok sıkı sınırlamalar getirmiştir. GYO hisse senetlerini borsadan satın alan bir yatırımcı, tasarruf tutarı çok düşük olsa bile büyük ölçekli gayrimenkul yatırımlarına ve geniş ölçüde çeşitlendirilmiş bir portföye tasarrufu oranında ortak olmaktadır.

Sermaye piyasalarında işlem gören GYO'lar yatırımcılardan aldıkları kaynaklarla büyük projelere imza atabilirler. Yatırımcılar da normal şartlarda dahil olamayacakları büyüklükteki projelerden hisseleri oranında kâr elde edebilirler. Aynı zamanda yatırımcılar tasarrufları oranında ortak oldukları GYO'ların yapmış oldukları profesyonel yatırım hizmetlerinden de faydalanmış olur. Bu sayede bireysel yatırımlara kıyasla çok daha etkin yatırımlar yapılmış olacaktır.

GYO'ların dünyadaki gelişimine baktığımızda ilk GYO uygulamasının Amerika Birleşik Devletleri'nde (ABD) gerçekleştiğini ve GYO piyasalarının günümüze gelene kadar çok geliştiği görülmektedir. ABD, diğer ülkelerin GYO'larının toplam piyasa değerleri ile kıyaslandığında lider konumundadır. ABD GYO'larının başarısının en temel nedeni; aktiflerinin en az %75'inin gayrimenkule dayalı varlıklara dayanıyor olması ve yatırımcılara her sene düzenli olarak kazançlarından %90 oranında temettü dağıtıyor olmasıdır. ABD'de GYO'ların geçmişinin uzun zaman öncesine dayanıyor olması hem piyasalarını geliştirmiş hem de süreç içerisinde ihtiyaçlara uygun GYO çeşitleri yaratılmasına imkân sağlamıştır. ABD'de GYO olabilmek için kotasyon şartı yoktur. GYO'lar örgütlenme modelleri dikkate alındığında klasik, tam şemsiye ve eksik şemsiye modelinde yapılanırlar. Bu üç farklı örgütlenme yapısını birbirinden ayıran faktör; GYO'nun gayrimenkul faaliyetleri için aracı kullanılıp kullanılmadığı ve

GYO varlıklarının mülkiyetinin kimde olduğuylla ilgilidir. Ayrıca farklı özellikleriyle öne çıkan çok çeşitli GYO türlerinin de olduğunu görmekteyiz. Temelde GYO'lar portföylerinde bulundurdıkları varlıklardan elde ettikleri gelire göre çeşitlendirilse de halka açık olup olmama durumları, süreli-süresiz kurulmaları, faaliyet konuları, portföy varlıkların çeşidi, portföy yatırımların coğrafyası gibi birçok alt kategoriye de ayrılabilir. Tüm dünyada en yaygın GYO türü ise mülkiyet esasına dayanan GYO'lardır. Öz varlığa dayalı GYO, ipotekli GYO ve karma GYO olmak üzere üç başlıkta incelenebilir. Mülkiyete dayalı GYO'ları birbirinden ayıran faktör ise, GYO'ların portföylerinde bulunan gayrimenkul varlıkların mülkiyetine sahip olup olmamalarıdır.

Avrupa Birliği ülkelerine baktığımızda ise GYO'ların kurumsal yapılarının gelişmesiyle ilgili çaba gösteren EPRA (Avrupa Halka Açık GYO Birliği) kuruluşu karşımıza çıkmaktadır. EPRA Avrupa'daki GYO'ların üyelikleriyle kurulmuş, kâr amacı olmayan bir yapıdır. Avrupa Birliği ülkelerinde GYO'ların kurumsal yapılarını oluşturmak, etik kuralları belirlemek ve dünyadaki GYO'ların projeksiyonu ile ilgili belli tahminlerde bulunmak amaçlarıyla kurulmuştur. Almanya, İngiltere, Fransa, İspanya, Hollanda ve Belçika'daki GYO'ların kurumsallaşmayla ilgili adımları attıkları ve piyasalarının geliştiğini ancak çoğu Avrupa ülkesinin bu konuda ilerleme kaydetmediği görülmektedir. İfade edilen ülkelerdeki borsaya kote olan GYO'ların piyasa değerleri dikkate alınıp, Avrupa ülkelerinin toplamındaki borsaya kote GYO'ların piyasa değerleriyle kıyaslandığında bu ülkelerin yüksek bir ağırlığa sahip oldukları görülmektedir.

Asya-Pasifik ülkelerine bakıldığında pazarda en geniş paya sahip olan ülke Japonya'dır. GYO'ların toplam piyasa değerleri dikkate alındığında Avustralya, Singapur ve Hong Kong'un sırasıyla Japonya'yı takip ettiği görülmektedir. EPRA'nın 2019 Q2 verilerine bakıldığında gelişmekte olan Asya-Pasifik ülkelerinin en yüksek GYO piyasa değerlerine sahip ülkeleri ise sırasıyla Tayland, Malezya ve Çin olmuştur.

Bütün bu bilgiler ışığında Türkiye'de GYO'ların son dönemde dünya ekonomisinde yaşanan gelişimlerine bağlı olarak, etkinlik sağlayıp sağlayamadıklarını ölçebilmek, gayrimenkul ağırlıklı yatırım yapmak isteyen yatırımcılara GYO'ları

tanıtmak ve GYO'ların performanslarını etkileyen faktörleri inceleyerek yatırım kararlarına yardımcı olabilmek amacıyla bu çalışma ortaya konulmuştur.

Çalışmanın ilk bölümünde gayrimenkul ve gayrimenkul yatırım ortaklıklarıyla ilgili temel kavram ve bilgiler aktarılmıştır. Bu bölümün içerisinde; Gayrimenkul kavramı, gayrimenkulün ekonomideki yeri, gayrimenkul piyasaları ve etkin piyasalardan farkları, gayrimenkul çevrimleri, gayrimenkul için finansman kaynakları, gayrimenkul yatırım ortaklıklarının genel tanımı ve amacı, GYO'ların türleri ve örgütlenme şekilleri, GYO'ların yatırımcı ve şirket açısından avantaj ve dezavantajları ortaya konulmuştur.

İkinci bölümde dünyada ve Türkiye'de GYO'ların tarihsel gelişim süreçlerine değinilmiş ve Türkiye'deki GYO'ların SPK mevzuatı çerçevesinde işleyişi, faaliyetleri ve sınırlamaları ele alınmıştır.

Üçüncü bölümde GYO'ların finansal tablolarındaki verilerle elde edilen performans kriterleri açıklanmıştır. Bunlar mali yapı oranları, likidite oranları, kârlılık oranları ve hisse senedi performans oranları olmak üzere dört başlıkta detaylandırılmıştır.

Dördüncü bölümde borsada işlem gören GYO'ların performanslarını etkileyen faktörler panel veri regresyon analizi yöntemiyle incelenmiştir. Çalışmada 2010 Q1-2019 Q2 dönemleri dikkate alınmış ve GYO'ların finansal tabloları kullanılmıştır. Bu bölümde e-views 10.0 sürümü ve stata 13.0 sürümünden yararlanılmıştır.

## 1. BÖLÜM

### GAYRİMENKUL VE GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI İLE İLGİLİ TEMEL KAVRAM ve BİLGİLER

#### 1.1. Gayrimenkul Kavramı

Gayrimenkul kelimesi; başka, yabancı anlamını taşıyan “gayr” sözcüğüyle, taşınmış, nakledilmiş manasını taşıyan “menkul” sözcüğünün birleşimidir. Kelimeye “taşınmaz mal” denilmesinin sebebi budur.<sup>1</sup>

En sade biçimde gayrimenkul, fiziksel olarak arazi ve arazinin üzerine inşa edilmiş yapılardır. Oturmaya elverişli konut tipi yapılar ve oturmaya elverişli olmayan yapılar olmak üzere iki ayrı başlıkta düşünülebilir. Oturmaya elverişli olmayan yapıların örnekleri aşağıdaki gibidir;<sup>2</sup>

- Ticari Yapılar (Alışveriş Merkezi, Ofis)
- Sıhhi ve Sosyal Yapılar (Kreş, Hastane)
- Sınai Yapılar (İmalathane, Fabrika)
- İdari Yapılar
- Dini Yapılar
- Yerleşme imkânı olmayan Tarla ve Arazi

Mülkiyet kavramı kökeni Arapçadan gelen “mülk” kelimesinden türemiş olup, bir şeyin hüküm ile zaptı, siyasi iktidar ve saltanat gibi anlamları da vardır.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Şükrü KIZILOĞLU ve Diğerleri, **Gayrimenkul Rehberi**, 10. Baskı, Ankara: Yaklaşım Yayıncılık, 2013, s.38.

<sup>2</sup> Frank J. FABOZZI, Franco MODIGLIANI, **Mortgage and Mortgage-Backed Securities Markets**, Harvard Business School Press, Boston, 1992, ss.15-18 Aktaran: Ali HEPŞEN, **Gayrimenkul Piyasaları ve Finansmanı**, 1. Baskı, İstanbul: Literatür Yayıncılık, 2010, s.3.

<sup>3</sup> Fahri DEMİR, **İslam Hukukunda Mülkiyet Hakkı ve Servet Dağılımı**, 5. Baskı, Ankara: Diyanet İşleri Başkanlığı Yayınları, 2012, s.118.

Mülkiyet kavramının soyut ve statik olması nedeniyle, kavramın genel tanımı yapılamamış, kavramın tam olarak ne ifade ettiği ortaya konulamamıştır.<sup>4</sup>

Mülkiyet, Medeni Yasa'nın 618. Maddesi hükmü ile genelde eşya hukukuna egemen olan temel kurallara dayanılarak "eşya üzerine, eşyanın sahibi olan özel ve tüzel kişilere tanınan ve en geniş yetkileri içeren aynı bir hak" olarak ifade edilebilir.<sup>5</sup>

Gayrimenkul durağan malları yani bir diğer deyişle bir yerden bir yere taşınma olanağı bulunmayan malları ifade eder.

Gayrimenkul mülkiyetinin konusunu;

- Arazi
- Tapu kütüğüne ayrı sayfaya kaydedilen bağımsız ve sürekli haklar
- Kat mülkiyeti kütüğüne kayıtlı bağımsız bölümler oluşturur.

Bu bölümler Medeni Kanun' un 704. Maddesine göre yukarıdaki şekilde tanımlanmıştır. Madde metninde gayrimenkul ifadesi "mal ve haklar" olarak karşımıza çıkmaktadır. Kat mülkiyeti kanununda ise, ilaveten gayrimenkul mükellefiyeti "Kat mülkiyetinin ve kat irtifakının niteliği" başlığıyla üçüncü maddede şu şekilde tanımlanmıştır: "Kat mülkiyeti, arsa payı ve ana gayrimenkuldeki ortak yerlere bağlantılı özel bir mülkiyettir." Medeni kanunun 704. Maddesinde sayılan müstakil ve daimî haklar, gayrimenkul değil, sürekli ve bağımsız nitelikte olan irtifak haklarındandır.<sup>6</sup>

### 1.1.1. Gayrimenkul Piyasası ve Aktörleri

Gayrimenkul piyasası, yarattığı katma değer ve istihdam açısından ülkemiz ekonomisine büyük katkılar sağlamıştır. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde de benzer katkıyı yarattığını söylemek mümkündür. Yıllar içinde gayrimenkul talebi

<sup>4</sup> Rona SEROZAN, **Mülkiyet Hakkının Özü, İşlevi ve Sınırları**, Prof. Dr. Ümit Doğanay'ın Anısına Armağan I, İstanbul: Fakülteler Matbaası, 1982, s.240.

<sup>5</sup> Ahsen COŞAR, Mülkiyet Kavramı ve Çeşitleri, **Ankara Barosu Dergisi**, 1985, Sayı. 3, <http://www.ankarabarusu.org.tr/siteler/ankarabarusu/tekmakale/1985-3/6.pdf>, (27/02/2018), s.504.

<sup>6</sup> KIZILOĞLU ve Diğerleri, **a.g.e.**, ss.38-39.

artmıştır. Nüfus artışı, kentleşme, gelir artışı ve kültürel değişimler gibi faktörler gayrimenkule olan talebi etkilemiştir. Ülkemizdeki gelişmeler sonrasında gayrimenkul piyasasının finansman konusundaki kurumsal çerçevesinin önem kazanmasıyla 06/03/2007 tarihinde 26454 sayılı Resmî Gazete 'de "5582 Karar Sayılı Konut Finansmanı Sistemine İlişkin Çeşitli Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun" yayınlanmıştır.<sup>7</sup>

Taşınmazların para gibi başka bir varlıkla değiştirmek isteyen bireylerin, karşılıklı etkileşim içinde oldukları piyasa türüdür. Taşınmaz piyasasını, taşınmazın türüne veya kullanım alanına göre sınıflandırmak mümkündür. Konut piyasası, ticari piyasa, sanayi piyasası, tarımsal piyasa ile özel amaçlı otel – turizm gibi piyasa çeşitleri, taşınmaz piyasasının alt ayrımlarını oluşturur.

Gelişmekte olan ülkelerle, gelişmiş ülkeler karşılaştırıldığında konut piyasası farklı anlamlarda kullanılmaktadır. Ancak her ikisinde de çok önemlidir. Kazançlı bir yatırım aracı olarak görülebilmekte ve altının da alternatifi olarak karşımıza çıkmaktadır. Literatürde ise normal bir mal olarak görülmüş, etkilerinin de çok üzerine düşülmemiştir. Bankacılık sektörüyle olan yakın bağı nedeniyle, para politikasından da etkilenir ve ekonomide önemli bir yeri vardır. Bu da gerçekleşen bir krizin derinliğini arttırmakta ve etkilerini güçlendirmektedir.<sup>8</sup>

Alicılar, satıcılar, emlak komisyoncuları, değerlendirme şirketleri, kiraya verenler, kiralayanlar, müteahhitler, proje geliştirici firmalar, inşaat firmaları, yatırımcılar, reklamcılar, belediyeler, bankalar, özel finans kuruluşları, Milli Emlak Genel Müdürlüğü, TOKİ gibi kuruluşlar taşınmaz piyasasının aktörleri konumundadır. Taşınmaz pazarında arz, göreceli olarak esnek olmadığından, taleplerdeki değişimlere tepki vermesi zaman alır. Başka bir ifadeyle, bu piyasalarda arzın talebe etkisi, göreceli olarak yavaş olduğundan, fiyatı belirleyen daha çok talep boyutu olmaktadır. Taşınmaz piyasasında nitelik ve çeşitlilik yüksek olmasına rağmen, pazarlama işlemi uzun zaman

<sup>7</sup> Devlet Planlama Teşkilatı (DPT), **VIII. Beş Yıllık Kalkınma Planı Konut Özel İhtisas Komisyonu Raporu (2001-2005)**, Ankara, 2001, s.58 Aktaran: HEPŞEN, **a.g.e.**, s.97.

<sup>8</sup> E. SANER, "Türkiye'de Konut Piyasasının Belirleyicileri: Ampirik Bir Uygulama", (**Yayınlanmamış yüksek lisans tezi**, Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2008), s.26 Aktaran: Rüştü YAYAR ve Deniz GÜL, "Mersin Kent Merkezinde Konut Piyasası Fiyatlarının Hedonik Tahmini", **Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 2014, Cilt. 14, Sayı. 3, <https://easiv.anadolu.edu.tr/xmlui/handle/11421/1467>, (09/04/18), s.88.



gerektirdiğinden, likidite de düşük kalır. Diğer taraftan, taşınmazların sürümü düşük olduğundan, yapılan yatırımdan ancak uzun dönemde getiri sağlanabilir. Bu nedenle bir taşınmazın bir an önce elden çıkarılmak istenmesi durumunda, düşük bir bedele razı olunması gerekebilir.

### **1.1.2. Gayrimenkul Piyasası Özellikleri ve Etkin Piyasalarla Karşılaştırılması**

Gayrimenkul piyasalarıyla diğer piyasaların benzer birtakım özellikleri mevcuttur. Ancak diğer piyasalardan farklı olarak kendine özgü özellikler de taşır. Bu nedenle etkin piyasalarla, gayrimenkul piyasası arasındaki farklar aşağıda karşılaştırılmış ve farkları ortaya konulmuştur.

1- Etkin (Tam rekabet) piyasalarda mal ve hizmetler homojen olduğundan birbirleriyle ikamesi kolaydır. Birbirine yakın iki arsanın özelliklerinin hiçbir zaman tam olarak aynı olmamasıysa, taşınmaz piyasalarını etkin piyasalardan ayırır.

2- Etkin piyasalarda mal ve hizmetlerin nitelikleri birbirine benzer olduğu için fiyatlar nispeten istikrarlı ve düşüktür. Taşınmaz piyasalarında ise fiyatın düşük olamamasının nedeni birçok işlemde ipotekli kredi kullanılmasıdır. Bunun yanında ücret seviyesi, demografik yapısı, işsizlik ve satın alma gücü de fiyatı etkileyen diğer faktörlerdendir.

3- Etkin piyasalarda, piyasa katılımcısının çok olması, serbest bir piyasa yaratır. Bu da rekabetin çok yoğun olması demektir. Hiçbir katılımcı fiyatı doğrudan etkileyemez. Buna karşın taşınmaz piyasalarında ise belli bir zamanda, belli bir taşınmaz ile belli bir fiyat aralığında ilgilenen genellikle az sayıda alıcı ve satıcı vardır. Bu nedenle bireysel alıcı ve satıcılar fiyatı etkileyebilme gücüne sahip olabilirler.

4- Etkin piyasalarda devletin piyasa üzerindeki kısıtlaması oldukça azdır. Taşınmaz piyasalarında ise durum böyle değildir. Alım, satım, taşınmaz sahipliği konusunda birçok kısıtlama mevcuttur. Kredi olanaklarının kolaylaştırılması ya da zorlaştırılması piyasayı doğrudan etkileyebildiğinden örnek olarak verilebilir.

5- Etkin piyasalarda rekabetin olması fiyatı denge seviyesine yakın noktada tutar. Yani arz ve talep denge seviyesine yakındır. Taşınmaz piyasalarında ise denge noktasına ender ulaşılır. Yani arz ve talep dengelenmeye çalışır. Ayrıca, bir taşınmazın arzı, piyasa talebi ile hemen karşılanamaz.

6- Etkin piyasalarda alıcı ve satıcılar tam bilgiye sahiptir. Bu da arz olunca, talebin değişebileceği anlamını taşır. Piyasadakilerin davranışı, ürün kalitesi, geçmiş veriler gibi birçok faktör bunu etkiler. Taşınmaz piyasalarında ise her zaman tam bilgi olmadığından, az sayıda katılımcı piyasa hakkında tecrübeye sahiptir denilebilir.

7- Etkin piyasalarda bilgiye ulaşım kolaydır. Taşınmaz piyasasında ise zordur.

8- Etkin piyasalarda organize olmuş bir piyasa mevcuttur ve katılımcılar kolay bir şekilde bir araya gelirler. Taşınmaz piyasalarında ise organize bir piyasa yoktur. Bu da katılımcıların bir araya gelmesini zorlaştırır.

9- Etkin piyasalarda malların yer değiştirmesi mümkündür. Gayrimenkulde ise yer değişimi mümkün olmadığından, ortaya çıkan talep, ancak aynı yerdeki arz ile karşılanabilir.

10- Etkin piyasalarda fiyat dışsal ekonomik faktörlerden çok az etkilenir. Taşınmaz piyasalarında ise fiyat üzerinde büyük ölçüde etkisi vardır.<sup>9</sup>

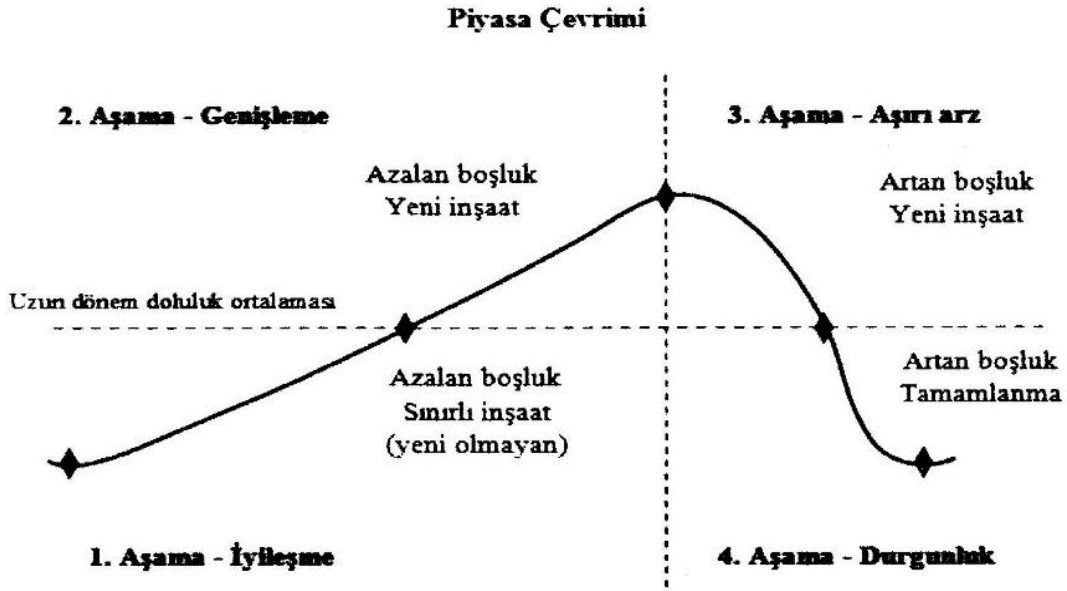
### **1.1.3. Gayrimenkul Piyasa Çevrimleri (Döngüleri)**

Konjonktür ekonomide döngü; daralma ve büyüme dönemlerinin dönüşüm içinde yaşanmasını yansıtır. Bu dönemler dört süreçten oluşmakta olup; tepe, daralma, dip ve genişleme dönemi olarak adlandırılır. Makro düzeyde GSMH’de en az altı ay süren azalışa, daralma/durgunluk denilirken, çok daha uzun süreli, şiddetli daralma dönemleri bunalım/depresyon şeklinde tanımlanır. Döngüsel piyasa özelliği sadece ekonomide değil, ticari gayrimenkullerde de görülür. Bu döngünün de dört aşaması

---

<sup>9</sup> Mehmet DOĞAN, **SPF Gayrimenkul Değerleme Esasları**, 1.Baskı, Ankara: Pelikan Yayıncılık, 2017, ss.24-25.

vardır. Bunlar; iyileşme, gelişme, yüksek seviyeli arz ve durgunluktur. Aşamaların hareketi Şekil 1’de gösterilmiştir. Sürekli ve dalgalıdır.<sup>10</sup>



Şekil 1. Piyasa Çevrimleri

Kaynak: <https://www.crowdstreet.com/education/article/four-phases-real-estate-cycle/> Aktaran: Harun TANRIVERMİŞ, Gayrimenkul Değerleme Esasları Lisanslama Sınavları Çalışma Kitapları, Ankara, 2017, (26/04/19), s.355.

**İyileşme Aşaması (1. Aşama):** Piyasada durgunluğun olduğu söylenebilir. Bu dönemde talep, kiralama hızı, doluluk oranları düşük hatta en alt seviyeye yakın olur. Genelde yeni inşaatlar devam etmemektedir. Enflasyon oranı, kira artış hızının üstünde seyretmektedir. Bu dönemde toparlanmanın başlangıcını öngörebilmek zordur. İyileşme aşaması, döngünün alt kısmıdır.

**Genişleme Aşaması (2. Aşama):** Makro ekonomi açısından, GSYİH büyümesinin normal düzeye döndüğü dönemdir. Bu dönemde işe alımlar artar. Artan alan talebi açısından yükseliş eğilimindedir. Doluluk oranı, kiralar artar. Kiralar, yeni inşaatları teşvik edecek düzeyde artar hatta aşırı artışların görülmesi de mümkündür. Arz ve talep dengesinin en yüksek noktasına bu dönemde ulaşılır. Bu noktaya

<sup>10</sup> Harun TANRIVERMİŞ, Gayrimenkul Değerleme Esasları Lisanslama Sınavları Çalışma Kitapları, Ankara, 2017, [https://www.spl.com.tr/spl/eep/Specific/OEP/Upload/SINAV/CalismaNotlari/MKT\\_31%20Aral%C4%B1k%202017/1014-Gayrimenkul%20Değerleme%20Esaslar%C4%B1\\_31122017.pdf](https://www.spl.com.tr/spl/eep/Specific/OEP/Upload/SINAV/CalismaNotlari/MKT_31%20Aral%C4%B1k%202017/1014-Gayrimenkul%20Değerleme%20Esaslar%C4%B1_31122017.pdf), (26/04/19), s.354.

‘‘dalganın tepesi’’ denir. Geliştirme faaliyetlerinin, toparlanma aşamasına geri dönmeye başladığı dönemdir.

**Aşırı Arz Aşaması (3. Aşama):** Çevrim dalgasında, arz ve talep arasındaki denge çokça aşılır. Bunun sebebi boşluk arzının olması gerekenden fazla olması, talebin geri çekilmesi ya da ekonomide gerçekleşen değişikliğin sebep olduğu aşırı büyüme olabilir. Artan boşluklarla işaretlenen, aşırı arzdır. Kira artışı olumludur fakat düşük seviyelerde olabilir.

**Durgunluk Aşaması (4. Aşama):** Arz, talebin çok üzerindedir. Bu da boşluk oranlarını yüksek bir seviyeye taşır. Kira artışları olumsuz etkilenir ya da artış enflasyonun altındaki seviyelerde olur. Kira indirimi benzeri imtiyazlar bu dönemde sıkça kullanılır. Kiracıların teşviki amaçlanır. İnşaat sektöründe hareketlilik, gayrimenkul arzı, demografik yapısı, finansman için kredi varlıkları, nüfus, faiz oranları, alıcı ve satıcı tutumlarındaki değişiklikler, gayrimenkul çevrimini tanımlar. Makro ekonomideki değişiklikler, inşaat ve gayrimenkul alt sektörlerini hızla etkiler. Çevrimde, yatırımları etkileyen en önemli faktör arz ve taleptir. Alım satımın zamanı, yatırımın bir değerine tercih edilmesi ve yatırım tercihi konularında arz talep düzeyi önemlidir.<sup>11</sup>

#### 1.1.4. Gayrimenkul İçin Finansman Kaynakları

Gayrimenkul finansmanında en sık kullanılan kaynak; kişilerin bireysel birikimleri, işletmelerin öz kaynakları ve şirket fonları olarak karşımıza çıkmaktadır. Ticari bankalar; halktan mevduat şeklinde topladıkları kaynakları, uluslararası bankalardan elde ettikleri fonları, tahvil ve menkul kıymetleştirme yoluyla edindikleri fonları reel sektör ve çoğunlukla gayrimenkul sektörünü fonlamada kullanırlar. Bu fonlar gayri nakdi teminat mektubu, nakdi inşaat ve köprü kredileri şeklinde kullanılabilir. Uzun vadeli fonlamalarda da konut kredilerini fonlanma, ticari gayrimenkul ve arsa alımı için fonlanma ya da proje finansmanı yolu ile uzun dönemli proje geliştirme faaliyetlerini finanse etmek mümkündür.

---

<sup>11</sup> TANRIVERMİŞ, a.g.e., s.355.

Borçlanma yoluyla finansmanda, yüksek sermaye maliyeti sebebiyle proje finansmanını sağlamadan gerçekleştirmek hem çok fazla risk almayı hem de daha fazla proje tamamlayarak daha az riskle daha fazla proje tamamlamayı sağlar. Gayrimenkul sektöründe önemli bir yeri vardır.

Öz sermaye yoluyla finansmanda ise, yatırımcılar firmaya sermaye yoluyla fon temin eder ve koyduğu sermaye ile orantılı olarak firmanın hisse senetlerine sahip olur. Sermaye yatırımı; adi hisse senedi, imtiyazlı hisse senedi ya da varantlar yoluyla yapılabilirler.

Varlıkları öz kaynak ile satın almak veya borçlanma yoluyla almak yerine, iş makineleri, gayrimenkuller, ofis araçları gibi birçok varlık kiralama yoluyla da işletmede kullanılabilir. Burada maliyet görece yüksektir ancak vergi avantajı da vardır.<sup>12</sup>

Özetle sermaye kaynakları, borç ve öz kaynak yatırımcıları olmak üzere ikiye ayrılır. Borç yatırımcıları genelde bono ve ipotek kredisi kullanarak anapara geri ödemesini ve belli bir getiriye ön planda tutarlar. Pasif ve tutucu yatırımcılardır. Öz kaynak yatırımcılarıysa genelde risk alırlar ve agresiftirler. Risk sermayesi, öz kaynak yatırımcılarının kullandığı fonlara denir.

Bu iki farklı yatırım çeşidinin, birbirinden farklı yatırımcıları olur. Faiz, anapara geri dönüşüyle ilgilenen, borç yatırımcılarıdır. Rakip getirileri belirleyen tahvil, bono gibi sermaye piyasası araçlarıdır. Öz kaynak yatırımcılarına cazip gelen, her kaynaktan dolar getirisi olan öz kaynak getirisi. Burada ise rakip getirileri belirleyen para piyasasıdır. Hisse senedi borsası, en büyük öz kaynak piyasasıdır. Borç ve öz kaynak yatırımcıları aşağıdaki gibi sıralanabilir;<sup>13</sup>

### **Öz kaynak yatırımcıları**

#### **1- Bireysel yatırımcı**

<sup>12</sup> BERK, a.g.e., ss.87-93.

<sup>13</sup> Dega Emlak Kursu, **Gayrimenkul Piyasaları**,  
<https://www.degaemlakkursu.com/uploadklasor/gayrimenkulpiyasalari.doc>, (27/04/18), ss.7-8.

## 2- Tröst;

*‘‘Bir malvarlığını ya da parayı bir başkasının nam ve hesabına en iyi şekilde yönetmek ve değerlendirmek üzere yasal yetkili olarak kurulmuş olan ve yediemin tarafından yönetilen kurum.’’<sup>14</sup>*

Bu fonlar mahkemeler tarafından kurulabileceği gibi, bir amacın gerçekleştirilmesine yönelik olarak kişiler tarafından da kurulabilir. En önemli örnekleri yatırım fonları, emeklilik fonları ve yatırım ortaklıklarıdır. Gayrimenkul yatırım tröstleri ise, pozisyonunu yatırımcı olarak korumak isteyen küçük yatırımcının fonlarının oluşturduğu havuzu ifade etmektedir.

3- Ortaklıklar; bir işi ortak yapıp, kar ve zararı bölüşmek amacıyla iki veya daha fazla kişinin yaptığı iş anlaşmasına denir.

4- Sendikasyon; Özel veya kamu kurumları arasında gerçekleşebilir. Gayrimenkul projelerini geliştirmek, ortak bir iş yapmak, satın almak amacıyla fonlarını bir havuzda birleştiren ortaklıklara denir.

## 5- “Joint Venture”;

*‘‘Girişimde ortaklık. Büyük bir projenin başarılması için birden fazla şirketin bir araya gelerek sadece bu projenin inşası amacıyla kurdukları ve iş bitiminde dağılacak olan ortak girişim.’’<sup>15</sup>*

6- Emekli fonları; İşveren ve çalışan tarafından ödenen emeklilik primler yediemine yatırılır. Bu primlerin gelecekte emeklilere plan dahilinde ödenmesi amacıyla ve güvenilir yatırımlarla primleri değerlendirme hedefi olan fonlara ‘‘emekli fonları’’ denir. Ayrıca gayrimenkul fonlamasının da en önemli bir kaynağı diyebiliriz. Bu durumda yedieminler, uzun dönemli yatırımları araştırmak zorundadır.

## 7- Hayat sigortası şirketleri

8- Uluslararası fonlar; finansal kuruluş, yabancı şahıs, hükümetler ve emeklilik fonlarından gelen öz kaynak fonlarına denir.

<sup>14</sup> Feryal Orhon BASIK, **Ansiklopedik Muhasebe ve Finans Terimleri Sözlüğü**, 1.Baskı, İstanbul: Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, 2011, s.741.

<sup>15</sup> BASIK, **a.g.e.**, s.449.

## **Borç Fonları;**

1- Ticari bankalar

2- Hayat sigorta şirketleri; Geliri olan mülklere uzun vadeli ipotek (Alışveriş merkezi, ofis binası vb.)

3- İkincil ipotek piyasaları; Hükümet ya da özel şirketler vesilesiyle yaratılabilir. Amaç, mevcut ipoteklerin alım satımı ve özel kesim borç verenlerin likiditesini arttırmaktır. İpotek, birincil borç verenden alınır. Böylece yeni kredi kullandırabilme olanağı söz konusu olur.

4- Kredi birlikleri ve tasarruf

### **1.1.5. İnşaat ve Gayrimenkul Sektörünün Ekonomideki Rolü**

Ekonomi, sınırsız insan ihtiyaçlarının sınırlı kaynaklarla karşılanması konularını inceler. Gayrimenkul ekonomisi ise makro ve mikro analizler kullanılarak; ulusal, uluslararası, bölgesel ve ilgili çevrenin, gayrimenkul değerlerini nasıl etkilediği tespit etmeye çalışır. Makro iktisatta ekonominin bütünü, mikro iktisatta ise firma, tüketici, endüstri vb. özel iktisat konuları değerlendirilir. Ekonominin lokomotifi konumunda olan gayrimenkul sektörünün de gayri safi milli hasıla (GSMH) içerisindeki büyük payı göz önünde bulundurularak, özel bir incelemeye tabi tutulmalıdır.<sup>16</sup>

İnşaat sektörünün büyümeye katkı sağlayan diğer sektörlerle, geniş ve yoğun bir bağı vardır. Sektörün ekonomi için bu denli önemli olmasının en temel nedeni de budur. 250’den fazla alt sektörle ilişkilendirebileceğimiz inşaat sektörü diğer mal ve hizmetlerin üretilmesi için gereken alt yapıyı sağlar. Aynı zamanda bu mal ve hizmetlerin üretiminde önemli bir girdi olarak kullanılır. Bununla birlikte ülke istihdamına yaptığı katkı da çok büyüktür. Yoğun emek gücüne ihtiyaç duyulması

---

<sup>16</sup> Cem BERK, **Gayrimenkul Yatırımlarının Yönetimi**, 1.Baskı, İstanbul: Beta Basım Yayın, 2012, s.7.

işçilere çalışma ortamı sağlarken, aynı zamanda yoksulluğa karşı bir önlem fonksiyonu olarak da karşımıza çıkar.<sup>17</sup>

Sektör bina ve bina dışı inşaat faaliyetlerinden oluşur. Kullanılan girdi ve istihdama katkısı dikkate alındığında iktisadi olarak en güçlü sektörlerden biridir. İnşaat sektörü ekonomik büyüme ve kalkınmada etkin bir rol oynamaktadır. İnşaat sektörünün nihai çıktıları liman, fabrika, yol, hastane, konut ve buna benzer yapıların tümü olarak karşımıza çıkar. Bu yapılara yatırım malları denir. Bu yapılar kendi işlevleri haricinde diğer mal ve hizmetlerin üretilmesine ve bir katma değer ortaya konulmasına yardımcı olmaktadır. Tüm dünyada olduğu gibi Türkiye’de de yatırım malı üreten en büyük sektörlerden bir tanesi inşaat sektörüdür.<sup>18</sup>

Hükümetlerin, ekonominin durgun olduğu dönemlerde birtakım teşviklerle ve yatırımlarla sektörün canlanmasını desteklediğini, ekonominin hızlı bir şekilde büyüdüğü dönemlerde de tersi hareketlerle yatırımlarını azaltmakta olduğunu görmek mümkündür. Yani sektördeki büyüme ve daralmanın ekonomiyi olumlu ya da olumsuz olarak etkilediğini ve ekonomik dalgalanmalarda hükümetler tarafından dengeyi sağlamada kullanılan bir araç olduğunu söylemek yanlış olmaz. Sektörde talebi etkileyen başlıca faktör ekonomideki belirsizliktir. Talebin baskılanması ve üretimde devamlılığının sağlanamıyor olması sabit sermaye yatırımlarını da azaltır. Böyle bir durumda üretici varlıklarını sürekli olarak likit tutmaya çalışır ve sabit sermaye yatırımları azalır.<sup>19</sup>

İnşaat sektörünün kapsamı gayrimenkul sektöründen çok daha geniştir. Ancak gayrimenkul sektörü de inşaat sektöründen bağımsız düşünülemez.

Ekonominin önemli bir unsuru olan gayrimenkul ve özellikle de konut yapımı ekonomik krizlerle oldukça sık bir şekilde ilişkilendirilir. Aslında bu krizlere neden olan

---

<sup>17</sup> Bahadır DALKILIÇ, Mustafa AŞKIN ve Dalfin Finansal ve Kurumsal Çözümler, “Gayrimenkul ve Konut Sektörüne Bakış”, **Emlak Konut GYO Raporu**, Haziran 2016, <http://www.emlakkonut.com.tr/Assets/Upload/Images/file/2016-Haziran-Konut-Raporu.pdf>, (01/08/2019), s.57.

<sup>18</sup> M. Cüneyd DÜZYOL, “Türkiye’de Bina İnşaatı Sektörü ve 1990-2010 Dönemi Bölgesel İhtiyaç Tahmini”, (Uzmanlık Tezi, Devlet Planlama Teşkilatı, 1997), s.7.

<sup>19</sup> Vedat KAYA, Ömer YALÇINKAYA ve İbrahim HÜSEYNİ, “Ekonomik Büyümede İnşaat Sektörünün Rolü:Türkiye Örneği (1987-2010)”, **Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, 2013, Cilt. 27, Sayı. 4, s.151.



gayrimenkul sektörü değil, yapılan yanlış risk politikalarıdır. Gelişmekte olan ülkelerde merkez bankası rezervleri ekonomik istikrar ve konut sektörünün gelişimi konularında oldukça önemli bir unsur olarak karşımıza çıkar. Firmaların iflas etmesi de ekonomik refah düzeyini azaltarak, konut yapacak hissedarların zarar görmesine ve sektörün olumsuz etkilenmesine neden olur.<sup>20</sup>

Gayrimenkul ve inşaat sektörünün genel itibariyle ülkenin ekonomik durumundan etkilenme şekli ve nedenleri benzerdir. Ve bu iki sektörün ekonomi için önemi tartışılmazdır. Gayrimenkul sektörü de kendi içinde de alt sektörlere ayrılmaktadır.

## **1.2. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ile İlgili Temel Kavramlar**

Gelişmiş ve özellikle gelişmekte olan ülkelerin ekonomileri büyürken, yapılan yatırımları finanse edebilmek amacıyla yeni kaynaklara ihtiyaç duyulmuştur. Bu kaynak ihtiyacı hem finans piyasalarının hem de sermaye piyasalarının önünü açmıştır. İktisadi gelişmelerle birlikte çeşitli finansal mühendislik ürünleri ortaya çıkmış ve kabul gören finansal ürünler ile ürün pazarları için birçok düzenleme yapılmıştır. Gayrimenkule dayalı araçlar da düzenlemesi yapılan bu tür ürünler arasındadır.

Gayrimenkul likit özelliği az olan bir varlık olarak karşımıza çıkar. Yani ihtiyaç halinde nakde çevrilmesi zordur. Gayrimenkuller, gayrimenkul yatırım ortaklıkları sayesinde menkulleşerek likit özelliklerini de arttırmış olurlar. Ayrıca gayrimenkul değerlerinin yüksek olması nedeniyle, yatırımlarını bu alanda gerçekleştiremeyen bireysel yatırımcıları da hisseleri oranında kazançlarına ortak edebilmiş olurlar.

GYO'lar kurumsal bir yatırım aracıdır. Sermaye piyasalarında derinliğin artırılması, kayıt dışı giderlerin önlenmesi gibi nedenlerle ülkemizde olduğu gibi birçok ülkede de vergi avantajlarıyla teşvik edilen bir şirket modelidir.<sup>21</sup>

---

<sup>20</sup> BERK, a.g.e., s.9.

<sup>21</sup> BERK, a.g.e., s.175.

### 1.2.1. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Tanımı, Amacı ve Faaliyet Konusu

Sermaye piyasalarında, bir gayrimenkule veya birden çok gayrimenkulden oluşan bir havuza müştereken, küçük birikimlerle yatırım yapılabilmesine imkân veren dolaylı yatırım imkânları geliştirilmiştir. Bunlardan birisi olan gayrimenkul yatırım ortaklığı genel olarak; gayrimenkullere, gayrimenkul projelerine, gayrimenkule dayalı haklara, altyapı yatırım ve hizmetlerine, kısmen sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilen, kazançlarından ortaklarına temettü yoluyla pay dağıtan portföy işletme şirketleri olarak tanımlanabilir.<sup>22</sup> Sermaye piyasası mevzuatında ise GYO şu şekilde tanımlanmıştır;<sup>23</sup>

*“Gayrimenkul yatırım ortaklığı, bu Tebliğ ile belirlenmiş usul ve esaslar dahilinde, gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri, gayrimenkule dayalı haklar, altyapı yatırım ve hizmetleri, sermaye piyasası araçları, Takas bank para piyasası ve ters repo işlemleri, Türk Lirası cinsinden vadeli mevduat veya katılma hesabı, yabancı para cinsinden vadeli ve vadesiz mevduat veya özel cari ve katılma hesapları ile iştirakler ve Kurulca belirlenecek diğer varlık ve haklardan oluşan portföyü işletmek amacıyla paylarını ihraç etmek üzere kurulan ve Kanunun 48 inci maddesinde sınırı çizilen faaliyetler çerçevesinde olmak kaydı ile bu Tebliğde izin verilen diğer faaliyetlerde bulunabilen sermaye piyasası kurumudur.”*

Ortaklıklar; altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşan bir portföyü yönetiyorlarsa, münhasıran bu faaliyette bulunabilmek için kurulmaları ya da dönüşmeleri gerekmektedir. Ortaklık esas sözleşmesinde bu hükmün bulunması zorunlu olup, altyapı yatırım ve hizmeti ile ilişkili olmayan gayrimenkul, gayrimenkul projeleri, gayrimenkule dayalı haklara yatırım yapamazlar.<sup>24</sup>

Getiri kapasitesi fazla olan gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı projelere yatırım yapmak, portföyde yer alan gayrimenkullerden kira ve alım satım kazancı sağlamak gayrimenkul yatırım ortaklıklarının en temel amacıdır. Elindeki varlıklardan kazanç elde etmiş olan gayrimenkul yatırım ortaklıkları, bu kazancı yıl sonunda, ortaklarına, SPK’nın da düzenlemeleri kapsamında temettü yoluyla

<sup>22</sup> Kürşat TUNCEL, **Profesyonel Gayrimenkul Yatırımı**, Yenilenmiş 4. Baskı, İstanbul: Ceres Yayınları, 2018, s.315.

<sup>23</sup> Sermaye Piyasası Kurulu, **Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (III.48) Madde 5**, <http://mevzuat.spk.gov.tr/>, (07/08/19). (23/1/2014 Tarihli ve 28891 Sayılı Resmî Gazetede bu maddeyle ilgili değişiklik yayınlanmıştır.)

<sup>24</sup> Turgay MÜNYAS, “Sermaye Piyasası Kurumları”, Turgay MÜNYAS (Ed.), **Finansal Piyasalar ve Kurumlar**, (163-232), Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım, 2016, s.173.

aktarabilmektedir. Yatırımcılar için, gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı yatırımlar psikolojik açıdan güven unsuru oluşturur. Çeşitlendirmeyeyle riskin azaltılabiliyor olması, yatırımın borçlanma yoluyla finansmanının gerçekleştirilebiliyor olması, varlık ve hakların periyodik olarak rayiç değerlerinin tespiti bu yatırımları cazip kılar. Bu sistemde gayrimenkulün kendisinden ziyade, ona yatırım yapan bir şirketin paylarının alınması, yatırımının likidite sorununu ortadan kaldırmaktadır.<sup>25</sup>

Ortaklıklar; Tebliğin üçüncü maddesinin birinci fıkrasının (I) bendinde belirtilen varlık ve haklardan oluşan portföyü işletmek amacı dahilinde kalmak şartıyla, belirli bir projeye veya gayrimenkule yatırım yapmak ya da belirli bir alanda faaliyet göstermek amacıyla kurulabileceği gibi, amaçlarında böyle bir sınırlama olmaksızın da kurulabilirler. Belli bir alanda faaliyet göstermek ya da belli bir projeye yatırım yapmak için kurulan ortaklıkların, aktif toplamalarının en az %75'i bu faaliyet kapsamında yapılan yatırımlardan ya da ilgili projelerden oluşur. Bu ortaklıkların unvanlarında ilgili faaliyet ya da projeye ilişkin ifade yer alır.<sup>26</sup>

### 1.2.2. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Avantaj ve Dezavantajları

Gayrimenkul yatırım ortaklığı şirketlerinin ve bu şirketlere yatırım yapan yatırımcıların bir takım avantaj ve dezavantajları vardır. Bu avantaj ve dezavantajlar aşağıdaki gibi özetlenebilir.<sup>27</sup>

#### Avantajları;

1- GYO şirketleri büyük projeleri gerçekleştirebilmek için ihtiyaç duydukları kaynak ihtiyacını çıkardıkları pay senetleri ile karşılayabilirler. Bu durumun yatırımcı açısından faydası, çok büyük projelere hisseleri oranında ortak olmaları ve normal

<sup>25</sup> Sermaye Piyasası Kurulu, “GYO ne iş yapar?”, <http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&menuid=16&pid=2>, (07/04/17), s.1.

<sup>26</sup> Sermaye Piyasası Kurulu, **Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (III.48) Madde 5**, <http://mevzuat.spk.gov.tr/>, (07/08/19).

<sup>27</sup> \* (23/1/2014 Tarihli ve 28891 Sayılı Resmî Gazetede ilgili maddeyle ilgili değişiklik yayınlanmıştır.) TSPAKB, “Dünyada Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları”, **Sermaye Piyasasında Gündem Dergisi**, Sayı. 109, Eylül 2011, [www.tspb.org.tr/wpcontent/uploads/2015/07/AIM\\_Yayin\\_ve\\_Raporlar\\_Aylik\\_Yayinlar\\_2011\\_gundem\\_201109.pdf](http://www.tspb.org.tr/wpcontent/uploads/2015/07/AIM_Yayin_ve_Raporlar_Aylik_Yayinlar_2011_gundem_201109.pdf), (02/08/2019), s.24.

şartlarda dahil olamayacakları büyüklükteki projelerden hisseleri oranında kâr elde edebilmeleri olacaktır.

2- GYO'ların vergi avantajları vardır. Kurumlar vergisinin tümünden istisna olduğu görülmektedir. Ayrıca kâr payı dağıtımlarında da gelir vergisinin stopaj oranı %0'dır. Sağlanan teşvikler sayesinde yaptıkları yatırımlarla sektörün gelişimine de katkı sağlamış olurlar.

3- Gayrimenkul piyasası likit özelliği düşük olan bir piyasadır. Yani istenildiği anda alınıp satılabilmesi zordur. GYO'lar gayrimenkule yatırım yaparak, gayrimenkul ağırlıklı yatırım yapmak isteyen yatırımcılara likit özelliği yüksek bir yatırım alternatifi sunmuş olur.

4- GYO'lar SPK'nın zorunlu tuttuğu değerlendirme işlemlerini düzenli bir şekilde yaptırarak, varlıkların gerçek değerlerini de ortaya koymuş olurlar. Şeffaflığın olduğu bir ortamda yatırımcıların GYO'lara güveni de artacaktır.

5- GYO portföyü uzmanlar tarafından yönetilir. Profesyoneller tarafından yapılan yatırımların getirisi yatırımcının bireysel yatırım kararlarından daha etkili olacaktır ve yatırımcılar GYO'lara yaptıkları yatırımlarla bu profesyonel yatırımlardan elde edilecek kâra hisseleri oranında ortak olacaklardır.

6- Gayrimenkule doğrudan yatırım yapmak istemeyenler veya yasal altyapı gereği yatırım yapamayan yabancı yatırımcılar, GYO vasıtasıyla sektöre yatırım yapabileceklerdir.

### **Dezavantajları;**

1- GYO getirilerini olumsuz yönde etkileyebilecek piyasa riskleriyle karşılaşılabilir. (Faiz oranı, enflasyon oranı vb.)

2- GYO'lar sıkı bir denetim sürecinden geçerler. Bunun en temel nedeni inşaat sektöründe kayıt dışı işlemlerle karşılaşılabilmesidir. Sıkı denetim süreçleri aynı zamanda işlemlerin uzamasına da sebebiyet verebilmektedir.

3- Her ülkede GYO mevzuatı ve yasal altyapıları değişiklik göstermektedir. Yatırımcı bu konuda dikkatli olmak zorundadır. Ayrıca yatırım yaparken gayrimenkul sektörünün performansını da göz önünde bulundurmalıdır.

4- GYO'ların vergi avantajları vardır ancak diğer inşaat şirketleriyle karşılaştırıldığında daha yüksek katma değer vergisi ödedikleri görülmektedir. Tüm ticari faaliyetleri katma değer vergisine (KDV) tabidir.

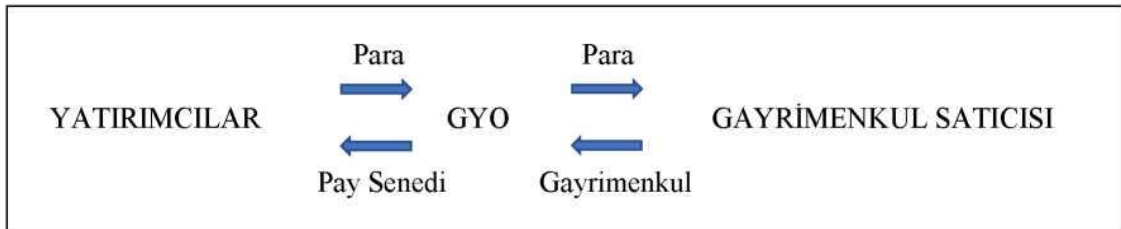
### 1.2.3. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Örgütlenme Şekilleri

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları örgütlenme biçimlerine göre üçe ayrılır. Bunlar; klasik GYO, tam şemsiye GYO ve eksik şemsiye GYO'dur.

#### 1.2.3.1. Klasik GYO

Bu modelde GYO gerçekleştirdiği faaliyetlerde herhangi bir iştirake gerek duymaz. Halka arz yoluyla yatırımcılardan topladığı kaynağı gayrimenkul projelerinin finansmanına aktarır ve karşılığında yatırımcılarına hisse senedi verir.<sup>28</sup>

Şekil 2'de de görüleceği gibi GYO yatırımcısından aldığı parayı, gayrimenkul satıcısına aktararak portföyüne gayrimenkul dahil eder. Aldığı para karşılığında da yatırımcısına hisse senedi verir. Bu modelde taraflar; yatırımcı, gayrimenkul satıcısı ve GYO'dur. Faaliyetleri, GYO'nun kendisi yürütür.



**Şekil 2. Klasik GYO**

**Kaynak:** A. Ender ÇOLAK ve Aşkın ALICI, **Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları: A'dan Z'ye**, 1.Baskı, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu, 2001, s.9.

<sup>28</sup> Özkan SUSAR, **Tüm Yönleriyle Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları**, 1. Baskı, Ankara: Adalet Yayınevi, 2004, s.25.

### 1.2.3.2. Tam Şemsiye GYO

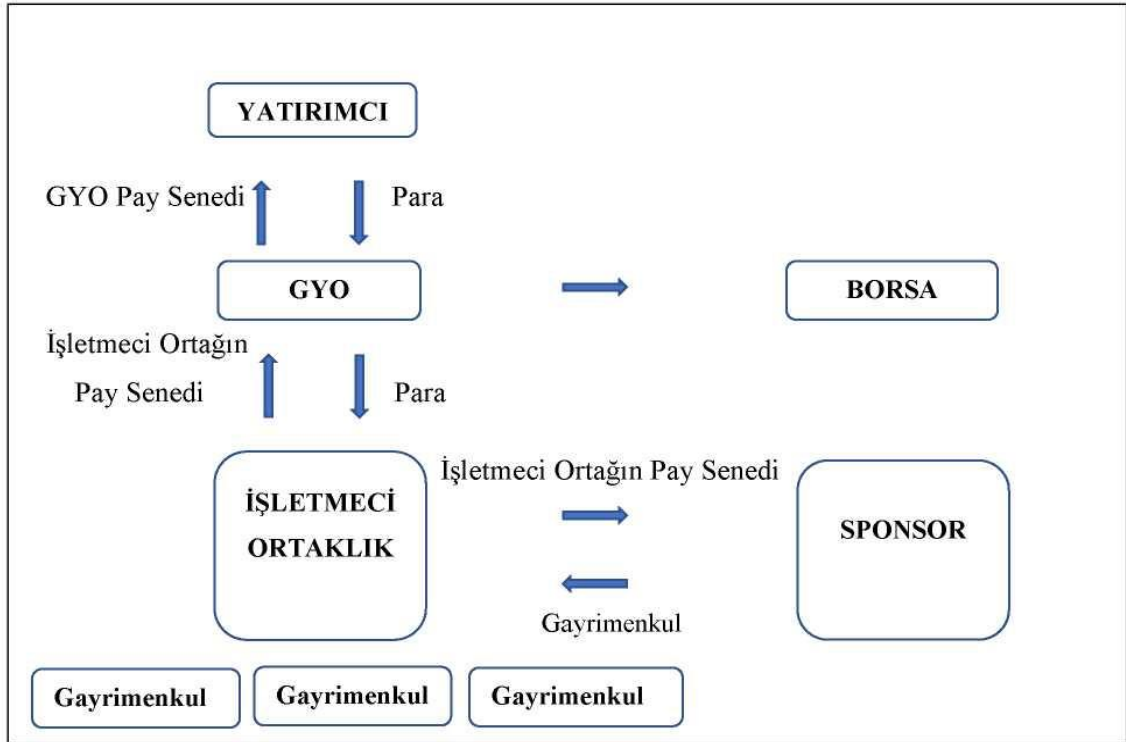
Tam şemsiye modeliyle örgütlenen GYO'lar 1990 yılında ortaya çıkmıştır. Bu tip örgütlenme yapısına sahip GYO'ların çıkışının temel nedeni, vergisel endişelerdir. 1992 yılından sonra kurulan gayrimenkul yatırım ortaklıklarının çoğu bu şekilde organize olmuşlardır. Bu modelde, gayrimenkul mülkiyetine sahip olan işletmeci şirketin büyük ortağı konumunda olan da GYO'lardır.<sup>29</sup>

Bu modelde sponsor yani mülk sahibi, elindeki varlıkları işletmeci ortağa devrettiğinde karşılığında limited bir şirketin pay senetlerini almış olur. İşletmeci ortağın hisse senetlerini almış olduğu için de vergi ödemez. Vergi ödememesi muaf olduğu anlamına gelmez. Yalnızca vergi ödemesi ertelenmiş olur. Sponsor elindeki pay senetlerini, GYO hisse senetleriyle belli bir oranda takas edebilir. Bu sayede pay senetlerini sermaye piyasalarında nakde çevirebilir. Bu işlemle vergi ödemesi gündeme gelir.<sup>30</sup> Tam şemsiye GYO'ların örgütlenme yapısı Şekil 3'de detaylandırılmıştır.

<sup>29</sup> R. T. Garrigan ve John F.C. Parsons (1998). **Real Estate Investment Trusts**, New York: McGraw-Hill, s.53

Aktaran: Cumhur ŞAHİN, “ **Makroekonomik ve Firmaya Özgü Değişkenlerin Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Getirileri Üzerindeki Etkisi: Borsa İstanbul üzerine Bir Uygulama**, (Yayınlanmamış Doktora Tezi, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2014), <http://libra.anadolu.edu.tr/tezler/2014/1035677.pdf>, (04/08/19), s.24.

<sup>30</sup> SUSAR, a.g.e., ss.25-26.



**Şekil 3. Tam Şemsiye GYO**

**Kaynak:** A. Ender ÇOLAK ve Aşkın ALICI, **Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları: A'dan Z'ye**, 1.Baskı, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu, 2001, s.11.

#### 1.2.3.3. Eksik Şemsiye GYO

Eksik şemsiye GYO'larla, tam şemsiye GYO'ların örgütlenme yapısı birbirine benzerdir. En temel fark, gayrimenkullerin mülkiyetinden kaynaklanır. GYO portföyündeki gayrimenkullerin bir kısmının mülkiyetini kendi bünyesinde tutar, kalan kısmını işletmecisi ortağa verir. Bu yapıda, GYO'lar tüm gayrimenkuller üzerinde hak sahibidir. İşletmecisi şirket ise yalnızca mülkiyetini aldığı gayrimenkuller üzerinde hak sahibi olmaktadır.<sup>31</sup>

#### 1.2.4. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Türleri

Dünyada GYO'lar çok çeşitlidir. Uygulamalardaki çeşitlilik en çok ABD'de görülmektedir çünkü diğer ülkelere göre GYO'ları oldukça geliştirmiştir. GYO'ların birbirinden ayrı kategorilerde değerlendirilmesine neden olan faktörler; portföylerinde

<sup>31</sup> ÇOLAK ve ALICI, a.g.e., s.10.

gayrimenkul bulunup bulunmaması, faaliyet süreleri, ilave senet ihraç edip etmemeleri, halka açık olup olmamaları, yatırımlarının gayrimenkul türü ve bu yatırımların coğrafi bölgesi olarak sıralanabilir.

Ülkemizde ise GYO'lar;

1- Süreli olarak, belli bir projenin gerçekleştirilmesi amacıyla,

2- Süreli ve süresiz olarak, belli alanlarda yatırım yapmak amacıyla,

3- Süreli ya da süresiz olarak, belli bir proje veya yatırım alanına yatırım yapmak gibi amaçlarında bir sınırlama olmadan üç farklı türde kurulabilmektedir.<sup>32</sup>

Dünyada en yaygın kullanılan GYO'ların mülkiyet esasına göre sınıflandırıldığı görülmektedir. Mülkiyet esasına dayanan GYO'lar portföylerinde gayrimenkule yer verip vermemelerine göre üçe ayrılabilir. Bunlar; öz varlığa dayalı GYO, İpotekli GYO ve karma GYO'dur.

#### **1.2.4.1. Öz Varlığa Dayalı GYO**

Bu tip GYO'lar gayrimenkule dayalı projelere ya da direkt gayrimenkule yatırım yapar ve genelde bu gayrimenkullerin mülkiyetine sahiptirler. GYO'ların çoğu, yatırımcısına gelir getiren gayrimenkul portföyleriyle yatırım olanağı sunar. Yatırımcı kazançlarının büyük bölümü kira gelirlerinden oluşmaktadır. ABD'de GYO piyasasının %84,1'lik bir kısmı, öz varlığa dayalı GYO'lardan oluşmaktadır. Yatırımcısı tarafından da cazip bulunmaktadır.<sup>33</sup>

Bir bakıma öz varlığa dayalı GYO'ların, gelir getiren gayrimenkullerin yönetimini yapmakta olan bir gayrimenkul yönetim şirketi haline dönüşmeye

<sup>32</sup> ÇOLAK ve ALICI, a.g.e., s.36.

<sup>33</sup> Özkan SUSAR, **Tüm Yönleriyle Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları**, 1. Baskı, Ankara: Adalet Yayınevi, 2004, s.25.



başladığını söyleyebiliriz. Bu şirketler geniş kapsamdaki gayrimenkul faaliyetlerini yürüterek (leasing vb.), bu tür hizmetlerin gelişimine de katkı sağlamış olurlar.<sup>34</sup>

Bu tip öz kaynak GYO'larının portföylerinde; alışveriş merkezi, ofis, kompleks vb. kiradan gelir getiren birçok mülk yer alır.

Öz varlığa dayalı GYO'lar genelde farklı sektörlerde uzmanlık geliştirmişlerdir. Bazıları emlak çeşitlerine göre, bazıları coğrafi bölgelerine göre bazıları da her iki kriteri de gerçekleştirecek şekilde portföylerini oluştururlar. Endüstriyel GYO, mesken GYO'ları, perakende GYO'ları, çeşitlendirilmiş GYO, konaklama GYO'ları, sağlık GYO'ları, kiralık depo GYO'ları ve özel amaçlı GYO'lar olmak üzere farklı çeşitleri mevcuttur.<sup>35</sup>

#### 1.2.4.2. İpotekli GYO

Bu tip gayrimenkul yatırım ortaklıklarında, gayrimenkulün sahibi şirket değildir. Ancak gayrimenkul sahiplerine ve yöneticilerine direkt olarak kredi verebilirler. Bu GYO'ların geliri, sundukları kredilerden gelen faiz kazançlarıdır.

*“Gayrimenkul sahiplerini ve yöneticilerini doğrudan kredilendiren, ipotēge dayalı menkul kıymet yatırımlarıyla da dolaylı olarak ipotek kredilerinin genişlemesini sağlayan GYO türüdür. Faiz oranı riskini, menkul kıymetleştirilmiş ipotek yatırımları ve dinamik hedging teknikleri ile etkin olarak yönetmektedir.”<sup>36</sup>*

#### 1.2.4.3. Karma GYO

Bu GYO türü adından da anlaşılacağı gibi portföyündeki faaliyetlerini çeşitlendirerek kazanç sağlar. Hem portföylerinde bulunan gayrimenkullerin yönetiminden sağladıkları kazançları, hem de kredi vermelerinden kaynaklanan faiz kazançları vardır.

<sup>34</sup> Cansu ŞARKAYA, “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Üzerine Bir İnceleme ve Türkiye’ye İlişkin Sektör Analizi”, **İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 2007, Sayı. 1, <https://dergipark.org.tr/download/article-file/100843>, (04.08.19), s.179.

<sup>35</sup> ŞAHİN, **a.g.m.**, ss.27-28.

<sup>36</sup> ŞARKAYA, **a.g.m.**, s.179.

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları dünyada farklı çeşitlerle karşımıza çıkabilmekte ve bu farklı türdeki GYO'larla en çok ABD'de karşılaşmaktayız. Süreç içerisinde piyasaları çok gelişen ve yatırımcıların-şirketlerin ihtiyaçları doğrultusunda şekillenen ABD GYO'ları günümüzde hala liderliğini korumaktadır.



## 2. BÖLÜM

### DÜNYADA VE TÜRKİYE'DE GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI

#### 2.1. Dünyada Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Tarihsel Gelişimi

Tarihte GYO'nun ilk örneği 1769'da Prusya'da<sup>37</sup> II. Friedrich tarafından yazılmış resmi bir evraka dayanır. Arazi sahipleri bu belgeyle birleşip GYO kurmuşlardır. Ortaklara verilen gayrimenkullerin ederi karşılığında çıkan senetlerin, sermayedelerle devri ile kredi olanağı sağlanmıştır. Vade tarihi geldiğinde GYO'lara, alacaklılara karşı anapara ve faiz ödeme sorumluluğu yüklenmiştir.<sup>38</sup>

İlk olarak 1930'lu yıllarda ABD'de Common Law'a<sup>39</sup> dayalı iş ortaklıkları birtakım faaliyetlerde bulunmak ve gayrimenkul piyasasından faydalanabilmek için "Massachusetts Trust adıyla" örgütlenmeye başlamıştır.<sup>40</sup>

1960 yılında Amerika Birleşik Devletleri'nde değiştirilen gelir kanunuyla GYO'lara anonim şirket statüsü kazandırılmış, faaliyet esasları belirlenmiş ve vergi muafiyetleri getirilmiştir.

Sonraki yıllarda Avrupa ve Asya-Pasifik ülkelerinde de uygulanmaya başlanmıştır. Dünyaya baktığımız zaman GYO'ların hızlı bir şekilde yayıldığını görmek mümkündür. Gayrimenkul piyasaları için GYO'lar tüm dünyada en önemli kurumsal yatırımcılar olmuştur.<sup>41</sup>

<sup>37</sup> Prusya: Bugünkü Almanya'nın doğu kesiminde kurulmuş Berlin merkezli Alman Krallığı  
<sup>38</sup> Gamze GÖKÇE, **Gayrimenkul Yatırım Fonları, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Gayrimenkul Sertifikaları ve Hazine Taşınmaz Malların Bu Yollarla Değerlenmesi**, 1.Baskı, Ankara: Maliye Bakanlığı, 1998, ss.1-2.

<sup>39</sup> Common Law: Amerika Birleşik Devletleri'nde geçerli olan hukuk sistem

<sup>40</sup> Rachel BOOTH (Ed.), **Real Estate Investment Trust-A Global Analysis**, London, 2006, s.1.

<sup>41</sup> CUMHUR, **Yayınlanmamış Doktora Tezi**, s.3.

### 2.1.1. Amerika Birleşik Devletleri'nde GYO

GYO'nun ilk uygulaması 1960 yılında gelir kanunda yapılan bir değişiklikle Amerika Birleşik Devletleri'nde gerçekleşmiştir. Bu kanunla GYO'ların yasal statüsü anonim şirket olmuş ve birtakım vergi muafiyetlerinden yararlanmaları sağlanmıştır. Bu muafiyetin temel nedeni, GYO'ların büyük ölçekli projeleri gerçekleştirirken kaynağa olan ihtiyaçlarının artıyor olması ve ancak yatırımcıların bir araya gelmesiyle bu projelerin finanse edilebileceğinin düşünülüyor olmasıdır. İlk zamanlarda beklenen performans alınamamış olsa da 1990 yılı sonrası GYO'lar ciddi bir büyüklüğe ulaşmışlardır. ABD'de GYO'ların bu denli başarılı olmasını destekleyen unsurlar ise; aktiflerinin en az %75'inin gayrimenkule dayalı varlıklardan oluşması ve kârın %95'ini yatırımcılara düzenli bir şekilde dağıtıyor olmasıdır.<sup>42</sup> 1990 yılı 119 olan halka açık GYO sayısı, 2019 yılında 192'ye çıkmıştır. Piyasa değerleri ise 8.737 milyar \$'dan 1.184 trilyon \$'a yükselmiştir.<sup>43</sup>

ABD'de GYO'ların bir ya da daha fazla yönetici tarafından yönetilmesi ve paylarının devredilebilir özellikte olması gerekir. Bu niteliği taşıyan GYO'lar için asgari sermaye tutarı şartı yoktur. Bu şirketlerin ortak sayısının en az 100 olması gerekir. Aynı zamanda 5 ve daha az sayıda ortak şirket hisselerinin yarısından fazlasına sahip olmamalıdır. Şirket hisseleri farklı sınıflarda çıkarılabilmektedir. (Adi hisse senedi, imtiyazlı hisse senedi vb.) GYO'lar özel şirket şeklinde de işleyebilir, borsaya kotasyon şartı yoktur. Portföylerinin en az %75'i gayrimenkul, kamu menkul kıymetleri ve nakit varlıklarda değerlendirilir. Bu şirketler yurtdışındaki gayrimenkullere de yatırım yapabilirler.

Gelirlerinin en az %75'i gayrimenkul kiralari veya mortgage faizlerinden elde edilmelidir. Aynı zamanda, gelirlerin en az %95'i gayrimenkul, temettü, faiz vb. gelirlerden oluşmalıdır. Faaliyet dışı elde edilen gelirler için tanınan hak %5'tir. Vergiye tabi bir iştirak, çeyrek dönemler itibariyle GYO varlıklarının %25'inden fazlasına sahip olamaz. GYO'lar gayrimenkul alımı yaparak portföylerine dahil

<sup>42</sup> İbrahim SIRMA, "Effect of Real Estate Investment Trusts Portfolio Structure on the Market Performance", *Alphanumeric Journal*, 2019, Volume. 7, Issue. 1, s.27.

<sup>43</sup> NAREIT, <https://www.reit.com/data-research/reit-market-data/us-reit-industry-equity-market-cap>, EPRA, [https://prodapp.epra.com/media/EPRA\\_Total\\_Markets\\_Table\\_-\\_Q2-2019\\_rev\\_1564490547486.pdf](https://prodapp.epra.com/media/EPRA_Total_Markets_Table_-_Q2-2019_rev_1564490547486.pdf), (04/08/2019).

edebilmekte, işletip, yönetip, projeler geliştirebilmektedir. Başka bir taraf için proje geliştirirlerse, elde edecekleri gelir faaliyet dışı gelir olarak değerlendirilecektir. Ancak proje geliştirme ya da alım-satım işlemlerini, vergiye tabi iştirakleri kanalıyla yapabilmektedirler. GYO'ların yıllık vergilendirilebilir gelirlerinin en az %90'lık kısmını temettü olarak vermeli ve ilgili yıl içinde dağıtmalıdır. %85'lik bir temettü dağıtımını yıl içinde yapamayan şirketler %4 gider vergisi ödemek zorunda kalırlar. Değer artış kazançları dağıtımı zorunlu değildir ancak kurumlar vergisine tabidir. GYO'ların dağıttığı temettü, vergilendirilebilir gelirden düşülür. Kalan gelir kurumlar vergisine tabidir. Kurumlar vergisine doğrudan tabi olan, değer artışlarıdır. GYO iştirakleri kurumlar vergisine tabidir.<sup>44</sup>

### 2.1.2. Avrupa Birliği Ülkelerinde GYO

AB ülkelerine baktığımızda Amerika Birleşik Devletleri'nde karşımıza çıkan GYO yapısının yalnızca sınırlı sayıda ülkenin benimsediği görülmektedir. AB ülkelerinde GYO'ların kurumsal yapılarının oluşumu ve gelişimi için bir komisyon aracılığıyla çaba sarf eden EPRA, aynı zamanda AB ülkelerindeki GYO'ları da temsil etmektedir.<sup>45</sup>

EPRA, Brüksel'de kurulmuştur. Avrupa da bulunan GYO'lar tarafından kurulmuş olan ortak bir platformdur ve kâr amacı yoktur. Standartlar, etik kurallar ve sektör uygulamaları kapsamında birtakım politikalar geliştirirler. Sektörle alakalı araştırma ve çalışmalar yapan bir organizasyondur. Aynı zamanda dünyada GYO sektörüne ilişkin tahminler açıklarlar.<sup>46</sup>

Tablo 1'de Avrupa Birliği ülkelerinde borsada işlem gören gayrimenkullerin toplam piyasa değerleri, GYO'ların piyasa değerleri ve GYO sayıları verilmiştir.

<sup>44</sup> TSPAKB, *Sermaye Piyasasında Gündem Dergisi*, ss.26-27.

<sup>45</sup> Feyzullah YETGİN, *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Performans Değerlemesi ve Türkiye Uygulaması*, 1.Baskı, İstanbul: IMKB Yayınları, 2006, s.32.

<sup>46</sup> TSPAKB, *Sermaye Piyasasında Gündem Dergisi*, s.26.

**Tablo 1: AB Ülkelerinde GYO'lar (2019)**

| ÜLKE                             | Borsada İşlem Gören<br>Gayrimenkullerin<br>Piyasa Değeri<br>(Milyar \$) | GYO'ların<br>Piyasa Değeri<br>(Milyar \$) | GYO Sayısı |
|----------------------------------|-------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------|------------|
| Avusturya                        | 8.49                                                                    | -                                         | -          |
| Belçika                          | 24.62                                                                   | 18.59                                     | 17         |
| Bulgaristan                      | 1.02                                                                    | 0.49                                      | 29         |
| Hırvatistan                      | 0.09                                                                    | -                                         | -          |
| Kıbrıs                           | 1.20                                                                    | -                                         | -          |
| Çek Cumhuriyeti                  | 0.57                                                                    | -                                         | -          |
| Danimarka                        | 2.16                                                                    | -                                         | -          |
| Estonya                          | 0.10                                                                    | -                                         | -          |
| Finlandiya                       | 5.92                                                                    | -                                         | -          |
| Fransa                           | 63.18                                                                   | 58.09                                     | 30         |
| Almanya                          | 104.92                                                                  | 4.83                                      | 6          |
| Yunanistan                       | 2.73                                                                    | 1.74                                      | 4          |
| Macaristan                       | 0.45                                                                    | -                                         | -          |
| İrlanda                          | 3.57                                                                    | 3.57                                      | 4          |
| İtalya                           | 1.37                                                                    | 1.10                                      | 3          |
| Letonya                          | 0.00                                                                    | -                                         | -          |
| Litvanya                         | 0.05                                                                    | -                                         | -          |
| Lüksemburg                       | -                                                                       | -                                         | -          |
| Malta                            | 0.34                                                                    | -                                         | -          |
| Hollanda                         | 24.60                                                                   | 24.50                                     | 5          |
| Polonya                          | 7.25                                                                    | 0.82                                      | 3          |
| Portekiz                         | 0.04                                                                    | -                                         | -          |
| Romanya                          | 7.30                                                                    | -                                         | -          |
| Slovak Cumhuriyeti               | -                                                                       | -                                         | -          |
| Slovenya                         | -                                                                       | -                                         | -          |
| İspanya                          | 32.62                                                                   | 26.14                                     | 71         |
| İsveç                            | 61.05                                                                   | -                                         | -          |
| Birleşik Krallık                 | 87.54                                                                   | 72.87                                     | 55         |
| <b>Avrupa Birliği<br/>TOPLAM</b> | <b>441.19</b>                                                           | <b>212.73</b>                             | <b>227</b> |

**Kaynak:** EPRA Global Real Estate Total Markets Table, “Size of the commercial real estate market- European Union, [https://prodapp.epra.com/media/EPRA\\_Total\\_Markets\\_Table\\_-\\_Q2-2019\\_-\\_rev\\_1564490547486.pdf](https://prodapp.epra.com/media/EPRA_Total_Markets_Table_-_Q2-2019_-_rev_1564490547486.pdf), (02/08/2019), s.7.

Tablo 1’de görüldüğü gibi 2019 Q2 verilerine göre AB’de borsada işlem gören gayrimenkullerin toplam piyasa değerleri 441,19 milyar \$’dır. Bunların içerisinde GYO’ların piyasa değerleri toplamı 212,73 milyar \$’dır. Toplamın 205,02 milyar \$’ını ise çoğunluğu temsil eden 6 ülke oluşturmaktadır.

İngiltere’de, 2006’da yapılmış düzenleme yürürlüğe girmeden önce emlak şirketlerinin borsada işlem görebildiği ancak şirketlerin kurumlar vergisine, yatırımcıların da gelir vergisine tabi oldukları görülmektedir. GYO’ların 2006 yılında yasal çerçevesi oluşturulmuştur ve 2007 yılında borsada işlem görmeye başlamıştır. EPRA’nın 2019 2.çeyrek verilerine göre 72,87 milyar \$’la GYO’ların piyasa değerleri toplamı en yüksek olan ülkedir. İngiltere’de 55 adet GYO bulunmaktadır.

Fransa’da, GYO faaliyetleri 2003 yılında başlamıştır. GYO’lar Paris Stock Exchange borsasına kote olmalıdır. GYO’ların içerden ve dışarıdan yönetilmesine izin verilmiştir ve yurtdışı yatırımı yapabilirler. Asli faaliyetleri gelir getiren yatırımlardır.<sup>47</sup> EPRA’nın 2019 2.çeyrek verilerine göre 58,09 milyar \$’la GYO’larının piyasa değerleri toplamı en yüksek olan ikinci ülkedir. Fransa’da 30 adet GYO bulunmaktadır.

İspanya’nın GYO’ları 2009 yılında, SOCIMI ‘‘Sociedades Cotizadas De Inversión En El Mercado Inmobiliario’’ adıyla yeni bir düzenlemeye tabi tutulmuştur.<sup>48</sup> EPRA’nın 2019 2.çeyrek verilerine göre 26,14 milyar \$’la GYO’larının piyasa değerleri toplamı en yüksek olan üçüncü ülkedir. İspanya’da 71 adet GYO bulunmaktadır.

Hollanda’da, 1969 senesinde Avrupa Birliği’nin ilk GYO’su çıkmıştır. Kurumsal yapısı ve etik kurallarıyla ABD’de karşımıza çıkan GYO’lara benzer özelliktedir. GYO’lar kurumlar vergisinden muaftır. Vergi muafiyeti, ortaklarına yüksek kâr payı dağıtabilmesini sağlamıştır.<sup>49</sup> EPRA’nın 2019 2.çeyrek verilerine göre GYO’ların toplam piyasa değeri 24,50 milyar \$ olan Hollanda’da 5 adet GYO bulunmaktadır.

Belçika’da, sıkı düzenlemelere tabi olan GYO’lar, toplam borçlarının aktiflere oranını %65’in üzerine çıkaramazlar. Ayrıca GYO’ların ortaklarına temettü dağıtırken

<sup>47</sup> Graeme NEWELL, Alastair ADAIR ve Thi Kim NGUYEN, ‘‘The significance and performance of French REITs (SIICs) in a mixed-asset portfolio’’, **Journal of Property Investment & Finance**, 2013, Vol. 31, No. 6, <https://pure.ulster.ac.uk/ws/portalfiles/portal/11402116/17095971%5B1%5D.pdf>, (06/08/2019), s.575.

<sup>48</sup> Jones Days, ‘‘A Guide to Spanish REITs- SOCIMIs’’ Aralık 2016, [https://www.jonesday.com/-/media/files/publications/2016/12/a-guide-to-spanish-reits-socimis/files/a-guide-to-spanish-reitspdf/fileattachment/a\\_guide\\_to\\_spanish\\_reits.pdf](https://www.jonesday.com/-/media/files/publications/2016/12/a-guide-to-spanish-reits-socimis/files/a-guide-to-spanish-reitspdf/fileattachment/a_guide_to_spanish_reits.pdf), (06/08/2019), s.1.

<sup>49</sup> Richard Stoker’s Income Investing Secrets, <http://www.incomeinvesthome.com/growth/reit/nl/>, (06/08/2019).

alt sınırı %80'dir. Bu oranın altına düşemezler.<sup>50</sup> EPRA'nın 2019 2.çeyrek verilerine göre GYO'larının toplam piyasa değeri 18,59 milyar \$ olan Belçika'da 17 adet GYO bulunmaktadır.

Almanya'da 2007 senesinde GYO yasası yürürlüğe girmiştir. Almanya'daki GYO'ların portföyleri yönetici bir ortaklık tarafından yönetilir. Portföyün, yönetici ortaklığın ekonomik gelişiminden etkilenmemesi için, yönetici ortaklığın mal varlığıyla portföy birbirinden ayrı tutulur.<sup>51</sup> EPRA'nın 2019 2.çeyrek verilerine göre GYO'larının toplam piyasa değeri 4,83 milyar \$ olan Almanya'da 6 adet GYO bulunmaktadır.

### 2.1.3. Asya- Pasifik Ülkelerinde GYO

Asya-Pasifik Ülkelerine bakıldığında GYO'ların piyasa değerlerinin en yüksek olduğu ülkelerin başında Japonya gelmektedir. Sırasıyla Avustralya, Singapur ve Hong Kong onu takip eder. Gelişmekte olan piyasalar incelendiğinde de GYO'ların piyasa değerlerinin sırasıyla Tayland, Çin ve Malezya'da ağırlıklandığını görebiliriz.

Asya-Pasifik ülkelerindeki borsaya kote gayrimenkullerinin toplam piyasa değeri 1.640,19 milyar \$ iken saydığımız bu 7 ülkenin borsaya kote gayrimenkullerinin piyasa değeri 1.496,19 milyar \$'dır. Asya-Pasifik ülkelerindeki GYO şirketlerinin toplam piyasa değeri 391,76 milyar \$ iken yukarıda saydığımız ülkelerin bu toplam içindeki ağırlığı ise 376,85 milyar \$'dır. Veriler Tablo 2 ve Tablo 3'te aktarılmıştır.

<sup>50</sup> EPRA, Global REIT Survey 2017, <https://www.epra.com/application/files/9515/0366/6834/Global-REIT-Survey-complete.pdf>, s.10, (06/08/19)

<sup>51</sup> Herdem BELEN, "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Faaliyetlerinin Medeni Hukuk Açısından Değerlendirilmesi", (Yayınlanmış Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2001), s.2.



**Tablo 2: Gelişmiş Asya ve Pasifik Ülkelerinde GYO'lar (2019)**

| ÜLKE                                   | Borsada İşlem Gören Gayrimenkullerin Piyasa Değeri (Milyar \$) | GYO'ların Piyasa Değeri (Milyar \$) | GYO Sayısı |
|----------------------------------------|----------------------------------------------------------------|-------------------------------------|------------|
| Avustralya                             | 103.40                                                         | 99.82                               | 44         |
| Hong Kong                              | 310.97                                                         | 38.58                               | 9          |
| Japonya                                | 250.44                                                         | 135.32                              | 66         |
| Yeni Zelanda                           | 7.55                                                           | 5.14                                | 6          |
| Singapur                               | 107.16                                                         | 67.08                               | 37         |
| Güney Kore                             | 2.16                                                           | 1.61                                | 7          |
| Asya-Pasifik Gelişmiş Piyasalar TOPLAM | 781.68                                                         | 347.54                              | 169        |

**Kaynak:** EPRA Global Real Estate Total Markets Table, "Size of the commercial real estate market- Developed Markets, 2019 Q2 Haziran Raporu", [https://prodapp.epra.com/media/EPRA\\_Total\\_Markets\\_Table\\_-\\_Q2-2019\\_-\\_rev\\_1564490547486.pdf](https://prodapp.epra.com/media/EPRA_Total_Markets_Table_-_Q2-2019_-_rev_1564490547486.pdf), (02/08/19), s.16.

Japonya'da ilgili yasal mevzuat 2000 senesinde düzenlenmiştir. 2001 yılında ise GYO'lar borsada işlem görmeye başlamıştır. EPRA'nın 2019 Q2 verilerine göre GYO'larının piyasa değerleri toplamı 135,32 milyar \$'dır ve 66 adet GYO şirketi vardır. Asya-Pasif ülkeleri içinde en yüksek paya sahip olan ülkedir.

Avustralya Menkul Kıymetler Borsa'sında ilk GYO işlemi 1971 yılında gerçekleşmiştir. GYO'ların ilk düzenlemeleri ise 1985 yılında yapılmıştır. 1990'lı yılların sonunda gayrimenkul piyasasında yer alan şirketler birleşmeye başlamışlardır. Amaçları daha fazla yatırımcının tasarruflarını bünyelerinde toplayabilmektir. 1998 yılında ortaya koyulan MIS kanunuyla, GYO'ların şirket hukuku da düzenlenmiştir. GYO'ların borsaya kotasyon şartı yoktur ancak gayrimenkul yatırım ortaklığı şeklinde kurulmalıdırlar. GYO'ların ortaklarına dağıttıkları temettü ve elde ettikleri değer artış kazançları vergiden muaftır. Kazancın yatırımcıya dağıtılmayan kısmından vergi alınır.<sup>52</sup> Haziran 2019 itibariyle ülkedeki GYO'ların piyasa değerleri toplamı 99,82

<sup>52</sup> TSPAKB, Sermaye Piyasasında Gündem Dergisi, s.28.

milyar \$ olmuştur. Borsaya kote olmuş 44 adet GYO şirketi bulunmaktadır. Japonya'dan sonra gelen ikinci büyük pazara sahiptir.

Singapur'da GYO'ların ilk borsada işlem görmeye başladığı sene 1999'dur. Japonya'dan sonra GYO'larının piyasa değeri en yüksek üçüncü ülkedir. EPRA 2019 Q2 verilerine göre GYO'larının toplam piyasa değeri 67,08 milyar \$, GYO şirket sayısı da 37'dir.

Hong-Kong'da GYO'lara yönelik ilk yönerge Temmuz 2003'te yayınlanmıştır. Ancak bu yönergenin birçok dezavantajı vardır. Bunlardan en önemlisi GYO'ların vergi avantajı elde etmeyecek olmalarıdır. Hong Kong ilk GYO'yu Link GYO aracılığıyla Aralık 2004'te başlatmaya çalışmıştır. Hong Kong İskân idaresi, bazı alışveriş merkezlerini ve otoparklarını bu GYO aracılığıyla finanse etmek istemiş ancak hukuki bir gerekçeyle bu işletmenin listeden çekilmesi gerekmiştir. Kasım 2005'te Link GYO tekrar başarıyla faaliyete başlamış ve aynı yıl 2 adet ek GYO kurulmuştur. EPRA 2019 Q2 verilerine göre GYO'larının toplam piyasa değeri 38,58 milyar \$ ve ülkedeki GYO sayısı 9 şirketten oluşmaktadır.<sup>53</sup>

---

<sup>53</sup> Joseph T. L. OOI, Graeme NEWELL ve Tien-Foo SING, "The Growth of REIT Markets in Asia", Journal of Real Estate Literature, Vo. 14, No. 2, Ocak 2006, [https://www.researchgate.net/publication/228642026\\_The\\_growth\\_of\\_REIT\\_markets\\_in\\_Asia](https://www.researchgate.net/publication/228642026_The_growth_of_REIT_markets_in_Asia), s.209, (06/08/2019).

**Tablo 3: Gelişmekte Olan Asya ve Pasifik Ülkelerinde GYO’lar (2019)**

| ÜLKE                                          | Borsada İşlem Gören Gayrimenkullerin Piyasa Değeri (Milyar \$) | GYO’ların Piyasa Değeri (Milyar \$) | GYO Sayısı |
|-----------------------------------------------|----------------------------------------------------------------|-------------------------------------|------------|
| Çin                                           | 645.71                                                         | 13.18                               | 8          |
| Hindistan                                     | 24.17                                                          | 4.11                                | 1          |
| Endonezya                                     | 23.93                                                          | 1.12                                | 2          |
| Malezya                                       | 27.43                                                          | 7.27                                | 17         |
| Pakistan                                      | 0.16                                                           | 0.14                                | 1          |
| Filipinler                                    | 68.26                                                          | -                                   | -          |
| Tayvan                                        | 17.87                                                          | 3.53                                | 7          |
| Tayland                                       | 50.97                                                          | 14.88                               | 60         |
| Asya-Pasifik Gelişmekte Olan Piyasalar TOPLAM | 858.51                                                         | 44.22                               | 96         |

**Kaynak:** EPRA Global Real Estate Total Markets Table, “Size of the commercial real estate market- Emerging Markets, 2019 Q2 Haziran Raporu”, [https://prodapp.epra.com/media/EPRA\\_Total\\_Markets\\_Table\\_-\\_Q2-2019\\_-\\_rev\\_1564490547486.pdf](https://prodapp.epra.com/media/EPRA_Total_Markets_Table_-_Q2-2019_-_rev_1564490547486.pdf) , (02/08/19), s.6.

Tayland’da, Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (SEC) altındaki Sermaye Piyasası Denetleme Kurulu, 2012 yılında Tayland’da GYO’lar ile ilgili yeni düzenlemeler yayınlamıştır. Bu düzenlemelerle banka kredilerinin katı gayrimenkul fonlarının yarattığı sıkıntıların giderilmesi, GYO’ların Tayland pazarında serbestleşmesi ve alternatif finansman seçeneklerine olan ihtiyacın giderilmesi amaçlanmıştır. Aynı zamanda, ülkenin bölgedeki rekabet gücünü korumak hedeflenmiştir.

Geçmişte, Tayland’ın ticari gayrimenkul piyasası banka kredileri, ilk halka arzlar ve sınırlı ölçüde özel sermaye ile finanse edilmiştir. PEPO<sup>54</sup> kanalıyla finansman seçenekleri genişletme konusundaki önceki girişimler, birçok kısıtlama nedeniyle etkisiz ve yetersiz kalmıştır. Gayrimenkul sektörünün 2003 yılından sonra yaşadığı toparlanma ve ticari-konut amaçlı gayrimenkul projelerine yönelik talebin çok düşük faiz oranları nedeniyle artması Tayland’daki GYO finansman seçeneğinin eksikliği de belirgin bir halde hissedilmesini sağlamıştır.

<sup>54</sup> PEPO: Property Fund for Public Offering (Kamuoyuna Arzın Mülkiyet Fonu)

PEPO'ların sınırlarını kabul eden SEC, 2010 yılında GYO'ların oluşturulması için yeni düzenleyici çerçeveyi onaylamıştır ve o zamandan beri yürürlükte olan düzenlemeleri takip etmiştir. Bununla birlikte, mevcut bir gayrimenkul fonunu bir GYO'ya dönüştürmek mümkün olacaktır.<sup>55</sup>

EPRA'nın yayınladığı 2019'un Q2 verilerine bakıldığında yapılan düzenlemelerin çok kısa bir zamanda Tayland'daki GYO'ların piyasa değerlerini ve şirket sayılarını önemli ölçüde arttırdığı söylenebilir. Bu verilere göre, GYO'ların toplam piyasa değerlerinin 14,88 milyar \$'la Asya ve Pasifik ülkelerinin gelişmekte olan pazarlarında birinci sıraya yerleşmiş olduğunu ve GYO şirket sayılarını da 60'a çıkarmış oldukları görülmektedir.

Çin'de 2004 yılında GYO deneme çalışmalarına başlandığı görülmektedir. Çinli inşaat yüklenicileri, inşaat ve inşaat projelerini gerçekleştirebilmek için banka finansmanına büyük ölçüde bağımlı olmuşlardır. Bu nedenle alternatif ve çeşitlendirilmiş yatırım araçlarına olan ihtiyaç daha fazla hissedilir hale gelmiştir. GYO'ları uygulamaya koyma çabaları süreç içinde gözlemlenmiştir. 2012'den bu yana varlık menkulleştirmeye olan ilginin GYO'lara olan ilgiyi de arttırdığı görülmektedir. Çin'de GYO ve GYO rejimi ile ilgili bir rejim bulunmamaktadır. Çin'de GYO'ların yürürlüğe girebilmesi için aşması gereken yasal düzenlemeler ve vergi engelleri vardır. Mülk devirlerinde vergi belirsizlikleri vardır. Bir mülkü GYO'ya devreden bir geliştirici birden fazla vergiye tabi olacaktır. Çin'de bir şirketin gayrimenkul sahibi olması durumunda, şirketin kazandığı gelirden vergi alınacak ve ardından çifte vergilendirmeye sonuçlanan bu gelirin dağıtımı için yatırımcılara vergi uygulanacaktır. 2013 yılında İsveç merkezli UBS firması, GYO'da GYO öncesi fon olarak da adlandırılabilen bir özel sermaye fonuna yatırım teklifi yapmıştır. Fon, yapı üzerindeki düzenlemelerin belirlenmesiyle daha sonra bir GYO'ya dönüştürülebilecek sübvansiyonlu konut piyasasına yatırım yapacaktır. Ancak şu anda önemli ölçüde düzenlenmemiş. Gelişmekte olan ülkeler arasında ne Hindistan ne de Çin kendi GYO pazarına sahip değildir. GYO rejimi belli bir hazırlık gerektirmektedir ve Çin'in mevcut

<sup>55</sup> Tilleke & Gibbins, "Bangkok Post Corporate Counsellor Column", 13 Aralık 2013, <https://www.tilleke.com/resources/real-estate-investment-trusts-thailand>, (06/08/2019).

düzenlemeleri de birtakım zorluklar çıkarmaktadır.<sup>56</sup> EPRA 2019 Q2 verilerine göre Çin’de faaliyet gösteren GYO sayısı 8 ve GYO’ların piyasa değerleri toplamı 13,18 milyar \$’dır.

Malezya Merkez Bankası; 1986 senesinde ‘‘1965 Şirketler Yasası ve 1983 Menkul Kıymetler Sanayi Yasası uyarınca’’ Malezya’daki gayrimenkul yatırım ortaklığı için yasal çerçeveyi onaylamıştır. 1989 yılında ‘‘Gayrimenkul Varlık Fonlarının kurulmasıyla’’ gelişim süreci başlamıştır. Gayrimenkul yatırıma ilişkin esaslar ilk olarak 1991 yılında Özel Menkul Kıymetler Komisyonu tarafından geliştirilmiş ve 1995’te revize edilmiştir. GYO’ların vergi muafiyetiyle ilgili çıkan 2004 tarihli Maliye Kanuna göre, GYO’ların dağıtılmayan gelirleri %28 ile vergilendirilirken, dağıtılan gelir vergiden muaf tutulacaktır. Menkul Kıymetler Komisyonu 3 Ocak 2005’te, GYO’ların faaliyetleri ve yönetimi için yeni Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Kılavuzunu yayınlamıştır. MREIT<sup>57</sup> için en düşük fon büyüklüğü 100 milyon RM<sup>58</sup> olarak belirlenmiştir. GYO yönetim şirketinin yabancı efektif öz kaynak sınırı %70’i geçemeyecektir. GYO’ların da borsaya kote olma şartı yoktur. Kote olan şirketler de Malezya Menkul Kıymetler Borsa’sı tarafından belirlenen kotasyon şartlarına uymak zorundadır.<sup>59</sup> ERA’nın 2019 Q2 verilerine göre Malezya’daki GYO’ların toplam piyasa değeri 7,27 milyar \$ ve GYO şirket sayısı 7 adettir.

Tüm bu veriler ışığında; Japonya, Avustralya, Singapur, Hong-Kong, Tayland, Çin ve Malezya, Asya-Pasifik ülkelerinde borsaya kote bütün gayrimenkullerin %91’ini, GYO şirketlerinin de piyasa değerlerinin %96’sını temsil etmektedir denilebilir.

<sup>56</sup> Nidhi BOTHRA, ‘‘REITs in China’’, 2014, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2379349](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2379349), ss.1-2, (08/08/2019).

<sup>57</sup> MREIT: Malezya GYO

<sup>58</sup> RM: Malezya Ringgiti – Malezya Para Birimi

<sup>59</sup> Ong TZE SAN, ‘‘A Study On Performance Of Malaysian Real Estate Investment Trusts From 2005-2010 By Using Net Asset Value Approach’’, **International Journal of Economics and Research**, 2011, Vol. 2, No. 1, <http://www.ijeronline.com/documents/volumes/vol2issue1/ijer2011020101.pdf>, ss.5-6, (06/08/2019).

## 2.2. Türkiye’de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları

GYO piyasalarının gelişmesi sadece şirketleri ve onlara yatırım yapan bireyleri değil, ülke ekonomisini de etkilemektedir. Temelde şirketlerin kaynak ihtiyacını karşılamak üzere kurulmuş olan GYO’ların aynı zamanda gayrimenkul sektöründeki kayıt dışılığın azaltılması, faaliyetlerinde sürekliliği sağlayarak ekonomik canlanmanın desteklenmesi ve çarpık kentleşme gibi sorunların aşılması konularında da önemli bir rolü bulunmaktadır.

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

Türkiye’de sermaye piyasalarının kuruluşu ve hukuki altyapısı 1962 yılında yapılan etütlerle başlamış, 1982 yılında Sermaye Piyasası Kanunu’nun yürürlüğe girmesiyle faaliyete geçmiştir.<sup>60</sup> 1992 yılında Sermaye Piyasası Kanunu’nun 37. Maddesi, 3794 Sayılı Kanun’la değiştirilerek sermaye piyasalarının daha sistematik bir yapıda işlemesi sağlanmıştır.<sup>61</sup> Ülkemizde gayrimenkule olan talep her zaman üst seviyelerde olmuştur. İnşaat firmalarının da kaynak ihtiyacı her geçen gün artmıştır. Bu nedenle sermaye piyasalarında gayrimenkule dayalı finansal enstrümanların geliştirilmesi amaçlanmıştır. Bu amaç doğrultusunda ilk GYO 1996 yılında kurulmuş ve 1997 yılında da İMKB’de işlem görmeye başlamıştır. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları ile ilgili ilk düzenleme Seri:VI No:7 Sayılı ‘‘Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Tebliğ’’ olmuştur.<sup>62</sup>

Tablo 4’te GYO sayılarının, piyasa ve portföy değerlerinin yıllar içerisindeki değişimi aktarılmış ve GYO gelişimleri tabloda aktarılan veriler üzerinden detaylandırılmıştır.

<sup>60</sup> Oğuz Kürşat ÜNAL, **Sermaye Piyasası Hukuku ve Mevzuatı**, 1.Baskı, Ankara: Asil Yayın-Dağıtım, 2005, s.13.

<sup>61</sup> SUSAR, **a.g.e.**, s.30.

<sup>62</sup> F. Betülai KAÇIRA, ‘‘Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları’’, (**Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi**, Bahçeşehir üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2008), s.9.

**Tablo 4: BİST’te İşlem Gören GYO’ların Piyasa ve Portföy Değerleri (1997-2019)**

| Yıllar  | Piyasa Değerleri<br>(Bin TL) | Portföy Değerleri<br>(Bin TL) | GYO Sayısı |
|---------|------------------------------|-------------------------------|------------|
| 1997    | 15.000                       | 8.800                         | 2          |
| 1998    | 37.519                       | 135.799                       | 5          |
| 1999    | 421.028                      | 418.513                       | 8          |
| 2000    | 313.307                      | 531.873                       | 8          |
| 2001    | 475.975                      | 890.575                       | 8          |
| 2002    | 338.714                      | 1.081.125                     | 9          |
| 2003    | 543.092                      | 1.178.915                     | 9          |
| 2004    | 1.445.753                    | 1.382.911                     | 9          |
| 2005    | 2.489.225                    | 2.209.379                     | 10         |
| 2006    | 2.081.671                    | 2.480.857                     | 11         |
| 2007    | 3.189.974                    | 3.886.043                     | 13         |
| 2008    | 3.045.946                    | 4.269.388                     | 14         |
| 2009    | 2.853.765                    | 4.346.030                     | 14         |
| 2010    | 11.062.318                   | 13.907.411                    | 21         |
| 2011    | 20.769.996                   | 11.708.492                    | 23         |
| 2012    | 24.086.877                   | 15.781.822                    | 25         |
| 2013    | 37.572.732                   | 18.632.452                    | 30         |
| 2014    | 42.059.437                   | 21.981.323                    | 31         |
| 2015    | 52.530.355                   | 21.279.729                    | 31         |
| 2016    | 60.602.223                   | 24.961.535                    | 31         |
| 2017    | 67.161.605                   | 26.924.062                    | 31         |
| 2018    | 79.414.634                   | 19.362.622                    | 33         |
| 03/2019 | 80.570.803                   | 18.680.395                    | 33         |

**Kaynak:** SPK İstatistikler, [www.spk.gov.tr](http://www.spk.gov.tr), (13/05/19).

1997 senesinde faaliyete başlayan iki adet GYO’nun toplam piyasa değeri 15 milyar TL, toplam varlık değerleri ise 8 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Bu dönem yüksek enflasyon ve yüksek faizin olduğu kriz yıllarıdır. Ülkenin ekonomik durumu ve yatırımcıların GYO’ları tam olarak tanıyamamış olması, ilk yıllarda GYO’lardan beklenen performansın alınamamasına neden olmuştur.

1998 yılında uygulamadaki sıkıntılar ve ihtiyaçlar doğrultusunda tekrar gözden geçirilen tebliğ, SPK'nın Seri:VI No:11 Sayılı ‘‘Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği’’ ile güncellenmiştir ve ilk tebliğ yürürlükten kaldırılmıştır.<sup>63</sup>

1998 yılında yapılan değişiklikler sonrası GYO'ların piyasa ve toplam varlık değerleri arasında ciddi bir fark ortaya çıkmıştır. Tablo 4'te yer alan verilere göre 1997 yılında 15 milyar TL olan GYO piyasa değeri, 1999 yılında 421 milyar TL'ye çıkmış, varlık toplamaları da 8 milyar TL'den 418 milyar TL'ye ulaşmıştır.

GYO'ların ilk yıllarında, bu oluşuma ilk katılanlar bankalar ve inşaat şirketleri olmuştur. Bu şirketlerin GYO'yu tercih etmelerinin en temel nedeni, sahip oldukları gayrimenkullerin GYO'lara devrini gerçekleştirebiliyor olmalarıdır. Sonrasında kiralama yoluyla tekrar gayrimenkullerini kullanabiliyor olmaları da bu şirketleri cezbetmiştir. Bu şekilde hem vergi avantajı sağlayıp hem de değer artışı kazançlarından vergi ödememişlerdir.<sup>64</sup>

2000'li yıllar ise ülke ekonomisinin krizle karşılaştığı yıllar olarak karşımıza çıkmaktadır. Kriz GYO'ları ciddi biçimde etkileyerek, değer kayıpları yaşamalarına neden olmuştur.<sup>65</sup> Tablo 4'te yer alan verilere göre 2000 yılında GYO piyasa değeri 313 milyar TL'ye gerilemiştir. 2003 yılında ise GYO piyasa değerlerinin 543 milyar TL'ye çıkmış olduğunu ve krizin etkileri giderek azalmaya başladığını görmek mümkündür. Aynı yılın temmuz ayında yabancı yatırımcıların gayrimenkul alımını kolaylaştıran bir yasa çıkarılmıştır. GYO'ların piyasa değerlerindeki artış göz önünde bulundurulduğunda, yasanın GYO şirketlerine yapılan yatırımları oldukça arttırdığını söyleyebiliriz. Tablo 4'te 2003 yılı 543 milyar TL olan piyasa değerlerinin, 2007 yılına kadar 3.189 milyar TL'ye ulaştığını görmekteyiz.

2009 yılında 14 adet GYO şirketinin piyasa değeri 2.853 milyar TL iken, 2010 yılında şirket sayısının 21'e çıkmış olduğu ve şirket piyasa değerlerinin de 11.062 milyar TL'ye yükselmiş olduğu gözlenmektedir. 2010 yılında Torunlar GYO ve Emlak

<sup>63</sup> Ender Taner ŞAHİN, ‘‘Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Kentsel Gelişmeye ve Planlamaya Etkilerinin İstanbul Örneğinde İncelenmesi’’, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü, 2010), s.56.

<sup>64</sup> GÖKÇE, a.g.e., s.41.

<sup>65</sup> Özkan HAYTA, ‘‘Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Performans Değerlendirmesi: İMKB’de Bir Uygulama’’, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, 2009), s.15.



Konut'un halka arzı gerçekleşmiş. Sermaye piyasalarında GYO sektörü gibi çarpıcı bir gelişim gösteren az sayıda sektör vardır.<sup>66</sup> 2019 yılında ise GYO şirketlerinin sayısı 33'e çıkmış ve piyasa değerleri de 80.570 milyar TL'ye ulaşmıştır. GYO'lar, günümüze gelene kadar yasal altyapı ve mevzuat değişiklikleriyle hala gelişimini sürdürmeye devam etmektedir.

### 2.2.2. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Kuruluş ve Dönüşüm Şartları

GYO'ların kuruluş biçimleri SPK tebliğinde; ani kuruluş ve dönüşüm şartları olmak üzere iki ayrı başlıkta ele alınmıştır. Ani kuruluşta ortaklık yeni bir tüzel kişilik kazanırken, dönüşümde mevcut tüzel kişiliğin ana sözleşmedeki değişikliklerle GYO'ya dönüşmesi söz konusudur.

GYO'ların, ani kuruluş ve dönüşüm için yerine getirmeleri gereken asgari sermaye tutarı her yıl SPK tarafından belirlenmektedir. GYO'ların kurulma şekli dikkate alınmaksızın, ticaret siciline tescilden sonra 3 ay içerisinde hem organizasyonlarını hazır hale getirmeleri hem de SPK tarafından belirlenen tüm şartların gerçekleştirilip sermayelerinin %25'ni halka arz edebilmek için kurula başvuruda bulunmaları gerekir.<sup>67</sup>

GYO'ların kurulması veya GYO'ya dönüşmesi ile ilgili SPK'nın belirlemiş olduğu kurallar aşağıdaki gibi özetlenebilir.<sup>68\*</sup>

1- Gayrimenkul yatırım ortaklığı olacak şirketler ya bu amaca uygun olarak kurulur veya esas sözleşmelerini değiştirerek GYO'ya dönüşürler.

2- Bu şirketlerin asgari sermayeleri, kuruluş şartları ve halka arz şartları SPK tarafından belirlenmektedir.

<sup>66</sup> Mustafa Kemal YILMAZ ve Orkun İÇTEN, "Borsa İstanbul'da İşlem Gören Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Nakit Akımı Odaklı Finansal Performans Analizi (2007-2016)", **Finans Politik & Ekonomik Yorumlar**, 2018, Cilt 55, Sayı 635, [http://www.ekonomikyorumlar.com.tr/files/articles/15282000679\\_6.pdf](http://www.ekonomikyorumlar.com.tr/files/articles/15282000679_6.pdf), (04/08/2019), s.76.

<sup>67</sup> Hasan Bal, **Gayrimenkul Yatırımları ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Analizi**, 1. Baskı, Ankara: Gazi Kitabevi, 2011, ss.80-81.

<sup>68</sup> Sermaye Piyasası Kurulu, **Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (III.48) Madde 6**, <http://mevzuat.spk.gov.tr/>, (07/08/19).

\* Detaylı bilgi için bakınız. (Ek 1)

3- Halka açılmak ve hisse senetleri borsada işlem görmek üzerine kurulan bu şirketler, özel şirketler olup GYO unvanının başkaca şirketler tarafından kullanılmasına izin verilmez.

4- GYO şirketleri belirli bir alanda faaliyet gösterme veya belirli bir projeye yatırım yapmak amacıyla sınırlı olarak da kurulabilmektedir. Bu tür şirketlerin aktiflerinin en az %75'inin belirlenen kapsamdaki yatırımlardan oluşması zorunluluğu vardır.

5- Hisse senetlerinin halka arzı, kurucu ortakların hisselerini satmaları veya artırılabilecek sermayeyi temsil eden hisse senetlerinin halka satılması şeklinde yapılabilir. Halka arz edilen hisse senetleri arzı takip eden 15 gün içinde borsaya kote edilir ve işlem görmeye başlar.

#### **2.2.4. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Yapamayacakları İşler**

GYO'ların yapamayacakları işler aşağıdaki gibi özetlenebilir.<sup>69\*</sup>

1- Mevduat toplayamaz ya da bu sonucu verecek iş ve işlemler yapamazlar. (5411 sayılı Bankacılık Kanunu)

2- Gayrimenkullerin inşaat işlerini kendileri üstlenemezler. Bu nedenle personel ve ekipman edinemezler. Kontrol işleri dahili olarak yapılacaksa, bu amaçla istihdam edilenler kapsam dışında tutulur.

3- Tebliğde izin verilen işlemler dışında ticari, sınai ya da zirai faaliyetlerde bulunamazlar.

4- Otel, alışveriş merkezi, iş merkezi, ticari parklar, hastaneler, ticari depolar ve bunlara benzer nitelikteki gayrimenkulleri ticari maksatla işletemezler. Bu nedenle personel alımı yapamazlar. Tebliğin 27 inci maddesinin ikinci ve üçüncü fıkraları

<sup>69</sup> Sermaye Piyasası Kurulu, **Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (III.48) Madde 23**, <http://mevzuat.spk.gov.tr/>, (07/08/19).

\* Detaylı bilgi için bakınız. (Ek 2)

kapsamındaki faaliyetler ve bu faaliyetler sebebiyle alınan personel bu bent kapsamında değerlendirilemez.

5- Kredi veremezler.

6- Kendi personeliyle portföye konu olan ya da olacak projeler haricinde, başka kişi, kuruluşlara proje geliştirme, mali fizibilite kontrol, yasal izin takibi ve buna benzer hizmetler veremezler.

7- Belgeye dayandırılmadan ve piyasa rayicinden ciddi farklılık gösteren harcamaların ya da komisyonların ödemesinde bulunamazlar.

8- İlişkili taraflarla herhangi mal ya da hizmet alım satım işlemine dayanmayan borç alacak ilişkisine giremezler.

9- Kısa vadeli gayrimenkul alım satımını sürekli yapamaz.

#### **2.2.5. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Yapabilecekleri İşler**

GYO'ların yapabilecekleri yatırım faaliyetleri ve bu faaliyetlere ilişkin sınırlamalar SPK tarafından belirlenir. Ortaklıkların bu kapsamda birtakım kurallara uyması zorunludur. Yapabilecekleri faaliyetler ve sınırlamaları aşağıdaki gibi özetlenebilir.<sup>70\*</sup>

1- GYO şirketleri; alım-satım kârı veya kira geliri elde etmek amacıyla arsa, arazi, konut, ofis, AVM, otel, lojistik merkezi, depo, park, hastane, benzeri her türlü gayrimenkulü satın alabilir ve kiralayabilir. Bunları satabilir ya da satmayı vaad edebilirler.

2- Portföye alacakları gayrimenkullerin, yapı kullanma izinlerinin ve kat mülkiyetlerinin alınmış olması gerekir.

<sup>70</sup> Sermaye Piyasası Kurulu, "GYO ne iş yapar?", Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı, <http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&menuid=16&pid=2>, (07/04/2017), s.1.

\* Detaylı bilgi için bakınız. (Ek 2)

3- Üzerinde ipotek olmayan ve değerini direkt ve önemli ölçüde etkilemeyecek özellikte bir takdiyat şerhi bulunmayan gayrimenkul ya da gayrimenkule dayalı hakları portföylerine dahil edebilirler.

4- Ayrıca hasılat paylaşımı veya kat karşılığı anlaşmaları ile kendi mülkiyetindeki arsalar üzerinde gayrimenkul projesi geliştirebilir veya üst hakkı kurmak suretiyle yatırım yapabilirler.

5- Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının gerçekleştireceği projelerin tüm izinlerinin alınmış olması ve gerekli sürecin tamamlandığı konusunda bağımsız ekspertiz şirketi raporunun alınmış olması şartı vardır.

6- GYO'lar mülkiyeti başkalarına ait arsalar üzerinde üst hakkı, intifa hakkı, devre mülk hakkı tesis edebilirler veya mülkiyetine sahip oldukları arsalar üzerinde bu hakları başkaları lehine tesis edebilirler.

#### **2.2.6. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Portföy Sınırlamaları**

SPK, ortaklıkların oluşturdukları portföyler ile ilgili de uymaları gereken birtakım şartlar koymuştur. Bu şartlar aşağıdaki gibi özetlenebilir.<sup>71\*</sup>

1- GYO'lar yatırım yaparken, aktif toplamlarının asgari %51'ini gayrimenkul, gayrimenkul projesi ve gayrimenkule dayalı haklar üzerinden gerçekleştirmek zorundadır. Eğer münhasıran altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşmuş bir portföy işletiliyorsa, aktif toplamlarının %75'inin bu varlıklardan oluşması gerekmektedir.

2- SPK'nın belirlediği varlıklar ve uygun gördüğü iştiraklerin tamamı münhasıran altyapı ve hizmetlerinden oluşan bir portföy işletiyorsa aktif toplamlarının azami %25'ine, diğer ortaklıklar içinse aktif toplamlarının azami %49'una ve bu varlıklar içerisinde yer alan yatırım amaçlı Türk Lirası cinsinden vadeli mevduat ya da katılma hesabı, yabancı para cinsinden vadeli ve vadesiz mevduat ya da özel cari ve

<sup>71</sup> Sermaye Piyasası Kurulu, **Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (III.48) Madde 24**, <http://mevzuat.spk.gov.tr/>, (07/08/19).

\* Detaylı bilgi için bakınız. (Ek 3)

katılma hesabına ise en fazla aktif toplamalarının %10'u oranında yatırım yapabileceklerdir.

3- Portföyüne dahil etmesinin üzerinden beş yıl geçmesine rağmen herhangi bir proje gerçekleştirilmemiş arsa ve arazilerin toplamı, şirketin aktif toplamının %20'sini geçemez. GYO'ya dönüşen firmaların benzer durumdaki arsa ve arazilerinin beş yıllık süresi ise esas sözleşmenin ticaret siciline tesciliyle başlayacaktır.

4- Hesap dönemi sonunda kamuya açıklanan raporlarda SPK'nın belirlediği asgari oranların altında kalan ortaklıklar, Kurul'un izniyle ilgili hesap döneminin sonundan itibaren 1 yıllık bir süre içerisinde oranlarını düzeltmek için süre alabilirler. Bu sürenin sonunda ortaklık asgari oran şartlarını sağlayamıyorsa, süre bitimiyle beraber 3 ay içerisinde esas sözleşmesinden gayrimenkul yatırım ortaklıklarının yapabilecekleri faaliyetleri çıkarıp, yeniden düzenlenme yapması gerekmektedir. Bu süre içinde esas sözleşme üzerinde gerekli değişiklik yapılmazsa, ortaklık sona ermiş sayılacaktır.

Münhasıran altyapı ve hizmet faaliyetinde bulunan ortaklıklar için geçerli olan %75'lik oranın, ortaklığın talebi doğrultusunda, Kurulun kabul edebileceği nedenlerle ve gene Kurul'un onayıyla belli bir süre içerisinde oranlarında düzeltme yapabilmesi mümkündür. Bunun için olayın gerçekleştiği hesap dönemi sonundan başlayarak iki yıl süre içinde düzeltme yapmaları gerekmektedir. Ancak bu haklarını, oranın sağlanamadığı yıl ile toplam 5 yıl içerisinde en fazla bir defa kullanabilmektedirler. Bu süre içinde şartları yerine getiremeyen ortaklıklar, süre bitiminden sonra 3 ay içerisinde esas sözleşmelerini gayrimenkul yatırım ortaklıklarının yapabilecekleri faaliyetleri kapsamayacak şekilde değiştirmeleri gerekmektedir. Bu süre içinde esas sözleşme üzerinde gerekli değişiklik yapılmazsa, ortaklık sona ermiş sayılacaktır.

5- Yabancı gayrimenkuller ve yabancı sermaye piyasası araçları ile Kurul'un belirlediği iştiraklere aktif toplamalarının azami %49'u ile yatırım yapabilirler.

GYO'ları düzenleyen SPK tebliği, bu şirketlerin yatırım yapabilecekleri konular konusunda çok detaylı sınırlamak getirmektedir ancak bakıldığında

gayrimenkul yatırımı kapsamında küçük yatırımcılar için risk oluşturmamak kaydıyla bu şirketlerin hemen her türlü yatırımı yapabilmelerinin önü açılmıştır.<sup>72</sup>

### **2.2.7. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında Vergilendirme**

Çoğu ülkede olduğu gibi Türkiye’de de GYO şirketlerinin birtakım vergi avantajları bulunmaktadır. Kurumlar vergisi istisnası gibi uygulamalarla GYO yapılanması desteklenmekte ve teşvik edilmektedir.

GYO’ların; kurumlar vergisi, kâr dağıtım stopajı, KDV ve emlak vergisi ile ilgili düzenlemeleri aşağıdaki gibi özetlenebilir.

#### **a- Kurumlar Vergisi;**

Daha fazla GYO şirketi kurulabilmesi ve sermaye piyasaları aracılığı ile gayrimenkul yatırımı yapılabilmesini teşvik etmek üzere devlet GYO şirketlerini Kurumlar Vergisi Kanunu ile vergiden istisna tutmuştur. Bu istisnadan yararlanılabilmesi için, GYO’ların Türkiye’de kurulması gerekmektedir. Tanınan vergi istisnasının bir amacı da kurumsal gayrimenkul yatırımlarını teşvik ederek inşaat sektörünü kayıt altına alabilmektir. Gayrimenkul yatırım ortaklıklarına yatırım yapan küçük yatırımcılar hem şirketin yılsonu karından vergi ödenmediği için daha yüksek oranda temettü alabilmekte hem de borsada oluşabilecek hisse senedi değer artışlarından faydalanabilmektedir.

Ancak kazançları vergi kesintisine tabidir. GYO’ların kazançlarından, kurum bünyesinde %15 oranında vergi kesintisi yapması gerekir. Vergi kesintisi oranı, bakanlar kurulunun takdiri ile %0 oranına indirilebileceği gibi, kurumlar vergisi oranı<sup>73</sup>

<sup>72</sup> TUNCEL, a.g.e., ss.317-318.

<sup>73</sup> Kurumlar Vergisi Kanun’da belirlenen vergi oranı yıllık safi kazancın %20’sidir.

seviyesine kadar da arttırılabilecektir.<sup>74</sup> KVK oranı, 2009 yılında Bakanlar Kurulunun kararları ile %0 olarak belirlenmiştir.<sup>75</sup>

#### **b- Kâr Dağıtım Stopajı;**

GYO hissedarları, GYO'nun dağıttığı kâr payından gelir vergisine tabidir. GYO, yıllık kazancından ortaklarına dağıtacağı temettü için %15 oranında stopaj ayıracaktır.<sup>76</sup>

#### **c- Katma Değer Vergisi;**

GYO'nun ağırlıklı faaliyetlerini oluşturan gayrimenkul ile ilgili işlemlere %18 KDV uygulanmaktadır. Kapsamının dışında kalan faaliyetler “ hisse senedi, varlığa dayalı menkul kıymet, gayrimenkul sertifikası, döviz vb.” ise KDV'den müstesna tutulmuştur. Ancak bu durum sadece GYO'lara sağlanan özel bir vergi avantajı değildir.

#### **d- Emlak Vergisi;**

Emlak vergisinde herhangi bir istisna yoktur. Sahip oldukları gayrimenkullerin emlak vergilerini öderler. Bu oranlar; meskenlerde %0,1, arazilerde %0,1, binalarda %0,2 ve arsalarda %0,3 olarak belirlenmiştir.<sup>77</sup>

### **2.2.8. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Değerlemeye Tabi Olan Faaliyetleri**

Taşınmaz değerlemesi, taşınmaz değerlerinin belirlenmesinde kullanılır. Objektif ve tarafsız gerçekleştirilmesi gerekir. Bir taşınmazda fiyat, kullanım olanakları, çevresel faktörler gibi değerlemeyi etkileyebilecek unsurların göz önünde bulundurulması gerekir.

<sup>74</sup> Kurumlar Vergisi Kanunu, 13.06.2006 tarihli 5520 sayılı Resmi Gazete, <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2006/06/20060621-1.htm>, (06/08/2019).

<sup>75</sup> 12.1.2009 tarihli, 2009/14593 ve 2009/14594 sayılı Bakanlar Kurulu kararları, 03.02.2009 tarihli 27130 sayılı Resmi Gazete, <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2009/02/20090203-3.htm>, (06/08/2019).

<sup>76</sup> 03.02.2009 tarih ve 27130 sayılı Resmi Gazete, (06/08/2019).

<sup>77</sup> SUSAR, a.g.e., s.190

Taşınmaz projesi ya da taşınmaza bağlı hak ve faydaların belli tarihteki olası değerinin, tarafsız ve bağımsız olmak koşuluyla yapıldığı tespit işlemine değerlendirme denir. Değerleme ardından ulaşılan tutara ise değer denir. Pazar fiyatı, satış fiyatı ya da maliyet bedeli uygun görülebilir.<sup>78</sup> Yapılan değerlendirme gayrimenkul ile ilgili kararlara dayanak oluşturur ve yatırımları etkiler.<sup>79</sup>

SPK Mevzuatında gayrimenkul değerlendirme;

*‘‘Bir gayrimenkulün, gayrimenkul projesinin veya bir gayrimenkule bağlı hak ve faydaların belli bir tarihteki muhtemel değerinin bağımsız ve tarafsız olarak takdiri’’<sup>80</sup>*

şeklinde tanımlanmıştır.

SPK, GYO’ların faaliyetleri kapsamında değerlendirme ile ilgili birtakım zorunluluklar getirmiştir. Bunun en temel sebebi, alım satım vb. gibi işlemler esnasında varlıkların yanlış bir değer üzerinden işleme tabi tutulmasını ve yatırımcıların bu nedenle zarara uğramasını engellemektir. Değerleme zorunluluğu getirilen GYO faaliyetleri aşağıdaki gibi özetlenebilir.<sup>81</sup>

1- GYO’ların faaliyetlerine konu olan varlık veya hakların rayiç değerlerinin ve rayiç kira bedellerinin değerlemesini yaptırmaları zorunludur.

a- Portföy içerisine alınacak veya çıkarılacak varlık ya da hakların değerlemesi

b- Portföydeki gayrimenkullerin kiralanması

c- Kiralamak amacıyla gayrimenkul kiralanması

ç- Portföydeki gayrimenkullerin kiraya verilmesi ya da kontratın yenilenmesi

<sup>78</sup> DOĞAN, a.g.e., s.3.

<sup>79</sup> HEPŞEN, a.g.e., s.30.

<sup>80</sup> Sermaye Piyasası Kurulu, **Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde Gayrimenkul Değerleme Hizmeti Verecek Şirketler ile Bu Şirketlerin Kurulca Listeye Alınmalarına İlişkin Şirketlerin Kurulca Listeye Alınmalarına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ Seri: VIII No:35** (Seri: VIII, No: 58 Sayılı Tebliğ Değişikliği, Madde 3), <http://mevzuat.spk.gov.tr/>, (07/08/19).

<sup>81</sup> Sermaye Piyasası Kurulu, **Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (III.48) Madde 34**, <http://mevzuat.spk.gov.tr/>, (07/08/19).

\* Detaylı bilgi için bakınız. (Ek 3)



d- Gayrimenkul ipoteğinin kabul edilmesi

e- Projelerin inşaatına başlanmadan önce gerekli evrakların tam olması ve yasal prosedüre uygunluğunun tespit edilmesi

f- SPK'nın değerlendirme yapılmasını uygun gördüğü diğer varlıkların portföye dahil edilip, çıkarılması

g- Portföyde bulunan ancak herhangi bir nedenle hesap döneminin son üç ayında rayiç değeri tespit edilmemiş varlıkların yıl sonu değerlerinin tespit edilmesi

ğ- Portföyde yer alan varlık ya da hakların nitelik ve cinsinin değiştirilmesi

h- Ortaklığa nakit olmayan sermaye konulması

ı- Portföyde yer alan gayrimenkuller için yapı kayıt belgesi alınması

2- Portföyde bulunan, yapım süreci devam eden ya da tamamlanmış projelerin bağımsız bölümlerinin satış işlemi (Bağımsız bölümün rayiç değeri hesap döneminin son üç ayında tespit edildiyse, takip eden yıl için (g) maddesi kapsamında yaptırılacak değerlendirme işlemine kadar, alınan değerlendirme raporu kullanılabilir.)

3- Portföyde bulunan ve kiraya verilen iş merkezi, alışveriş merkezi, ticari depo, ofis binası vb. gibi yapıların kira değerlerinin tespiti, bölümler için ayrı ayrı yaptırılması yerine bütün olarak da değer tespitine konu olabilir.

4- Değerleme işlemlerinin, SPK'nın belirlediği kriterlere uygun olan değerlendirme şirketleri tarafından yaptırılması zorunludur.

5- Değerleme çalışmasının bitme tarihiyle rapor tarihi arasında kalan sürenin beş iş gününü geçmemesi ve rapor tarihini takiben iki iş günü içerisinde ortaklığa teslim edilmesi gerekmektedir.

### 3. BÖLÜM

## HALKA AÇIK ŞİRKETLERDE FİNANSAL ANALİZ VE BORSA PERFORMANSINI ETKİLEYEN UNSURLAR

### 3.1. Finansal Tabloların Analiz Yöntemleri

Firmanın finansal durumu ve faaliyet sonuçlarına ilişkin önemli bilgiler, mali tablolarında gösterilir. Tabloların içerisinde yer alan kalemler yüzde ve oranlar aracılığıyla ilişkilendirilir ve karşılaştırılır. Bu ilişkilerin ölçümüne ve yorumlanmasına da finansal tabloların analizi denilmektedir. Analizde; ilişkiler yorumlanırken, değişimlerin nedenleri ve hangi unsurların etkili olduğu da tespit edilecektir. Bu çerçevede gelecekle ilgili birtakım tahminler de yapılabilecektir.<sup>82</sup>

Finansal tabloların analizi; firmanın etkinliğini ölçmede, hedeflerini gerçekleştirip gerçekleştirmediğini saptamada, gerçekleştirememişse nedenlerini araştırmada, gelecekle ilgili planların hazırlanması süreçlerinde, yükümlülüklerini gerçekleştirip gerçekleştiremeyeceğinin araştırılmasında, faaliyetlerin değerlendirilmesinden üretilecek malların miktarına kadar birçok konuda fikir sahibi olunmasına yardımcı olur ve firmaların finansal durumunun tespitinde kullanılır. En sık kullanılan temel analiz teknikleri; karşılaştırmalı tablolar analizi, yüzde analizi, eğilim yüzdeleri analizi ve oran analizidir.<sup>83</sup>

#### 3.1.1. Karşılaştırmalı Tablolar Analizi

Dinamik bir yöntem olan ve yatay analiz olarak da adlandırılan karşılaştırmalı tablolar analizinde, bir firmanın farklı tarihlerdeki mali tabloları incelenir ve gerçekleşen rakamlar arasındaki fark dikkate alınarak oransal bir değere ulaşılır. Mali

---

<sup>82</sup> Ertuğrul ÇETİNER, *İşletmelerde Mali Analiz*, 5. Baskı, Ankara: Gazi Kitabevi, 2007, s.7.

<sup>83</sup> Nalan AKDOĞAN ve Nejat TENKER, *Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri*, 8. Baskı, Ankara: Gazi Kitabevi, 2003, s.518.

tablolar üzerindeki tarihsel değışikliklerin tutarlar üzerindeki farklarına ulaşıldıktan sonra bu tutar yüzde şeklinde ifade edilir.<sup>84</sup>

Karşılaştırmalı bilançolarda dikkat edilmesi gereken öncelikle varlıkların sonra kaynakların incelenmesidir. Ayrıca kalem ve kalem grupları toplamındaki değışikliğin nedenlerini tespit etmek gerekir. Karşılaştırmalı bilançodaki bir kalemin değışmesi gelir tablosundaki bir kaleme bağı olabilir. O nedenle, gelir tabloları da incelenmelidir.<sup>85</sup> Bu yöntemde temel alınan, kalemler arasındaki ilişki değildir. Kıyaslanan, kalemler arasındaki artış ve azalışlardır. Kalemlerin farklı dönemler itibariyle değışikliklerini incelediği için, belli bir dönemi baz alarak yapılan ve kalemler arasındaki ilişkiyi irdeleyen bir analizden daha anlamlı sonuçlar verebilir.

Analizden anlamlı bir sonuç çıkabilmesi için, karşılaştırılan tabloların süre açısından aynı olması ve geçmiş verisinin bugünkü rakamlarla karşılaştırılabilir nitelikte olması gerekmektedir. Firmanın muhasebe uygulamalarında önemli bir değışiklik gerçekleştiyse, mutlaka düzeltilmesi ve tablodaki rakamlara yansıtılması gerekir. Analize konu olan kalemlerdeki artış ve azalışların başkaca faktörler (başka bir kalemdeki olağanüstü artış ya da azalış) tarafından etkilenip etkilenmediği de dikkatle kontrol edilmelidir. Yalnızca tek bir tablodan faydalanılmamalıdır. Tablolar entegre edilerek, bütünsel bir bakışla yorum yapılmalıdır. Firmanın gelişim yönü hakkında fikir vermesi, bu analiz yönteminin üstünlüğüdür.<sup>86</sup>

### 3.1.2. Dikey Yüzde Analizi

Statik bir analiz yöntemi olan dikey yüzde analizinde; tablolarda bulunan kalemlerin, kendileri içinde ya da toplam içinde ne kadarlık bir yüzdeyi temsil ettiği önemlidir ve tespit sonucunda ulaşılan yüzdeler yorumlanır. Bir yıllık verilerin içerisinde hangi kalemin ne kadar yüzdesi olduğuna dikkat edilir. Bu yöntemin bir diğer adı da dikey analizdir. Hesaplama aktif ve pasif 100 kabul edilir. Bir ikinci dikey oran

<sup>84</sup> Mali Tablolar Analizi, <http://www.selcuk.edu.tr/dosyalar/files/074/mali%20tablolar%20analizi.pdf>, (08/08/19), s.9.

<sup>85</sup> Mali Tablolar Analizi, <http://www.selcuk.edu.tr/dosyalar/files/074/mali%20tablolar%20analizi.pdf>, (08/08/19), s.9.

<sup>86</sup> Öztin AKGÜÇ, **Finansal Yönetim**, 9.Baskı (8'inci Baskıdan Tıpkı Basım), İstanbul: Avcıol Basım Yayın, ss.98-99.

hesabı da gelir tabloları içindir. Burada her kalemin Net Satışlar oranına bölünmesi gerekir. Net satışlar 100 kabul edilmektedir.<sup>87</sup>

### 3.1.3. Eğilim Yüzdeleri Analizi

Trend analizi olarak da bilinen bu yöntem, mali tabloların uzun bir zaman dilimi içerisinde ortaya koydukları eğilimleri karşılaştırarak gözlem yapar. Dinamik bir yöntemdir. Sürecin mümkün olduğunca uzun tutulması gerekir. İncelemenin birkaç dönemi baz alması durumunda hesaplar anlamsız çıkacaktır. O nedenle veriler 7 yılın altına düşmemelidir.

*‘Firma için her yönden normal olan bir temel yıla (baz yılına) kıyasla mali tablolarda yer alan kalemlerdeki değişiklikleri gösteren bir index olarak düşünülebilir. Gerçekten bu analiz yöntemi uygulanırken, temel olarak seçilen yıldaki mali tablolarda yer alan kalemlerin değeri 100 olarak kabul edilmekte ve her kalemin baz yılını izleyen dönemlerdeki değeri, temel yıldaki değerine bölünerek eğilim yüzdesi hesaplanmaktadır.’<sup>88</sup>*

Eğilim yüzdelerindeki artış ve azalışlar 100’ün üzerinde olup olmadığına göre belirlenir. Altında kalan rakamlar azalışı, üstünde olan rakamlar da artışı ifade eder. İlişkilendirilen kalemlerin belirli bir zaman aralığında gösterdikleri eğilimlerin birlikte ele alınması gerekir.

Eğilimlerin yorumlanmasında aşamalar şöyledir;

1- Eğilimler karşılaştırılır.

2- Eğilimlerin kalemler arasındaki etkileşimi incelenir.

3- Etkileşim sonuçları tespit edilir. İncelenen yıllar içinde artış ve azalış yönü açısından ağırlığı en yüksek olan kalemler ortaya koyulur ve aynı düzeyde seyreden kalemlerin eğilimi yoktur.

---

<sup>87</sup> Mali Tablolar Analizi, <http://www.selcuk.edu.tr/dosyalar/files/074/mali%20tablolar%20analizi.pdf>, (08/08/19), s.11.

<sup>88</sup> AKGÜÇ, a.g.e., s.106.

### 3.1.4. Oran Analizi

Oran, finansal tabloda yer alan kalemlerin arasındaki ilişkinin matematiksel bir ifadesi<sup>89</sup>, oran analizi ise bu kalemler arasındaki ilişkinin tespitinde kullanılan bir analiz yöntemi olarak tanımlanmıştır.<sup>90</sup> Hesap ve hesap grupları arasında matematiksel ilişkiler kurularak, firmanın ekonomik, mali yapı, kârlılık ve çalışma durumu hakkında bir yargıya varılmaya çalışılır.<sup>91</sup> Yani bir firmanın mali durumu ve faaliyet sonuçları değerlendirilirken, mali tablolarında görülen rakamlardan çok bilanço ve gelir tablosunda yer alan kalemler arasındaki ilişkiler önemsendir.

Oran analizi statik bir yöntemdir ve dikey analiz olarak da adlandırılır. Dikey analiz sınıflandırmasına girmesinin nedeni, verilerin tek dönemi temsil etmesidir. Firmaların bir dönemlik finansal tablolarını baz alması nedeniyle, enflasyon ile ilgili bir düzeltme yapılması da gerekmez. Ancak istenirse birden fazla dönemin finansal tablolarında ayrı ayrı hesaplamalar yapıp, sonuçları karşılaştırmalı verilebilir.<sup>92</sup>

Analiz yapılırken sadece oran ve yüzdelerin bulunması yeterli değildir. Bu oranlar önceki dönem oranlarıyla karşılaştırılarak trend daha iyi belirlenebilir. Hesaplanan oranlar benzer yapıya sahip firmaların oranlarıyla veya iş kolunun ortalama oranlarıyla karşılaştırılabilir. Bu karşılaştırma yapılırken ekonomik şartların ve iş kolu ile ilgili özel durumların da dikkate alınması gerekmektedir.<sup>93</sup> Finansal analizde oranlar kullanım amaçlarına göre çeşitlendirilebilir ve çok fazla oran kurulabilir. Ancak en sık kullanılanlar; likidite oranları, mali (finansal) yapı oranları, faaliyet oranları, karlılık oranları ve borsa performans(piyasa) oranları olarak karşımıza çıkar.<sup>94</sup>

<sup>89</sup> AKGÜÇ, a.g.e., s.20

<sup>90</sup> Hande ÖZOLGUN, “ Karşılaştırmalı Mali Tablolar Analizi 1”, **JOEEP- Journal Of Emerging Economies And Policy**,2017, Vol. 2, No. 1, <https://dergipark.org.tr/download/article-file/430170>, (10/08/2019), s.57.

<sup>91</sup> Hamide ÖZYÜREK ve Elif ERDOĞAN, “Finansal Kurumlarda Mali Analiz ve Bir Uygulama” , **Ekonomi Bilimleri Dergisi**, Cilt. 3, No. 2, 2011, <https://dergipark.org.tr/download/article-file/56697>, (10/08/19), s.232.

<sup>92</sup> Nesrin AKÇA ve Sinem SOMUNOĞLU İKİNCİ, “Ankara’da Yer Alan Özel Bir Sağlık İşletmesinin Finansal Tablolarının Oran Analizi Yöntemi ile Değerlendirilmesi”, **İşletme Bilimi Dergisi**, 2014, Cilt. 2, Sayı. 1, <https://dergipark.org.tr/download/article-file/213309>, (11/08/2019), s.113.

<sup>93</sup> Niyazi BERK, **Finansal Yönetim**, 4. Baskı, İstanbul: Türkmen Kitabevi, 1995, s.32.

<sup>94</sup> Erkan POYRAZ, **Finansal Yönetim**, Gözden Geçirilmiş ve Genişletilmiş 2. Baskı, Bursa: Ekin Yayınevi, 2013, s.74.

### 3.1.4.1. Likidite Oranları

Likidite, firmanın borçlarını ödeyebilme kabiliyetini ortaya koyan bir kavramdır.<sup>95</sup> Likidite oranları, firmanın kısa vadeli yabancı kaynaklarını ödeyebilme gücünü ölçmek ve çalışma sermayesinin yeterliliğini saptayabilmek için kullanılır.<sup>96</sup>

Bu oranlar, firmaların parasal durumlarını gösterir. Vadesi gelen borçların ve bu borçların ödeme durumlarının tespitinde kullanılır. Yani amaç kısa vadeli borçları ödeyebilme kapasitesi ve yeterli işletme(çalışma) sermayesi olup olmadığının belirlenmesidir. Firmanın dönen varlık kalemleriyle, kısa vadeli yabancı kaynak (borçları) kalemleri arasındaki ilişki değerlendirilir.

Likidite oranlarını; cari oran, asit test oranı ve nakit oranı olarak üç alt başlıkta incelenebilir.<sup>97</sup>

#### a- Cari Oran;

Cari oran, dönen varlıklarla kısa vadeli yabancı kaynaklar arasındaki ilişkiyi gösterir. İşletmenin kısa vadeli borçlarını ödeme gücünü ve net çalışma(işletme) sermayesinin<sup>98</sup> yeterliliğini tespit etmeyi amaçlar. Cari oran, çalışma sermayesinin yeterliliğini ve borç ödeme gücünü, net çalışma sermayesine göre daha iyi gösteren bir ölçüdür.

Net çalışma sermayesi tek başına bir firmanın borç ödeme gücünü göstermez. Cari oran bu amaca daha uygundur.

İşletmenin kısa vadeli yükümlülükleri karşılamakta kullanabileceği iktisadi değerlerin (dönen varlıkların), kısa vadeli yabancı kaynaklarına bölünmesiyle hesaplanır.<sup>99</sup>

<sup>95</sup> Serdal ÖGEL, “2001 Krizinin İmalat Sanayi Üzerindeki Etkilerinin Oran Analizi Yoluyla Belirlenmesi”, (Yayımlanmamış Doktora Tezi, Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2005), s.95.

<sup>96</sup> AKGÜÇ, a.g.e., 23.

<sup>97</sup> POYRAZ, a.g.e., 74.

<sup>98</sup> **Net çalışma (işletme) sermayesi:** Dönen varlıklar toplamı ile kısa süreli yabancı kaynaklar arasındaki olumlu farktır; başka bir deyişle firmanın tüm kısa vadeli borçlarını ödedikten sonra kalan işletme sermayesi tutarıdır.

<sup>99</sup> AKGÜÇ, a.g.e., 23.

$$\text{Cari Oran} = \text{Dönen Varlıklar} / \text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar (KVYK)}$$

Kural olarak cari oranın 2:1 olması yeterli görülmüştür. Ancak bu çok genel bir kural olup, bazı endüstrilerde 2:1 düzeyinin üstü yetersiz yorumlanırken, bazı endüstri dallarında ise bu oranın altı yeterli bulunabilmektedir. Genel bir kural olarak gelişmekte olan ülkelerde oranın 1.5:1 olması yeterli görülmektedir. Bunun nedeni likiditenin yüksek olmaması ve kurumsal yetersizlikler olarak açıklanabilir. Kabul gören oranın üstü işletmenin ihtiyacından fazla dönen varlığa sahip olduğunu, daha küçük olması ise net çalışma sermayesinin yetersiz kaldığını gösterir.<sup>100</sup>

Cari oran yeterliliği tespit edilirken aşağıdaki faktörlerin dikkate alınması gerekmektedir.<sup>101</sup>

1. İşletmenin faaliyette bulunduğu endüstri kolu
2. Dönen varlıkların gerçek değerleri
3. Dönen varlık yapısı ve dağılımı
4. Firmanın satın alma ve satma şartları
5. Dönen varlık değerlerinde değişme olasılığı
6. Ticari alacaklarda senetli ve senetsiz dağılımı
7. Stok ve alacak devir hızları
8. İşletmenin borçları konsolide etme, erteleme ve yenileme olasılığı
9. Kısa vadeli yabancı kaynakların, dönen varlıkların ve cari oranın son yıllardaki eğilimi
10. Kısa vadeli yabancı kaynakların vadeler itibariyle dağılımı
11. Firmanın satış yaptığı pazardaki rekabet şartları
12. Mevsimlik hareketlerin cari orana etkisi
13. İşletmenin gerektiği durumlarda borç ile likidite sağlayabilme ihtimali

<sup>100</sup> Öcal USTA, **İşletme Finansı ve Finansal Yönetim**, 2. Baskı, Ankara: Detay Yayıncılık, 2005, s.84.

<sup>101</sup> AKGÜÇ, **a.g.e.**, ss.25-26.

14. Satış dağılımlarının yıl içinde düzenli olup olmaması
15. İşletmenin yakın zamanda yüklü ödemeler yapma ihtimali
16. İşletmenin ticaret bankalarıyla ilişkisi, kullanabileceği kredi limiti durumu

**Tablo 5: Cari Oran Değişiminin Kaynakları**

| <b>CARİ ORAN DEĞİŞİMİNİN KAYNAKLARI</b>              |                                                                                                                                                                              |
|------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>YÜKSELİŞ</b>                                      | <b>DÜŞÜŞ</b>                                                                                                                                                                 |
| Firmanın olağan faaliyeti sonucu yarattığı kaynaklar | Firmanın olağan faaliyet sonucunda zarar etmesi                                                                                                                              |
| Firmanın duran varlıklarının satışı                  | Nakden kar dağıtılması ve/ veya Firma sahibi ve ortakların, işletmeden dönen varlık çekişleri                                                                                |
| Uzun süreli borçlanma                                | Uzun süreli yabancı kaynakların ödenmesi<br>(Bazı uzun süreli borç ödeme yöntemleri cari oranı etkilemez. Örneğin hisse senedi vermek yoluyla çıkardığı tahvilleri ödüyorsa) |
| Sermaye artışı                                       | Sermayenin azaltılması<br>(Uzun vadeli borç senetleri verilmek yoluyla yapılıyorsa, işlemin yapıldığı yıl cari oranı düşürmez)                                               |
| KVYK'ların Ödenmesi                                  | Uzun süreli borçların ödenmesi veya maddi duran varlıkların yenilenmesi ve/veya ödenecek kıdem tazminatları için fon oluşturulması                                           |
|                                                      | KVYK'daki artış hızının, dönen varlıklar hızından daha yüksek olması                                                                                                         |

**Kaynak:** Öztin AKGÜÇ, **Finansal Yönetim**, 9.Baskı, İstanbul: Avcıol Basım Yayın, ss.26-27.



### **b- Asit-Test Oranı;**

Likidite oranı olarak da bilinen asit-test oranı, cari oranı tamamlayan, anlamlandıran ve yorumlama esnasında detaylandıran bir orandır.<sup>102</sup> Döner varlıklardan stokların çıkarılıp, kısa vadeli borçlara bölünmesiyle elde edilir.<sup>103</sup>

Paraya çevrilmesi zaman alabilecek değerlere yer vermediği için, cari orana kıyasla çok daha duyarlı bir ölçüdür. Genel kurala göre asit test oranı için kabul gören değer 1:1'dir. Firmanın oranları bu ölçüye uygun görünse dahi, eğer alacaklarını tahsil etmekte güçlük çekiyorsa, alacak devir hızı düşmüş ya da düşme eğilimindeyse değerlendirmede mutlaka dikkate alınmalıdır. Gene aynı şekilde firma, ölçütün altında görünüp, stoklarını hızla paraya çevirebilme olanağında sahipse 1:1'den küçük olması sorun olmayacaktır.<sup>104</sup>

### **c- Nakit Oranı;**

İşletmenin finansal durumunu en güvenilir şekilde ortaya koyan bu oran, firmanın kısa vadeli yükümlülüklerini ödeyebilmek için ne kadar nakdinin olduğunu gösterir. Hesaplama kullanılabilecek oran aşağıdaki gibidir;<sup>105</sup>

$$\text{Nakit Oran} = (\text{Hazır Değerler} + \text{Menkul Kıymetler}) / \text{KVYK}$$

Likidite oranına göre daha katı bir ölçü olarak kabul edilen nakit oranı, işletmenin satışlarının durması ve alacaklarının tahsil edilememesi gibi olasılıkları da hesaplama dahil ederek, firmanın kısa vadeli borçlarını karşılayabilme gücünü göstermektedir. Genel bir kural olarak, gelişmiş ülkelerde bu oranın %20'nin altına düşmemesi gerektiği öne sürülmektedir. Ülkemizde ise nakit oranlarını dikkatle değerlendirmek gerekir.

<sup>102</sup> Fami ŞAMİLOĞLU ve Ali İhsan AKGÜN (Ed.), **Finansal Yönetim**, İstanbul: Lisans Yayıncılık, 2009, s.54.

<sup>103</sup> Sabri BEKTÖRE, Ferruh ÇÖMLEKÇİ ve Halim SÖZBİLİR, **Mali Tablolar Analizi**, Ankara: Nisan Kitabevi, 2010, s.15.

<sup>104</sup> AKGÜÇ, **a.g.e.**, s.28.

<sup>105</sup> Metin Kamil ERCAN, Ünsal BAN, **Finansal Yönetim**, 6. Basım, Ankara: Gazi Kitabevi, 2010, s.40.

*"Bankaların açmış oldukları krediler nedeniyle yapmış oldukları mevduat blokağı bankalar hesabında; firmaların askıda bulunan bazı hesapları ve ileri tarihli çekleri kasa mevcudu içerisinde göstermeleri, anılan oranın yüksek görülmesine yol açmaktadır."*<sup>106</sup>

### 3.1.4.2. Mali Yapı Oranları

Mali (finansal) yapı oranları, işletmenin öz sermaye ve borçları arasındaki ilişkiyi incelenir. Bu oran, işletmenin öz sermaye yeterliliği, kaynak yapısı içerisindeki borç-öz sermaye dengesi, öz sermaye şeklinde yaratılan fonların dönen ya da duran varlıklardan hangisine yatırıldığı gibi soruları yanıtlar. İşletmede toplam kaynaklar içerisinde borç oranı yüksekse, bu durum borç verenlerin taşıdığı risklerin haricinde firmaya ayrıca bir maliyet yükler. Yani borçların kullanımındaki etkinlik, firmanın kârını arttırıp azaltabilmektedir.<sup>107</sup> Finans literatüründe borçlanmanın, kâr ve zarar üzerinde yaptığı etki finansal kaldıraç olarak da adlandırılır.<sup>108</sup>

#### a- Finansal Kaldıraç Oranı;

Yabancı kaynak oranı olarak da anılan finansal kaldıraç oranı, yabancı kaynaklar toplamının toplam varlıklara bölünmesiyle hesaplanır. Bu oranla yabancı kaynakların, toplam varlıkların ne kadarını karşıladığı ölçülmektedir. Oranın yüksek olması aktifin borç ile çalıştığını, düşük olması ise öz sermayenin yüksek olduğunu göstermektedir. Öz sermayenin yüksek olması işletme kredibilitesinin de artmasını sağlayacaktır.<sup>109</sup>

Finansal kaldıracın nedeni, işletmelerin kaynaklarının arasında yer alan sabit yük getiren kaynakların varlığıdır. İşletmeye sabit yük getiren kaynakların, toplam kaynaklar içindeki yükü arttıkça, finansal kaldıracın etkisi de artarak, firmanın karlılığını etkileyecektir.

<sup>106</sup> AKGÜÇ, a.g.e., s.30-31.

<sup>107</sup> Semih BÜKER, Rıza AŞIKOĞLU ve Güven SEVİL, **Finansal Yönetim**, 2. Baskı, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Basımevi, 1997, s.47.

<sup>108</sup> Ali CEYLAN ve Turhan KORKMAZ, **Finansal Yönetim Temel Konular**, 7. Baskı, Bursa: Ekin Yayınevi, 2013, s.50.

<sup>109</sup> Faruk DAYI, **Sağlık İşletmelerinde Uygulamalı Finansal Analiz**, 1. Baskı, Bursa: Ekin Basın Yayın Dağıtım, 2013, s.142.

“FAVÖK / Kaynaklar Toplamı” oranı, ortalama yabancı kaynak maliyetinden yüksek olduğu müddetçe; işletme, finansmanında yabancı kaynak miktarını arttırarak (yabancı kaynak/varlık toplamını yükselterek) öz sermaye karlılığını olumlu yönde değiştirebilir. Ancak işletmenin bu oranı devamlı yükselterek, kaldıraç etkisinden sınırsız yararlanma şansı yoktur. Kredi verenler ya da firmanın ortaklarından gelen tepkiler bu kullanımı sınırlandırır. Firmanın kredi yükü arttıkça kredilerin maliyeti de artacak ve belirlenen nokta aşıldığında kredi alabilmeleri de mümkün olmayacaktır. Gelişmekte olan ülkelerde bu oranın %50 olması tehlikeli görülürken, gelişmekte olan ülkelerde normal karşılanmaktadır.<sup>110</sup> Hesaplama da kullanılacak oran aşağıdaki gibidir

$$\text{Finansal Kaldıraç Oranı} = \text{Yabancı Kaynaklar Toplamı} / \text{Varlık (Aktif) Toplamı}$$

#### **b- Öz Sermaye Oranı;**

Öz sermaye oranı, firmanın kaynaklarının yüzde kaçının, işletme sahipleri tarafından finanse edildiğini gösterir. Özellikle uzun vadeli kredi veren kurumlara, işletmenin mali gücünü hakkında fikir veren önemli bir orandır. Bu oranın yüksek olması, firmanın uzun vadeli yükümlülüklerini yerine getiremeyeceğini ve mali sıkıntı yaşayacağını gösterir. Bu oranın yüksek olması, öz sermaye maliyetine kıyasla maliyeti daha düşük olan yabancı kaynaklardan firmanın yeterince faydalanmaması anlamını da taşıyabilir. Bir firmanın finansman kararlarında önemli olan yatırımın güvenliği ile kar-zarar etme riski arasındaki dengeyi kurmaktır. Hesaplama da kullanılacak oranlar aşağıdaki gibidir;<sup>111</sup>

$$\text{Öz sermaye Oranı} = \text{Öz sermaye} / \text{Varlık Toplamı}$$

#### **c- Borçlanma Katsayısı;**

Borçlanma oranı olarak da bilinen bu rasyo, öz sermaye ve borçlar arasındaki dengeyi ortaya koyar. Toplam borçların öz sermayeye oranlanmasıyla hesaplanır.

---

<sup>110</sup> AKGÜÇ, a.g.e., ss.33.

<sup>111</sup> AKGÜÇ, a.g.e., s.34.

İşletmenin borçlarının öz sermayesi karşısındaki büyüklüğünü ortaya koyan bu oranın düşük olması tercih edilir.<sup>112</sup>

Genel bir kural olarak, bu oranın 1:1'i aşmaması istenir. Oranın bu seviyenin üzerine çıkmış olması firmanın öz sermayesiyle borçlarını ödeyemeyecek durumda olduğunu gösterir. Bir başka deyişle oranın yüksek olması; firmaya kredi verenlerin, firmanın sahiplerine kıyasla o işletmeye daha çok yatırım yaptıklarını ortaya koyar. Bu durumda işletme ciddi bir faiz yüküyle karşılaşacak ve emniyet payı düşük kabul edilecektir.<sup>113</sup> Hesaplama kullanılabilecek oran aşağıdaki gibidir;

Borçlanma Katsayısı = Yabancı Kaynaklar/ Öz sermaye

#### **ç- Kısa Vadeli Borçlar/Toplam Aktifler Oranı;**

Kısa vadeli borçların toplam finansman kaynaklarına ya da varlık toplamına oranı, firmanın iktisadi varlıklarının yüzde kaçını kısa vadeli yabancı kaynaklarla finanse ettiğini gösterir. Yararlanılan kaynakların süresiyle, yatırılmış olan aktif değerlerin işletmede kullanılabileceği süre uyumlu olmalıdır. Finans yöneticisi, finansmanın bu temel ilkesini göz önünde bulundurarak, bu tür finans kaynaklarıyla duran varlıkların finansmanından kaçınılmalıdır. Gelişmiş ülkelerde genel kural, bir sınai işletmede kısa süreli borçların toplam kaynaklara oranının 1/3'ü aşmaması yönündedir.<sup>114</sup>

#### **d- Kısa Vadeli Borçlar/Toplam Borçlar Oranı;**

“Kısa Vadeli Borçlar/Toplam Borçlar” oranı, firma borçlarının vade yapısıyla ilgili fikir verir. Oranı etkileyen faktörler; işletmenin varlık yapısı, kullanılan teknoloji ve uzun süreli kaynak sağlama durumudur. Dönen varlıkları görece yüksek olan, emek yoğun teknoloji kullanan işletmelerde, toplam yabancı kaynaklar içinde kısa vadeli

<sup>112</sup> Ünal H. ÖZDEN, Özlem DENİZ BAŞAR ve Seda BAĞDATLI KALKAN, “İMKB’de İşlem Gören Çimento Sektöründeki Şirketlerin Finansal Performanslarının VIKOR Yöntemi ile Sıralanması”, **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi**, Sayı. 17, 2012, <https://dergipark.org.tr/download/article-file/95000>, (08/08/2019), s.3.

<sup>113</sup> AKGÜÇ, **a.g.e.**, s.36.

<sup>114</sup> AKGÜÇ, **a.g.e.**, s.37.

olanların payının yüksek olması normaldir. Daha çok duran varlık yatırımı yapmış ve sermaye yoğun teknoloji kullanan işletmelerdeyse bu payın düşük olması beklenir. İşletmenin kurumsal yapısı ve enflasyonist ortam bu oranı etkiler. Ülkemizde enflasyon, uzun vadeli yabancı kaynak bulunabilmesindeki güçlük ve firma yapıları bu oranın %75-%80 civarında oluşmasına neden olmaktadır. Bazı endüstri kollarında %90'lara varan oranlar görmek mümkündür.<sup>115</sup>

#### **e- Uzun Vadeli Borçlar/ Toplam Aktifler Oranı;**

Varlıkların ne kadarlık bölümünün uzun vadeli borçlarla finanse edildiğinin tespitinde kullanılan bir orandır.<sup>116</sup> Yüksek oranlar firmaların varlıklarını uzun vadeli fonlardan karşılayabildiği anlamını taşıırken, oranın aşırı yükselmesi bilhassa durgunluk dönemlerinde işletmenin taksitlerini ödeme konusunda zorluk yaşayabileceğini gösterir. Büyük yatırımlar yapan işletmelerin oranları yüksektir ancak yatırım bitince bu oran düşmüyorsa, yatırımdan beklenen katma değer gerçekleşmemiş demektir. Sektörel analizlerde kullanılan bu oranın yorumlanmasında, kısa vadeli borçların izlenmesi de sağlıklı bir sonuca ulaşılmasına olanak sağlar.<sup>117</sup>

#### **f- Uzun Vadeli Borçlar/ Devamlı Sermaye Oranı;**

Devamlı sermayenin içindeki uzun vadeli borçların ağırlığını gösteren oran, işletmelerin uzun vadeli sermaye yapısı ve politikaları ile ilgili bilgi vermektedir. Genel bir kural olarak sanayi işletmelerinde 1:3, kamu hizmeti veren işletmelerde 1:2'yi aşmaması beklenir. Uzun vadeli kaynaklardan genelde sanayi firmaları yararlandığı için, ticari işletmelerde pek kullanılmaz.<sup>118</sup>

<sup>115</sup> AKGÜÇ, a.g.e., s.38.

<sup>116</sup> Mehmet CİVAN, "Finansal Tablolar Analizi ve Örnek Uygulamalar", Trabzon ABİGEM Eğitimi, 2009, [https://docs.google.com/viewer?url=http%3A%2F%2Fwww.tso.org.tr%2Fdosyalar%2Ffinansal\\_analiz.doc](https://docs.google.com/viewer?url=http%3A%2F%2Fwww.tso.org.tr%2Fdosyalar%2Ffinansal_analiz.doc), (09/08/2019), s.7.

<sup>117</sup> Barış ILGAZ, "Oran Analizi", <http://www.bilgaz.net/dosyalar/OranAnalizi.pdf>, (09/08/2019), s.5.

<sup>118</sup> Ekonometrik Perspektif, Finansal Analiz Yardımcı Değerler, <https://ekonometriknotlar.wordpress.com/2012/07/05/finansal-analiz/#more-718>, (10/08/2019).

#### **g- Kısa Vadeli Borçlar/ Uzun Vadeli Borçlar Oranı;**

Firmanın kısa vadeli borçlarının uzun vadeli borçlara oranını göstermektedir. Yabancı kaynakların %30'unun kısa vadeli, %70'inin de uzun vadeli borçlardan oluşması ideal kabul edilmektedir.<sup>119</sup>

#### **ğ- Duran Varlıklar/ Öz Sermaye Oranı;**

İşletmenin öz sermayesinin ne kadarının maddi duran varlıklarla finanse edildiğini gösteren bir orandır. Bu oranın 1:1'den küçük olması durumunda, maddi duran varlıkların tamamının öz sermaye yoluyla finanse edildiği söylenebilir. Genelde sınai işletmelerde bu oranın 1:1'den fazla olması, firmanın mali yönden güçsüz olduğuna yorumlanır. Fakat sermaye yoğun teknoloji kullanan işletmelerin yatırımlarını tamamladıkları yıllarda, kamu işletmeleri ve demiryolu işletmelerinde oranın 1:1'den büyük olması normal karşılanır. Oranda, maddi duran varlıkların bilançoda kaydedilen değerinden birikmiş amortismanlar indikten sonraki kalıntı değeri kullanılır. Ancak hızlı enflasyon dönemlerinde, birikmiş amortismanlar duran varlıklar tutarından indirilmeden hesaplama yapılması daha doğru olacaktır.<sup>120</sup>

#### **h- Duran Varlıklar/ Devamlı Sermaye Oranı;**

İşletmenin duran varlıklarının ne kadarlık kısmının uzun vadeli borçlar tarafından finanse edildiğini göstermektedir. İşletmenin maddi yatırımlarını fonlamadaki başarısını da ölçebileceğimiz bu oran, özellikle duran varlıkların tamamının öz sermaye ile finanse edilmediği firmalarda önem kazanmaktadır. Bu oranın 1:1'den küçük olması, firmaların duran varlıklarının tamamını uzun vadeli borçlarla finanse edebildiğini ortaya koyar. Bu da risk unsuru taşıyan kısa vadeli borçlara olan ihtiyacı ortadan kaldırır. Oranın 1:1'den büyük olması durumunda ise

---

<sup>119</sup> POYRAZ, a.g.e., s.84.

<sup>120</sup> AKGÜÇ, a.g.e., s.41.

duran varlıkların finansmanında kısa vadeli borçların kullanıldığı, firmanın fon kullanımına ihtiyaç duyduğu ve sermayenin yetersiz kaldığı sonucuna ulaşılır.<sup>121</sup>

#### **ı- Duran Varlıklar/ Uzun Vadeli Borçlar Oranı;**

Firmalara kreditorler tarafından sağlanan uzun vadeli fonların karşılığında işletmenin ne kadar sabit duran varlığı olduğunu gösteren bir orandır.<sup>122</sup>

Oranın yüksek olması işletmeye uzun vadeli kredi verenler açısından emniyet payının olduğunu göstermektedir. Gene de ihtiyatlı davranarak duran varlıkların değerini etkileyebilecek farklı unsurların dikkate alınması gerekmektedir.

*‘‘Sınai işletmelerin analizinde kullanılması anlamlı olabilecek bu oranın 1:1’den büyük olması, firmanın 1 TL’lik uzun süreli borcuna karşılık 1 TL’den daha fazla maddi duran varlığının olduğunu gösterir.’’<sup>123</sup>*

#### **3.1.4.3. Faaliyet Oranları**

Faaliyet oranları, firmanın satışlarıyla varlıkları arasındaki ilişkiyi gösterir. Firmanın varlıklarının etkin kullanılıp kullanılmadığını ölçmeye yarayan bir rasyodur.<sup>124</sup> İşletmenin performansı, kâr marjıyla beraber faaliyetlerin etkinliğinden de etkilenir.<sup>125</sup>

#### **a- Alacak Devir Hızı Oranı;**

Bu oran, bir işletmenin alacaklarının paraya dönüş hızını, tahsil kabiliyetini ve likidite durumunu ortaya koyan bir ölçüdür. Hesaplama yer alan ticari alacaklar, işletmenin esas faaliyetinden doğan senetli ve senetsiz alacaklardır. Yorum yapılırken firmanın geçmiş dönem alacak devir hızları, benzer işkolunda faaliyet gösteren firmaların alacak devir hızları ve endüstri bazında kabul görmüş alacak devir hızı

<sup>121</sup> Oran Analizi, <http://www.bilgaz.net/dosyalar/OranAnalizi.pdf>, (08/08/2019), s.8.

<sup>122</sup> Oran Analizi, <http://www.bilgaz.net/dosyalar/OranAnalizi.pdf>, (08/08/2019), s.9.

<sup>123</sup> AKGÜÇ, a.g.e., s.42.

<sup>124</sup> Cengiz EROL, *İşletmelerde Finansal Yönetim*, Ankara: İmge Kitabevi, 1999, s.152.

<sup>125</sup> David ALEXONDER, Anne BRITTON ve Ann JORISSEN, *International Financial Reporting and Analysis*, London: Thomson, 2005, s.677.

oranları dikkate alınır ve karşılaştırılır.<sup>126</sup> Hesaplama da kullanılacak oran aşağıdaki gibidir;

$$\text{Alacak Devir Hızı Oranı} = \text{Kredili Satışlar Tutarı} / \text{Ort. Ticari Alacaklar}$$

#### **b- Stok Devir Hızı Oranı;**

Stok devir hızı, stokların paraya çevrilebilme süresinin tespitinde kullanılan bir ölçüdür.<sup>127</sup> Stok devir hızının artması, stokların daha etkin yönetildiğini gösterir. Diğer koşullar aynı kalmak şartıyla, daha fazla kar elde etmeye olanak sağlar ve finansman gereksinimini de azaltır. Oranın düşük olmasıysa, stok maliyetinin yükselmesine, finansman gereksiniminin artmasına, stoktaki malların çeşitli nedenlerle satışının gerçekleşememe olasılığıyla karşılaşılmasına neden olabilir.<sup>128</sup>

Stok devir hızını kullanarak stokta kalma süresi oranını tespit edebiliriz. Stokta kalma süresiyle, ortalama tahsilat süresini toplayarak da ortalama etkinlik süresi oranına ulaşabiliriz. Ortalama etkinlik süresi oranı, nakit yönetimi kararlarının daha sağlıklı alınmasına yardımcı olur. Hesaplama da kullanılacak oranlar aşağıdaki gibidir;<sup>129</sup>

$$\text{Stok Devir Hızı Oranı} = \text{Satışların Maliyeti} / \text{Ortalama Stok}$$

$$\text{Stokta Kalma Süresi} = 365 / \text{Stok Devir Hızı}$$

$$\text{Ortalama Etkinlik Süresi} = \text{Ort. Stokta Kalma Süresi} + \text{Ort. Tahsilat Süresi}$$

#### **c- Öz Sermaye Devir Hızı Oranı;**

Öz sermayenin ne ölçüde verimli kullanıldığını gösteren bu oranın yüksek çıkması öz sermayenin verimli kullanıldığını gösterirken, çok yüksek bir seviyeye ulaşması net satışlarda artış olmadığı ve bu artışın borç ile finansmandan

<sup>126</sup> AKGÜÇ, a.g.e., s.44.

<sup>127</sup> AKDOĞAN ve TENKER, a.g.e., s.625.

<sup>128</sup> AKGÜÇ, a.g.e., s.51.

<sup>129</sup> POYRAZ, a.g.e., s.80.



kaynaklandığını göstermektedir. Yorumlamada sektörel oranlarla da karşılaştırma yapılması gerekir. Hesaplama da kullanılacak oran aşağıdaki gibidir,<sup>130</sup>

$$\text{Öz sermaye Devir Hızı} = \text{Net Satışlar} / \text{Öz sermaye}$$

#### **ç- Aktif Devir Hızı Oranı;**

Net satış tutarının varlık toplamına bölünmesiyle hesaplanan aktif devir hızı, bir işletmede sermaye yoğun teknoloji kullanımının bir göstergesi ya da varlık kullanımında bir etkinlik ölçüsü olarak yorumlanabilir. İşletmenin karlılığını belirleyen önemli unsurlardan biri olan aktif devir hızı arttırıldığında, bu durum karlılığı da yükseltebilir. Aktif devir hızının yavaşlaması, firmada atıl kaynaklar olduğuna işaret edebilir.<sup>131</sup> Hesaplama da kullanılacak oran aşağıdaki gibidir;

$$\text{Aktif (Varlık) Devir Hızı} = \text{Net Satışlar Tutarı} / \text{Ort. Aktif (Varlık) Toplamı}$$

#### **d- Maddi Duran Varlık Devir Hızı Oranı;**

Maddi duran varlık kullanımının etkinliğini ölçer ve aynı zamanda üretim işletmelerinde kapasite kullanımını da gösterir. Yüksek oranlar, maddi duran varlıkların etkin bir şekilde kullanıldığını, satış gelirinin yüksek kapasiteyle elde edildiğini ortaya koyar. Oranın düşük çıkmasında da kapasitenin altında kullanım söz konusudur. Gereksiz yatırımlar yapılmış ya da yapılan yatırımın karşılığı alınamamış şeklinde yorumlanır.<sup>132</sup> Hesaplama da kullanılacak oran aşağıdaki gibidir;

$$\text{Maddi Duran Varlıklar Devir Hızı} = \text{Net Satış Tutarı} / \text{Maddi Duran Varlıklar (net)}$$

#### **e- Dönen Varlık Devir Hızı Oranı;**

Bu oran, dönen varlıkların hesap döneminde kaç kere yenilendiğini ortaya koyar. Dönem başı ve dönem sonu dönen varlıklar toplamı farklılık gösteriyorsa,

<sup>130</sup> POYRAZ, a.g.e., ss.80-81.

<sup>131</sup> AKGÜÇ, a.g.e., ss.57-58.

<sup>132</sup> Mali Tablolar Analizi, <http://www.selcuk.edu.tr/dosyalar/files/074/mali%20tablolar%20analizi.pdf>, (08/08/2019), ss.23-24.

hesaplamada ortalama alınması daha doğru olur. Dönen devir hızının yavaşlaması, net satışlardaki artışa oranla işletmenin dönen varlıklara daha çok yatırım yaptığı anlamını taşır. Bu da finansman gereksinimi arttıracak ve kârlılık üzerinde olumsuz etki yapacaktır.<sup>133</sup> Hesaplamada kullanılacak oran aşağıdaki gibidir;

$$\text{Dönen Varlık (İşletme Sermayesi) Devir Hızı} = \text{Net Satışlar} / \text{Dönen Varlıklar}$$

#### **f- Net İşletme Sermayesi Devir Hızı Oranı;**

Bir işletmenin satışlarıyla, net çalışma sermayesi (Dönen Varlıklar- Kısa Vadeli Kaynaklar) yakın ilişkilidir. Satış hacmi genişledikçe stok ve alacaklar artar. Bu nedenle işletmeler daha fazla net işletme sermayesine ihtiyaç duyarlar. İşletme sermayesinin etkinlik göstergesi ise net işletme devir hızıdır. Bir işletmenin, net işletme sermayesinin yeterliliği, geçmiş dönemlerdeki devir hızlarıyla karşılaştırılarak ve/veya aynı işkolundaki işletmelerle karşılaştırılarak tespit edilebilir.<sup>134</sup> Hesaplamada kullanılacak oran aşağıdaki gibidir;

$$\text{Net İşletme Sermayesi Devir Hızı} = \text{Net Satış Tutarı} / \text{Ort. Net İşletme Sermayesi}$$

#### **3.1.4.4. Kârlılık Oranları**

Firmanın kârlılık düzeylerini ortaya koyan oranlardır. Ayrıca işletmelerin rekabet ortamında nasıl bir örgütsel pozisyon alması gerektiği konusunda da fikir verir.<sup>135</sup> Karlılığı hem satışlarla hem de sermaye ve varlıklarla ilişkilendirilerek bu oranlara ulaşabiliriz.<sup>136</sup>

---

<sup>133</sup> AKGÜÇ, **a.g.e.**, s.56.

<sup>134</sup> AKGÜÇ, **a.g.e.**, s.54-55.

<sup>135</sup> POYRAZ, **a.g.e.**, s.86.

<sup>136</sup> Arman Aziz KARAGÜL, “Oran Analizi”, Saime ÖNCE (Ed.), **Mali Analiz** içinde (62-86), Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayını Web Ofset, 2013, s.73.

#### **a- Brüt Kâr Marjı;**

Brüt kâr marjı olarak da bilinen brüt satış kârı, net satışlarla satışların maliyeti arasındaki olumlu farktır. İşletmenin faaliyet giderlerini karşılayabilecek, firma sahiplerine yeterli bir kâr sağlayabilecek düzeyde olmalıdır. Değerlendirme yapılırken işletmenin geçmiş yıllardaki brüt satış kârlılığı oranı ve endüstrideki diğer firmaların aynı özellikteki oranları dikkate alınır. Maliyet değişmemesine rağmen fiyatların yükselmesi, fiyatların değişmemesine rağmen maliyetlerin düşmesi, fiyatların maliyetlerden daha hızlı artması, maliyetlerdeki düşüşlerin fiyatların düşüşünden daha hızlı olması ve firmanın muhasebe uygulamaları gibi birtakım faktörler oranın artmasına neden olabilmektedir. Hesaplama da kullanılacak oranlar aşağıdaki gibidir;<sup>137</sup>

$$\text{Brüt Satış Kârı} = \text{Brüt Satış Kârı} / \text{Net Satış Tutarı}$$

$$\text{Brüt Satış Kârı} = \text{Net Satışlar} - \text{Satışların Maliyeti}$$

#### **b- Net Kâr Marjı;**

Net kâr marjı olarak da bilinen net kârlılık oranı, işletmelerin verimliliği hakkında bilgi verir.<sup>138</sup> Firmanın tüm faaliyetlerinin sonuçlarını yansıtan dönem net kârının, satışlara bölünmesiyle elde edilen oran, firmanın geçmiş verileri ve aynı endüstride faaliyet gösteren işletmelerin benzer oranlarıyla karşılaştırıldığında anlamlı bir sonuç verecektir. Bu şekilde faaliyet sonuçları ve firma gelişimi hakkında bilgi sahibi olunabilir. Yüksek bir kârlılık oranı; yatırım, üretim fiyatlama ve finansman politikalarının uygun olduğunu gösterir. Hesaplama da kullanılacak oran aşağıdaki gibidir;<sup>139</sup>

$$\text{Net Kârlılık Oranı} = \text{Dönem Net Kârı} / \text{Net Satışlar}$$

<sup>137</sup> AKGÜÇ, a.g.e., s.70.

<sup>138</sup> POYRAZ, a.g.e., s.87.

<sup>139</sup> Nurhan AYDIN, "Finansal Analiz", Gülsen SEVİL ve Mehmet BASAR (Ed.), **Finansal Yönetim 1** (84-112), Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayını, 2014, s.99.

### c- Faaliyet Kâr Marjı;

İş hacmi rantabilitesi olarak da bilinen faaliyet kâr marjı; firmanın kârlılığını, finansman kararlarının etkilerini dikkate almadan ölçer. Bu oran özellikle farklı işletmelerin kârlılık performanslarının karşılaştırılmasında kullanılır.<sup>140</sup> Yorum kısmında oranlar yalnızca firmanın verilerine dayanıyorsa sonuç anlamsız çıkacaktır. Sektörde benzer yapıya sahip firmaların oranlarıyla karşılaştırılması doğru bir sonuç alınmasını sağlar. Hesaplama kullanılabilecek oran aşağıdaki gibidir;<sup>141</sup>

FVÖK (Ebit) = Faiz ve vergi öncesi kâr

Faiz ve Vergi Öncesi Kar = Dönem Kârı + Finansman Giderleri

Faaliyet Kâr Marjı = FVÖK/ Net Satışlar

### ç- FAVÖK Marjı;

Faiz, vergi ve amortisman öncesi kâr (FAVÖK- Ebitda), firmanın kuruluşunda amaçlanan ana faaliyet konusuyla ilgili kârlılığı gösterir. Faaliyet kârı ve amortisman giderlerinin toplamı olarak da ifade edilebilir. Firmaların esas faaliyetlerinden elde edilen kazancın kârlılığını göstermesi açısından önemli bir rakamdır.

FAVÖK marjı ise, FAVÖK'ün satışlara oranlanmasıyla elde edilen bir rasyodur. İşletmenin satışlardan elde ettiği kazancın ne kadarlık kısmını esas faaliyetleriyle gerçekleştirdiğini ortaya koyar. Ancak tek başına oranın kullanılması anlamlı bir sonuç vermeyecektir. Anlamlı bir sonuca varabilmek için mutlaka firmanın geçmiş dönem verileriyle ya da aynı işkolunda faaliyet gösteren işletmelerin oranlarıyla kıyaslanması gerekmektedir.<sup>142</sup>

<sup>140</sup> AYDIN, a.g.e., s.99.

<sup>141</sup> New York Akademi, “Ebitda Nedir?”, <http://www.newyorkakademi.com/finansSozluk/Incele/EBITDAFAVOK-Nedir/24>, (10/08/2019).

<sup>142</sup> Para Piyasaları, “FAVÖK nedir? Ebitda nedir?”, <https://parapiyasalari.net/temel-analiz/favok-nedir/>, (08/08/2019).

“Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar (FAVÖK)” hesaplaması;<sup>143</sup>

*“Esas faaliyet kârı kalemine, amortisman ve itfa giderleri, çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin kıdem tazminatı ve izin ödemeleri gibi karşılıklar (yönetim primi karşılıkları hariç) ile negatif şerefiye, satın alınan bağlı ortaklık yoluyla değer artışı gibi diğer nakdi olmayan gelir / giderlerin eklenmesiyle yapılmaktadır.”*

FAVÖK Marjı hesaplaması;

FAVÖK Marjı = FAVÖK/ Net Satışlar

#### **d- Öz Sermaye Kârlılığı Oranı;**

*“Piyasa ekonomisinin geçerli olduğu ülkelerde yatırım yapmaktaki amaç, kar elde etmek olduğuna göre sağlanan kârla, o firmaya, firmanın sahip veya sahipleri tarafından sağlanan sermaye arasındaki ilişkinin belirlenmesi, kârlılık analizinde anlamlı bir gösterge olmaktadır. Kârla sermaye arasındaki ilişkileri ifade etmek üzere ‘mali rantabilite’ terimi kullanılmaktadır.”<sup>144</sup>*

Ortaklardan alınan sermayenin, ne ölçüde verimli kullanıldığını gösteren öz sermaye karlılığı oranı, net kârın öz sermaye tutarına bölünmesiyle bulunur. Oran ne kadar yüksek çıkarsa o kadar iyi kabul edilir. Yorum kısmında, sermayenin fırsat maliyeti ve işkolunun ortalama oranlarını da dikkate almak gerekmektedir. Hesaplama da kullanılan oran aşağıdaki gibidir;<sup>145</sup>

Öz Sermaye Kârlılığı Oranı = Net Kâr/ Öz sermaye

#### **e- Aktif Kârlılığı Oranı;**

Bu oranla, işletmenin çalışma sermayesi ve duran varlık unsurlarına yaptıkları yatırımlardan ne kadar kâr elde ettikleri ölçülmeye çalışılır.<sup>146</sup>

Aktiflerin ne ölçüde etkin kullanıldığını gösteren bu oran, dönem net kârının aktif toplamına oranlanmasıyla bulunur. Hesaplama da kullanılacak oran aşağıdaki gibidir;

<sup>143</sup> Coca Cola İçecek AŞ, Kap Bilgilendirme Notu 2017, <https://www.kap.org.tr/en/ek-indir/4028328d59de8491015a89f3e9a10a46>, (07/08/2019), s.6.

<sup>144</sup> AKGÜÇ, a.g.e., s.63.

<sup>145</sup> Ümit GÜCENME, **Mali Tablolar Analizi ve Enflasyon Muhasebesi**, Bursa: Marmara Kitabevi, 2003, s.179.

<sup>146</sup> AKDOĞAN ve TENKER, a.g.e., s.640.

$$\text{Aktif Kârlılık Oranı} = \text{Dönem Net Kârı} / \text{Toplam Aktifler}$$

#### **f- Ekonomik Rantabilite:**

Faiz ve vergiden önceki kârın (FVÖK), kaynaklar toplamına bölünmesiyle hesaplanan bu oran, işletmenin kaynaklarını ne ölçüde kârlı kullandığını gösterir. Firmanın finansman yapısından bağımsız olarak kâr ile sermaye yapısı arasındaki ilişkiyi ortaya koyar. Diğer koşullar aynı kalmak kaydıyla, ucuz kaynak kullanan bir firma daha pahalı kredi temin eden firmayla karşılaştırıldığında, borçlanma maliyeti düşük olan daha kârlı görünecektir. Ancak, borçlanma maliyeti yüksek olan firma kaynaklarını daha verimli kullanmış olabilir.<sup>147</sup>

$$\text{Ekonomik Rantabilite} = \text{FVÖK} / \text{Kaynaklar Toplamı (veya Net Varlık Toplamı)}$$

#### **g- Kümülatif Kârlılık Oranı;**

Birikmeli kârlar olarak da bilinen oran, yedek akçe ve yedek akçe niteliğindeki karşılıklar dahil olmak üzere dağıtılmamış kârların, net varlık toplamına bölünmesiyle hesaplanır. Firmanın uzun vadeli kârlılığını gösterir ve kâr dağıtım politikası konusunda fikir verir. Oranın düşük olması, işletmenin başarısızlığa uğrama ihtimali ile ilgili bir sinyal olarak değerlendirilebilir.<sup>148</sup>

$$\text{Kümülatif Kârlılık Oranı} = \text{Dağıtılmamış Kârlar Toplamı} / \text{Varlık Toplamı}$$

### **3.1.4.5. Borsa Performansı Oranları**

Piyasa oranları olarak da bilinen borsa performans oranları, firma ile ilgili bilgi almak için yapılan analizlerde kullanılır ve gösterge niteliğindedir.

---

<sup>147</sup> AKGÜÇ, a.g.e., s.68.

<sup>148</sup> AKGÜÇ, a.g.e., s.69-70.

#### **a- Fiyat/ Kazanç Oranı;**

*‘‘Fiyat-kazanç oranı, işletmenin her bir liralık hisse başı net kazancına karşılık, yatırımcıların hisse senedine kaç lira ödemeye hazır olduğunu gösteren bir orandır. ’’<sup>149</sup>*

Hisse senedi satın alınırken, fiyat-kazanç (F/K) oranı düşük hisseler seçilmelidir. Yani F/K oranı düşükse hisse senedinin uygun fiyatlı olduğu, yüksekse pahalı olduğu sonucuna varılabilir. Bu oran ile ilgili ideal bir değer yoktur ve sektör bazında ciddi farklılıklar görülmektedir. Değerlendirme yapılırken, endüstri ortalamaları dikkate alınmalı ve sektördeki diğer firmalarla karşılaştırılmalıdır.

*‘‘F/K oranı sayesinde şirketlerin beher hisse senedi başına elde edeceği kâra karşılık, hisse senedini almak için ne kadar ödememiz gerektiğini bulabiliriz. F/K oranı bize ayrıca hisse senedi başına kâr rakamı sabit kalacağı ve elde edilen kârların tamamının dağıtılacağı varsayılarak, hisse senedi için ödeyeceğimiz fiyatın bize temettü olarak kaç yılda geri döneceğini gösterir. ’’<sup>150</sup>*

F/K oranı hesaplamalarında kullanılacak oranlar aşağıdaki gibidir;

$$\text{Fiyat/ Kazanç Oranı} = \frac{\text{İşletmenin Dönem Sonu Piyasa Değeri}}{\text{İşletmenin Dönem Net Kârı}}$$

Veya

$$\text{Fiyat/ Kazanç Oranı} = \frac{\text{Hisse Senedinin Dönem Sonu Piyasa Fiyatı}}{\text{Hisse Başına Kazanç}}$$

$$\text{Hisse Başına Kazanç} = \frac{\text{Dönem Net Kârı}}{\text{Hisse Sayısı}}$$

#### **b- Piyasa Değeri/ Defter Değeri Oranı;**

Piyasa değeri/Defter değeri oranı (PD/DD); firmanın piyasa değerinin, işletmenin öz sermayesinin kaç katı olduğunu gösterir. Başka bir deyişle hisse senedine yapılan yatırımın net bugünkü değeridir.

<sup>149</sup> AYDIN, a.g.e., s.101.

<sup>150</sup> POYRAZ, a.g.e., s.90.

Defter değeri; firmanın aktif toplamından (öz sermayesi) borç toplamının çıkarılmasıyla bulunan tutarın hisse sayısına oranlanmasıyla hesaplanır.

Piyasa değeri; firmanın hisse senetlerinin piyasada oluşan değeridir. Hesaplama da kullanılacak oranı aşağıdaki gibidir;<sup>151</sup>

$$PD/DD = \text{Hisse Senedi Piyasa Fiyatı} / \text{Hisse Senedi Defter Değeri}$$

### c- Hisse Başına Kâr Oranı;

Dönem net kârının hisse senedi sayısına bölünmesiyle bulunmaktadır. Ve dönem net kârının tamamının dağıtılacağı bir durumda hisse başına düşen kârı göstermektedir.<sup>152</sup>

$$\text{Hisse Başına Kâr} = \text{Dönem Net Kâr} / \text{Hisse Senedi Sayısı}$$

Şirket imtiyazlı hisse senedi çıkardıysa hesaplama aşağıdaki gibi olacaktır;<sup>153</sup>

$$\text{Hisse Başına Kâr} = (\text{Dönem Net Kâr} - \text{İmtiyazlı Pay Senedi Sahiplerine Ödenecek Kâr Payı}) / \text{Dolaşımda Bulunan Adi Pay Senedi Sayısı}$$

Özellikle BİST’de işlem gören bir firmanın değeri; hisse sayısı ile, pay senetlerinin borsa kapanış fiyatlarının çarpılması sonucunda bulunan değeri ifade eder. Bu nedenle kapanış fiyatları, firma değeri hesaplamasında önemli bir değişkendir. Temettü dağıtımında da bu değişken önem arz etmektedir. Ayrıca yatırım kararları alınırken en çok dikkat edilen ve incelenen parametreler firmaya ait finansal oranlardır. Bu oranlar yatırımcılara firmanın gerçek değeri ve performansları hakkında da fikir verir.<sup>154</sup>

<sup>151</sup> POYRAZ, a.g.e., s.90.

<sup>152</sup> POYRAZ, a.g.e., s.91.

<sup>153</sup> AKGÜÇ, a.g.e., s.67.

<sup>154</sup> Özge KORKMAZ ve Süleyman Serdar KARACA, “Firma Performansını Etkileyen Faktörler ve Türkiye Örneği”, *Ege Akademik Bakış*, Nisan 2013, Cilt. 13, Sayı. 2, [https://www.researchgate.net/profile/Oezge\\_Korkmaz4/publication/276899976\\_Firma\\_Performansini\\_Etkileyen\\_Faktorler\\_ve\\_Turkiye\\_Ornegi/links/555b24e208ae6943a878c079.pdf](https://www.researchgate.net/profile/Oezge_Korkmaz4/publication/276899976_Firma_Performansini_Etkileyen_Faktorler_ve_Turkiye_Ornegi/links/555b24e208ae6943a878c079.pdf), s.169, (08/08/2019).



### 3.2. Performans Kavramı

Fransızcadan dilimize geçen performans kelimesi, ‘‘başarım, verim, çıktı’’ kavramlarıyla eş değer kullanılabilmektedir.<sup>155</sup>

Performans; görev sürecinde oraya konulan kriterlere uygun şekilde görevin gerçekleştirilmesi ve hedefe ulaşılması doğrultusunda ortaya çıkan mal, hizmet veya düşüncedir.<sup>156</sup>

Performans; bir işin veya durumun belirlenen şartlar altında yerine getirilmesi veya işi yapan kişi ya da grubun davranış biçimi olarak tanımlanır.<sup>157</sup>

Literatüre geçen genel performans tanımlarından bazıları şu şekildedir;

*‘‘Performans, bir işletmenin amaçlarına ulaşma düzeyini tanımlayan çok boyutlu bir kavramdır.’’<sup>158</sup>*

*‘‘Performans, amaçlı ve planlanmış bir etkinlik sonucunda elde edilenlerin nicel ya da nitel olarak belirlenmesidir.’’<sup>159</sup>*

*‘‘Performans, organizasyonun maddi ve manevi unsurlarından en üst seviyede faydalanma derecesidir.’’<sup>160</sup>*

*‘‘Performans; etkililik, verimlilik, kalite, yenilik, kârlılık gibi bazı performans göstergeleri arasındaki karmaşık karşılıklı bir ilişki olarak tanımlamaktadırlar.’’<sup>161</sup>*

Performans, bugüne kadar birçok farklı anlayışla yorumlanmıştır. En klasik bakış açısı, en düşük maliyetle en yüksek verimi almak yönündedir. Ancak günümüzde bu klasik bakış açısı artan rekabet nedeniyle işlevsiz hale gelmiştir. Kalite, yenilik, memnuniyet gibi birçok faktör performansı etkiler durumdadır.

<sup>155</sup> Türk Dil Kurumu, <http://sozluk.gov.tr/>, (09/08/2019).

<sup>156</sup> D. PUGH, **Organizational Behaviour**, Londra: Prentice Hall International (UK) Ltd.,1991, s.7.

<sup>157</sup> Yeşim ÜNVER, ‘‘İşletmelerde Kariyer Yönetimi ve Performans Değerlendirme Sistemleri’’, (Yayınlanmamış dönem projesi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2005), s.50.

<sup>158</sup> Şenol ŞAHİN, ‘‘Bilişim Sistemleri Uygulamalarının İşletme Performansına Etkileri’’, Dicle Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt. 2, Sayı. 6, 2014, <https://dergipark.org.tr/download/article-file/370684>, (06/08/2019), s.46.

<sup>159</sup> Zühal AKAL, **İşletmelerde Performans Ölçüm ve Denetimi**, Ankara: Milli Prodüktivite Merkezi Yayınları, Ankara, 1998, s.1.

<sup>160</sup> Nermin ÇAKMAK ve Emre OCAKLI, ‘‘Performans Değerlemesi Gerekli Midir? Neden?’’, <https://mafiadoc.com/performans-deerlendirmes-gerekl-mdr-neden-59d02f261723dd6c70322bd2.html>, 2006, (07/08/2019), s.409.

<sup>161</sup> Cemal ELİTAŞ ve Veysel AĞCA, ‘‘Firmalarda Çok Boyutlu Performans Değerleme Yaklaşımları: Kavramsal Bir Çerçeve’’, **Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt. 8, Sayı.2, 2006, <https://sbd.aku.edu.tr/VIII2/vagca.pdf>, (08/08/2019), s.347.

Performansın, işletme bazında geniş ve önemli bir yeri vardır. İşletme başarısı söz konusu olduğunda, bireysel ve örgütsel performans değerleri geniş bir kapsamda değerlendirilir. Artan rekabet ortamında değişimlere uyum sağlamak, bireylerden başlayıp örgüte kadar uzanan teknik ve psikososyal bir çabayı da beraberinde getirmektedir.<sup>162</sup>

Performansın değerlendirilmesi; İşletmelerin başarı durumlarını görmesi ve gelecekle ilgili kararlarını doğru alabilmeleri açısından oldukça önemlidir. Geçmişte alınan kararlar, yapılan hatalar ve her türlü hareket, performans değerlendirmesiyle izlenerek tedbirler alınabilir. İşletme yönetimi, performans gösterge ve kriterlerini önceden belirleyip, performansları değerlendirirken bu ölçüleri kullanabilir.<sup>163</sup>

*“Performans değerlendirme, iş görenin içinde bulunduğu organizasyonun amaçlarını gerçekleştirmek için örgütteki tutum ve davranışlarının, iş süreçlerindeki gayret ve çabalarının, ortaya çıkan sonuçlar üzerindeki verimlilik ve eksikliklerinin tespit edilme sürecidir.”<sup>164</sup>*

Yani performans yapılan işin miktaryken performans değerlendirme ise yapılan bu işin miktarının azlığı veya çokluğu hakkındaki değerlendirmedir.

### 3.3. Borsa Performansını Etkileyen Unsurlar

Hisse senetlerinin performansları birçok faktörün etkisinde kalabilmektedir. Bu nedenle hem firma içindeki hem de firma dışındaki dinamikler hassasiyetle incelenmelidir. Performansa etki eden faktörleri içsel ve dışsal unsurlar olarak iki ana başlıkta inceleyebiliriz.

<sup>162</sup> Ömer TURUNÇ, “ Bilgi teknolojileri kullanımının işletmelerin örgütsel performansına etkisi: Hizmet sektöründe bir araştırma”, (Yayınlanmış Doktora Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi, 2006), s.121.

<sup>163</sup> Nizamettin BAYBURT, “İşletmelerde Performans Değerlendirmenin Önemi ve Performans Göstergeleri Arasındaki İlişkiler”, <https://dergipark.org.tr/download/article-file/9295>, (06/08/19), s.578.

<sup>164</sup> H. KOÇ ve M. TOPLAOĞLU, “İşletmeler İçin Yönetim Bilimi”, Ankara: Seçkin Yayınları, 2012, s.299, Aktaran: Mücahit ÇELİK, **Performans Yönetimi**, 1. Baskı, Ankara: Seçkin Yayınları, 2017, s.14.

### 3.3.1. Firma İçi Faktörler

Doğrudan firmadan kaynaklanan ve firmanın kontrolünde olan faktörlerdir. Firmanın hisse senedini performansını etkileyen firma içi unsurlar; firmanın mali yapısı, yönetimi ve kâr payı dağıtma durumu olarak üç ana başlıkta incelenebilir.

#### a- Mali Yapı;

Bir işletmenin finansal yapısı aynı zamanda finansal riski de beraberinde getirmektedir. Sabit yükümlülüklerin artmasıyla, finansal riskler de artacaktır. Bunun en temel nedeni, artan yükümlülükleri karşılamak için daha fazla kaynağa ihtiyaç duyulacak olmasıdır. Uzun vadeli borçlarını ödeyememe olasılığı aynı zamanda tasfiye riski ve iflas riskini de arttırmaktadır. Bu durum, hisse senedi değerine olumsuz yansır. Yükümlülüklerin artmasıyla birlikte faiz ödemeleri de artacak ve bu durum hisse senedi sahiplerine dağıtılacak kâr payını olumsuz etkileyebilecektir. Diğer yandan, sabit yükümlülüklerin artması, öz sermayeyle başka yatırımların yapılabilmesine olanak sağlayacak ve bu da karlılığı arttırabilecektir. Eğer işletmenin borçları, firmanın öz sermayesinin çok üzerinde seyrediyorsa bu durum borç ödeme gücünün düşmesine de neden olabilecektir.<sup>165</sup>

#### b- Yönetim;

Bir işletmenin başarısı, onu yönetenlerin başarısıyla doğru orantılıdır. Yönetim kadrosunun tecrübesi, yeteneği, yeniliklere uyum kabiliyeti ve vermiş olduğu kararlar firmanın risk derecesini etkiler. Bu da firmanın gelirini ve hisse senedi fiyatını etkileyecektir.<sup>166</sup>

Yönetim kadrosunun almış olduğu hatalı kararlar ve saydığımız diğer faktörler hisse senedi fiyatlarına olumsuz yansımaktadır. Diğer taraftan, kurumsal yönetim ilkelerini benimsemiş, yeniliklere adapte olabilen, profesyonel bir yönetim kadrosuyla

---

<sup>165</sup> Yusuf DEMİR, “Hisse Senedi Fiyatını Etkileyen İşletme Düzeyindeki Faktörler ve Mali Sektör Üzerine Bir Uygulama”, **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi**, Cilt.6, Sayı.2, 2001, <https://dergipark.org.tr/download/article-file/195116>, (07/08/19), s.110.

<sup>166</sup> DEMİR, **a.g.m.**, s.111.

da işletme çok daha etkin yönetilecek ve bu durumun hisse senetleri fiyatlarına yansması da olumlu olacaktır.

### **c- Kâr Payı Dağıtımı;**

Hissenin senedinin değerini belirlemede kâr payı dağıtımı önemli bir unsurdur. Yatırımcı tarafından olumlu karşılanan kâr payı dağıtımları, hisse senedi fiyatlarını da yükseltmektedir. Sadece kârlılık ve büyüme oranları yüksek olan firmalarda, hisse senedinin piyasa fiyatı çok etkilenmez.

### **3.3.2. Firma Dışı Faktörler**

Dışarıdan gelen ve işletmenin kontrolünde olmayan faktörler olarak nitelendirebiliriz. Firmanın hisse senedi fiyatını etkileyen firma dışı unsurlar; enflasyon, faiz ve diğer faktörler olarak üç ana başlıkta incelenebilir.

#### **a- Enflasyon;**

Enflasyon çok yüksek seviyelerde seyretmediği müddetçe, hisse senetlerinin fiyatlarında olumlu bir etki yaratır. Hisse senetlerinin enflasyonun yarattığı değer kaybından korunan bir yapısı vardır. Bu gibi dönemlerde satışlar ve kârlılık artar. Dolayısıyla dağıtılan kar payları da artmış olacaktır. Enflasyonun yükselme eğiliminde olduğu bir ortamda, hisse senetlerine yatırım yapmak daha cazip gelmekte ve talebin artmasıyla hisse senedi fiyatları da yükselmektedir.

Teoride genel fiyat seviyesindeki artış olarak ifade edilen enflasyonun, hisse senetleri fiyatlarına doğrudan etkisi vardır. Orandaki artış, milli paranın değerini düşürür ve bu durum hisse senedi fiyatlarına bir yükseliş olarak yansımaktadır. Bu bakış açısıyla hisse senedi fiyatlarıyla enflasyon arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır denilebilir.<sup>167</sup>

<sup>167</sup> Aykut KARAKAYA, “Enflasyonun Borsa Performansı Üzerindeki Etkisi”, **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt. 7, Sayı. 1, 2004, <http://kosbed.kocaeli.edu.tr/sayi7/karamustafa.pdf>, (10/08/19), s.23.

Ancak bu görüşün aksini iddia eden farklı görüşler de mevcuttur. Enflasyon ve hisse senedi değeri ilişkisi konusunda tam bir fikir birliği sağlanamamıştır. Literatürde enflasyonun hisse senedi değerlerini olumlu ve olumsuz etkilediğini öne süren çeşitli görüşler bulunmaktadır.

#### **b- Faiz;**

Hisse senedi fiyatlarını etkileyen unsurlardan bir tanesi de faiz oranlarında yaşanan değişimlerdir. Ülkede faiz oranlarının arttığı dönemlerde, hisse senedi fiyatlarında düşüşler görülmektedir. Bunun nedeni, faiz oranlarındaki artışla birlikte, genelde firmalarının performanslarının düşme eğiliminde olması olarak açıklanabilir.

Faiz oranı yükselince, hisse senetlerinin değerlemesinde kullanılan iskonto oranları da artar. Bu durum yatırımların tahvil piyasasına doğru kaymasını sağlar ve hisse senedi fiyatlarının düşmesine neden olur.<sup>168</sup>

#### **c- Diğer Faktörler;**

Devlet müdahaleleri(teşvikler), firmanın içinde bulunduğu sektör ve sektörün içindeki payı, hükümet politikalarının değişmesi ve bunun gibi birçok faktör hisse senetlerinin performansları üzerinde bir etki yaratacaktır.

---

<sup>168</sup> Henry, Ó. T. (2009), “Regime Switching in The Relationship Between Equity Returns And Short-Term Interest Rates in The UK”, Journal of Banking & Finance 33(2), ss.405–414, Aktaran: Hasan AYAYDIN ve Hüseyin DAĞLI, “Gelişen Piyasalarda Hisse Senedi Getirisini Etkileyen Makroekonomik Değişkenler Üzerine Bir İnceleme: Panel Veri Analizi”, **Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt. 26, Sayı. 3-4, 2012, <https://dergipark.org.tr/download/article-file/30413>, (10/08/19), s.49.

## 4. BÖLÜM

### BORSA İSTANBUL AŞ'DE İŞLEM GÖREN GYO'LARIN PERFORMANSLARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLERİN İNCELENMESİ

Çalışmanın bu bölümünde borsada işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıkları için borsa performanslarını etkileyen finansal oranların belirlenmesine yönelik panel regresyon analizi gerçekleştirilmiştir.

#### 4.1. Araştırmanın Amacı

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının da içinde bulunduğu gayrimenkul ve inşaat sektörü, gelişmekte olan ülkeler açısından büyük önem taşımaktadır. Bu sektörlerin birçok alanla ilişkisinin olduğunu söylemek yanlış olmaz. Sektörlerde oluşacak canlanma, diğer sektörleri de hareketlendirecektir. Milli gelirde, bu sinerjiden olumlu şekilde etkilenecektir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde, gayrimenkul sektörü lokomotif görevi görür. Ancak ekonomik krizlerde en hızlı etkilenen ve krizin etkilerinden en zor çıkan sektör olduğunu da belirtmek gerekir. Günümüzde finansal ve ekonomik krizler oldukça sık yaşanmaktadır. Ülkenin ekonomik durumundan kolayca etkilenen sektörlerin ve bu sektörler içindeki GYO gibi yapıların, finansal performans ya da borsa performanslarının ve üzerinde tesiri olan faktörlerin araştırılması ihtiyacı olmuştur. Borsadaki işlem hacmi, diğer şirket yapılarına göre daha düşük olan GYO'ların portföy hattıyla yatırımın kategorize edilmesi ve seçeneklerin yatırımcıların sermaye piyasasına çekilmesine yardımcı olması açısından incelenmesi önem arz etmektedir. Bu bölümde amaç, borsada işlem gören GYO'lara yönelik borsa performansını etkileyen finansal oranların panel regresyon analizi yardımıyla ortaya konulmasıdır. Böylece, yatırımcılar ve konu ile ilgili kişiler için GYO'ların performans analizi yol gösterici olacaktır.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının performanslarını etkileyen faktörlerle ve performans ölçümleri ilgili akademik çalışmaların incelenmesi sonucunda, panel

regresyon analizi yapılması uygun görülmüş ve kullanılacak değişkenler bu çerçevede belirlenmiştir.

Ünsaldı, 2011-2017 yılları arasında BİST’de işlem gören GYO’ların içlerinden işlem hacimleri en yüksek olanları ele alarak, hisse senedi bazında bu GYO’ların borsa performanslarını etkileyen faktörleri incelemiştir. Çalışmasında, veri regresyon analizi kullanmış ve performanslarını incelerken firmaların bilançolarında bulunan finansal oranlardan faydalanmıştır. Araştırmasının sonucunda devir hızları ve çoğu kârlılık oranının GYO’ların borsa performanslarına etkili olmadığı, kaldıraç oranı gibi borçlanma durumunu temsil edenlerin ise borsa performansına etkili olduğunu saptamıştır. Firmaların borçlanarak elde edecekleri yeni kaynakların, yatırımcıda yeni projeler gerçekleştirileceği algısını oluşturduğu ve bu durumun GYO’ların borsa performansına olumlu yönde etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır.<sup>169</sup>

Münyas, 2011-2017 yılları arasındaki GYO’ların CCR veri zarflama analizi kullanarak finansal etkinliklerini ölçümlemiştir. Analizde, 27 GYO için kriz sonrası dönem olan 2011 ile 2017 yılları ele alınmıştır. Model 5 girdi ve 3 çıktı değişken aracılığı ile kurularak 27 ortaklık için etkinlik analizi gerçekleştirilmiştir. Girdiler; asit-test oranı, öz sermaye çarpanı, finansal kaldıraç, aktif devir hızı ve alacak devir hızı olmuştur. Çıktılar ise net kâr marjı, fiyat/kazanç oranı ve hisse başına kâr olarak belirlenmiştir. Çalışmanın sonucunda, incelemeye tabi tutulan yıllar itibariyle sektörde etkinliğin en yüksek olduğu yıllar 2015 ve 2016 yılları olduğu sonucuna ulaşılmıştır.<sup>170</sup>

Çıtak, 2005-2007 yılları arasında Türkiye’deki menkul kıymetlerin etkinliklerini CCR ve BCC veri zarflama analiziyle ölçümlemiştir. Çalışmada 3 adet girdi (faaliyet giderleri oranı, portföy yönetim ve yatırım danışmanlığı ücreti), 3 adet çıktı (net varlık değeri, toplam aktifler ve yatırım ortaklığının toplam piyasa değeri) kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda, menkul kıymet yatırım ortaklıklarının faaliyet etkinsizlikleri, saf teknik etkinsizlikten ziyade ölçek etkinsizliğinden kaynaklanmakta

<sup>169</sup> Okan Mehmet ÜNSALDI, “BİST’de İşlem Gören Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Hisse Performanslarını Etkileyen Firmaya Özgü Faktörlerin Panel Veri Regresyon Yöntemi ile Analizi”, (Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2018).

<sup>170</sup> Turgay MÜNYAS, “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Finansal Etkinliklerinin Veri Zarflama Analizi Yöntemi İle Değerlendirilmesi”, **Journal of Life Economics**, Ekim 2018, Cilt. 5, Sayı. 3, <http://dergipark.gov.tr/jlecon/issue/43542/532850>, (23/04/2018).

olduğu, son dönemde ölçek etkinliklerini arttırarak daha etkin hale geldikleri ortaya çıkmıştır. Menkul kıymet yatırım ortaklıklarının büyük bir çoğunluğunun ölçeğe göre artan getiride faaliyet gösterdikleri belirlenmiştir.<sup>171</sup>

Yılmaz ve İçten, 2007-2016 yılları arasında BİST’de işlem gören 31 GYO’nun nakit akımı odaklı finansal performanslarını ve sektör performansını topsis yöntemiyle incelemiştir. Çalışmada kullanılan oranlar; işletme faaliyetlerinden nakit akışlar/ toplam varlıklar, işletme faaliyetlerinden nakit akışlar/ kısa vadeli borçlar, işletme faaliyetlerinden nakit akışlar/ uzun vadeli borçlar, işletme faaliyetlerinden nakit akışlar/ özkaynaklar, işletme faaliyetlerinden nakit akışlar/ toplam gelirler, işletme faaliyetlerinden nakit akışlar/ toplam giderler, işletme faaliyetlerinden nakit akışlar/ FAVÖK, işletme faaliyetlerinde nakit akışlar/ (işletme faaliyetlerinden nakit akışlar + yatırım faaliyetlerinden nakit girişi + finansman faaliyetlerinden nakit girişi), işletme faaliyetlerinden nakit akışlar + yatırım faaliyetlerinden nakit akışlar + finansal faaliyetlerden nakit akışlar/ özkaynaklardır. Çalışma sonucunda, incelenen dönemde sektörün nakit yaratma gücünün 2009 yılında en üst seviyesine ulaştığı, 2010 yılından başlayarak azaldığı, 2015 yılından sonra ise tekrar bir toparlanma eğilimine girdiği sonucuna ulaşılmıştır.<sup>172</sup>

Demir ve Terzioğlu, 1997-2012 yılları arasındaki dönemi ele alarak menkul kıymet yatırım ortaklıklarının İMKB 100 endeksi üzerindeki etkisini, çok değişkenli regresyon analizi kullanarak incelemiştir. Çalışmada toplam beş değişken kullanılmıştır. Bağımsız değişkenler; İMKB menkul kıymet yatırım ortaklığı endeksi, bu ortaklıkların market kapitalizasyonu, portföylerinde bulundurdıkları hisse senetlerinin toplam değeri ve çıkarılmış sermayelerinin toplam değeri olarak seçilmiş ve İMKB 100 endeksi değişkeni üzerindeki etkileri incelenmiştir. Çalışmanın sonucunda, menkul kıymet yatırım ortaklıklarının toplam market kapitalizasyonunun İMKB 100 üzerinde anlamlı bir etkisi tespit edilememiş ve modelden çıkarılmıştır. İkinci modelde menkul kıymet

<sup>171</sup> Levent ÇITAK, “Türkiye’deki Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının Etkinliklerinin Veri Zarflama Analizi ile Değerlendirilmesi”, **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi**, Temmuz-Aralık 2008, Sayı. 31, <http://dergipark.gov.tr/erciyesuibd/issue/5888/77878>, (23/04/2019).

<sup>172</sup> Mustafa Kemal YILMAZ ve Orkun İÇTEN, “Borsa İstanbul’da İşlem Gören Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Nakit Akımı Odaklı Finansal Performans Analizi (2007-2016)”, **Finans Politik & Ekonomik Yorumlar**, 2018, Cilt 55, Sayı 635, [http://www.ekonomikyorumlar.com.tr/files/articles/15282000679\\_6.pdf](http://www.ekonomikyorumlar.com.tr/files/articles/15282000679_6.pdf), (04/08/2019).



yatırım ortaklığı endeksi İMKB 100 Endeksi üzerinde çok güçlü bir etkiye sahip çıkmıştır. (%70,19) Bu modeldeki diğer iki bağımsız değişken ise menkul kıymet yatırım ortaklığı endeksi değişkenine göre nispeten daha zayıf bir etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır.<sup>173</sup>

Karakaya, 2015 yılını ele alarak 31 GYO'nun hisse senedi değeri ve süper etkinliği arasındaki ilişkiyi veri zarflama analizi kullanarak ölçümlemiştir. Girdiler; finansman giderleri, faaliyet giderleri ve öz sermaye olarak seçilirken çıktılar ise net aktif değeri ve toplam gelirler olarak belirlemiştir. Analiz sonucunda ortalama ölçeğe göre sabit getiri, ölçeğe göre değişen getiri ve ölçek etkinliği skorları sırasıyla 0.80, 0.821 ve 0.976'dır. Etkin GYO yüzdesi sırasıyla %32, %36 ve %42'dir. Buna göre, etkinlik skorları ve etkin GYO yüzdesi görece yüksek sonucuna ulaşılmıştır.

Yetkin ve İçten, 2007-2016 yılları arasında BIST'de işlem gören 31 adet GYO'nun finansal performanslarını topsis yöntemi kullanarak analiz etmişlerdir. Çalışmada GYO'ların likidite, finansal yapı ve kârlılık oranları kullanılmıştır. Çalışma sonucunda, 2007-2016 dönemi içerisinde finansal performansın 2007 yılında en üst düzeyde olduğu ve bu yıldan sonra yıllar itibarıyla azalarak 2012 senesinde en düşük seviyeye geldiği, bu yıldan sonra artış trendine girerek 2016 senesine kadar artışını sürdürdüğü ancak 2016 yılında tekrar azaldığı sonucuna ulaşılmıştır.<sup>174</sup>

Gümüş ve Çıbık, 2012-2017 yılları arasında borsada işlem gören GYO işletmelerinin birleşik oran analizi (Dupont) yöntemiyle performanslarını ölçümlemiş ve ölçümlemede net kâr marjı, aktif devir hızı, öz sermaye çarpanı, öz sermaye verimliliği oranları kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda, GYO şirketleri arasında öz sermaye verimliliği ve diğer oranlar ile yapılan analizler doğrultusunda en iyi işletme Ak Merkez GYO işletmesi olduğu tespit edilmiştir. Bu işletmenin öz sermaye verimliliğinde

<sup>173</sup> Yusuf DEMİR ve Mustafa TERZİOĞLU, "Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının İMKB 100 Endeksi Üzerine Etkisi: Çok Değişkenli Regresyon Analizi", **Bolu Abant İzzet Baysan Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi**, 2014, Cilt. 10, Yıl. 10, Sayı. 1, <http://iibfdergi.ibu.edu.tr/index.php/ijesr/article/view/629/908>, (23/04/2019).

<sup>174</sup> Feyzullah YETGİN ve Orkun İÇTEN, "TOPSIS Yöntemi ile Borsa İstanbul'da İşlem Gören Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının 2007-2016 Yılları Arası Finansal Performans Analizi", **İstanbul Gelişim Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Nisan 2018, Cilt. 5, Sayı. 1, <http://acikerisim.gelisim.edu.tr/xmlui/handle/11363/447#sthash.M6to51KK.bnWBEt5f.dpbs>, (23/04/2019).

başarılı olmasının öncelikli sebebi her dönem düzenli net kâr açıklaması olduğu sonucuna varılmıştır.<sup>175</sup>

Deran, Sarıay ve Savaş, 2009-2011 yılları itibariyle İMKB’de işlem gören menkul kıymet yatırım ortaklıkları ve GYO’ların finansal performanslarını karşılaştırmıştır. Bu karşılaştırmada bağımsız örneklem T testi ve Mann-Whitney U Testi kullanılmış, söz konusu firmaların finansal performanslarının karşılaştırılmasında aktif kârlılığı, öz sermaye kârlılığı, hisse başına kâr ve PD/DD oranları kullanılmıştır. Analiz sonucunda, aktif kârlılığı ve öz sermaye kârlılığı açısından menkul kıymet yatırım ortaklıkları ile GYO’lar arasında sadece 2009 yılı için anlamlı bir farklılığın olduğu sonucuna ulaşılmış ve menkul kıymet yatırım ortaklıklarının aktif kârlılığı ve öz sermaye kârlılığının GYO’lardan daha büyük olduğu tespit edilmiştir.<sup>176</sup>

Aytekin ve Kahraman, 2008-2012 yılları itibariyle BIST GYO endeksindeki şirketlerin finansal etkinliklerini süper aylak tabanlı veri zarflama modeliyle ölçümlemişlerdir. Bağımsız değişkenleri; genel yönetim giderleri, finansman giderleri ve ödenmiş sermaye olarak seçilmiş, bağımlı değişkenleri ise net aktif değer, net dönem kârı ve piyasa değeri olarak belirlenmiştir. Çalışmanın sonucunda, GYO’ların varlık ve kaynaklarını finansal açıdan optimum kaynak düzeyinde kullanamadıkları sonucuna ulaşılmıştır.<sup>177</sup>

Yılmaz Türkmen, 2007-2010 yılları itibariyle İMKB’de işlem gören GYO’ların finansal etkinliklerini CCR veri zarflama analiziyle ölçümlemiştir. Modelde 3 adet girdi (genel yönetim gideri, pazarlama satış ve dağıtım gideri, (toplam borç- alınan sipariş avansları)/ net aktif değer) , 2 adet çıktı (net aktif değer ve net dönem kârı) kullanılmıştır. Analiz sonucunda; 2007 yılında dört, 2008 yılında yedi, 2009 yılında

<sup>175</sup> Umut Tolga GÜMÜŞ ve Erkan ÇIBIK. “Borsa’da İşlem Gören Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı İşletmelerinin Birleşik Oran Analizi (DUPONT) Yöntemiyle Performansının Ölçülmesi”, **Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 2018, Yıl. 11, Sayı. 3, <http://dergipark.gov.tr/download/article-file/591959>, (23/04/2019).

<sup>176</sup> Ali DERAN, M.A.İbrahim SARIAY ve İncilay SAVAŞ, “İMKB’ de İşlem Gören Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Finansal Performanslarının Karşılaştırılması”, **Fırat Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 2013, Cilt. 23, Sayı. 2, <https://www.researchgate.net/publication/311717984>, (23/04/2019).

<sup>177</sup> Sinan AYTEKİN ve Eda KAHRAMAN, “BIST Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Endeksindeki (XGMYO) Şirketleri Finansal Etkinliklerinin Veri Zarflama Analizi Yöntemi ile Değerlendirilmesi”, **Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Ocak 2015, Cilt. 8, Sayı. 1, <http://dergipark.ulakbilim.gov.tr/ni/guiibfd/>, (23/04/19).

dört, 2010 yılında ise beş adet karar biriminin 1 olduğu yani tam etkin olduğu görülmüştür. İş GYO başta olmak üzere, EGS GYO ve Atakule GYO ele alınan dört dönem boyunca etkinliği en iyi işletmeler olarak ortaya konulmuştur.<sup>178</sup>

#### 4.2. Araştırmanın Yöntemi

Genelde ekonometrik uygulamalarda yatay kesit veya zaman serisi verileri kullanılmaktadır. İkisi arasındaki temel fark, birinde zaman boyutunun diğerinde ise kesit boyutunun dikkate alınmasıdır. İki veri yaklaşımının da birlikte değerlendirilmesi gereken durumlar olabilir. Bu tür analizlerde ise panel veriler karşımıza çıkar. 2000’li yıllardan itibaren panel veri ile yapılan çalışmalar artmıştır. Burada hem zaman boyutu hem de kesit boyutu dikkate alınmaktadır. Yatay kesit verisiyle zaman serisi verisinin birleşiminden elde edilen verilere boylamsal (longitudinal) veri denir. Boylamsal veri gözlemlerinin aynı zaman düzeyinde ve aynı birimlerden elde edilmiş olması haline de panel veri denir. Bir kesitin, belli bir dönem süresince ve belirli bir zaman aralığında devamlı takibi sonucunda ulaşıldığı veri topluluğuna “panel veri”, belli bir zamanda dönemsel olarak incelenen belli bir nesnenin analiz yöntemine ise “panel veri analizi” denilmektedir. Regresyon metotlarının panel veriye uygulanması, diğer iki veri yaklaşımının tek tek uygulanmasına nazaran daha zordur.

Panel veri analizinin avantaj ve dezavantajları aşağıdaki gibi özetlenebilir;

1- Dışlanan değişkenler sonucu ortaya çıkan hata terimiyle, bağımsız değişkenler arasında korelasyon olmakta ve parametre tahminleri sapmalı gerçekleşmektedir. Panel veri kullanılarak bu değişkenlerin etkileri kontrol altına alınabilir. Bu şekilde tahmin sapması azalmakta ya da ortadan kalkmaktadır.<sup>179</sup>

<sup>178</sup> Sibel YILMAZ TÜRKMEN, “İMKB’de İşlem Gören Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Finansal Etkinliklerinin Veri Zarflama Analizi İle Değerlendirilmesi”, **Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, 2011, Cilt. 31, Sayı. 2, [http://dosya.marmara.edu.tr/ikf/iib-dergi/2011-2/273-288\\_turkmen.pdf](http://dosya.marmara.edu.tr/ikf/iib-dergi/2011-2/273-288_turkmen.pdf), (23/04/2019).

<sup>179</sup> Ferda Yerdelen TATOĞLU, **İleri Panel Veri Analizi**, 2. Baskı, İstanbul: Beta Basım Yayın, 2013, s.11.

2- Analizi yapan kişiye daha çok sayıda gözlem sağlar. Serbestlik derecesini artırır ve açıklayıcı değişkenler arasındaki doğrusal bağlantının derecesini düşürür. Bu da tahmin etkinliğini arttıran bir unsurdur.<sup>180</sup>

3- Değişim sonrası uyum dinamiklerini incelemek için daha uygundur. Görece istikrarlı, durağan yatay kesit dağılımları çoğu değişimi saklar. Mesela işsizlik ve gelir hareketliliği panel veri ile daha iyi incelenebilir. Ayrıca ekonomik durumların sürelerini incelemek için de uygundur. Panel yeteri kadar uzunsa, ekonomi politikası değişimlerdeki uyarlamayı da ortaya koyabilir.<sup>181</sup>

4- Değişken değerleri arasındaki çoklu doğrusal bağlantı birim farklılıklarını dahil edilmesiyle azalır.<sup>182</sup>

5- Yatay kesit birimleri ‘‘firmalar, ülkeler, bölgeler, bireyler’’ özellikleri bakımından aynı değildir ve panel veri setlerinde kontrol dışındaki bu heterojenlik dikkate alınmaktadır.<sup>183</sup>

6- Hem yatay kesit hem de zaman verilerine özel sapmaları barındırır. Bu da hata teriminde çoğu zaman sapmalar olacağı anlamına gelmektedir. Ayrıca veri toplama zorluğu, ölçüm hataları, tasarım güçlüğü, heterojenlik sapması ve örnek seçim sapması dezavantajlarındandır. Zaman serisi, yatay kesite göre kısa olursa özellikle doğrusal olmayan panel veri analiz yöntemlerinin kullanımı aşamasında birtakım güçlüklerle karşılaşılır.

Panel veri analizlerinde  $N$  sayıda birimin  $T$  dönemlik bir zaman serisi verisi kullanılarak yapılır.

Genel olarak hazırlanmış bir panel veri analizinde denklem;

$$y_{it} = \beta_{1it} + \beta_{2it}X_{2it} + \beta_{3it}X_{3it} + \mathcal{E}_{it} \quad (1)$$

<sup>180</sup> Cheng HSIAO, **Analysis Of Panel Data**, 2. Baskı, Cambridge: University Press, 2003, s.3.

<sup>181</sup> HSIAO, **a.g.e.**, s.3.

<sup>182</sup> TATOĞLU, **a.g.e.**, s.13.

<sup>183</sup> Badi H. BALTAGI, **Econometric Analysis Of Panel Data**, 3. Baskı, England: John Wiley & Sons, Ltd., 2005, s.4.

Buradaki eşitlikte  $i = 1, \dots, N$  hane halkları, bireyler, firmalar, ülkeler gibi yatay kesit birimlerini ve  $t = 1, \dots, T$  zamanı göstermektedir. Olasılıklı olmayan hata terimi  $\mathcal{E}$  'nun ortalamasının sıfır ve sabit varyanslı olduğu varsayılır.

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

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

*$\beta_{2it}$  :  $i$ 'nci yatay kesit biriminin  $t$  zamanında 2. Bağımsız değişkenin tahmin edilen katsayısını göstermektedir.”<sup>184</sup>*

Panel veri analizinin en basit şekli, tüm katsayıların tüm yatay-kesit birimleri için sabit tutulması durumunda karşımıza çıkar. Denklemi aşağıdaki gibidir;

$$y_{it} = \beta_1 + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + \mathcal{E}_{it} \quad (2)$$

Eşitlikte bağımsız değişkenlerin tamamının yatay kesit birimlerinin her birini aynı derecede etkilediği öngörülmektedir. Eğer bağımsız değişkenlerin farklı birimleri, farklı şekilde etkilediğine inanılıyorsa bu denklem yetersiz olacaktır. Diğer önemli bir konu ise, başlangıç noktasının ( $\beta_1$ ) nasıl tanımlanacağıdır. Başlangıç noktası, tüm birimler için sabit tutulabilir veya böyle bir kısıt konulmayarak, farklı yatay kesit birimler için farklı başlangıç noktalarının olmasına izin verilebilir.<sup>185</sup>

Sabit başlangıç noktası kısıtının kaldırılması durumunda, başlangıç noktası tanımlanması için, Sabit Etkiler Modeli ve Tesadüfi Etkiler Modeli olarak bilinen iki alternatif yöntem bulunmaktadır. Sabit Etkiler Modelinde (SEM), başlangıç noktasının tüm yatay kesit birimleri için farklı sabit bir değer alacağı öngörülmektedir.

$$Y_{it} = \beta_{1i} + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + \mathcal{E}_{it} \quad \beta_{1j} \neq \beta_{1i} \quad (3)$$

En Küçük Kareler Kukla Değişkeni Modeli (Least Squares Dummy Variables-LSDV) olarak da bilinen Sabit Etkiler Modeli kukla değişkene ait katsayıların

<sup>184</sup> Jeffry M. WOOLDRIDGE, *Econometric Analysis Of Cross Section And Panel Data*, 2. Baskı, ABD: The MIT Press, 2010, s.284.

<sup>185</sup> BALTAGI, *a.g.e.*, s.16.

performans testi F istatistiğine dayanmaktadır. Literatürde SEM, En Küçük Kareler Kukla Değişkeni Modeli olarak da isimlendirilir. Kukla değişkene ait katsayıların performans testi F istatistiğine dayanmaktadır. Sıfır hipotezi, etkin tahmin modelinin gruplara özgü sabit kesişim katsayılarının değişmediğini varsayan OLS olduğunu ifade ederken, alternatif hipotez SEM modelinin uygunluğunu belirtmektedir.<sup>186</sup>

Tesadüfi Etkiler Modeli, başlangıç noktasını tesadüfi değişken olarak tanımlamaktadır. Buna göre başlangıç noktaları,  $\beta_1$  sabit değeri ve ortalaması sıfır olan  $u_i$  tesadüfi değişkeninin toplamından oluşmaktadır.<sup>187</sup>

$$Y_{it} = \beta_{1i} + \beta_{2i}X_{2it} + \beta_{3i}X_{3it} + \varepsilon_{it} \quad \beta_{1j} \neq \beta_{1i} + \mu_i \quad (4)$$

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

Son olarak, model seçiminde sabit etkiler modelinin mi yoksa tesadüfi etkiler modelinin mi uygun olduğuna karar verilmesi için Hausman testi kullanılmakta ve bu testte sıfır hipotezi birimsel etkilerin modeldeki diğer bağımsız değişkenlerle ilişkisiz olduğunu (tesadüfi etkinin varlığını) belirtmektedir. Sıfır hipotezinin reddedilmesi ise, sabit etki modelinin tesadüfi etki modeline tercih edilmesi gerektiğini göstermektedir.

<sup>186</sup> BALTAGI, a.g.e., s.21.

<sup>187</sup> BALTAGI, a.g.e., s.19.

#### **4.2.1. Örneklem Seçimi ve Verilerin Tanıtımı**

Ana kütlede verileri olan 33 adet GYO bulunmaktadır. Bu GYO'ların verilerine bakıldığında, istatistiki olarak çok az işlem gören şirketlerin değişkenliği arttırdığı ve ortalamayı temsil etmediği görülmüştür. Tablo 6'da borsada işlem gören GYO'ların listesi verilmiştir.



**Tablo 6: Borsada İşlem Gören GYO'ların Listesi**

| No | GYO Unvanı                                          | Kodu  |
|----|-----------------------------------------------------|-------|
| 1  | Akfen Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.            | AKFGY |
| 2  | Akiş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.             | AKSGY |
| 3  | Akmerkez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.         | AKMGY |
| 4  | Alarko Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.           | ALGYO |
| 5  | Ata Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.              | ATAGY |
| 6  | Atakule Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.          | AGYO  |
| 7  | Avrasya Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.          | AVGYO |
| 8  | Deniz Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.            | DZGYO |
| 9  | Doğuş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.            | DGGYO |
| 10 | Emlak Konut Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.      | EKGYO |
| 11 | Halk Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.             | HLGYO |
| 12 | İdealist Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.         | IDGYO |
| 13 | İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.               | ISGYO |
| 14 | Kiler Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.            | KLGYO |
| 15 | Körfez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.           | KGYO  |
| 16 | Martı Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.            | MRGYO |
| 17 | Mistral Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.          | MSGYO |
| 18 | Nurol Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.            | NUGYO |
| 19 | Özak Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.             | OZKGY |
| 20 | Özderici Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.         | ZGYO  |
| 21 | Panora Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.           | PAGYO |
| 22 | Peker Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.            | PEKGY |
| 23 | Pera Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.             | PEGYO |
| 24 | Reysaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.           | RYGYO |
| 25 | Servet Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.           | SRVGY |
| 26 | Sinpaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.           | SNGYO |
| 27 | Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.         | TRGYO |
| 28 | Trend Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.            | TDGYO |
| 29 | TSKB Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.             | TSGYO |
| 30 | Vakıf Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.            | VKGYO |
| 31 | Yapı Kredi Koray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. | YKGYO |
| 32 | Yeni Gimat Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.       | YGGYO |
| 33 | Yeşil Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.            | YGYO  |

**Kaynak:** SPK, Şirket Bazında Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Genel Bilgileri, <http://spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/AylikIstatistikBulteniDosya/157>, (13/05/19).

Toplam 33 GYO içinden 2 tanesinin işlem hacmi verisinde eksiklik olduğu için 31 tanesi üzerinden seçim yapılmıştır. Toplam işlem hacmi 31 GYO için 171.017.890,05 olarak elde edilmiştir. Seçilen 18 tanenin işlem hacmi 165.534.850,93



olarak elde edilmiştir. Seçilen 18 GYO sektörün %96,79'unu temsil etmektedir. Bu nedenle işlem hacmi çok düşük olup ortalamayı değiştirecek ve analizlerin sağlamlılığını etkileyecek olanlar örneklem dışında bırakılmıştır.

**Tablo 7: GYO Ana Kütleden Örneklem Seçimi**

| <b>GYO Unvanı</b>    | <b>Kodu</b> | <b>5 Yıllık Ortalama<br/>Günlük Hacim<br/>Verisi</b> | <b>Seçilmiş<br/>GYO'ların<br/>Sıralaması</b> |
|----------------------|-------------|------------------------------------------------------|----------------------------------------------|
| Akfen GYO            | AKFGY       | 1.639.500,14                                         | <b>16</b>                                    |
| Akiş GYO             | AKSGY       | 476.010,47                                           |                                              |
| Akmerkez GYO         | AKMGY       | 190.351,75                                           |                                              |
| Alarko GYO           | ALGYO       | 6.400.463,63                                         | <b>4</b>                                     |
| Ata GYO              | ATAGY       | 66.162,52                                            |                                              |
| Atakule GYO          | AGYO        | 460.043,17                                           |                                              |
| Avrasya GYO          | AVGYO       | 4.849.497,71                                         | <b>5</b>                                     |
| Deniz GYO            | DZGYO       | 882.423,32                                           |                                              |
| Doğuş GYO            | DGGYO       | 3.039.142,94                                         | <b>12</b>                                    |
| Emlak Konut GYO      | EKGYO       | 99.354.545,21                                        | <b>1</b>                                     |
| Halk GYO             | HLGYO       | 3.812.579,53                                         | <b>9</b>                                     |
| İş GYO               | ISGYO       | 4.222.468,12                                         | <b>6</b>                                     |
| Kiler GYO            | KLGYO       | 9.822.930,10                                         | <b>2</b>                                     |
| Martı GYO            | MRGYO       | 1.383.731,26                                         | <b>18</b>                                    |
| Mistral GYO          | MSGYO       | 3.090.693,23                                         | <b>11</b>                                    |
| Nurol GYO            | NUGYO       | 4.040.009,28                                         | <b>8</b>                                     |
| Özak GYO             | OZKGY       | 1.285.502,20                                         | <b>17</b>                                    |
| Özderici GYO         | OZGYO       | 2.696.167,90                                         | <b>13</b>                                    |
| Panora GYO           | PAGYO       | 193.300,79                                           |                                              |
| Peker GYO            | PEKGY       | 345.836                                              |                                              |
| Pera GYO             | PEGYO       | 679.815,04                                           |                                              |
| Reysaş GYO           | RYGYO       | 877.704,23                                           |                                              |
| Servet GYO           | SRVGY       | 222.421,59                                           |                                              |
| Sinpaş GYO           | SNGYO       | 4.199.083,47                                         | <b>7</b>                                     |
| Torunlar GYO         | TRGYO       | 3.122.943,17                                         | <b>10</b>                                    |
| Trend GYO            | TDGYO       | 632.12                                               |                                              |
| TSKB GYO             | TSGYO       | 778.334,70                                           |                                              |
| Vakıf GYO            | VKGYO       | 7.748.275,42                                         | <b>3</b>                                     |
| Yapı Kredi Koray GYO | YKGYO       | 2.589.142,50                                         | <b>14</b>                                    |
| Yeni Gimat GYO       | YGGYO       | 247.423,54                                           |                                              |
| Yeşil GYO            | YGYO        | 2.238.175,12                                         | <b>15</b>                                    |

**Kaynak:** Finnet veri bankasından temin edilen verilerle düzenlenmiştir. (13/05/19).

Çalışmada, sistemde önemli bir işlem hacmine sahip 18 GYO için kriz dönemi elemine edilerek, [2010.Q1-2019.Q3] dönemi için üçer aylık veri bazında panel regresyon analizi uygulanmıştır. Seçilen GYO'lar ve 5 yıllık ortalama günlük işlem hacimleri Tablo 7'de verilmiştir. Tablo 8'de ise GYO bilançolarından elde edilen finansal oranlar ile borsa performansı göstergeleri ele alınmıştır. Bu oranlar literatür incelenerek performans analizlerinde kullanılan oranların bir bileşimi olarak belirlenmiştir.

**Tablo 8: Analizde Kullanılan Finansal Oranlar**

|                           |                                           |    |
|---------------------------|-------------------------------------------|----|
| Likidite Oranları         | Asit-test Oranı                           | L1 |
|                           | Cari Oran                                 | L2 |
|                           | Nakit Oranı                               | L3 |
| Mali Yapı Oranları        | Öz Sermaye Çarpanı                        | M1 |
|                           | Finansal Kaldıraç Oranı                   | M2 |
|                           | Kısa Vadeli Borçlar/Toplam Aktifler       | M3 |
|                           | Kısa Vadeli Borçlar/Toplam Borçlar        | M4 |
|                           | Uzun Vadeli Borçlar/Toplam Aktifler       | M5 |
|                           | Uzun Vadeli Borçlar/Devamlı Sermaye       | M6 |
|                           | Duran Varlıklar/Öz Sermaye                | M7 |
|                           | Duran Varlıklar/Devamlı Sermaye           | M8 |
| Faaliyet Oranları         | Net İşletme Sermayesi Devir Hızı          | D1 |
|                           | Dönen Varlık Devir Hızı                   | D2 |
|                           | Aktif Devir Hızı                          | D3 |
|                           | Duran Varlık Devir Hızı                   | D4 |
|                           | Alacak Devir Hızı                         | D5 |
|                           | Stok Devir Hızı                           | D6 |
| Kârlılık Oranları         | FAVÖK Marjı                               | K1 |
|                           | Net Kâr Mârjı                             | K2 |
|                           | Faaliyet Kâr Marjı                        | K3 |
|                           | Öz Sermaye Kârlılığı                      | K4 |
|                           | Aktif Kârlılığı                           | K5 |
| Borsa Performans Oranları | Fiyat/Kazanç Oranı                        | P1 |
|                           | Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı (PD/DD) | P2 |
|                           | Hisse Başına Kâr Oranı                    | P3 |

**Kaynak:** Analizde kullanılan finansal oranlar belirlenirken literatür incelemesi yapılarak akademik çalışmalardan faydalanılmıştır ve çalışmanın amacına uygun olanlar uygulamaya dahil edilmiştir.

Ele alınan finansal oranlara yönelik ortalama, standart sapma, maksimum ve minimum değerler Tablo 9’da verilmiştir.

**Tablo 9: Tanımsal İstatistiksel Tablosu**

| <b>Oranlar</b>                      | <b>Minimum</b> | <b>Maksimum</b> | <b>Ortalama</b> | <b>Standart Sapma</b> |
|-------------------------------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------------|
| Asit Test Oranı                     | .10            | 99.27           | 59.2835         | 30.40578              |
| Cari Oran                           | .11            | 322.76          | 12.2457         | 36.66051              |
| Nakit Oranı                         | .09            | 324.31          | 13.9599         | 38.66018              |
| Öz sermaye Çarpanı                  | .14            | 29330.30        | 582.8547        | 2509.65471            |
| Finansal Kaldıraç                   | -96.10         | 474.70          | 4.2569          | 28.02075              |
| Kısa Vadeli Borçlar/Aktifler        | .10            | 106.40          | 35.9338         | 27.08640              |
| Kısa Vadeli Borçlar/Toplam Borçlar  | .234           | 82.33           | 18.0330         | 19.27531              |
| Uzun Vadeli Borçlar/Aktifler        | .156           | 1.00            | .5764           | .29134                |
| Uzun Vadeli Borçlar/Devamlı Sermaye | .254           | .70             | .1629           | .16620                |
| Duran Varlık /Öz sermaye            | .119           | 1.30            | .4102           | .40196                |
| Duran Varlık / Devamlı Sermaye      | -61.00         | 160.40          | 1.5517          | 8.65592               |
| Net İşletme Sermayesi Devir Hızı    | 0              | 11.63           | 0.2071          | 0.7846                |
| Dönen Varlık Devir Hızı             | .43            | 642140.90       | 3414.5045       | 36540.17008           |
| Aktif Devir Hızı                    | .27            | 163.97          | 2.2673          | 14.82989              |
| Duran Varlık Devir Hızı             | .45            | 160.26          | .9759           | 10.74252              |
| Alacak Devir Hızı                   | .13            | 21397.14        | 347.1510        | 1378.18949            |
| Stok Devir Hızı                     | .26            | 32251.96        | 117.9687        | 1392.79443            |
| FAVÖK Marjı                         | .53            | 40.25           | .8018           | 3.29149               |
| Net Kâr Marjı                       | -4097.23       | 90.93           | 10.7418         | 182.23147             |
| Faaliyet Kâr Marjı                  | -4683.75       | 2512.56         | 45.0986         | 344.14742             |
| Öz Sermaye Kârlılığı                | -4186.47       | 90.90           | 7.5563          | 185.89446             |
| Aktif Kârlılığı                     | -397.68        | 129.39          | .2017           | 32.83080              |
| PD/DD                               | .45            | 1670.02         | 19.6502         | 77.97736              |
| Fiyat/Kazanç                        | -9.06          | 49.96           | .8965           | 2.36458               |
| Hisse Başına Kar                    | .22            | 2367.10         | 15.5354         | 97.77704              |

**Kaynak:** Finnet veri bankasından temin edilen verilerle düzenlenmiştir. (13/05/19)

### 4.3. Analiz Sonuçları ve Değerlendirme

#### 4.3.1. Bağımsız Değişkenlerin Seçimi

Çalışmanın ilk aşamasında panel regresyon denkleminde yer alacak bağımsız değişkenlerin belirlenmesi amaçlı korelasyon matrisleri oluşturulmuş ve ilişkili değişkenler model analizine dahil edilmemiştir.

**Tablo 10: Likidite Oranlarına Yönelik Korelasyon Matrisi**

|    | L1       | L2       | L3       |
|----|----------|----------|----------|
| L1 | 1.000000 | 0.898035 | 0.862921 |
| L2 | 0.898035 | 1.000000 | 0.747227 |
| L3 | 0.862921 | 0.747227 | 1.000000 |

**Kaynak:** e-views 10 programıyla hesaplanmış ve çıktılarıyla tablo düzenlenmiştir.

Üç oran da ilişkili olduğu için bağımlı değişken olan borsa performans oranlarıyla regresyon yapılmış 3 bağımlı değişkenle ortak en yüksek  $R^2$  değerini veren L1 yani asit-test oranı likidite grubunu temsilen seçilmiştir.

**Tablo 11: Mali Yapı Oranlarına Yönelik Korelasyon Matrisi**

|    | M1 | M2       | M3       | M4       | M5       | M6       | M7       | M8       |
|----|----|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| M1 | 1  | 0.208545 | 0.187958 | 0.017692 | 0.115586 | 0.244522 | 0.974779 | -0.08794 |
| M2 |    |          | 0.777558 | -0.08448 | 0.696896 | 0.829703 | 0.279411 | 0.064531 |
| M3 |    |          | 1        | 0.425046 | 0.10785  | 0.355917 | 0.195236 | 0.102335 |
| M4 |    |          |          | 1        | -0.59797 | -0.42834 | -0.04731 | 0.014002 |
| M5 |    |          |          |          | 1        | 0.897842 | 0.215251 | -0.02372 |
| M6 |    |          |          |          |          | 1        | 0.320654 | -0.09172 |
| M7 |    |          |          |          |          |          | 1        | 0.084003 |
| M8 |    |          |          |          |          |          |          | 1        |

**Kaynak:** e-views 10 uygulamasıyla hesaplanmış ve çıktılarıyla tablo düzenlenmiştir.

Tablo 11’de görüleceği üzere M1-M7, M2-M3 ve M2-M6, M5-M6 değişkenleri yüksek korelasyonlu çıkmıştır. Bu ikililerden hangisinin gideceğini belirlemek amaçlı 3 bağımlı değişken ile regresyon analiz yapılmış en yüksek  $R^2$  değerini veren ve bağımlı değişken üzerinde daha etkili görülen M1, M2, M5 olarak

değişkenler belirlenmiştir. Ayrıca kalan oranlar bağımlı değişkenler ile tek tek regresyona tabi tutulmuş ve en yüksek açıklayıcı M1, M2 ve M5 modelde kullanılmasına karar verilerek, M7, M3, M6, M8, M4 oranları analiz dışında bırakılmıştır.

**Tablo 12: Faaliyet Oranlarına Yönelik Korelasyon Matrisi**

|    | F1       | F2       | F3       | F4       | F5        |
|----|----------|----------|----------|----------|-----------|
| F1 | 1.000000 | 0.760560 | 0.437598 | 0.585128 | -0.009125 |
| F2 |          | 1.000000 | 0.329027 | 0.480015 | -0.036066 |
| F3 |          |          | 1.000000 | 0.362051 | -0.047963 |
| F4 |          |          |          | 1.000000 | -0.041512 |
| F5 |          |          |          |          | 1.000000  |

**Kaynak:** e-views 10 programıyla hesaplanmış ve çıktılarıyla tablo düzenlenmiştir.

Faaliyet oranları için F1 ve F2 bağlantılı görülmüştür. F2 bağımlı değişkenleri açıklamada daha başarılı olduğu için F1 analiz dışında kalmıştır. Diğer değişkenler F3, F4, F5 dahil edilerek F2 için bağımlı değişkenler ile tek tek regresyon analizi yapıldığında F2 ve F3 yüksek açıklayıcı olarak modelde bulunması gerekli olarak belirlenmiştir.

**Tablo 13: Kârlılık Oranlarına Yönelik Korelasyon Matrisi**

|    | K1       | K2       | K3       | K4       | K5       |
|----|----------|----------|----------|----------|----------|
| K1 | 1.000000 | 0.727775 | 0.998382 | 0.070291 | 0.103189 |
| K2 |          | 1.000000 | 0.749141 | 0.109181 | 0.187686 |
| K3 |          |          | 1.000000 | 0.067930 | 0.100512 |
| K4 |          |          |          | 1.000000 | 0.546720 |
| K5 |          |          |          |          | 1.000000 |

**Kaynak:** e-views 10 programıyla hesaplanmış ve çıktılarıyla tablo düzenlenmiştir.

Kârlılık oranları için K1 bağımlı değişkeni en çok açıklayan olarak modelde kalmış, K2 ve K3 analiz dışına bırakılmıştır. Diğer oranlar bağımlı değişken ile tek tek

regresyona tabi tutulduğunda açıklayıcılığı yüksek olan K1, K4, K5 modele dahil edilmiştir.

**Tablo 14: Panel Regresyonda Ele Alınan Değişkenler**

| Değişkenler                  | Tanımı            |
|------------------------------|-------------------|
| Asit-test Oranı              | Bağımsız değişken |
| Öz Sermaye Çarpanı           | Bağımsız değişken |
| Finansal Kaldıraç Oranı      | Bağımsız değişken |
| Uzun Vadeli Borçlar/Aktifler | Bağımsız değişken |
| Dönen Varlık Devir Hızı      | Bağımsız değişken |
| Aktif Devir Hızı             | Bağımsız değişken |
| Öz Sermaye Kârlılığı         | Bağımsız değişken |
| Aktif Kârlılığı Oranı        | Bağımsız değişken |
| FAVÖK Marjı                  | Bağımsız değişken |
| PD/DD Oranı                  | Bağımlı değişken  |
| Fiyat/Kazanç Oranı           | Bağımlı değişken  |
| Hisse Başına Kâr Oranı       | Bağımlı değişken  |

**Kaynak:** Tablo tarafımızdan düzenlenmiştir.

Analiz sonucunda korelasyon ilişki katsayısına göre değişkenlerden bazıları dışarıda bırakılmıştır. Yüksek korelasyon sonucunda dışarıda bırakılan değişkenlerin dışında kalan oranlar için ayrıca bir korelasyon tablosu oluşturulmuştur. Regresyon analizi için kullanılacak değişkenlerin son seçime göre durumu Tablo 14’de verilmiştir.

#### 4.3.2. Panel Veri Homojenlik Testi

Panel veri analizlerinde öncelikle değişkenlerin homojen olup olmadıklarının incelenmesi gerekir. Değişkenlerin homojen ya da heterojen olması, uygulanacak olan birim kök ve eş bütünleşme testlerinin biçimini değiştirmektedir. Birinci nesil birim kök testleri homojen ve heterojen modeller olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Levin, Lin ve Chu (2002), Breitung (2005) ve Hadri (2000) homojen model varsayımına dayanırken;

Im, Pesaran ve Shin (2003), Maddala ve Wu (1999), Choi (2001) heterojen model varsayımına dayanmaktadır.

Bu çalışmada ilişkiler regresyon analizi yardımıyla belirlenmeye çalışılacaktır. Fakat kullanılacak birim kök testinin etkinliği ve güvenilirliği heterojenliğin ve yatay kesit bağımlılığının varlığına göre değişeceği için eş bütünleşme yapılmayacağı halde doğru testin belirlenmesi amacıyla hem homojenlik hem de yatay kesit bağımlılığı test edilmiştir.

Paneli oluşturan yatay kesitlere ait eş bütünleşme denklemlerindeki eğim katsayılarının homojen olup olmadığını belirlemek amacıyla yapılan ilk çalışmalar Swamy tarafından 1970’te başlamıştır. Pesaran ve Yamagata (2008)<sup>188</sup>, Swamy testini geliştirmiştir.

$$x_{it} = \alpha + \beta_i MM_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

Şeklindeki genel bir panel eş bütünleşme denkleminde  $\beta_i$  eğim katsayılarının yatay kesitler arasında farklı olup olmadığı test edilmektedir. Testin hipotezleri;

$H_0$ : Eğim katsayıları homojendir.

$H_1$ : Eğim katsayıları homojen değildir.

Denklem (5), ilk olarak panel EKK ile daha sonra ağırlıklandırılmış sabit etkiler modeli ile tahmin edilerek gerekli test istatistikleri oluşturulmaktadır. Hipotezleri test edebilmek için iki farklı test istatistiği geliştirilmiştir.<sup>189</sup>

$$\text{Büyük örneklem için: } LM_{adj} = \left( \frac{2}{N(N-1)} \right)^{1/2} \quad (6)$$

---

<sup>188</sup> M. Hashem PESARAN ve Takashi YAMAGATA, “Testing Slope Homogeneity In Large Panels”, **Journal Of Econometrics**, Cilt. 142, Sayı. 1, (2008): 50-93, s.58.

<sup>189</sup> PESARAN ve YAMAGATA, s.59.

$$\text{Küçük örneklem için: } \hat{\Delta}_{adj} = \sqrt{N} \left( \frac{N^{-1}\tilde{S}-k}{v(T,k)} \right) \sim N(0,1) \quad (7)$$

Burada  $N$ ; yatay kesit sayısını,  $S$ ; Swamy test istatistiğini,  $k$ ; açıklayıcı değişken sayısını ve  $v(T,k)$  standart hatayı ifade etmektedir. Test sonucunda elde edilen olasılık değerleri 0.05'ten büyük olduğunda  $H_0$  hipotezi %5 anlamlılık düzeyinde kabul edilmekte ve eş bütünleşme katsayılarının homojen olduğuna karar verilmektedir. Homojenlik testi yapılmış ve sonuçları Tablo 15'de sunulmuştur.

**Tablo 15: Paseran ve Yamagata ( 2008 ) Homojenlik Testi Sonuçları**

|                        | Test istatistiği | Olasılık (p) |
|------------------------|------------------|--------------|
| $\tilde{\Delta}$       | 9.362            | 0.000*       |
| $\tilde{\Delta}_{adj}$ | 10.773           | 0.001*       |

\* işareti değişkenin 0.05 anlamlılık düzeyinde anlamlılığını göstermektedir.

Tablo 15'de hesaplanan testlerin olasılık değerleri 0.05'ten küçük olduğu için  $H_0$  reddedilmiştir. Eğim katsayılarının homojen olmadığına heterojen olduğuna karar verilmiştir.

#### 4.3.3. Birinci Nesil Durağanlık Testleri

Çalışmada heterojenlik varsayımına dayanan birinci nesil durağanlık testleri; Im, Pesaran ve Shin (2003) Maddala ve Wu (1999), Choi (2001) testi kullanılacaktır. Tablo 16'da birinci nesil birim kök testlerinin sabit + trend olarak panel verisine uygulanması sonucunda düzeyde durağan olmadıkları ve 1. mertebe fark için durağan oldukları  $I(1)$  belirlenmiştir.



**Tablo 16: Birinci Mertebe Fark İçin Durağanlık Sonuçları**

| Testler<br>Değişkenler       | Im vd. (2003)   | Maddala ve Wu<br>(1999) | Choi (2001)     |
|------------------------------|-----------------|-------------------------|-----------------|
| Asit-test oranı              | -5.634 (0.000)  | -44.227 (0.000)         | 6.541 (0.014)   |
| Öz sermaye çarpanı           | -6.459 (0.000)  | -38.325(0.002)          | -5.607 (0.000)  |
| Finansal kaldıraç            | -7.883 (0.000)  | -39.431 (0.000)         | -7.805 (0.000)  |
| Uzun vadeli<br>borç/aktifler | -5.304 (0.000)  | -38.556 (0.009)         | -6.462 (0.007)  |
| Aktif devir hızı             | -9.505(0.006)   | -39.327 (0.000)         | -7.860 (0.000)  |
| Dönen varlık devir<br>hızı   | -10.226 (0.000) | -38.045(0.000)          | -8.338 (0.000)  |
| Öz sermaye karlılığı         | -8.103 (0.027)  | -35.386 (0.014)         | -8.502(0.005)   |
| Aktif karlılığı              | -9.084(0.001)   | -37.446 (0.000)         | -9.351 (0.000)  |
| Favök/Satışlar               | -8.047 (0.000)  | -8.467(0.000)           | -8.997 (0.000)  |
| PD/DD                        | -7.653 (0.002)  | -40.472(0.008)          | -10.045 (0.000) |
| Fiyat/kazanç oranı           | -8.975 (0.000)  | -39.460(0.000)          | -9.219 (0.000)  |
| Hisse başına kar             | -9.622(0.000)   | -40.099(0.004)          | -9.820 (0.001)  |

**Not:** Testlerin deterministik spesifikasyonu sabit ve trendi içermektedir. Olasılık değerleri parantez içerisinde gösterilmektedir. %5 düzeyinde anlamlılık için sınamalar yapılmıştır. Testlerin sıfır hipotezi birim kök vardır şeklindedir. Optimal gecikme uzunluğu Schwarz bilgi kriteri kullanılarak belirlenmiştir.

Tablo 16’da sonuçları verilen testler birinci nesil olarak adlandırılır. Birinci nesil birim kök testleri, paneli oluşturan yatay kesit birimlerinin bağımsız olduğunu varsayar. Oysa paneli oluşturan yatay kesit birimlerinden birine gelen bir şokun, diğer birimleri farklı düzeyde etkilenmesi, daha gerçekçi bir yaklaşımdır. Bu nedenle, yatay kesit birimleri arasındaki bağımlılığı göz önünde bulundurarak durağanlığı analiz eden ikinci nesil birim kök testleri geliştirilmiştir.

#### 4.3.4. Panel Veri Yatay Kesit Bağımlılığının Testi

Birinci nesil birim kök testleri, paneli oluşturan yatay kesit birimlerinin bağımsız olduğu ve paneli oluşturan birimlerden birine gelen şoktan tüm yatay kesit birimlerinin aynı düzeyde etkilendikleri varsayımına dayanmaktadır. Günümüzde uluslararası ekonomilerinin birbiriyle ilişkili olduğu düşünülürse, paneli oluşturan yatay kesit birimlerinden birine gelen bir şoktan birimlerin farklı düzeyde etkilenmesi daha gerçekçi bir yaklaşımdır. Bu eksikliği gidermek için, yatay kesit birimleri arasındaki yatay kesit bağımlılığını göz önünde bulundurarak birim kök analizi yapan ikinci nesil

birim kök testleri geliştirilmiştir. Başlıca ikinci nesil birim kök testleri ise MADF (Taylor ve Sarno, 1998), SURADF (Breuer, Mcknown ve Wallace, 2002), Bai ve Ng (2004), CADF (Pesaran, 2006) ve PANKPSS (Carrion-I Silvestre et al. 2005)'tir.<sup>190</sup>

Birim kökün varlığını test etmek için panel verileri kullanıldığında, yatay kesit bağımlılığının sınanması gerekmektedir. Panel veri setinde yatay kesit bağımlılığı (cross-section dependence) varlığı reddedilirse, 1. nesil birim kök testleri kullanılabilir. Bununla birlikte panel verilerinde yatay kesit bağımlılığı varsa, 2. nesil birim kök testlerini kullanmak daha tutarlı, etkin ve güçlü tahminleme yapılmasını sağlamaktadır.

*“Yatay kesit bağımlılığının varlığı, panelin zaman boyutu yatay kesit boyutundan büyük olduğunda Breusch-Pagan (1980) Lagrange Multiplier (LM) testiyle; her ikisi de büyük olduğunda Pesaran (2004) Cross-Section Dependence (CD) testiyle araştırılabilmektedir. Ancak bu test, grup ortalaması sıfır ve bireysel ortalama sıfırdan farklı olduğunda sapmalı olmaktadır.”*<sup>191</sup>

*“Bu sapmayı, test istatistiğine varyansı ve ortalamayı da ekleyerek düzeltilmiştir. Bu nedenle testin ismi sapması düzeltilmiş LM testi (LMadj) olarak ifade edilmektedir.”*<sup>192</sup>

$$LM = T \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N (\hat{\rho}_{ij}^2) \sim \chi_{\frac{N(N-1)}{2}}^2 \quad (8)$$

Bu istatistik daha sonra Pesaran (2008) yapılan bir düzenleme ile şöyle olmuştur.<sup>193</sup>

$$LM_{adj} = \left( \frac{2}{N(N-1)} \right)^{1/2} \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N \left[ \hat{\rho}_{ij}^2 \left( \frac{T-K-1}{v_{Tij}} \right) \right] \square N(0,1) \quad (9)$$

<sup>190</sup> Josep Lluís CARRION-I-SILVESTRE, Tomás Del BARRIO-CASTRO ve Enrique LOPEZ-BAZO, “Breaking The Panels: An Application To The GDP Per Capita.”, **Econometrics Journal**, Cilt. 8, Sayı. 2, (2005): 159–175.

<sup>191</sup> M. Hashem PESARAN, Aman ULLAH ve Takashi YAMAGATA, “A Bias-Adjusted LM Test Of Error Cross-Section Independence.”, **Econometrics Journal**, Cilt. 11, Sayı. 1. Sayı, (2008): 105-127, s.112.

<sup>192</sup> T.S. BREUSCH ve A.R. PAGAN, “The Lagrange Multiplier Test And Its Applications To Model Specification In Econometrics.”, **The Review of Economic Studies**, Cilt. 47, Sayı. 1., (1980): 239-253, s.241-242.

<sup>193</sup> PESARAN, ULLAH ve YAMAGATA, **a.g.m.**, s.112.

Burada  $\hat{\mu}_{Tij}$  ortalamayı,  $V_{Tij}$  varyansı temsil etmektedir. Buradan elde edilecek olan test istatistiği asimtotik olarak standart normal dağılım göstermektedir. Testin hipotezleri:

$H_0$ : Yatay kesit bağımlılığı yoktur

$H_1$ : Yatay kesit bağımlılığı vardır

*“Test sonucunda elde edilecek olasılık değeri 0.05’ten küçük olduğunda  $H_0$  hipotezi %5 anlamlılık düzeyinde reddedilmekte ve paneli oluşturan birimler arasında yatay kesit bağımlılığının olduğuna karar verilmektedir”.*<sup>194</sup>

Yatay kesit bağımlılığının varlığı: zaman boyutu yatay kesit boyutundan büyük olduğunda ( $T > N$ ); Berusch Pagan (1980)  $CD_{LM1}$  testiyle, zaman boyutu yatay kesit boyutuna eşit olduğunda ( $T = N$ ); Pesaran (2004)  $CD_{LM2}$  testiyle, zaman boyutu yatay kesit boyutundan küçük olduğunda ( $T < N$ ); Pesaran (2004)  $CD_{LM}$  testiye kontrol edilmektedir. Bu çalışmada 18 GYO ( $N=18$ ) ve 37 çeyrek dönem ( $T=37$ ) olduğu için, Berusch Pagan (1980)  $CD_{LM1}$  testi kullanılmıştır. Tablo 17’de yatay kesit bağımlılığı test sonuçlarını göstermektedir.

**Tablo 17: Berush Pagan (1980)  $CD_{LM1}$  Test Sonuçları**

| Değişkenler               | Berusch Pagan (1980) $CD_{LM1}$ |
|---------------------------|---------------------------------|
| Asit-test oranı           | 8.962(0.001) *                  |
| Öz sermaye çarpanı        | 9.371(0.000) *                  |
| Finansal kaldıraç         | 9.556(0.015) *                  |
| Uzun vadeli borç/aktifler | 6.079(0.000) *                  |
| Dönen varlık devir hızı   | 8.542(0.009) *                  |
| Aktif devir hızı          | 8.774 (0.000) *                 |
| Öz sermaye kârlılığı      | 9.509(0.003) *                  |
| Aktif kârlılığı           | 7.401(0.000) *                  |
| Favök/Satışlar            | 8.225(0.000) *                  |
| PD/DD                     | 8.452(0.000) *                  |
| Fiyat/kazanç oranı        | 9.521(0.005) *                  |
| Hisse başına kâr          | 7.045(0.000) *                  |

\* işareti değişkenin 0.05 anlamlılık düzeyinde anlamlılığını göstermektedir.

<sup>194</sup> PESARAN, ULLAH ve YAMAGATA, **a.g.m.**, s.112.

Tablo 17’deki sonuçlara göre; olasılık değerleri 0.05’ten küçük olduğu için, yatay kesit bağımlılığının olduğu görülmektedir. Bu durumda paneli oluşturan şirketler arasında, yatay kesit bağımlılığı vardır. Şirketlerden birine gelen şok, diğerlerini de etkilemektedir.

#### 4.3.5. İkinci Nesil Birim Kök Testleri

Bu çalışmada paneli oluşturan ülkeler arasında yatay kesit bağımlılığı tespit edildiği için, serilerin durağanlığı, ikinci kuşak birim kök testlerinden CADF ile test edilmiştir. CADF testinde, hata teriminin tüm seriler için ortak ve her seriye özgü olmak üzere, iki kısımdan meydana geldiği varsayılmıştır. Bu modelde yatay kesit bağımlılığının, gözlenemeyen ortak öğenin varlığından kaynaklandığı varsayılmaktadır.

Testin hipotezleri şöyledir;  $H_0$ : Birim kök var,  $H_1$ : Birim kök yok

Bu teste önce her bir şirket için CADF istatistikleri hesaplanmaktadır. Hesaplanan bu değerler, Pesaran tarafından Monte Carlo simülasyonu ile hesaplanan tablo değerleriyle karşılaştırılır.<sup>195</sup>

*“Hesaplanan CADF istatistiği, tablo kritik değerinden küçük olduğunda,  $H_0$  reddedilmektedir. Yani, bu şirket verisinde birim kök olmadığına ve şokların geçici olduğuna karar verilmektedir. Panelin genelinde birim kökün varlığına karar verebilmek amacıyla; her bir GYO için bulunan CADF istatistiklerinin aritmetik ortalaması alınarak, CIPS istatistiği hesaplanmaktadır”.*<sup>196</sup>

Hesaplanan CIPS istatistiği, Pesaran (2007)’deki tablo değerleriyle karşılaştırılmaktadır. Hesaplanan CIPS değeri, tablo kritik değerinden küçük olduğunda,  $H_0$  reddedilmektedir. Bu durumda, paneli oluşturan GYO’lar için, ilgili veride birim kök olmadığına ve şokların geçici olduğuna karar verilmektedir. CADF ve CIPS istatistikleri hesaplanmış ve elde edilen sonuçlar Tablo 18’de verilmiştir.

CADF test istatistiği aşağıdaki şekilde tahmin edilir:

<sup>195</sup> M. Hashem PESARAN, “Estimation And Inference In Large Heterogenous Panels With A Multifactor Error Structure”, **Econometrica**, Cilt. 74, Sayı. 4, (2006): 967–1012, s.971.

<sup>196</sup> M. Hashem PESARAN, “A Simple Panel Unit Root Test In The Presence Of Cross-Section Dependence”, **Journal of Applied Econometrics**, Cilt. 22, Sayı. 2, (2007): 265-312, s.271.

$$Y_{it} = (1 - \phi_i)\mu_i + \phi_i\gamma_{it-1} + \mu_{it} \quad (10)$$

$i=1,2,\dots,N$  ve  $t=1,2,\dots,T$

$$\mu_{it} = \gamma_i f_t + \varepsilon_{it} \quad (11)$$

Burada,  $f_t$  her şirketin gözlenemeyen ortak etkilerini (common effect), bireysel-spesifik hatayı gösterir. Denklem (10), (11) ve birim kök hipotezleri şu şekilde yazılabilir:

$$\Delta\gamma_{it} = \alpha_i + \beta_i\gamma_{it-1} + \gamma_i f_t + \varepsilon_{it} \quad (12)$$

$i=1,2,\dots,N$  ve  $t=1,2,\dots,T$

Ayrıca her bir yatay kesite (şirketlere) ait birim kök test istatistiklerinin ortalaması alınarak panelin geneli için birim kök test istatistiği olan CIPS elde edilebilir.<sup>197\*</sup>

CIPS istatistiği şu şekilde ifade edilebilir:

$$CIPS = N^{-1} \sum_{i=1}^n CADF_i \quad (13)$$

---

<sup>197</sup> PESARAN, *Estimation And Inference In Large Heterogenous Panels With A Multifactor Error Structure*, s.969.

**Tablo 18: Birinci Mertebe Farkları İçin CIPS Test Sonuçları**

| Değişkenler               | CIPS istatistiği |
|---------------------------|------------------|
| Asit-test oranı           | 5.376(0.000)     |
| Öz sermaye çarpanı        | 4.905(0.018)     |
| Finansal kaldıraç         | 5.342(0.000)     |
| Uzun vadeli borç/aktifler | 5.881(0.009)     |
| Dönen varlık devir hızı   | 6.043(0.014)     |
| Aktif devir hızı          | 5.278 (0.000)    |
| Öz Sermaye karlılığı      | 4.182(0.002)     |
| Aktif karlılığı           | 4.055(0.001)     |
| Favök/Satışlar            | 5.367(0.016)     |
| PD/DD                     | 4.238(0.000)     |
| Fiyat/kazanç oranı        | 3.994(0.000)     |
| Hisse başına kar          | 4.802(0.004)     |

**Kaynak:** CIPS için Pesaran (2007), s. 281 Tablo IIc’de %5 anlamlılık düzeyindeki kritik değer =-2.853’dir. Gecikme sayısı, Schwarz Bilgi Kriterine göre belirlenmiştir. Trend + sabit modeli çalışılmıştır. Parantez içi değerler olasılık değerleridir.

Hesaplanan CIPS istatistiği, tablo kritik değerinden büyük olduğu için, H0 kabul edilmiş ve paneli oluşturan serilerde birinci mertebe fark alındığında birim kök olmadığına karar verilmiştir. Bu durumda, seriler düzey değerlerinde durağan değildir, birinci mertebe fark alındığında durağandır. Seriler düzey değerlerinde durağan olmadığı için regresyon analizi birinci mertebe farkları ile gerçekleştirilecektir.

#### **4.3.6. Panel Regresyon Tahmin Sonuçları**

Panel veri yöntemleri Baltagi (2005)’de belirtildiği gibi, havuzlanmış (pooled), sabit ve tesadüfi etkilerle gerçekleştirilmektedir. Çalışmada, iki olası tahmin modeli arasında seçim yapabilmesi için bazı istatistiksel testler gerçekleştirilmektedir. Modellerdeki tüm değişkenler ülkeler ve zamanlar arasında değişebildiği için temel soru, verinin ülkeler ve zamanlar arasında toplanıp toplanmayacağıdır. Ülke spesifik etkiler ile zaman spesifik etkilerin ortak anlamlılığının belirlenmesi için Chow testi kullanılmaktadır. Burada boş hipotez altında etkin tahmin edici “pool EKK” iken alternatif hipotez altında etkin tahminci ise “sabit etki” (fixed effect) modelidir.

Hangi panel regresyon modelin seçileceğinin belirlenmesi için uygulanan Chow ve Breush-Pagan (BP) test sonuçları Tablo 18’de verilmiştir. Chow testi için  $H_0$  hipotezi havuzlanmış regresyon  $H_1$  hipotezi SEM model iken, BP testinde  $H_0$  hipotezi havuzlanmış regresyon ve  $H_1$  TEM model olarak ele alınır. Tablo 19 panel regresyon tahmin yöntemi seçim test sonuçlarını göstermektedir.

**Tablo 19: Panel Regresyon Tahmin Yöntemi Seçim Test Sonuçları**

| Test                                  | Olasılık | Karar     |
|---------------------------------------|----------|-----------|
| <b>Chow (F testi)</b>                 | 0.000    | $H_0$ red |
| <b>BP (<math>\chi^2</math> testi)</b> | 0.002    | $H_0$ red |

Her iki testte de  $H_0$  hipotezinin reddedilmesi TEM ve SEM modelleri arasında bir seçim yapma gerekliliğine işaret etmektedir. Diğer aşama Hausman testi yardımıyla TEM ve SEM modeller arasında karara dayanmaktadır. Bu testin hipotezleri;

$H_0$  : Tesadüfi etki var (TEM)

$H_1$  : Tesadüfi etki yok (SEM)

şeklinde oluşturulmuştur. Tablo 20 Hausman test sonuçlarını göstermektedir.

**Tablo 20: Hausman Testi Sonuçları**

| Test Özeti                             | Ki-Kare İstatistiği | Ki -Kare s.d. | p(olasılık) |
|----------------------------------------|---------------------|---------------|-------------|
| <b>Cross-section random</b>            | 562.715             | 2             | 0.002       |
| <b>Period random</b>                   | 590.352             | 2             | 0.000       |
| <b>Cross-section and period random</b> | 615.376             | 2             | 0.004       |

Test sonuçlarından görüleceği üzere  $H_0$  hipotezi reddedilerek SEM modele karar verilmiş  $H_1$  hipotezi kabul edilmiştir.

Ele alınan bağımlı değişkenler olan borsa performans göstergeleri; PD/DD, fiyat/kazanç ve Hisse başına kar değişkenleri için ayrı ayrı regresyon denklemi kurulmuştur. Fiyat/kazanç ve hisse başına kar için oluşturulan denklemler uyum iyiliği ölçütlerini sağlamamıştır, anlamlı bir model oluşmamıştır. Bu nedenle anlamlı sonuçlar elde edilen borsa performans göstergesi PD/DD değişkeni için sonuçlar değerlendirilmiştir.

Çözümleme için farklı algoritmalar denenmiş ve toplam hata karesi en küçük değeri veren Cross section SUR algoritması ile elde edilen model tahmin sonuçları Tablo 21’de verilmiştir.

**Çalışmanın ana hipotezi;** GYO’ların borsa performansı üzerinde bilançolarına ilişkin finansal oranların etkili olduğudur.

**Tablo 21: Panel Regresyon Tahmin Sonuçları**

| Bağımlı Değişken: <b>FDP/DD</b><br>Yöntem: Panel EGLS (çift yönlü sabit etkiler)<br>Örneklem: 2010.Q2-2019.Q3 |                |                  |                      |                 |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------|------------------|----------------------|-----------------|
|                                                                                                               | <b>Katsayı</b> | <b>Std. Hata</b> | <b>t-istatistiği</b> | <b>Olasılık</b> |
| F (Asit-test oranı)                                                                                           | 0.128334       | 0.045542         | 2.817908             | 0.0055*         |
| F (Öz sermaye çarpanı)                                                                                        | 0.154992       | 0.050307         | 3.080921             | 0.0033*         |
| F (Kaldıraç oranı)                                                                                            | -0.414564      | 0.051818         | -8.000403            | 0.0000*         |
| F (Uzun Vadeli Borç/Aktifler)                                                                                 | 0.102980       | 0.044620         | 2.307934             | 0.0225*         |
| F (Aktif devir hızı)                                                                                          | 0.099995       | 0.066147         | 1.511718             | 0.1328          |
| F (Dönen devir hızı)                                                                                          | 0.012196       | 0.076391         | 0.159657             | 0.8734          |
| F (Aktif karlılığı)                                                                                           | 0.314318       | 0.092978         | 3,380542             | 0.0014*         |
| F (Öz sermaye kârlılığı)                                                                                      | 0.481608       | 0.219476         | 2.194359             | 0.0326*         |
| F (Favök/Satışlar)                                                                                            | 0.113298       | 0.028768         | 3.938275             | 0.0001*         |
| Sabit                                                                                                         | 2.075093       | 0.353298         | 5.873495             | 0.0000*         |
| <b>R<sup>2</sup> = 0.842    F<sub>ist</sub> = 45.87    F(p)=0.000    DW=2.24</b>                              |                |                  |                      |                 |

\*0.05 anlamlılık düzeyinde istatistik anlamlı değişken, F: birinci mertebe fark



Regresyon çıktılarında ele alınan bağımsız değişkenler PD/DD değişkenini %84,2 açıklamaktadır. Geri kalan kısım PD/DD değişkenini etkileyen farklı faktörlerin etkisidir.

Değişkenlerden aktif devir hızı ve dönen varlık devir hızı PD/DD üzerinde istatistik anlamlı değildir. Anlamlı değişkenlerde en büyük etki öz sermaye kârlılığıdır. Öz sermaye kârlılığı %1 arttığında PD/DD değişkeni %48,1 artacaktır. İkinci sırada etkili değişken olan kaldıraç oranı %1 arttığında PD/DD değişkeni %41,4 azalışa geçecektir. Üçüncü sırada etkili değişken aktif kârlılığı %1 arttığında PD/DD değişkeni %31,4 artacaktır. Dördüncü sırada etkili öz sermaye çarpanı %1 arttığında PD/DD değişkeni %15,4 artacaktır. Beşinci sırada etkili asit-test oranı %1 arttığında PD/DD değişkeni %12,8 artacaktır. Altıncı sırada etkili FAVÖK marjı %1 arttığında PD/DD değişkeni %11,3 artacaktır. Son olarak uzun vadeli borç/aktifler değişkeni %1 arttığında PD/DD değişkeni %10,2 artacaktır. Anlamlı değişkenlerde en büyük etki öz sermaye kârlılığıdır.

Modelimizde öz sermaye kârlılığı %1 arttığında PD/DD değişkeninin %48,1 arttığı görülmektedir. Öz sermaye kârlılığı, ortaklardan alınan sermayenin ne ölçüde verimli kullanıldığını gösterir. Firma sahiplerinin yatırımlarla ne kadar kazanç sağladığını ortaya koyarak aynı zamanda yönetim performansını da değerlendirmiş olur. Bu da yapılan doğru yatırımların ve şirket yönetim performansının iyi olmasının yatırımcıların elde edeceği kazancı arttıracaklarını ortaya koyar. Modelimizden çıkan sonuçlar da yönetim performansı yüksek olan GYO şirketlerinin borsa performanslarına en yüksek katkıyı sağlayacağını göstermektedir. Yani işletmenin yatırım kararlarını iyi planlaması ve kaynaklarını iyi kullanması sonucu ortakların elde ettiği kazanç, şirket performansını olumlu yönde etkilerken, tersi durumda da olumsuz yönde bir etki yaratacağını söylemek mümkündür.

İkinci sırada etkili değişken olan kaldıraç oranı %1 arttığında PD/DD değişkeni %41,4 azalışa geçecektir. Bu oran yabancı kaynakların, toplam varlıkların ne kadarını karşıladığı ölçmektedir. Oranın yüksek olması aktifin borç ile çalıştığını, düşük olması

ise öz sermayenin yüksek olduğunu gösterir.<sup>198</sup> Oranın yüksek olması, kreditorler açısından borcun geri ödenmesinde zorluk yaşanabileceği anlamını taşır. Ancak borç kullanımı öz sermaye kârlılığını arttırıyorsa olumlu da karşılanabilir. Modelimizde kaldıraç oranındaki %1'lik artışın PD/DD değişkenini %41,4 azalttığı göz önünde bulundurulduğunda, yüksek kaldıraç oranına sahip firmaların hisse senedini performanslarını temsilen kullandığımız PD/DD oranını olumsuz yönde etkileyebileceği söylenebilir. Bunun sebebi de yatırımcıların bu firmaları kırılgan görmesi olarak açıklanabilir. Kaldıraç oranının yüksek olması piyasa ve faiz riskini de beraberinde getirecektir.

Üçüncü sırada etkili değişken aktif kârlılığı %1 arttığında PD/DD değişkeni %31,4 artacaktır. Yatırım getirisi olarak da adlandırılan aktif kârlılığı oranı, şirketin bir yıllık kazançlarının toplam varlıklarına bölünmesi sonucu bulunur. Oranın yüksek olması firma için iyi olmasına rağmen yatırımı finanse ederken kullandığı kaynağın (öz sermaye ya da yabancı kaynak) ne olduğu da önemlidir. Modelimizden çıkan sonuca göre aktiflere yapılan yatırımların artması, hissenin borsa performansını da arttıracakını göstermektedir.

Dördüncü sırada etkili öz sermaye çarpanı %1 arttığında PD/DD değişkeni %15,4 artacaktır. Borçluluk oranı olarak da bilinen öz sermaye çarpanı, firmanın borçlarıyla öz sermayesinin dağılımının ne şekilde olduğunu görmemize olanak sağlar. Bu oran hem yatırımcılar hem de kreditorler açısından riski ölçebilmek adına önemli bir orandır. Oranın düşük olması iyi karşılanmasına rağmen her zaman yüksek öz sermaye ile finansman doğru olmayabilir. Bazen borçlanmak, öz sermaye kârlılığını arttırır ve bu durum firmaya daha az maliyet yükler. Modelimizde öz sermaye çarpanında yaşanacak artışında, hissenin borsa performansına belli ölçüde arttırdığı görülmektedir. Yani şirket borcunu doğru bir seviyede kullandığı ve doğru yönettiğinde bu durum şirket hisselerinin performansını da olumlu şekilde etkileyebilmektedir.

Beşinci sırada etkili asit-test oranı %1 arttığında PD/DD değişkeni %12,8 artacaktır. Likit oran olarak da geçen bu oran, firmanın hemen nakde dönebilecek varlıklarının kısa vadeli borçları karşılayıp karşılayamadığını ölçer. Modelimizde bu

---

<sup>198</sup> DAYI, a.g.e., s.108.

oranın hisse senedi performanslarına olumlu bir etki yarattığını görüyoruz. Bir şirketin kısa vadeli borçlarını ödeyebilme kapasitesi yoksa, aktiflerinin büyüklüğü faaliyetlerini sürdürebilmelerini tek başına sağlayamaz. Hisse performanslarında da şirketlerin kısa vadeli yükümlülükleri yerine getirme oranlarını arttırmaları, hisse performanslarına olumlu yansımaktadır ve yatırımcılara güven vermektedir diyebiliriz.

Altıncı sırada etkili FAVÖK marjı %1 arttığında PD/DD değişkeni %11,3 artacaktır. FAVÖK marjı, işletmenin kuruluşta ortaya koyduğu ana faaliyet amacıyla yaptığı faaliyetlerin kârlılık durumunu ortaya koyar. Modelimizde çıkan sonuçlara göre, gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı faaliyetlerden elde edilen kâr arttıkça bunun hisse performansları üzerine olumlu bir etki yaratacağı yönündedir.

Son olarak uzun vadeli borç/aktifler değişkeni %1 arttığında PD/DD değişkeni %10,2 artacaktır. Bunun nedeni GYO'ların uzun dönemli borç almasının yatırım yapması olarak algılanması ve bu durumun performansa olumlu şekilde yansımaları olarak değerlendirilebilir.

Dikkat edilirse, işletmenin performansına etki eden en önemli unsurlar kârlılık oranları ve mali (finansal) yapı oranları olmuştur. Devir hızları performans üzerinde etkili çıkmamıştır.

Bütün zaman serilerinde olduğu gibi panel veri analizlerinde de otokorelasyon önemli bir sorundur. Bilindiği üzere, regresyon analizlerinin temel varsayımlarından birisi farklı gözlemler için hata teriminin ardışık değerleri arasında ilişkinin (korelasyon) olmamasıdır. Eğer hata terimleri birbirleri ile ilişkili ise bu durum otokorelasyon ya da serisel korelasyon olarak adlandırılır. Veri setinde otokorelasyonun olup olmadığı Wooldridge (2002) otokorelasyon testi ile araştırılmıştır.

**Tablo 22: Wooldridge Otokorelasyon Testi Sonuçları**

| <b>F değeri</b> | <b>Olasılık(p)</b> |
|-----------------|--------------------|
| 562.881         | 0.184              |

Wooldridge (2002) tarafından önerilen oto korelasyon test istatistiği sonucuna göre, modelde “oto korelasyon yoktur” şeklinde kurulan sıfır hipotezi kabul edilmiştir ( $p < 0.05$ ). Diğer bir deyişle, denklemlerdeki hata terimleri arasında oto korelasyon problemi yoktur.

**Tablo 23: Greene Heteroskedasticity Testi Sonuçları**

|                          |
|--------------------------|
| Ki-Kare (2) = 345.569    |
| Olasılık Ki-Kare = 0.251 |

Modelde değişen varyanslılık probleminin gözlenip gözlenmediği ise Greene (2003) tarafından geliştirilen heteroskedasite testi ile sınanmış ve yapılan analizlerde değişken varyansın olmadığını belirten  $H_0$  hipotezi kabul edilmiştir. Sonuçlar Tablo 23’de verilmiştir. Böylece yapılan analizler sonucunda tahmin edilen regresyon parametrelerinin istatistiksel olarak güvenilir olacağı belirlenmiş varsayımlar sağlanmıştır.

## SONUÇ

İnşaat ve gayrimenkul sektörünün ekonomideki yeri oldukça önemlidir. Yaklaşık 250 alt sektörle etkileşim içerisinde ve piyasalarında yaşanan hareketlilik alt sektörlerine de olumlu yansımaktadır. İnşaat sektörü diğer mal ve hizmetlerin üretilebilmesi için gereken alt yapıyı sağlar. Aynı zamanda bu mal ve hizmetlerin üretiminde önemli bir girdi olarak kullanılır. Ayrıca, yapım sürecinde ihtiyaç duyulan yoğun iş gücü nedeniyle istihdama katkıda bulunur. Hükümetler tarafından büyümeyi dengelemede kullanılan önemli bir araç haline gelmiştir. Öyle ki, ekonominin durgun olduğu dönemlerde sektör teşviklerle desteklenirken, kontrol dışı büyüme söz konusu olduğunda da teşvikler azaltılabilir.

Son yıllarda gayrimenkul yatırımları tüm dünyada ilgi çeken yatırımlar olarak popülerliğini korumaktadır. Ancak, varlığın yapısı gereği kolay alım satım yapılabilmesi pek mümkün değildir. Bu da yatırımcı açısından tercih edilir bir durum olmamaktadır. Gayrimenkul şirketleri açısından da büyük projeleri gerçekleştirebilmek için bir kaynak ihtiyacı söz konusudur. O nedenle tarihsel süreç içerisinde gayrimenkulü menkul kıymetleştirmenin yolları aranmış ve sonrasında hisseleri sermaye piyasalarında işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıkları kurularak hem yatırımcılara likit özelliği yüksek gayrimenkule muadil bir yatırım aracı alternatifi sunulmuş hem de firmaların büyük projeleri gerçekleştirebilmesine imkân sağlayacak bir kaynak yaratılmıştır.

Dünyada GYO'ları en gelişmiş ve piyasa değerleri açısından en önde olan ülke ABD olarak karşımıza çıkmaktadır. Avrupa Birliği ülkelerine baktığımızda ise çoğu ülkede GYO'ların gelişmesi, kurumsal ve yasal mevzuatının oluşturulması ABD'ye kıyasla çok daha geç başlamış ve çoğu Avrupa ülkesinin bu kurumsal GYO yapısına adapte olamadığı görülmüştür. Asya-Pasifik ülkelerinde ise durum Avrupa'dan farksızdır. GYO piyasası gelişmiş ve piyasa değerleri açısından önde olan yalnızca birkaç ülke bulunmaktadır. Ancak genel olarak bakıldığında ülkelerin GYO'ların sağlayacağı avantajları algılamış olduğunu söyleyebiliriz. Henüz bu yapıyı kurgulayamamış olan ülkeler de GYO ile ilgili yapılanmalarını sürdürmekte ve altyapılarını oluşturmak için çaba sarf etmektedirler.

Hem lke ekonomisi açısından hem gayrimenkul şirketleri açısından hem de yatırımcılar açısından fayda sağlayan GYO'ların gerçek değerlerini ngrebilmemiz de bir o kadar önem arz etmektedir. Firmanın bugünkü değerini, ortaklar açısından en st seviyeye çıkarmak, finansal yönetimin en temel amacıdır. Firmanın pay senetlerinin piyasa değerlerini de maksimum seviyeye çıkarmak, bu amaca ulaşabilmenin en temel yoludur. Bu nedenle kârlılık, piyasa değeri, fiyat/kazanç oranı gibi birçok parametreyi dikkatle takip etmek gerekmektedir.

BİST'de işlem gören bir şirketin firma değeri; hisse sayısıyla, pay senetlerinin borsa kapanış fiyatlarının çarpılması sonucunda bulunan değeri ifade eder. Bu nedenle kapanış fiyatları, firma değeri hesaplamasında önemli bir değişkendir. Bunun yanı sıra temettü dağıtımında da bu değişken önem arz etmektedir. Ayrıca yatırımcıların, yatırım kararları alırken en çok dikkat ettiği ve incelediği parametrelerden olan firmaya ait finansal oranlar; likidite oranları, mali yapı oranları, faaliyet oranları ve borsa performans oranları olarak karşımıza çıkar. Bu oranlar yatırımcılara firmanın gerçek değeri ve performansları hakkında da fikir verir.

Çalışmamızda Türkiye'de önemli bir yeri olan gayrimenkul sektörünün temel yapı taşlarından biri olan GYO'ların bilançolarından elde edilen finansal oranların borsa performansı üzerindeki etkisini ve ilişkileri panel regresyon analizi yardımıyla ortaya konulmaktadır. Panel regresyon öncesinde, verilere korelasyon analizi yapılmış, çoklu doğrusal bağlantıya yol açan değişkenler model dışında bırakılmıştır. Daha sonra GYO'lar içinde işlem hacmi yüksek olan ve genel ortalamayı yansıtan toplam 18 GYO seçilerek örneklem oluşturulmuştur. Kriz etkilerini bertaraf etmek için analiz 2010.Q1-2019.Q3 dönemi için uygulanmıştır. Homojenlik testi sonucunda hesaplanan testlerin olasılık değerleri 0.05'ten küçük olduğu için eğim katsayılarının homojen olmadığına karar verilmiştir. Bu nedenle heterojenlik varsayımına dayanan birinci nesil durağanlık testleri; Im, Pesaran ve Shin (2003) Maddala ve Wu (1999), Choi (2001) testi kullanılmıştır. Buna göre veriler birinci mertebe fark için durağan çıkmıştır. Yatay kesit bağımlılığı testi sonucunda yatay kesit bağımlılığının olduğu belirlenmiş, paneli oluşturan GYO'lardan birine gelen şok, diğerlerini de etkilemektedir sonucuna ulaşılmıştır. Yatay kesit bağımlılığı elde edildiği için ikinci nesil durağanlık testlerinden

CIPS testi uygulanmış ve yine birinci mertebe fark için durağanlık elde edilmiştir. Panel regresyon analizinde model seçimi için yapılan testler sonucunda sabit etkiler modeli (SEM) uygunluk göstermiştir. Çözümleme için farklı algoritmalar denenmiş ve toplam hata karesi en küçük değeri veren Cross section SUR algoritması ile elde edilen model tahmin sonuçları verilmiştir.

Analiz sonucunda, ele alınan bağımsız değişkenler PD/DD değişkenini %84,2 açıklamaktadır. Değişkenlerden aktif devir hızı ve dönen varlık devir hızı PD/DD üzerinde istatistik anlamlı değildir. Anlamlı değişkenlerde en büyük etki öz sermaye kârlılığıdır. Öz sermaye kârlılığı %1 arttığında PD/DD değişkeni %48,1 artacaktır. İkinci sırada etkili değişken olan kaldıraç oranı %1 arttığında PD/DD değişkeni %41,4 azalışa geçecektir. Üçüncü sırada etkili değişken aktif kârlılığı %1 arttığında PD/DD değişkeni %31,4 artacaktır. Dördüncü sırada etkili öz sermaye çarpanı %1 arttığında PD/DD değişkeni %15,4 artacaktır. Beşinci sırada etkili asit-test oranı %1 arttığında PD/DD değişkeni %12,8 artacaktır. Son olarak uzun vadeli borç/aktifler değişkeni %1 arttığında PD/DD değişkeni %10,2 artacaktır. Modelin varsayımlarının testi için Wooldridge (2002) otokorelasyon testi uygulanmış, otokorelasyon olmadığı belirlenmiştir. Greene heteroskedasite testi sonucunda homoskedasite varlığı sonucunda varsayımların sağlandığı model sonuçlarının yorumlanır özellikte olduğu görülmüştür.

Öz sermaye kârlılığı firmaların yatırımlarını ve bu yatırımların yönetimi konusundaki performanslarını göstermektedir. O nedenle PD/DD değerine en yüksek katkıyı, öz sermaye kârlılığı yapmıştır. Öz sermaye kârlılığı ve öz sermaye çarpanı değişkenleri artınca, piyasa değeri/defter değeri de artmaktadır. GYO'lara yatırım yapan bireylerin, yeni projeler için yapılan borçlanmaları firmanın değerini arttıran bir unsur olarak gördükleri söylenebilir. Firmanın aktif toplamının öz kaynağa bölünmesi, öz kaynak çarpanı oranını verir. Borçlanma ağırlıklı yapılan yatırımlar, daha az öz kaynak kullanılması sebebiyle PD/DD değerini arttıracaktır.

Ancak modelimizde kaldıraç oranındaki %1'lik artışın, PD/DD oranında %41,1'lik bir azalışa yol açtığı görülmektedir. Kaldıraç oranının firmaları olumlu ve olumsuz yönde etkileyebileceği de bilinmektedir. Belli bir oranda makul borçlanma olumlu karşılanırken, yüksek borçlanma oranları yanında birtakım riskleri de taşıyarak

olumsuz etkiye neden olabilmektedir. Kaldıraç oranlarının yüksek olması yatırımcı açısından şirketin kırılgan bir yapıya sahip olduğunun düşünülmesine neden olmuş ya da borçlanılan tutarla yapılan yatırımın periyodik masrafları, hesaplanan periyodik gelirlerin üzerine çıkmış olabilir.

Firmanın kısa vadeli likit fonlarının yeterliliği, likidite oranlarına bakılarak ölçülebilir. Kriz dönemlerinde, firmaların borç ödeme gücü yükseğe bu durum firmanın hisse performansını da olumlu etkileyecektir. Öz kaynak ve borç bileşiminin optimum seviyede olması, risk açısından mali yapı oranlarında beklenen bir faktördür. Yatırımcıların eğilimi; sektörel açıdan karşılık bulabilecek, aynı zamanda denge seviyesinden sapmayacak, firmanın zora girmeyeceği düzeyde borçlu şirketlere yatırım yapmak yönünde olacaktır. Temettü dağıtım politikalarını genelde kârlılık oranları belirler diyebiliriz. Yatırımcı için firmanın kâr dağıtım politikası, nakit akım ya da gelir beklentisini karşılamaktadır.

Devir hızlarıyla alakalı değişkenler modelde kullanılmış ancak GYO hisse performansları açısından anlamlı olmadığı tespit edilmiştir. Uzun yıllar sürebilen inşaat işleri, büyük projeler GYO'ların ilgi alanıdır. Devir hızıyla ilgili değişkenlerin anlamlı olmamasının sebeplerinden en önemlisi de budur. Yatırımcı açısından, uzun zamanda biten inşaatlardaki ofis ya da işyeri stoklarının uzun zaman içinde satışının beklenmesi önemsenmemektedir.

Sonuç olarak, GYO yatırımcısının, faaliyetlerin bitişinin uzun zamana yayılacağını bilmesi ve bununla birlikte yüklü bir finansman ihtiyacının olacağını öngörüyor olması, borçlanma yöntemiyle daha büyük yatırımlar yapabileceğini düşündürür. Bu da GYO'ların daha fazla proje tamamlayacağı anlamına gelir. Daha fazla proje tamamlayan GYO'lar, portföylerinde bulunan gayrimenkullerin değerlerinin artmasıyla şirket değerlerini arttırabileceklerdir. Yani aktifleri için uzun vadeli borçların artışı, PD/DD oranını olumlu etkiler.

GYO'ların BİST'de yeterli talebi yaratamadıkları görülmektedir. Bu nedenle genişlik ve derinlik açısından görece sığ bir piyasa olduğunu da söylemek mümkündür. Sermaye yatırımlarının yeterli düzeyde olmadığı ülkemizde, finansman kaynağı bulma



sorunu da yaşanmaktadır. Burada finans sektörü büyük önem taşımaktadır. Bireylerin tasarruflarının ekonomiye kazandırılması ve değer yaratmaya yardımcı olmak amaçlanır. Birçok ülkede gayrimenkul sektörü, ekonominin içindeki önemli bir aktör olarak karşımıza çıkmaktadır. Aynı zamanda işlem hacimleri de oldukça yüksektir. O nedenle, Türkiye’de de gayrimenkule dayalı finansal enstrümanların çeşitlendirilmesine gidilmeli ve yatırımcı talebini arttıracak adımlar atılmalıdır.



## **EKLER**

### **Ek 1- Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-48.1), 3. Bölüm, “Kuruluş ve Dönüşüme İlişkin Esaslar”**

#### ***Kuruluş ve dönüşüm şartları***

#### **MADDE 6 – (Değişik: RG-23/1/2014-28891)**

*(1) Ortaklıklar gayrimenkul yatırım ortaklığı olarak kurulabileceği gibi, anonim ortaklıklar esas sözleşmelerini Kanun ve bu Tebliğ hükümlerine uygun olarak değiştirerek gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşebilirler. Münhasıran altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşan portföyü işletecek ortaklıkların gerek kuruluşlarında gerekse dönüşümlerinde esas sözleşmelerinde ortaklık aktif toplamının asgari %75’inin altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşacağının açıkça belirtilmesi zorunludur. Şu kadar ki, münhasıran altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşan portföyü işletecek ortaklıklara yalnızca altyapı şirketleri dönüşebilir.*

*(2) Kuruluş ve dönüşüm başvurularının Kurulca uygun görülebilmesi için, ortaklığın;*

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

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

*c) (b) bendinde belirtilen sermaye miktarının;*

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

2) 60.000.000 TL ve daha fazla olması halinde ise, sermayenin 6.000.000 TL'lik, münhasıran altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşan portföyü işletecek ise 10.000.000 TL'lik kısmını temsil eden paylarının kuruluşta nakit karşılığı çıkarılmış olması ve nakit karşılığı çıkarılan pay bedellerinin tamamının ödenmesi, dönüşümde ise nakit karşılığı çıkarılmış olması veya son hesap dönemine ait bağımsız denetimden geçmiş konsolide olmayan veya bireysel finansal tablolarında dönen varlıklar grubu altında yer alan nakit ve nakit benzerleri ile finansal yatırımlar kalemlerinin toplamının bu bentte belirtilen oran ya da tutar kadar olması,

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

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

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

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

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

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

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

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

(3) Diğer yatırım ortaklıklarının ve halka açık ortaklıkların gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşüm başvurularında, ikinci fıkranın (g) bendinde yer alan, portföydeki varlıkların ortaklık aktif toplamına oranının bu Tebliğdeki sınırlamalara uygun hale getirilmesi şartının, dönüşüme ilişkin esas sözleşme değişikliklerinin ticaret siciline tescilini takip eden en geç altı ay içerisinde sağlanması gerekir. Söz konusu süre içinde gerekli uygunluğu sağlamayan ortaklıkların, gayrimenkul yatırım ortaklığı olarak faaliyette bulunma hakları ortadan kalkar. Ortaklıklar, ilgili sürenin bitiminden itibaren en geç üç ay içinde esas sözleşme hükümlerini gayrimenkul yatırım ortaklığı faaliyetini kapsamayacak şekilde değiştirmek üzere Kurula başvurmakla yükümlüdürler. Söz konusu yükümlülüğün yerine getirilmesinden ortaklık yönetim kurulu veya yönetim kurulunca yetkilendirilmiş olması halinde ilgili murahhas üye sorumludur.

(4) Münhasıran altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşan portföyü işletecek ortaklıklarda;

a) Ortaklardan en az birinin kamu kurum ve kuruluşu niteliğinde tüzel kişi olması ve ortaklık sermayesine en az %20 oranında iştirak etmesi halinde;

1) İkinci fıkranın (b) bendinde yer alan başlangıç sermayesi 5.000.000 TL olarak uygulanır. Ancak, 11/A maddesi kapsamında yapılacak pay satışının sermaye artırımı şeklinde yapılması sonucunda çıkarılmış sermayenin asgari 100.000.000 TL 'ye ulaşması zorunludur.

2) İkinci fıkranın (c) bendinde yer alan sermayenin asgari 10.000.000 TL 'sinin nakit karşılığı olması şartı uygulanmaz.

b) İkinci fıkranın (d) bendinde yer alan şartlar, kamu kurum ve kuruluşu niteliğindeki tüzel kişilerde aranmaz.

c) Ortakların kendi özel mevzuatları uyarınca başka bir makam veya organın karar veya onayı gerekiyor ise kuruluş veya dönüşüm başvurusunda bu karar veya onayın bulunması şarttır.

#### ***Kurucu ve ortakların nitelikleri***

**MADDE 7 – (1)** Ortaklıkların gerçek ve/veya tüzel kişi kurucu ortaklarının;

a) Müflis olmaması, konkordato ilân etmiş olmaması ya da hakkında iflasın ertelenmesi kararı verilmiş olmaması,

b) Faaliyet izinlerinden biri Kurulca iptal edilmiş kuruluşlarda, bu müeyyideyi gerektiren olayda sorumluluğu bulunan kişilerden olmaması,

c) Kanunda yazılı suçlardan kesinleşmiş mahkumiyetinin bulunmaması,

ç) 14/1/1982 tarihli ve 35 sayılı Ödeme Güçlüğü İçinde Bulunan Bankerlerin İşlemleri Hakkında Kanun Hükmünde Kararname ve eklerine göre kendileri veya ortağı olduğu kuruluşlar hakkında tasfiye kararı verilmemiş olması,

d) 26/9/2004 tarihli ve 5237 sayılı Türk Ceza Kanununun 53 üncü maddesinde belirtilen süreler geçmiş olsa bile; kasten işlenen bir suçtan dolayı beş yıl veya daha fazla süreyle hapis cezasına ya da devletin güvenliğine karşı suçlar, anayasal düzene ve bu düzenin işleyişine karşı suçlar, zimmet, irtikâp, rüşvet, hırsızlık, dolandırıcılık, sahtecilik, güveni kötüye kullanma, hileli iflas, ihaleye fesat karıştırma, edimin ifasına fesat karıştırma, bilişim sistemini engelleme, bozma, verileri yok etme veya değiştirme, banka veya kredi kartlarının kötüye kullanılması, suçtan kaynaklanan malvarlığı değerlerini aklama, kaçakçılık, vergi kaçakçılığı veya haksız mal edinme suçlarından mahkûm olmaması,

e) Ortaklık kuruluşu için gerekli kaynağı kendi ticari, sınai ve sair yasal faaliyetleri sonucunda her türlü muvazaadan ari olarak sağlamaları ve taahhüt ettikleri sermaye miktarını karşılayabilecek mali güce sahip olmaları,

f) İşin gerektirdiği dürüstlük ve itibara sahip olması,

g) Muaccel vergi borcu bulunmaması

ğ) **(Ek:RG-23/1/2014-28891)** 7/2/2013 tarihli ve 6415 sayılı Terörizmin Finansmanının Önlenmesi Hakkında Kanunda düzenlenen suçlardan mahkum olmaması,

h) **(Ek: RG-23/1/2014-28891)** Kanunun 101 inci maddesinin birinci fıkrasının (a) bendi uyarınca işlem yasaklı olmaması şarttır. Bu fıkranın (a) bendinde belirtilen şartlar, iflasın kaldırılmasına, kapatılmasına veya konkordato teklifinin tasdikine ilişkin kararın, (b) bendinde yer alan şartlar ise buna ilişkin kararın kesinleşme tarihinden itibaren on yıl geçmesi halinde bu fıkranın uygulanmasında dikkate alınmaz.

(2) Dönüşüm başvurularında, dönüşecek ortaklığın mevcut ortaklarının bu maddenin birinci fıkrasının (e) bendi dışındaki bentlerinde yer alan şartları sağlamaları zorunludur.

(3) Kuruluş ve dönüşüm başvurularında; ortaklıkta dolaylı olarak %20 ve üzerinde pay sahibi olan nihai gerçek kişiler ile ortaklıkta dolaylı olarak yönetim kontrolünü sağlayacak oranda imtiyazlı paya sahip olan gerçek kişilerin, bu maddenin birinci fıkrasının (e) bendi dışındaki bentlerinde yer alan şartları sağlamaları zorunludur.

(4) Halka açık ortaklıkların dönüşüm başvurularında, yönetim kontrolü sağlayan paylara sahip olan ortakların bu maddenin birinci fıkrasının (e) bendi dışındaki bentlerinde yer alan şartları sağlamaları gerekmektedir.

(5) Kuruluş ve dönüşüm başvurularında, kurucunun veya mevcut ortağın banka olması halinde, bankanın bu maddenin birinci fıkrasının (g) bendinde belirtilen niteliği taşıdığını tevsik eden bilgi ve belgelerin Kurula gönderilmesi yeterlidir. Bankada sahip olunan doğrudan ve dolaylı pay sahipliği yoluyla ortaklıkta dolaylı pay sahibi olan kişiler için bu maddenin üçüncü fıkrası hükmü uygulanmaz. Bankaların ortaklıklarda doğrudan veya dolaylı olarak pay sahibi olması halinde, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumunun uygun görüşü alınır.

### ***Kuruluş veya dönüşüm işlemleri***

#### **MADDE 8 – (1) (Değişik: RG-23/1/2014-28891)**

Kurulacak veya dönüşecek olan ortaklıkların, şekli ve esasları Kurulca belirlenecek standart form ve bu formda belirtilen belgelerle birlikte Kurula başvurmaları zorunludur.

#### **(2) (Değişik: RG-23/1/2014-28891)**

Kurul, başvuruyu Kanun ve bu Tebliğ hükümlerine uygunluk yönünden inceler. Kurulca başvurunun uygun görülmesi halinde; altyapı faaliyetlerine ilişkin olarak ilgili makamlardan alınması gerekli diğer izin ve

*onaylara ilişkin mevzuat hükümleri saklı kalmak üzere, kuruluştaki kuruluşun, dönüşümde ise esas sözleşme değişikliklerinin onaylanması talebi ile Bakanlığa başvurulur.*

*(3) Kuruluş işlemlerinde esas sözleşmenin konuya ilişkin Kurul izninin tebellüğ edildiği tarihi müteakip en geç 30 gün içinde ticaret siciline tescil ettirilmesi, dönüşüm işlemlerinde ise esas sözleşme değişikliğinin onaylanacağı genel kurulun, konuya ilişkin Kurul izninin tebellüğ edildiği tarihi müteakip en geç 30 gün içinde gerçekleştirilmesi ve genel kurul kararının genel kurul toplantısını takip eden en geç 15 gün içerisinde ticaret siciline tescil ettirilmesi zorunludur.*

*(4) Ortaklıklar; kuruluş esas sözleşmesinin veya dönüşüme ilişkin genel kurul kararının ticaret siciline tesciline ve TTSG' de ilanına ilişkin belgeleri, ilan tarihini takip eden altı iş günü içinde Kurula gönderirler.*

### **Ayni sermaye**

#### **MADDE 9 – (1) (Değişik: RG-23/1/2014-28891)**

*Ortaklık kuruluşlarında ve sermaye artırımlarında, ancak üzerinde ipotek bulunmayan veya gayrimenkulün değerini doğrudan ve önemli ölçüde etkileyecek nitelikte herhangi bir takyidat şerhi olmayan gayrimenkuller ve gayrimenkule dayalı ayni haklar TTK'nın 342 ve 343'üncü maddeleri çerçevesinde ayni sermaye olarak konulabilir. Münhasıran altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşan portföyü işletecek ortaklıklarda bu fıkrafta sayılan varlıklara ek olarak Kurulca uygun görülecek varlıklar da ayni sermaye olarak konulabilir. Ancak gerek kuruluşta gerekse sermaye artırımı sonrasında, çıkarılmış sermayenin nakden ödenen kısmının 6'ncı maddenin ikinci fıkrasının (c) bendinde belirtilen oranın/tutarın altına düşmemesi zorunludur.*

#### **(2) (Değişik: RG-23/1/2014-28891)**



*Kuruluşta aynı sermaye konması durumunda, konulan aynı sermayeye TTK'nın 343'üncü maddesi çerçevesinde değeri biçilir. Buna ek olarak, bu Tebliğın sekizinci bölümünde belirtilen esaslar çerçevesinde aynı sermayenin değeri tespitine yönelik rapor hazırlatılır. Hazırlanan raporlarda ulaşılan tutarlardan düşük olanı aynı sermaye olarak esas alınır.*

*(3) Aynı sermaye artırımlarında TTK'nın 343'üncü maddesi kıyasen uygulanır. Aynı sermaye artırımı için Kurula yapılacak başvuru öncesinde bu maddenin ikinci fıkrasında belirtilen bilirkişi ve değerileme raporlarının hazırlanmış olması gerekir.*

*(4) Aynı sermaye artırımı kararı sadece genel kurulda alınabilir. Ortaklıkların esas sözleşmelerinde bu hususa yer verilmesi zorunludur.*

**(5) (Değerişik: RG-23/1/2014-28891)**

*Sermaye olarak konulacak gayrimenkuller ile gayrimenkullere dayalı aynı haklar, ortaklığın tüzel kişilik kazanması veya sermaye artırımının tescilinden itibaren en geç 10 iş günü içerisinde tapu sicilinde ortaklık adına tescil ettirilir. Diğer varlıklar için ise ilgili mevzuatta öngörülen süre ve şartlara uyulur. Söz konusu işlemin süresi içerisinde yaptırılmasından ortaklık yönetim kurulu veya yönetim kurulunca yetkilendirilmiş olması halinde ilgili muraahhas üye sorumludur.*

**Ek 2- Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-48.1), 7. Bölüm, “Yatırımlara ve Faaliyetlere İlişkin Esaslar”**

***Yatırım faaliyetleri ve yatırım faaliyetlerine ilişkin sınırlamalar***

**MADDE 22 – (Değişik: RG-23/1/2014-28891)**

*(1) Bu Tebliğde yer alan sınırlamalar saklı kalmak üzere, ortaklıklar veya ortaklıkların;*

*a) Alım satım kârı veya kira geliri elde etmek amacıyla; arsa, arazi, konut, ofis, alışveriş merkezi, otel, lojistik merkezi, depo, park, hastane ve benzeri her türlü gayrimenkulü satın alabilir, satabilir, kiralayabilir, kiraya verebilir ve satın almayı veya satmayı vaad edebilirler. Şu kadar ki münhasıran altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşan portföyü işletecek ortaklıklar bu bentte yer alan işlemleri gerçekleştiremezler.*

***b) (Değişik: RG-2/1/2019-30643)***

*Portföylerine alınacak her türlü bina ve benzeri yapılara ilişkin olarak yapı kullanma izninin alınmış ve kat mülkiyetinin tesis edilmiş olması zorunludur. Ancak, mülkiyeti tek başına ya da başka kişilerle birlikte ortaklığa ait olan otel, alışveriş merkezi, iş merkezi, hastane, ticari depo, fabrika, ofis binası ve şube gibi yapıların, tamamının veya bölümlerinin yalnızca kira geliri elde etme amacıyla kullanılması halinde, anılan yapıya ilişkin olarak yapı kullanma izninin alınması ve tapu senedinde belirtilen niteliğinin taşınmazın mevcut durumuna uygun olması yeterli kabul edilir. Ayrıca, 3/5/1985 tarihli ve 3194 sayılı İmar Kanunu’nun geçici 16’ncı maddesi kapsamında yapı kayıt belgesi alınmış olması, bu fıkrafta yer alan yapı kullanma izninin alınmış olması şartının yerine getirilmesi için yeterli kabul edilir.*

*c) Portföylerine ancak üzerinde ipotek bulunmayan veya gayrimenkulün değerini doğrudan ve önemli ölçüde etkileyecek nitelikte*

*herhangi bir takyidat şerhi olmayan gayrimenkuller ile gayrimenkule dayalı haklar dahil edilebilir. Bu hususta 30 uncu madde hükümleri saklıdır.*

**ç) (Değişik:RG-2/1/2019-30643)**

*Kendi mülkiyetlerindeki arsa ve arazilerin yanı sıra, hasılat paylaşımı veya kat karşılığı arsa satışı sözleşmeleri akdettiği başka kişilere ait arsalar üzerinde, gayrimenkul projesi geliştirebilirler veya projelere üst hakkı tesis ettirmek suretiyle yatırım yapabilirler. Yapılacak sözleşme hükümleri çerçevesinde bir veya birden fazla tarafla ortak bir şekilde yürütülecek projelerde, ortaklık lehine mülkiyet edinme amacı yok ise ortaklığın sözleşmeden doğan haklarının Kurulca uygun görülecek nitelikte bir teminata bağlanmış olması zorunludur. Sözleşmenin karşı tarafının Toplu Konut İdaresi Başkanlığı, İller Bankası A.Ş., belediyeler ile bunların bağlı ortaklıkları, iştirakleri ve/veya yönetim kuruluna aday gösterme imtiyazının bulunduğu şirketler olması halinde bu bentte yer alan teminat şartı uygulanmaz.*

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

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

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

g) Mülkiyeti başka kişilere ait olan gayrimenkuller üzerinde kendi lehine üst hakkı, intifa hakkı ve devre mülk irtifakı tesis edebilir ve bu hakları üçüncü kişilere devredebilirler.

ğ) Mülkiyetine sahip oldukları gayrimenkuller üzerinde başka kişiler lehine üst hakkı, intifa hakkı ve devre mülk irtifakı tesis edebilir ve bu hakların üçüncü kişilere devrine izin verebilirler.

h) Özel düzenlemeler saklı kalmak kaydıyla Yap-İşlet-Devret modeliyle geliştirilecek projeleri, birinci fıkranın (d) bendinde belirtilen şartların sağlanması koşuluyla kendisi veya başkaları lehine üst hakkı tesis ettirmek suretiyle gerçekleştirebilirler. 4'üncü maddenin üçüncü fıkrası saklıdır.

ı) Mülkiyetlerini edinmek kaydıyla yurt dışındaki gayrimenkullere ve yabancı sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilirler. 4'üncü maddenin üçüncü fıkrası saklıdır.

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

j) Herhangi bir şekilde, devredilebilmesi konusunda bir sınırlamaya tabi olan varlıklara ve haklara yatırım yapamazlar. Yüksek Planlama Kurulundan izin alınması şartı bu hüküm kapsamında devir kısıtı olarak değerlendirilmez.

k) Aracılık faaliyeti kapsamında olmamak kaydıyla yerli ve yabancı sermaye piyasası araçlarını alabilir ve satabilir, Takasbank para piyasası ve ters repo işlemi yapabilir, Türk Lirası cinsinden vadeli mevduat veya katılma hesabı, yabancı para cinsinden ise vadeli ve vadesiz mevduat veya özel cari ve

*katılma hesabı açtırabilirler, sermaye piyasası araçlarını ödünç verebilirler. Ortaklıklar, Kurulun ilgili düzenlemeleri çerçevesinde yapılacak bir sözleşme ile herhangi bir anda portföylerindeki sermaye piyasası araçlarının piyasa değerinin en fazla %50'si tutarındaki sermaye piyasası araçlarını ödünç verebilir. Ödünç verme işlemi en fazla 90 iş günü süreyle ve ödünç verilen sermaye piyasası araçlarının en az %100'ü karşılığında nakit veya kamu borçlanma araçlarından oluşabilecek teminatın ortaklık adına Takasbank'ta bloke edilmesi şartıyla yapılabilir. Teminat tutarının ödünç verilen sermaye piyasası araçlarının piyasa değerinin %80'inin altına düşmesi halinde teminatın tamamlanması istenir. Ortaklığın taraf olduğu ödünç verme sözleşmelerine, sözleşmenin ortaklık lehine tek taraflı olarak feshedilebileceğine ilişkin bir hükmün konulması zorunludur.*

*l) Hiçbir şirkette sermaye veya oy haklarının %5'inden fazlasına sahip olamazlar. Ortaklığın tek bir şirketteki para ve sermaye piyasası araçları yatırımlarının toplamı ortaklığın aktif toplamının %10'unu aşamaz.*

*m) Altın, kıymetli madenler ve diğer emtialar ile bunlara dayalı vadeli işlem sözleşmelerine yatırım yapamazlar.*

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

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

*ö) Türev araçları kullanarak korunma amacını aşan işlemler yapamazlar.*

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

yapamazlar. Bu hüküm münhasıran altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşan portföyü işletecek ortaklıklar için uygulanmaz.

**r) (Değişik: RG-17/1/2017-29951)**

Ortaklık portföyüne dahil edilecek gayrimenkullerin tapudaki niteliğinin, fiili kullanım şeklinin ve portföye dahil edilme niteliğinin birbiriyle uyumlu olması esastır. Ortaklığın mülkiyetinde bulunan arsa ve araziler üzerinde metruk halde bulunan, herhangi bir gelir getirmeyen veya tapu kütüğünün beyanlar hanesinde riskli yapı olarak belirtilmiş yapıların bulunması halinde, söz konusu durumun hazırlanacak bir gayrimenkul değerlendirme raporuyla tespit ettirilmiş olması ve söz konusu yapıların yıkılacağı ve gerekmesi halinde gayrimenkulün tapudaki niteliğinde gerekli değişikliğin yapılacağı Kurula beyan edilmesi halinde ilk cümlede belirtilen şart aranmaz.

s) Münhasıran altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşan portföyü işletecek ortaklıklarca ayrıca aşağıdaki esaslara uyulur;

1) Altyapı yatırım ve hizmetlerine ilişkin projelerin portföye dahil edilmeden önce kapsamlı talep, nakit akımı ve risk analizlerini de içeren ekonomik ve mali fizibilite etütlerinin yapılmış ve ilgili mevzuata göre onaylanmış olması, bunlara ilaveten yatırımların değerlemelerinin de yapılmış olması gereklidir.

2) Gerçekleştirilecek veya yatırım yapılacak projelerin ilgili mevzuat uyarınca gerekli tüm izinlerinin alınmış, projesinin hazır ve onaylanmış, proje kapsamında ihtiyaç duyulan arazi ve zemin etütlerinin yapılmış, projenin çevresel ve kültürel varlıklara etkilerinin değerlendirilmiş ve gerekli önlemlerin alınmış, yasal gerekliliği olan tüm belgelerin tam ve doğru olarak mevcut olduğu hususlarının gayrimenkul değerlendirme kuruluşları veya ilgili kamu kurum ve kuruluşları tarafından tespit edilmiş olması gereklidir.

3) Altyapı yatırım ve hizmetleri ile projelerinin genel kamu yararına hizmet eden ve sosyoekonomik faydaları bulunan nitelik taşımalarına, uzun dönemli, kârlı ve öngörülebilir nakit akımlarına sahip olmalarına özen gösterilmesi gereklidir.

4) Özel mevzuat hükümleri saklı kalmak kaydıyla; özelleştirme, Yap-İşlet-Devret modeli veya diğer kamu-özel iş birliği modelleri kapsamındaki altyapı yatırım ve hizmetlerine yatırım yapılabilir.

5) Özel mevzuat hükümleri saklı kalmak kaydıyla; merkezi yönetim kapsamındaki kamu idareleri, sosyal güvenlik kurumları, mahalli idareler ve kamu iktisadi teşebbüsü tarafından yürütülen altyapı yatırım ve hizmetlerine yatırım yapılabilir.

6) Yurtdışında gerçekleştirilen altyapı yatırım ve hizmetleri ile bunlara ilişkin projelere yatırım yapılamaz.

7) Altyapı yatırımı veya hizmeti kapsamındaki tesislerin işletmeciliğini yürütmek üzere işletmecisi şirket kurulabilir, kurulmuş olanlara iştirak edilebilir.

8) Ortak olmak veya borçlanma aracı satın almak suretiyle altyapı şirketlerine yatırım yapılabilir.

9) Ortak olmak veya borçlanma aracı satın almak suretiyle münhasıran altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşan portföyü işleten diğer ortaklıklara yatırım yapılabilir.

### ***Yapamayacakları işler***

#### **MADDE 23 – (1) Ortaklıklar;**

##### **a) (Değişik: RG-23/1/2014-28891)**

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

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

##### **c) (Değişik: RG-23/1/2014-28891)**

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

##### **ç) (Değişik: RG-23/1/2014-28891)**

*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. Ancak, 27'nci maddenin ikinci, üçüncü ve dördüncü fıkraları kapsamındaki faaliyetler ve bu faaliyetler nedeniyle istihdam edilen personel bu bent kapsamında değerlendirilmez.*

*d) Kendi personeli vasıtasıyla portföye konu olan veya olacak projeler hariç olmak üzere başka kişi ve kuruluşlara proje geliştirme, proje kontrol, mali fizibilite, yasal izinlerin takibi ve buna benzer hizmetler veremezler.*

*e) Kredi veremezler.*



**f) (Değişik: RG-17/1/2017-29951)**

*İlişkili taraflarına herhangi bir mal veya hizmet satımı işlemine dayanmayan borç veremezler.*

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

*ğ) Sürekli olarak kısa vadeli gayrimenkul alım satımı yapamazlar.*

**Portföy sınırlamaları**

**MADDE 24 – (Değişik: RG-23/1/2014-28891)**

*(1) Ortaklıklar;*

*a) Gayrimenkullere, gayrimenkul projelerine ve gayrimenkule dayalı haklara aktif toplamının en az %51'i oranında yatırım yapmak zorundadırlar. Şu kadar ki münhasıran altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşan portföyü işletecek ortaklıkların aktif toplamının en az %75'inin bu varlıklardan oluşması zorunludur. %75 oranının hesaplanmasında 22'nci maddenin birinci fıkrasının (s) bendinin (8) ve (9) numaralı alt bentlerinde yer alan varlıklar da dikkate alınır.*

*b) 22'nci maddenin birinci fıkrasının (k) bendinde yer verilen varlıklar ile 28 inci maddede belirtilen iştiraklerin tamamına, münhasıran altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşan portföyü işletecek ortaklıklarda en fazla aktif toplamının %25'i, diğer ortaklıklarda ise en fazla aktif toplamının %49'u oranında, bu varlıklar içerisinde yer alan yatırım amaçlı Türk Lirası cinsinden vadeli mevduat veya katılma hesabı, yabancı para cinsinden vadeli ve vadesiz mevduat veya özel cari ve katılma hesabına ise en fazla aktif toplamının %10'u oranında yatırım yapabilirler. Portföye alınan varlıkların*

veya projelerin maliyetlerine ilişkin bedel ödemeleri belirli hakedişler karşılığında veya taksitler halinde yapıyorsa, bunlara karşılık gelen nakit fazlaları da 22'nci maddenin birinci fıkrasının (k) bendinde yer verilen varlıklar aracılığıyla değerlendirilebilir. Finansal tabloların hazırlandığı yıl ile takip eden iki yıl içerisinde bu kapsamda yapılacak harcamaların tutarı, birinci fıkranın (a) bendinde yazılı oranların hesaplanmasında, portföyde yer alan 22'nci maddenin birinci fıkrasının (k) bendinde yer verilen varlıkların toplam tutarından indirilir ve birinci fıkranın (a) bendi kapsamında yapılacak hesaplama dahil edilir. Ancak, finansal tablonun hazırlandığı tarihten önceki dönemlere ilişkin planlanan harcamalardan gerçekleştirilmemiş olanlar, indirim konusu yapılamaz. Belirtilen indirimin yapılabilmesi için projenin finansal tablolara dahil edilmesinden önce, projenin tamamlanmasına kadar olan süre için planlanan yıllık harcama tutarları Kurula bildirilir. Harcamalara ilişkin plarlarda yapılan değışiklikler nedeniyle, söz konusu oranların hesaplanmasında dikkate alınmak üzere önceden Kurula bildirilmiş olan tutarın değıştirilmesi Kurul iznine tabidir.

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

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

*faaliyetini kapsamayacak şekilde değiştirmek üzere Kurula başvurmaları gerekmekte olup bu değişikliklerin yapılmaması halinde gayrimenkul yatırım ortaklığı TTK'nın 529 uncu maddesinin birinci fıkrasının (b) ve (c) bentleri hükümleri gereğince sona ermiş sayılır. şu kadar ki, münhasıran altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşan portföyü işletecek ortaklıklarda birinci fıkranın (a) bendinde belirtilen %75'lik oranın altyapı yatırımlarının tamamlanması, imtiyaz süresinin veya kullanım hakkının dolması gibi nedenlerle sağlanamaması durumunda, ortaklığın talebi üzerine Kurulca uygun görölmesi halinde söz konusu oranın sağlanması için olayın geręekleřtięi hesap dönemi sonundan itibaren iki yıl süre verilebilir. Ancak bu süre %75'lik oranın sağlanamadığı yıl da dahil olmak üzere son 5 yıl içinde en fazla bir defa kullanılabilir. Kurulca verilen sürenin sonunda da asgari %75'lik oranın sağlanamaması halinde, sürenin bitiminden itibaren en geç üç ay içinde ortaklıkların esas sözleşme hükümlerini gayrimenkul yatırım ortaklığı faaliyetini kapsamayacak şekilde değiştirmek üzere Kurula başvurmaları gerekmekte olup bu değişikliklerin yapılmaması halinde ortaklık TTK'nın 529 uncu maddesinin birinci fıkrasının (b) ve (c) bentleri hükümleri gereğince sona ermiş sayılır.*

*d) Münhasıran altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşan portföyü işletecek ortaklıklar dışında kalan ortaklıklar 22 nci maddenin birinci fıkrasının (ı) bendinde belirtilen yabancı gayrimenkuller ve yabancı sermaye piyasası araçları ile 28 inci maddenin birinci fıkrasının (ę) bendinde belirtilen iştiraklere aktif toplamının en fazla %49'u oranında yatırım yapabilirler.*

#### ***Ortaklık portföyünün yönetimi***

#### ***MADDE 25 – (1) (Değişik fıkra: RG-23/1/2014-28891)***

*Ortaklıklar, portföylerini yeterli sayıda personel istihdam etmek suretiyle kendileri yönetirler. Proje geliştirme ve kontrol hizmetleri de dahil olmak üzere ortaklık portföyünün geliştirilmesi ve alternatif imkanların*

araştırılmasına yönelik danışmanlık hizmetleri ortaklık dışından, bu işlerde uzmanlaşmış şirketlerden alınabilir.

**(2) (Değişik: RG-23/1/2014-28891)**

Ortaklık tarafından portföy ile ilgili olarak, ilişkili taraflardan danışmanlık hizmeti alınması halinde, bu hizmetler kapsamında danışman şirketlere ödenecek komisyon ve ücretler için Kurulca üst sınır belirlenebilir. Danışman şirket ile işletmeci şirket sıfatı aynı kişide birleşemez.

**(3) (Değişik:RG-2/1/2019-30643) (Değişik:RG-23/1/2014-28891)**

Aktif toplamının %10'unu aşması halinde ortaklıklar; portföylerinin para ve sermaye piyasası araçlarından oluşan kısmının yönetimi için bünyesinde Kurulun lisanslama düzenlemeleri çerçevesinde lisans belgesine sahip yeterli sayıda portföy yöneticisi istihdam etmek veya esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak ve Kurulun onayını almak kaydıyla ve imzalanacak bir sözleşme kapsamında, portföy yönetim şirketlerinden portföy yönetimi veya yatırım danışmanlığı hizmeti almak zorundadırlar. Bu durumlarda Kurulun portföy yöneticiliğine ve yatırım danışmanlığına ilişkin düzenlemelerine uyulması zorunludur.

(4) Ortaklıklar, portföyleriyle ilgili olarak dışarıdan danışmanlık, işletmecilik, inşaat, portföy yönetimi ve benzeri hizmetler almaları durumunda, aldıkları hizmetlerle ilgili faaliyetlerin mevzuat ve sözleşme hükümlerine uygunluğunu izlemek üzere gerekli organizasyonu oluşturmak zorundadırlar.

(5) Ortaklık portföyünde yer alan sermaye piyasası araçlarının imzalanacak bir saklama sözleşmesi çerçevesinde Takasbank'ta saklanması zorunludur.

### ***Tapuya şerhi zorunlu sözleşmeler***

#### **MADDE 26 – (1) (Değişik: RG-2/1/2019-30643)**

*Ortaklık lehine sözleşmeden doğan alım, önalım ve geri alım haklarının, gayrimenkul satış vaadi sözleşmeleri ve kat karşılığı inşaat sözleşmeleri gibi ortaklık lehine haklar sağlayan sözleşmelerin, rehinli alacakların serbest dereceye ilerleme haklarının ve ortaklığın kiracı konumunda olduğu kira sözleşmelerinin tapu siciline şerhi zorunludur. Söz konusu yükümlülüğün yerine getirilmesinden ortaklık yönetim kurulu veya yönetim kurulunca yetkilendirilmiş olması halinde ilgili murahhas üye sorumludur. Bu maddede sayılan sözleşmelerin karşı tarafının Toplu Konut İdaresi Başkanlığı, İller Bankası A.Ş., belediyeler ile bunların bağlı ortaklıkları, iştirakleri ve/veya yönetim kuruluna aday gösterme imtiyazının bulunduğu şirketler olması halinde bu sözleşmelerin tapu siciline şerhi zorunlu değildir.*

### ***İşletme hizmeti***

#### **MADDE 27 – (1) (Değişik: RG-23/1/2014-28891)**

*Ortaklık portföyünde yer alan gayrimenkullere ve/veya altyapı yatırım ve hizmetlerine ilişkin işletme hizmetleri işletmeci şirketlerden alınır.*

*(2) Ortaklık portföyünde kira geliri elde etme amacına yönelik gayrimenkuller olması halinde, söz konusu gayrimenkullere veya onların bağımsız bölümlerine ilişkin olarak güvenlik, temizlik, genel idare ve buna benzer nitelikteki temel hizmetler kiracılara ortaklık tarafından sunulabileceği gibi, ortaklık ile bir işletmeci şirket arasında bu tür hizmetlerin sunulması amacına yönelik bir sözleşme yapılması da mümkündür.*

**(3) (Değişik: RG-23/1/2014-28891)**

*Ortaklık portföyünde yer alan gayrimenkuller ile gayrimenkul projelerinin pazarlanmasına ve değerinin artırılmasına yönelik olarak yapılacak reklam ve promosyon faaliyetleri temel hizmet kapsamındadır.*

**(4) (Ek: RG-23/1/2014-28891) (Değişik: RG-17/1/2017-29951) )**

*Münhasıran altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşan portföyü işletecek ortaklıklar, altyapı tesislerine ilişkin üretim lisansına veya benzeri başka imtiyazlara sahip olmak koşuluyla söz konusu tesislerde gerçekleştirilecek anılan lisansa ve/veya imtiyaza bağlı faaliyetleri doğrudan kendisi yürütebilir*

***İştirak***

**MADDE 28 – (Değişik: RG-23/1/2014-28891)**

*(1) Ortaklıklar, sadece;*

*a) İşletmeci şirketlere,*

*b) Diğer gayrimenkul yatırım ortaklıklarına,*

*c) Yap-işlet-devret projeleri kapsamında kurulan şirketlere,*

**ç)(Değişik:RG-2/1/2019-30643)**

*Belirli gayrimenkullerin, gayrimenkul projelerinin ya da gayrimenkule dayalı hakların portföye alınması amacıyla sınırlı olarak faaliyet konusu yalnızca gayrimenkul olan yurt dışında kurulu şirketlere doğrudan veya sadece bu amacı gerçekleştirmek üzere yurt dışındaki şirketlere yatırım yapmak üzere yurt içinde/yurt dışında kurulan özel amaçlı şirketlere,*

*d) Gayrimenkullerin ya da gayrimenkule dayalı hakların değerinin, iştirak edilecek şirketin tabi olduğu mevzuat hükümlerine göre hazırlanan*

*finansal tablolarında yer alan aktif toplamının devamlı olarak en az %75'ini oluşturduğu Türkiye'de kurulu şirketlere,*

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

*(2) Münhasıran altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşan portföyü işleten ortaklıklar ise;*

*a) İşletmeci şirketlere,*

*b) Altyapı şirketlerine,*

*c) Münhasıran altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşan portföyü işleten diğer ortaklıklara,*

*ç) Yap-işlet-devret projeleri ve diğer kamu özel işbirliği modelleri kapsamında kurulan şirketlere iştirak edebilir.*

*(3) Bu madde kapsamında iştiraklere yapılacak yatırımlarda 22'nci maddenin birinci fıkrasının (l) ve (n) bentleri uygulanmaz.*

*(4) Ortaklıklar tarafından işletmeci şirketlere yapılacak iştirak, ortaklıkların hesap dönemi sonunda hazırlayıp kamuya açıkladıkları finansal tablolarında yer alan aktif toplamının %10'undan fazla olamaz.*

## **Sigorta mecburiyeti**

### **MADDE 29 – (Değişik: RG-23/1/2014-28891)**

(1) Ortaklık portföyünde yer alan arsa, arazi, haklar ve henüz inşaatına başlanmamış projeler ve sermaye piyasası araçları hariç olmak üzere tüm varlıkların oluşabilecek her tür hasara karşı rayiç değerleri dikkate alınarak sigortalanması zorunludur. Münhasıran altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşan portföyü işleten ortaklıklarda sigorta yaptırılması ihtiyaridir.

### **İpotek, rehin ve sınırlı ayni hak tesisi**

**MADDE 30 – (1)** Kat karşılığı ve hasılat paylaşımı yapılan projelerde, projenin gerçekleştirileceği arsaların sahiplerince ortaklığa, bedelsiz veya düşük bedel karşılığı ortaklık lehine üst hakkı tesis edilmesi veya arsanın devredilmesi halinde, projenin teminatı olarak arsa sahibi lehine ortaklık portföyünde bulunan gayrimenkuller üzerine ipotek veya diğer sınırlı ayni haklar tesis edilmesi mümkündür. Ayrıca gayrimenkullerin, gayrimenkul projelerinin ve gayrimenkule dayalı hakların satın alınması sırasında yalnızca bu işlemlerin finansmanına ilişkin olarak ya da yatırımlar için kredi temini amacıyla portföydeki varlıklar üzerinde ipotek, rehin ve diğer sınırlı ayni haklar tesis edilebilir. Portföydeki varlıkların üzerinde bu amaçlar dışında hiçbir suretle üçüncü kişiler lehine ipotek, rehin ve diğer sınırlı ayni haklar tesis ettirilemez ve başka herhangi bir tasarrufta bulunulamaz. Bu hususa ortaklıkların esas sözleşmesinde yer verilmesi zorunludur.

(2) **(Ek: RG-17/1/2017-29951)(\*)** Ortaklıklar, sermayesine %100 oranında iştirak ettikleri bağlı ortaklıklarının portföylerinde yer alan gayrimenkul yatırımlarının finansmanı amacıyla, kendi portföyündeki varlıklar üzerinde ipotek, rehin ve diğer sınırlı ayni haklar tesis ettirebilir ve söz konusu bağlı ortaklıkları lehine teminat, garanti ve kefalet verebilirler.



*(3) Bu madde kapsamında temin edilecek krediler de bu Tebliğin 31 inci maddesi kapsamında değerlendirilir.*

### ***Borçlanma sınırı***

#### **MADDE 31 – (Değişik:RG-23/1/2014-28891)**

*(1) Ortaklıklar, fon ihtiyaçlarını veya portföyleri ile ilgili maliyetleri karşılamak amacıyla hesap dönemi sonunda hazırlayıp kamuya açıkladıkları konsolide olmayan veya bireysel finansal tablolarında yer alan öz sermayelerinin beş katı kadar kredi kullanabilirler. Söz konusu kredilerin üst sınırının hesaplanmasında ortaklığın finansal kiralama işlemlerinden doğan borçları ve gayri nakdi kredileri de dikkate alınır.*

*(2) Ortaklıklar sermaye piyasası mevzuatındaki sınırlamalar dahilinde borçlanma aracı ihraç edebilirler. Ancak ihraç edecekleri borçlanma araçları için sermaye piyasası mevzuatı uyarınca hesaplanacak ihraç limitinden birinci fıkrafta bahsedilen krediler düşülür.*

*(3) Ortaklıklar, Kurul düzenlemeleri çerçevesinde gayrimenkul sertifikası ve portföydeki gayrimenkullerin satışından veya satış vaadi sözleşmelerinden kaynaklanan senetli alacakları ile kira gelirlerinin teminatı altında varlık teminatlı menkul kıymet ihraç edebilirler.*

*(4) Kurul, münhasıran altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşan portföyü işleten ortaklıklar için altyapı yatırım ve hizmetlerinin niteliğini dikkate almak suretiyle borçlanma sınırını artırabilir.*

## ***İnşaat hizmetleri***

### **MADDE 32 – (1) (Değişik fıkra:RG-23/1/2014-28891)**

*Ortaklığın yürüttüğü projelerin her türlü inşaat işleri ile ihzarat, imalat, sondaj, tesisat, değiştirme, iyileştirme, yenileştirme, geliştirme, montaj ve benzeri yapım işlerinin tarafların inşaat işlerinden doğan karşılıklı hak ve yükümlülüklerini içeren bir sözleşme dahilinde müteahhitlerce yapılması zorunludur.*

*(2) Sözleşmenin kapsamı taraflar arasında serbestçe belirlenir ancak asgari olarak müteahhidin borçlarını, ödeme koşullarını, ayıba karşı tekeffülün şartlarını, sözleşmeden rücunun şartlarını, iş sahibinin tazminat isteme hakkını ve sözleşmenin sona ermesinin şartlarını kapsaması zorunludur.*

*(3) Müteahhidin seçiminin ve sözleşme koşullarının yönetim kurulu tarafından onaylanması zorunludur.*

**Ek 3- Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-48.1), 8. Bölüm, “Değerlemeye İlişkin Esaslar”**

***Değerleme gerektiren işlemler***

**MADDE 34 – (Değişik: RG-23/1/2014-28891)**

*(1) Ortaklıklar aşağıda sayılan işlemler için, işleme konu olan varlıkların ve hakların rayiç değerlerini ve rayiç kira bedellerini tespit ettirmekle yükümlüdürler.*

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

*b) Portföyde yer alan gayrimenkullerin kiraya verilmesi,*

*c) Kiraya verilmek üzere gayrimenkul kiralanması,*

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

*d) Gayrimenkul ipoteği kabul edilmesi,*

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

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

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

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

h) Ortaklığa aynı sermaye konulması,

ı) (Ek: RG-2/1/2019-30643)

Portföyde yer alan gayrimenkuller için 3194 sayılı Kanunun geçici 16'ncı maddesi kapsamında yapı kayıt belgesi alınması.

(2) (Ek: RG-17/1/2017-29951) (\*)

Ortaklık portföyünde bulunan devam etmekte olan veya tamamlanmış gayrimenkul projeleri kapsamında yer alan bağımsız bölümlerin satış işlemlerinde, söz konusu bağımsız bölümlerin rayiç değerlerinin ortaklığın hesap döneminin son üç ayı içerisinde tespit ettirilmiş olması halinde, takip eden yılda birinci fıkranın (g) bendi kapsamında yaptırılacak değer tespiti işlemine kadar anılan değerleme raporunun kullanılması mümkündür.

(3) (Ek: RG-17/1/2017-29951)

Ortaklık portföyünde bulunan ve kiraya verilen alışveriş merkezi, iş merkezi, ticari depo, ofis binası, şube gibi yapıların kira değerlerinin tespitinin bölüm bazında ayrı ayrı yaptırılması yerine yapının bütünü için tek bir değer takdir edilmesi şekliyle de yaptırılması mümkündür. Kiracının ortaklığın ilişkili tarafı olması halinde ise ilişkili tarafa kiraya verilen bölüme ilişkin kira değerinin tespitinin yaptırılması zorunludur. Anılan yapıların rayiç kira bedellerinin ortaklığın hesap döneminin son üç ayı içerisinde tespit ettirilmiş olması halinde, takip eden yılda birinci fıkranın (g) bendi kapsamında yaptırılacak değer tespiti işlemine kadar kiracı değişikliği ya da kira sözleşmesinin yenilenmesi durumlarında anılan değerleme raporunda tespit edilen değer kullanılması mümkündür.

(4) Portföye alınacak varlıkların ve hakların rayiç değerleri ile rayiç kira bedellerinin değer tespitinin Kurulca nitelikleri belirlenen kurum ve kuruluşlara yaptırılması zorunludur.

(5) Birinci fıkranın (g) bendi kapsamında yapılacak değer tespitlerinde, gayrimenkul değerlemesinin en geç ilgili yılın son günü itibarıyla tamamlanmış olması zorunludur.

(6) Yapılacak değerlendirme çalışmalarının bitiş tarihi ile rapor tarihi arasındaki sürenin beş iş gününü aşmaması ve gayrimenkul değerlendirme raporunun rapor tarihini takip eden iki iş günü içinde ortaklığa teslimi zorunludur.

(7) Beşinci (\*) ve altıncı (\*) fıkarda yer alan hükümlere, ortaklık ile gayrimenkul değerlendirme kuruluşu arasında yapılacak sözleşmede yer verilir.

(8) Münhasıran altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşan portföyü işleten ortaklıkların portföyünde yer alan altyapı yatırım ve hizmetlerine ilişkin gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı haklar dışındaki varlıkların portföye dahil edilmesinde, portföyden çıkarılmasında, kiraya verilmesinde ve kiralanmasında değerlemeye ilişkin usul ve esaslar Kurulca belirlenir.

### ***Gayrimenkul değerlendirme kuruluşunun seçimi***

#### ***MADDE 35 – (Başlığı ile birlikte değişik: RG-23/1/2014-28891)***

(1) 34'üncü madde uyarınca değer tespiti yapacak olan gayrimenkul değerlendirme kuruluşlarının;

a) Kurulca listeye alınmış olması,

b) 21 inci maddenin (a) bendinde sayılan taraflardan, sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde gayrimenkul değerlendirme kuruluşlarına ilişkin

*Kurul düzenlemelerinde yer alan hükümler çerçevesinde bağımsız olması gerekir.*

*(2) Ortaklıkların hesap döneminin bitimini takip eden bir ay içerisinde, portföyünde 34 üncü madde uyarınca değerlendirme yaptırılması gereken her bir varlık için değerlendirme hizmeti alınacak bir değerlendirme kuruluşunu ve portföyüne o yıl içerisinde alınabilecek ve değerlendirme gerektirecek varlıklar için değerlendirme hizmeti alınacak en fazla iki adet değerlendirme kuruluşunu yönetim kurulu kararı ile belirlemeleri, söz konusu yönetim kurulu kararını Kurulun özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde kamuya açıklamaları ve bir örneğini Kurula göndermeleri gerekmektedir. Belirlenen değerlendirme kuruluşları ancak değiştirilme gerekçesinin Kurula gönderilmesini müteakip Kurul onayı ile değiştirilebilir.*

*(\*)17/1/2017 tarihli ve 29951 sayılı Resmî Gazete 'de yayımlanan III-48.1.b sayılı Tebliğ ile mevcut birinci fıkradan sonra gelmek üzere ikinci ve üçüncü fıkralar eklenmiş ve müteakip fıkralar buna göre teselsül ettirilmiş ve teselsül ettirilmiş halinin yedinci fıkrasında yer alan "Üçüncü" ve "dördüncü" ibareleri metne işlendiği şekilde değiştirilmiştir.*

**(3) (Değişik: RG-2/1/2019-30643)**

*Ortaklıklar, portföylerinde değerlendirme yaptırılması gereken her bir varlık için aynı gayrimenkul değerlendirme kuruluşundan üst üste en fazla üç yıl hizmet alabilirler. Üç yıllık sürenin dolmasından veya herhangi bir nedenle hizmet alımına ara verilmesinden sonra ortaklığın aynı gayrimenkul değerlendirme kuruluşundan tekrar hizmet alabilmesi için en az iki yılın geçmesi zorunludur.*

**(4) (Değişik: RG-2/1/2019-30643)**

*Yurt dışındaki gayrimenkullerle ilgili olarak 34'üncü madde kapsamında yapılacak değerlemelerde, birinci fıkranın (a) bendindeki şart*

aranmaz. Ortaklıklar tarafından yurt dışında gayrimenkul yatırımı yapılmasının planlanması durumunda, portföyüne o yıl içerisinde alınabilecek ve değerlendirme gerektirecek varlıklar için değerlendirme hizmeti alınacak en fazla iki adet değerlendirme kuruluşu her bir ülke bazında belirlenir. Ancak, yurt dışında yer alan gayrimenkullere ilişkin olarak yapılacak değerlemenin, varsa Kurulun muadili olan kurum listesinde yer alan değerlendirme kuruluşlarına yaptırılması ve bu hususun konuya ilişkin alınan yönetim kurulu kararları ile birlikte kamuya açıklanması zorunludur.

**(5) (Ek:RG-2/1/2019-30643)(\*)**

Ortaklıkların hesap döneminin bitimini takip eden bir ay içerisinde kamuya açıklanan yönetim kurulu kararında belirtilen ülkelerden farklı bir ülkede yatırım yapılmasına karar verilmesi halinde, ilgili ülke düzenlemeleri de göz önünde bulundurularak, gayrimenkulün portföye dahil edilmesi öncesinde yeni bir yönetim kurulu kararı almak suretiyle hizmet alınacak değerlendirme kuruluşunun belirlenmesi, söz konusu yönetim kurulu kararının derhal kamuya açıklanarak bir örneğinin Kurula gönderilmesi gerekmektedir.

(6) Bu maddeye aykırı olarak yapılacak işlemlerden ortaklık yönetim kurulu veya yönetim kurulunca yetkilendirilmiş olması halinde ilgili murahhas üye sorumludur.

***Değerleme raporlarında uyulacak hususlar***

**MADDE 36 – (Değişik: RG-23/1/2014-28891)**

(1) 34'üncü madde uyarınca hazırlanacak değerlendirme raporlarında, sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde gayrimenkul değerlendirme hizmeti verecek kuruluşlar ile bu kuruluşların Kurulca listeye alınmalarına ve sermaye piyasasında uluslararası değerlendirme standartlarına ilişkin Kurul düzenlemelerinde yer alan esaslara uyulur.

### ***Ekspertiz değerinin kullanılması***

#### **MADDE 37 – (Değişik: RG-23/1/2014-28891)**

(1) Ortaklığın portföyünde yer alan veya alması planlanan gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri, gayrimenkule dayalı haklar, altyapı yatırım ve hizmetlerine ilişkin olarak yapılacak alım satım, kiralama ve benzeri işlemler tespit edilen ekspertiz değerleri dikkate alınarak gerçekleştirilir. Mevcut piyasa veya ödeme koşulları dikkate alınarak yapılacak alım işlemlerinde ekspertiz değerlerinden daha yüksek, satım ve kiralama işlemlerinde ise ekspertiz değerinden daha düşük değerler esas alınır, bu durumun Kurulun özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde kamuya açıklanması ve yapılacak ilk genel kurul toplantısının gündemine alınarak ortaklara bilgi verilmesi zorunludur.

(\*)2/1/2019 tarihli ve 30643 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan III-48.1.ç sayılı Tebliğ ile mevcut 4 üncü fıkradan sonra gelmek üzere fıkra eklenmiş ve müteakip fıkra buna göre teselsül ettirilmiştir.

(2) Ortaklık portföyündeki varlıkların uzun süreli kiralama sözleşmesine konu edilmeleri durumunda, beş yıllık dönemler itibarıyla kira ekspertiz değerleri 36 ncı madde kapsamında hazırlanacak bir değerleme raporu ile tespit ettirilir ve ekspertiz değerinden düşük kiralama işlemi söz konusu ise, bu durum Kurulun özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde kamuya açıklanır ve yapılacak ilk genel kurul toplantısının gündemine alınarak ortaklara bilgi verilir.



## KAYNAKÇA

### Kitaplar:

AKAL, Zühal. **İşletmelerde Performans Ölçüm ve Denetimi**, Ankara: Milli Prodüktivite Merkezi Yayınları, Ankara, 1998.

AKDOĞAN, Nalan. ve Nejat, TENKER. **Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri**, 8. Baskı, Ankara: Gazi Kitabevi, 2003.

AKGÜÇ, Öztin. **Finansal Yönetim**, 9.Baskı (8'inci Baskıdan Tıpkı Basım), İstanbul: Avcıol Basım Yayın.

ALEXONDER, David. Anne, BRITTON. ve Ann, JORISSEN. **International Financial Reporting and Analysis**, London: Thomson, 2005.

AYDIN, Nurhan. "Finansal Analiz", Gülsen, SEVİL. ve Mehmet, BASAR. (Ed.), **Finansal Yönetim 1** (84-112), Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayını, 2014.

BAL, Hasan. **Gayrimenkul Yatırımları ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Analizi**, 1. Baskı, Ankara: Gazi Kitabevi, 2011.

BALTAGI, Badi H.. **Econometric Analysis Of Panel Data**, 3. Baskı, England: John Wiley & Sons, Ltd., 2005.

BASIK, Feryal Orhon. **Ansiklopedik Muhasebe ve Finans Terimleri Sözlüğü**, 1.Baskı, İstanbul: Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, 2011.

BEKTÖRE, Sabri. Ferruh, ÇÖMLEKÇİ. ve Halim, SÖZBİLİR. **Mali Tablolar Analizi**, Ankara: Nisan Kitabevi, 2010.

BERK, Cem. **Gayrimenkul Yatırımlarının Yönetimi**, 1.Baskı, İstanbul: Beta Basım A.Ş., 2012.

BERK, Niyazi. **Finansal Yönetim**, 4. Baskı, İstanbul: Türkmen Kitabevi, 1995.

BÜKER, Semih. Rıza, AŞIKOĞLU. ve Güven, SEVİL. **Finansal Yönetim**, 2. Baskı, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Basımevi, 1997, s.47.

CEYLAN, Ali. ve Turhan, KORKMAZ. **Finansal Yönetim Temel Konular**, 7. Baskı, Bursa: Ekin Yayınevi, 2013.

ÇELİK, Mücahit. **Performans Yönetimi**, 1. Baskı, Ankara: Seçkin Yayınları, 2017.

ÇOLAK, A.Ender. **Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları: A'dan Z'ye**, 1. Baskı, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu, 2001.

DAYI, Faruk. **Sağlık İşletmelerinde Uygulamalı Finansal Analiz**, 1. Baskı, Bursa: Ekin Basın Yayın Dağıtım, 2013.

DEMİR, Fahri. **İslam Hukukunda Mülkiyet Hakkı ve Servet Dağılımı**, 5. Baskı, Ankara: Diyanet İşleri Başkanlığı Yayınları, 2012.

DOĞAN, Mehmet. **SPF Gayrimenkul Değerleme Esasları**, 1.Baskı, Ankara: Pelikan Yayıncılık, 2017.

ERGİNCAN, Yakup. ‘‘Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar’’, Vedat, AKGİRAY (Ed.), Fatih, TEMİZEL (Ed.), **Sermaye Piyasası Kurumları**, (82-110), Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayını, 2013.

ERCAN, Metin Kamil. Ünsal, BAN. **Finansal Yönetim**, 6. Basım, Ankara: Gazi Kitabevi, 2010.

EROL, Cengiz. **İşletmelerde Finansal Yönetim**, Ankara: İmge Kitabevi, 1999, s.152.

GÖKÇE, Gamze. **Gayrimenkul Yatırım Fonları, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ve Hazine Taşınmaz Malların Bu Yollarla Değerlendirilmesi**, 1. Baskı, Ankara: Maliye Bakanlığı, 1988.

GÜCENME, Ümit. **Mali Tablolar Analizi ve Enflasyon Muhasebesi**, Bursa: Marmara Kitabevi, 2003.

GÜNDOĞDU, Aysel ve Turgay, MÜNYAS. **SPK Lisanslama Sınavları Sermaye Piyasası Mevzuatı ve İlgili Mevzuat, Ticaret Hukuku ve Borçlar Hukuku**, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2015.

HSIAO, Cheng. **Analysis Of Panel Data**, 2. Baskı, Cambridge: University Press, 2003.

HEPŞEN, Ali. **Gayrimenkul Piyasaları ve Finansmanı**, 1. Baskı, İstanbul: Literatür Yayıncılık, 2010.

KARAGÜL, Arman Aziz. ‘‘Oran Analizi’’, Saime, ÖNCE. (Ed.), **Mali Analiz** içinde (62-86), Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayını Web Ofset, 2013.

KIZILOT, Şükrü ve Diğerleri. **Gayrimenkul Rehberi**, 10. Baskı, Ankara: Yaklaşım Yayıncılık, 2013.

MÜNYAS, Turgay. ‘‘Sermaye Piyasası Kurumları’’, Turgay, MÜNYAS (Ed.), **Finansal Piyasalar ve Kurumlar**, (163-232), Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım, 2016.

POYRAZ, Erkan. **Finansal Yönetim**, Gözden Geçirilmiş ve Genişletilmiş 2. Baskı, Bursa: Ekin Yayınevi, 2013.

SEROZAN, Rona. **Mülkiyet Hakkının Özü, İşlevi ve Sınırları**, Prof. Dr. Ümit Doğanay’ın Anısına Armağan I, İstanbul: Fakülteler Matbaası, 1982.

SUSAR, Özkan. **Tüm Yönleriyle Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları**, 1. Baskı, Ankara: Adalet Yayınevi, 2004.

ŞAMILOĞLU, Famil. ve Ali İhsan, AKGÜN. (Ed.), **Finansal Yönetim**, İstanbul: Lisans Yayıncılık, 2009.

TANRIVERMİŞ, Harun. **Gayrimenkul Değerleme Esasları Lisanslama Sınavları Çalışma Kitapları**, Ankara, 2017,

[https://www.spl.com.tr/spl/eep/Specific/OEP/Upload/SINAV/CalismaNotlari/MKT\\_31%20Aral%C4%B1k%202017/1014-](https://www.spl.com.tr/spl/eep/Specific/OEP/Upload/SINAV/CalismaNotlari/MKT_31%20Aral%C4%B1k%202017/1014-)

[Gayrimenkul%20Değerleme%20Esaslar%C4%B1\\_31122017.pdf](#), (26/04/2019).

TATOĞLU, Ferda Yerdelen. **İleri Panel Veri Analizi**, 2. Baskı, İstanbul: Beta Basım Yayın, 2013.

TUNCEL, Kürşat. **Profesyonel Gayrimenkul Yatırımı**, Yenilenmiş 4. Baskı, İstanbul: Ceres Yayınları, 2018.

USTA, Öcal. **İşletme Finansı ve Finansal Yönetim**, 2. Baskı, Ankara: Detay Yayıncılık, 2005.

ÜNAL, Oğuz Kürşat. **Sermaye Piyasası Hukuku ve Mevzuatı**, 1.Baskı, Ankara: Asil Yayın-Dağıtım, 2005.

WOOLDRIDGE, Jeffry M.. **Econometric Analysis Of Cross Section And Panel Data**, 2. Baskı, ABD: The MIT Press, 2010.

YETKİN, Feyzullah. **Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Performans Değerlemesi ve Türkiye Uygulaması**, 1.Baskı, İstanbul: IMKB Yayınları, 2006.

#### **Sürelî Yayınlar, Kongreler, Çalıştaylar, Etüd ve Tezler:**

AKÇA, Nesrin. ve Sinem, SOMUNOĞLU İKİNCİ. ‘‘Ankara’da Yer Alan Özel Bir Sağlık İşletmesinin Finansal Tablolarının Oran Analizi Yöntemi ile Değerlendirilmesi’’, **İşletme Bilimi Dergisi**, 2014, Cilt. 2, Sayı. 1, <https://dergipark.org.tr/download/article-file/213309>, (11/08/2019).

AYAYDIN, Hasan. ve Hüseyin, DAĞLI. ‘‘Gelişen Piyasalarda Hisse Senedi Getirisini Etkileyen Makroekonomik Değişkenler Üzerine Bir İnceleme: Panel Veri Analizi’’, **Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, 2012, Cilt. 26, Sayı. 3-4, <https://dergipark.org.tr/download/article-file/30413>, (10/08/19).

AYTEKİN, Sinan ve Eda, KAHRAMAN. ‘‘BIST Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Endeksindeki (XGMYO) Şirketleri Finansal Etkinliklerinin Veri Zarflama Analizi Yöntemi ile Değerlendirilmesi’’, **Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler**

**Fakültesi Dergisi**, Ocak 2015, Cilt. 8, Sayı. 1,  
<http://dergipark.ulakbilim.gov.tr/ni/guiibfd/>, (23/04/19).

BELLEN, Herdem. “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Faaliyetlerinin Medeni Hukuk Açısından Değerlendirilmesi”, (**Yayınlanmış Doktora Tezi**, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2001).

BREUSCH, T.S.ve A.R., PAGAN. “The Lagrange Multiplier Test And Its Applications To Model Specification In Econometrics.”, **The Review of Economic Studies**, Cilt. 47., Sayı. 1., (1980).

CARRION-I-SILVESTRE, Josep Lluís. Tomás, DEL BARRÍO-CASTRO. ve Enrique, LOPEZ-BAZO. “Breaking The Panels: An Application To The GDP Per Capita”, **Econometrics Journal**, Cilt. 8, Sayı. 2, (2005).

COŞAR, Ahsen. “Mülkiyet Kavramı ve Çeşitleri”, **Ankara Barosu Dergisi**, 1985, Sayı.3, <http://www.ankarabarusu.org.tr/siteler/ankarabarusu/tekmakale/1985-3/6.pdf>, (27/02/18).

SIRMA, İbrahim. “Effect of Real Estate Investment Trusts Portfolio Structure on the Market Performance”, **Alphanumeric Journal**, Volume. 7, Issue. 1, (2019).

ŞAHİN, Cumhur. “ Makroekonomik ve Firmaya Özgü Değişkenlerin Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Getirileri Üzerindeki Etkisi: Borsa İstanbul üzerine Bir Uygulama, (**Yayınlanmamış Doktora Tezi**, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2014), <http://libra.anadolu.edu.tr/tezler/2014/1035677.pdf>, (04/08/19).

ÇETİNER, Ertuğrul. **İşletmelerde Mali Analiz**, 5. Baskı, Ankara: Gazi Kitabevi, 2007.

ÇITAK, Levent. “Türkiye’deki Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının Etkinliklerinin Veri Zarflama Analizi ile Değerlendirilmesi”, **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi**, Temmuz-Aralık 2008, Sayı. 31,  
<http://dergipark.gov.tr/erciyesuibd/issue/5888/77878>, (23/04/2019).

DEMİR, Yusuf. ‘‘Hisse Senedi Fiyatını Etkileyen İşletme Düzeyindeki Faktörler ve Mali Sektör Üzerine Bir Uygulama’’, **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi**, 2001, Cilt.6, Sayı.2, <https://dergipark.org.tr/download/article-file/195116>, (07/08/19).

DEMİR, Yusuf ve Mustafa, TERZİOĞLU. ‘‘Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının İMKB 100 Endeksi Üzerine Etkisi: Çok Değişkenli Regresyon Analizi’’, **Bolu Abant İzzet Baysan Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi**, 2014, Cilt. 10, Yıl. 10, Sayı. 1, <http://iibfdergi.ibu.edu.tr/index.php/ijesr/article/view/629/908>, (23/04/2019).

DERAN, Ali. M.A.İbrahim, SARIAY. İncilay, SAVAŞ. ‘‘İMKB’ de İşlem Gören Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Finansal Performanslarının Karşılaştırılması’’, **Fırat üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 2013, Cilt. 23, Sayı. 2, <https://www.researchgate.net/publication/311717984>, (23/04/2019).

DÜZYOL, M. Cüneyd. ‘‘Türkiye’de Bina İnşaatı Sektörü ve 1990-2010 Dönemi Bölgesel İhtiyaç Tahmini’’, (**Uzmanlık Tezi**, Devlet Planlama Teşkilatı, 1997).

GÜMÜŞ, Umut Tolga ve Erkan, ÇIBIK. ‘‘Borsa’da İşlem Gören Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı İşletmelerinin Birleşik Oran Analizi (DUPONT) Yöntemiyle Performansının Ölçülmesi’’, **Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 2018, Yıl. 11, Sayı. 3, <http://dergipark.gov.tr/download/article-file/591959>, (23/04/2019).

ELİTAŞ, Cemal. ve Veysel, AĞCA. ‘‘ Firmalarda Çok Boyutlu Performans Değerleme Yaklaşımları: Kavramsal Bir Çerçeve’’, **Sosyal Bilimler Dergisi**, 2006, Cilt. 8, Sayı.2, <https://sbd.aku.edu.tr/VIII2/vagca.pdf>, (08/08/2019).

HAYTA, Özkan. ‘‘Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Performans Değerlendirmesi: İMKB’de Bir Uygulama’’, (**Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, 2009).

KAÇIRA, F. Betül. ‘‘Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları’’, (**Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi**, Bahçeşehir üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2008).

KARAKAYA, Aykut. ‘‘Türkiye’deki Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Hisse Senedi Değeri ve Süper Etkinliği Arasındaki İlişki’’, **Anadolu İktisat ve İşletme Dergisi**, 2017, Cilt. 1, Sayı. 1, <http://dergipark.gov.tr/anadoluiid/issue/31466/344359>, (23/04/2019).

KARAKAYA, Aykut. ‘‘Enflasyonun Borsa Performansı Üzerindeki Etkisi’’, **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 2004, Cilt. 7, Sayı. 1, <http://kosbed.kocaeli.edu.tr/sayi7/karamustafa.pdf>, (10/08/19).

KAYA, Vedat. Ömer, YALÇINKAYA ve İbrahim, HÜSEYNİ. ‘‘Ekonomik Büyümede İnşaat Sektörünün Rolü: Türkiye Örneği (1987-2010)’’, **Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt. 27, Sayı. 4, (2013).

KORKMAZ, Özge. ve Süleyman Serdar, KARACA. ‘‘Firma Performansını Etkileyen Faktörler ve Türkiye Örneği’’, **Ege Akademik Bakış**, Nisan 2013, Cilt. 13, Sayı. 2, [https://www.researchgate.net/profile/Oezge\\_Korkmaz4/publication/276899976\\_Firma\\_Performansini\\_Etkileyen\\_Faktorler\\_ve\\_Turkiye\\_Ornegi/links/555b24e208ae6943a878c079.pdf](https://www.researchgate.net/profile/Oezge_Korkmaz4/publication/276899976_Firma_Performansini_Etkileyen_Faktorler_ve_Turkiye_Ornegi/links/555b24e208ae6943a878c079.pdf), s.169, (08/08/2019).

MÜNYAS, Turgay. ‘‘Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Finansal Etkinliklerinin Veri Zarflama Analizi Yöntemi İle Değerlendirilmesi’’, **Journal of Life Economics**, Ekim 2018, Cilt. 5, Sayı. 3, <http://dergipark.gov.tr/jlecon/issue/43542/532850>, (23/04/2018).

NEWELL, Graeme. Alastair, ADAİR. ve Thi Kim, NGUYEN. ‘‘The significance and performance of French REITs (SIICs) in a mixed-asset portfolio’’, **Journal of Property Investment & Finance**, 2013, Vol. 31, No. 6, <https://pure.ulster.ac.uk/ws/portalfiles/portal/11402116/17095971%5B1%5D.pdf>, (06/08/2019).

OOI, Joseph T. L.. Graeme, NEWELL. ve Tien-Foo, SING. ‘‘The Growth of REIT Markets in Asia’’, **Journal of Real Estate Literature**, Ocak 2006, Vol. 14, [https://www.researchgate.net/publication/228642026\\_The\\_growth\\_of\\_REIT\\_markets\\_in\\_Asia](https://www.researchgate.net/publication/228642026_The_growth_of_REIT_markets_in_Asia), (06/08/2019).

ÖGEL, Serdal. “2001 Krizinin İmalat Sanayi Üzerindeki Etkilerinin Oran Analizi Yoluyla Belirlenmesi”, (Yayınlanmamış Doktora Tezi, Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2005).

ÖZDEN, Ünal H.. Özlem, DENİZ BAŞAR. ve Seda, BAĞDATLI KALKAN. “İMKB’de İşlem Gören Çimento Sektöründeki Şirketlerin Finansal Performanslarının VIKOR Yöntemi ile Sıralanması”, **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi**, 2012, Sayı. 17, <https://dergipark.org.tr/download/article-file/95000>, (08/08/19).

ÖZOLGUN, Hande. “ Karşılaştırmalı Mali Tablolar Analizi 1”, **JOEEP- Journal Of Emerging Economies And Policy**, 2017, Vol. 2, No. 1, <https://dergipark.org.tr/download/article-file/430170>, (10/08/2019).

ÖZYÜREK, Hamide. ve Elif, ERDOĞAN. “Finansal Kurumlarda Mali Analiz ve Bir Uygulama”, **Ekonomi Bilimleri Dergisi**, 2011, Cilt. 3, No. 2, <https://dergipark.org.tr/download/article-file/56697>, (10/08/19).

PESARAN, M. Hashem. “Estimation And Inference In Large Heterogenous Panels With A Multifactor Error Structure”, **Econometrica**, Cilt. 74, Sayı. 4, (2006).

PESARAN, M. Hashem. “A Simple Panel Unit Root Test In The Presence Of Cross-Section Dependence”, **Journal of Applied Econometrics**, Cilt. 22, Sayı. 2, (2007).

PESARAN, M. Hashem. ve Takashi, YAMAGATA. “Testing Slope Homogeneity In Large Panels”, **Journal Of Econometrics**, Cilt. 142. Cilt, Sayı. 1, (2008).

PESARAN, M. Hashem. Aman, ULLAH. ve Takashi, YAMAGATA. “A Bias-Adjusted LM Test Of Error Cross-Section Independence”, **Econometrics Journal**, Cilt. 11, Sayı. 1, (2008).

ŞAHİN, Cumhuri. “Makroekonomik ve Firmaya Özgü Değişkenlerin Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Getirileri Üzerindeki Etkisi: Borsa İstanbul Üzerine Bir Uygulama”, (Yayınlanmamış Doktora Tezi, Anadolu üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2014), <http://libra.anadolu.edu.tr/tezler/2014/1035677.pdf>, (04/08/2019).



ŞAHİN, Ender Taner. “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Kentsel Gelişmeye ve Planlamaya Etkilerinin İstanbul Örneğinde İncelenmesi”, (**Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, Gazi Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü, 2010).

ŞAHİN, Şenol. “Bilişim Sistemleri Uygulamalarının İşletme Performansına Etkileri”, **Dicle Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 2014, Cilt. 2, Sayı. 6, <https://dergipark.org.tr/download/article-file/370684>, (06/08/19).

ŞARKAYA, Cansu. “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Üzerine Bir İnceleme ve Türkiye’ye İlişkin Sektör Analizi”, **İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 2007, Sayı. 1, <https://dergipark.org.tr/download/article-file/100843>, (04/08/2019).

TURUNÇ, Ömer. “Bilgi teknolojileri kullanımının işletmelerin örgütsel performansına etkisi: Hizmet sektöründe bir araştırma”, (**Yayınlanmış Doktora Tezi**, Süleyman Demirel Üniversitesi, 2006).

TSPAKB, “Dünyada Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları”, Sermaye Piyasası Gündem Dergisi, Sayı. 109, Eylül 2010, [www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/07/AIM\\_Yayin\\_ve\\_Raporlar\\_Aylik\\_Yayinlar\\_2011\\_gundem\\_201109.pdf](http://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/07/AIM_Yayin_ve_Raporlar_Aylik_Yayinlar_2011_gundem_201109.pdf), (02/08/2019).

TZE SAN, Ong. “A Study On Performance Of Malaysia Real Estate Investment Trusts From 2005-2010 By Using Net Asset Value Approach”, **International Journal of Economics and Research**, 2011, Vol. 2, No. 1, <http://www.ijeronline.com/documents/volumes/vol2issue1/ijer2011020101.pdf>, ss.5-6, (06/08/2019).

ÜNSALDI, Mehmet Okan. “ BİST’de İşlem Gören Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Hisse Performanslarını Etkileyen Firmaya Özgü Faktörlerin Panel Veri Regresyon Yöntemi ile Analizi”, (**Yayınlanmamış Doktora Tezi**, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2018).

ÜNVER, Yeşim. “İşletmelerde Kariyer Yönetimi ve Performans Değerlendirme Sistemleri”, (Yayınlanmamış dönem projesi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2005).

YAYAR, Rüştü ve Deniz, GÜL. “Mersin Kent Merkezinde Konut Piyasası Fiyatlarının Hedonik Tahmini”, **Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 2014, Cilt. 14, Sayı. 3, <https://earsiv.anadolu.edu.tr/xmlui/handle/11421/1467>, (09/04/2018).

YETGİN, Feyzullah ve Orkun, İÇTEN. “TOPSIS Yöntemi ile Borsa İstanbul’da İşlem Gören Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının 2007-2016 Yılları Arası Finansal Performans Analizi”, **İstanbul Gelişim Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Nisan 2018, Cilt. 5, Sayı. 1, <http://acikerisim.gelisim.edu.tr/xmlui/handle/11363/447#sthash.M6to51KK.bnWBEt5f.dpbs>, (23/04/2019).

YILMAZ, Mustafa Kemal. ve Orkun, İÇTEN. “Borsa İstanbul’da İşlem Gören Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Nakit Akımı Odaklı Finansal Performans Analizi (2007-2016)”, **Finans Politik & Ekonomik Yorumlar**, 2018, Cilt 55, Sayı 635, [http://www.ekonomikyorumlar.com.tr/files/articles/15282000679\\_6.pdf](http://www.ekonomikyorumlar.com.tr/files/articles/15282000679_6.pdf), (04/08/2019).

YILMAZ TÜRKMEN, Sibel. “İMKB’de İşlem Gören Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Finansal Etkinliklerinin Veri Zarflama Analizi İle Değerlendirilmesi”, **Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, 2011, Cilt. 31, Sayı. 2, [http://dosya.marmara.edu.tr/ikf/iib-dergi/2011-2/273-288\\_turkmen.pdf](http://dosya.marmara.edu.tr/ikf/iib-dergi/2011-2/273-288_turkmen.pdf), (23/04/2019).

#### **İnternet Kaynakları:**

BAYBURT, Nizamettin. “İşletmelerde Performans Değerlendirmenin Önemi ve Performans Göstergeleri Arasındaki İlişkiler”, <https://dergipark.org.tr/download/article-file/9295>, (06/08/19).

BOTHRA, Nidhi. ‘‘REITs in China’’, 2014,

[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2379349](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2379349), (08/08/2019).

CİVAN, Mehmet. ‘‘Finansal Tablolar Analizi ve Örnek Uygulamalar’’, Trabzon ABİGEM Eğitimi, 2009,

[https://docs.google.com/viewer?url=http%3A%2F%2Fwww.ttso.org.tr%2Fdosyalar%2Ffinansal\\_analiz.doc](https://docs.google.com/viewer?url=http%3A%2F%2Fwww.ttso.org.tr%2Fdosyalar%2Ffinansal_analiz.doc), (09/08/2019).

ÇAKMAK, Nermin. ve Emre, OCAKLI. ‘‘Performans Değerlemesi Gerekli Midir? Neden?’’, <https://mafiadoc.com/performans-deerlendirmes-gerekli-midr-neden-59d02f261723dd6c70322bd2.html>, 2006, (07/08/2019).

Coca Cola İçecek AŞ, Kap Bilgilendirme Notu 2017, <https://www.kap.org.tr/en/ekindir/4028328d59de8491015a89f3e9a10a46>, (07/08/2019).

DALKILIÇ, Bahadır. AŞKIN, Mustafa ve Dalfin Finansal ve Kurumsal Çözümler. ‘‘Gayrimenkul ve Konut Sektörüne Bakış’’, **Emlak Konut GYO Raporu**, Haziran 2016, <http://www.emlakkonut.com.tr/Assets/Upload/Images/file/2016-Haziran-Konut-Raporu.pdf>, (01/08/2019).

DEGA Emlak Kursu, **Gayrimenkul Piyasaları**,

<https://www.degaemlakkursu.com/uploadklasor/gayrimenkulpiyasalari.doc>, (27/04/2018).

Ekonometrik Perspektif, Finansal Analiz Yardımcı Değerler,

<https://ekonometriknotlar.wordpress.com/2012/07/05/finansal-analiz/#more-718>, (10/08/2019).

EPRA, [https://prodapp.epra.com/media/EPRA\\_Total\\_Markets\\_Table\\_-\\_Q2-2019\\_-\\_rev\\_1564490547486.pdf](https://prodapp.epra.com/media/EPRA_Total_Markets_Table_-_Q2-2019_-_rev_1564490547486.pdf), (04/08/19).

EPRA, Global REIT Survey 2017,

<https://www.epra.com/application/files/9515/0366/6834/Global-REIT-Survey-complete.pdf>, (06/08/19).

ILGAZ, Barış. ‘‘Oran Analizi’’, <http://www.bilgaz.net/dosyalar/OranAnalizi.pdf>, (09/08/2019).

JONES DAYS, ‘‘A Guide to Spanish REITs- SOCIMIs’’ Aralık 2016, [https://www.jonesday.com/-/media/files/publications/2016/12/a-guide-to-spanish-reits-socimis/files/a-guide-to-spanish-reitspdf/fileattachment/a\\_guide\\_to\\_spanish\\_reits.pdf](https://www.jonesday.com/-/media/files/publications/2016/12/a-guide-to-spanish-reits-socimis/files/a-guide-to-spanish-reitspdf/fileattachment/a_guide_to_spanish_reits.pdf), (06/08/2019).

Mali Tablolar Analizi, <http://www.selcuk.edu.tr/dosyalar/files/074/mali%20tablolar%20analizi.pdf>, (08/08/19).

NAREIT, <https://www.reit.com/data-research/reit-market-data/us-reit-industry-equity-market-cap>, (04/08/2019).

New York Akademi, ‘‘Ebitda Nedir?’’, <http://www.newyorkakademi.com/finansSozluk/Incele/EBITDAFAVOK-Nedir/24>, (10/08/2019).

Para Piyasaları, ‘‘FAVÖK nedir? Ebitda nedir?’’, <https://parapiyasalari.net/temel-analiz/favok-nedir/>, (08/08/2019).

Richard Stooker’s Income Investing Secrets, <http://www.incomeinvesthome.com/growth/reit/nl/>, (06/08/2019).

Sermaye Piyasası Kurulu, ‘‘Şirket Bazında Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Genel Bilgileri’’, <http://spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/AylikIstatistikBulteniDosya/157>, (13/05/2019).

Sermaye Piyasası Kurulu, ‘‘GYO ne iş yapar?’’, <http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&menuid=16&pid=2>, (07/04/2017).

Sermaye Piyasası Kurulu, **Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (III.48)**, (07/08/2019).

Sermaye Piyasası Kurulu, **Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (III- 48.1.a) Madde 4**, <http://mevzuat.spk.gov.tr/> , (07/08/19).

Sermaye Piyasası Kurulu, **Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (III- 48.1.a) Madde 4**, <http://mevzuat.spk.gov.tr/> , (07/08/19).

Sermaye Piyasası Kurulu, **Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (III- 48.1.a) Madde 5**, <http://mevzuat.spk.gov.tr/> , (07/08/19).

Sermaye Piyasası Kurulu, **Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (III- 48.1.a) Madde 6**, <http://mevzuat.spk.gov.tr/> , (07/08/19).

Sermaye Piyasası Kurulu, **Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (III- 48.1.a) Madde 23**, <http://mevzuat.spk.gov.tr/> , (07/08/19).

Tilleke&Gibbins, ‘‘Bangkok Post Corporate Counsellor Column’’, 13 Aralık 2013, <https://www.tilleke.com/resources/real-estate-investment-trusts-thailand>, (06/08/2019).

TÜRK DİL KURUMU, <http://sozluk.gov.tr/>, (09/08/2019).