

**T.C.  
VAN YÜZÜNCÜ YIL ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İŞLETME ABD  
İŞLETME BİLİM DALI**

**GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ FİNANSAL  
PERFORMANSLARININ İNCELENMESİ:  
BORSA İSTANBUL ÜZERİNE BİR İNCELEME**

**HAZIRLAYAN**

**Şilan KALELİ**






**DANIŞMAN**

**Prof. Dr. Mehmet AYGÜN**

**VAN - 2019**

KABUL VE ONAY SAYFASI (EK-4)

**Şilan KALELİ** tarafından hazırlanan “*Gayrimenkul Yatırım Ortaklarının Finansal Performanslarının İncelenmesi: Borsa İstanbul Üzerine Bir İnceleme*” adlı tez çalışması aşağıdaki jüri tarafından OY BİRLİĞİ / OY ÇOKLUĞU ile Van Yüzüncü Yıl Üniversitesi **İŞLETME** Anabilim Dalında YÜKSEK LİSANS TEZİ olarak kabul edilmiştir.

<b>Danışman:</b> Prof. Dr. Mehmet AYGÜN İşletme ABD, Van Yüzüncü Yıl Üniversitesi Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Yüksek Lisans Tezi olduğunu onaylıyorum/onaylamıyorum	
<b>Başkan:</b> Prof. Dr. Mehmet Emre GÜLER Turizm işletmeciliği ABD, İzmir Kâtip Çelebi Üniversitesi Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Yüksek Lisans Tezi olduğunu onaylıyorum/onaylamıyorum	
Üye: Dr. Öğr. Üyesi Abdulkadir GÜMÜŞ İşletme ABD, Van Yüzüncü Yıl Üniversitesi Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Yüksek Lisans Tezi olduğunu onaylıyorum/onaylamıyorum	
Üye : Unvanı Adı SOYADI Anabilim Dalı, Üniversite Adı Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Yüksek Lisans Tezi olduğunu onaylıyorum/onaylamıyorum	.....
Yedek Üye : Unvanı Adı SOYADI Anabilim Dalı, Üniversite Adı Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Yüksek Lisans Tezi olduğunu onaylıyorum/onaylamıyorum	.....
Yedek Üye : Unvanı Adı SOYADI Anabilim Dalı, Üniversite Adı Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Yüksek Lisans Tezi olduğunu onaylıyorum/onaylamıyorum	.....
Tez Savunma Tarihi:30.07.2019	...../...../.....
Jüri tarafından kabul edilen bu tezin Yüksek Lisans Tezi olması için gerekli şartları yerine getirdiğini ve imzaların sahiplerine ait olduğunu onaylıyorum.   Doç. Dr. Bekir KOÇLAR Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü	

## ETİK BEYAN SAYFASI

Yüzüncü Yıl Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü **Tez Yazım Kurallarına uygun olarak hazırladığım bu tez çalışmada;**

- Tez içinde sunduğum verileri, bilgileri ve dokümanları akademik ve etik kurallar çerçevesinde elde ettiğimi,
- Tüm bilgi, belge, değerlendirme ve sonuçları bilimsel etik ve ahlak kurallarına uygun olarak sunduğumu,
- Tez çalışmada yararlandığım eserlerin tümüne uygun atıfta bulunarak kaynak gösterdiğimi,
- Kullanılan verilerde herhangi bir değişiklik yapmadığımı,
- Bu tezde sunduğum çalışmanın özgün olduğunu

**bildirir, aksi bir durumda aleyhime doğabilecek tüm hak kayıplarımı kabullendiğimi beyan ederim. 30/07/2019**

(İmza)  
Şilan KALELİ

(Yüksek Lisans Tezi)

ŞİLAN KALELİ

VAN YÜZÜNCÜ YIL ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
Temmuz, 2019

**GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ FİNANSAL  
PERFORMANSLARININ İNCELENMESİ:  
BORSA İSTANBUL ÜZERİNE BİR İNCELEME**

**ÖZET**

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları sermaye piyasası kurumlarından gayrimenkullere, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına, gayrimenkul projelerine, gayrimenkule dayalı haklara ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilen ve belirli projeleri gerçekleştirmek üzere adi ortaklık kurabilen bir türdür.

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının amacı, getiri potansiyeli yüksek gayrimenkullere, gayrimenkule dayalı projelere yatırım yapmak, portföyündeki gayrimenkullere kira geliri ve gayrimenkul alım satım kazancı elde etmektir. Bunu yanı sıra gayrimenkul yatırım ortaklıkları özellikle finansman sorunu yaşayan gayrimenkul sektörünü kaynak yaratmak ve sağlanan fonların gayrimenkul sektörüne yönlendirilmesinin yanında, kısıtlı birikimi ile yatırım yapamayan tasarruf sahiplerinin oluşan değer artışından faydalanmalarını sağlamaktır. Bu bağlamda gayrimenkul yatırım ortaklıkları çok sayıda yatırımcıya büyük gayrimenkul projelerine yatırım yapma ve elde edilen kazançtan pay alma imkanı sağlamaktadır. Bu çalışmanın temel amacı, Borsa İstanbul'a kayıtlı Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının finansal performanslarını incelemektir. Bu amaç ile yapılan çalışmada Borsa İstanbul'a kayıtlı Gayrimenkul yatırım ortaklıkları ile Borsa İstanbul ve benzer sektördeki firmaların 2010-2015 yılları verileri karşılaştırmalı olarak incelenmiştir. Yapılan çalışma sonucunda gayrimenkul yatırım ortaklıkları ilgili yıllarda muhasebe esaslı performans göstergelerinin, Borsa İstanbul ve benzer sektörlerdeki firmalara göre daha yüksek olduğu buna karşın piyasa esaslı göstergelerde daha düşük olduğu

sonucuna varılmıştır. Çalışmada elde edilen önemli bir bulgu da, gayrimenkul yatırım ortaklıkları firmalarının borçlanma oranlarının karşılaştırma yapılan diğer sektörlere göre daha düşük olduğunun ortaya konmasıdır.

**Anahtar Kelimeler :** Gayrimenkul, Gayri Menkul Yatırım Ortaklığı, Performans

**Sayfa Sayısı :** 74+IV

**Tez Danışmanı :** Prof.Dr.Mehmet AYGÜN



(M.Sc. Thesis)

ŞİLAN KALELİ  
VAN YÜZÜNCÜ YIL UNIVERSITY

INSTITUTE OF SOCIAL SCIENCES  
July, 2019

**INVESTIGATION OF FINANCIAL PERFORMANCE OF REAL ESTATE  
INVESTMENT TRUSTS: A REVIEW OF BORSA ISTANBUL**

**ABSTRACT**

Real estate investment trusts are capable of investing in real estate, real estate projects, real estate projects, rights and ownership of real estate and capital market instruments.

The aim of real estate investment portfolios is to invest in real estate with high return potential, real estate based projects, rent income to real estate in the center and gain on real estate purchase and sale. Therefore, it allows you to explain the construction sector in an area free from the problems of the next sales and investment partnerships. For the sale of this company it is possible to invest in large real estate projects and receive payment from the earning. The main objective of this study is to examine the financial performance of Borsa Istanbul's corporate Real Estate Investment Partners. Borsa Istanbul's affiliated Real Estate Investment Trusts and Borsa İstanbul's companies in similar sectors were analyzed in 2010-2015. Compared to the companies in Borsa Istanbul and similar sectors, performance was performed according to higher standards. An important finding obtained from the study is that the borrowing rates of real estate investment trusts firms are compared and revealed that they are lower than other sectors.

Key Words : Real Estate, Real Estate Investment Trust, Performance  
Quantity of Page : 74+IV  
Supervisor : Prof.Dr.Mehmet AYGÜN

<b>ÖZET</b> .....	<b>Sayfa</b> <b>iv</b>
<b>ABSTRACT</b> .....	<b>v</b>
<b>İÇİNDEKİLER</b> .....	<b>vi</b>
<b>SİMGELER VE KISALTMALAR DİZİNİ</b> .....	<b>vii</b>
<b>ÖNSÖZ</b> .....	<b>xii</b>
<b>GİRİŞ</b> .....	<b>1</b>

## **BİRİNCİ BÖLÜM**

### **KAVRAMSAL ÇERÇEVE**

1.1. SERMAYE PİYASASI KURULU.....	3
1.1.1. Sermaye Piyasası Kavramı.....	3
1.1.2. Sermaye Piyasası Kurulu.....	3
1.1.3. Sermaye Piyasası Kurulunun Oluşumu.....	5
1.2. YATIRIM FONU.....	5
1.2.1. Yatırım Fonu Kavramı.....	5
1.2.2. Yatırım Fonlarının Sağladığı Avantajlar.....	7
1.2.3. Yatırım Fonlarının Yönetim İlkeleri.....	8
1.3. YATIRIM ORTAKLIĞI.....	9
1.3.1. Yatırım Ortaklığı Kavramı.....	9
1.3.2. Yatırım Ortaklığının Türleri.....	9
1.3.2.1. Açık Tür.....	10
1.3.2.2. Kapalı Tür.....	10
1.3.3. Yatırım Ortaklığının Kuruluş Şartları.....	11
1.3.4. Yatırım Ortaklığının Faaliyeti.....	11
1.4. GAYRİMENKULÜN TANIMI VE GAYRİMENKUL İLE İLGİLİ KAVRAMLAR.....	12
1.4.1. Gayrimenkulün Tanımı.....	12
1.4.2. Gayrimenkul Yatırımı İle ilgili Kavramlar.....	12
1.4.2.1. Gayrimenkul Pazarı İle İlgili Kavramlar.....	12
1.4.2.1.1. Arz.....	13

1.4.2.1.2. Talep.....	13
1.4.2.2. Gayrimenkul Piyasalarının Özellikleri.....	14
1.4.2.3. Gayrimenkul Yatırımcılarının Sınıflandırılması.....	15
1.4.2.3.1. Aktif Yatırımcı.....	15
1.4.2.3.2. Pasif Yatırımcı.....	15
1.4.2.4. Gayrimenkul Değeri İle İlgili Kavramlar.....	15
1.4.2.4.1. Piyasa Değeri.....	15
1.4.2.4.2. Kullanım Değeri.....	16
1.4.2.4.3. Yatırım Değeri.....	16
1.4.2.4.4. Faal İşletme Değeri.....	16
1.4.2.4.5. Vergi Değeri.....	17
1.4.2.4.6. Sigortalanabilir Değer.....	17
1.4.2.4.7. Tasfiye Veya Zorunlu Satış Değeri.....	18
1.4.2.4.8. Özel Değer.....	18
1.4.2.4.9. İpotek Teminatlı Kredi Değeri.....	18
1.4.2.4.10. Kurtarılabılır Değer.....	18
1.4.2.5. Gayrimenkul Değerine Esas Teşkil Eden İlkeler.....	18
1.4.3. Türkiye’de Gayrimenkul Piyasası.....	19
<b>1.5. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI.....</b>	<b>20</b>
1.5.1. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Tanımı.....	20
1.5.2. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Tarihsel Gelişimi.....	21
1.5.3. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Avantajları ve Dezavantajları.....	23
1.5.4. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Ortaya Çıkış Nedenleri.....	25
1.5.4.1. Hukuki Düzenlemeler.....	25
1.5.4.2. Gayrimenkul Piyasalarının Yapısı.....	26
1.5.4.3. Gayrimenkul Finansmanında Yaşanılan Sıkıntılar.....	26
1.5.4.4. Menkul Kıymetleştirmenin Amaçlanması.....	26
1.5.4.5. Yatırım Alternatifi Arayışları.....	27
1.5.4.6. Sermaye Piyasasının Geliştirilmesi.....	27
1.5.5. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Amacı.....	27
1.5.6. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Kuruluşu.....	28
1.5.7. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Türleri.....	30



1.5.7.1. Öz Varlığa Dayalı GYO'lar (Equity REITs).....	30
1.5.7.2. İpotekli GYO'lar ( Mortgage REITs).....	31
1.5.7.3. Karma GYO'lar (Hybrid REITs).....	32
1.5.8. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Faaliyetleri.....	32
1.5.9. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Piyasa Değeri.....	35
1.6. TÜRKİYE'DE GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI.....	35
1.7. DÜNYADA GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI.....	38
1.7.1. ABD'de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları.....	39
1.7.2. Avrupa'da Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları.....	40
1.7.3. Asya'da Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları.....	41
1.8. LİTERATÜR TARAMASI.....	43

## **İKİNCİ BÖLÜM**

### **GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ FİNANSAL PERFORMANSLARININ İNCELENMESİ: BORSA İSTANBUL ÜZERİNE BİR İNCELEME**

2.1. ÇALIŞMANIN AMACI.....	50
2.2. ÇALIŞMANIN YÖNTEMİ VE ÖRNEKLEM.....	50
2.3. ANALİZ SONUÇLARI.....	50
2.3.1. Karlılık Oranları.....	50
2.3.1.1 Aktif Karlılığı.....	51
2.3.1.2 Öz Sermaye Karlılığı.....	52
2.3.1.3 Hisse Başına Kar.....	53
2.3.1.4 Net Kar Marjı.....	53
2.3.1.5. Esas Faaliyet Kar Marjı.....	54
2.3.2. Borçlanma Oranları.....	55
2.3.2.1 Kaldıraç Oranı.....	55
2.3.2.2 Kısa Vadeli Borçlar/Toplam Borçlar.....	56
2.3.3 Hisse Senedi Getirileri.....	58

<b>SONUÇ VE ÖNERİLER.....</b>	<b>62</b>
<b>KAYNAKÇA.....</b>	<b>64</b>
<b>TABLOLAR DİZİNİ.....</b>	<b>72</b>
<b>GRAFİKLER DİZİNİ.....</b>	<b>73</b>
<b>ÖZGEÇMİŞ.....</b>	
<b>TEZ ORJİNALLİK RAPORU.....</b>	



## SİMGELER VE KISALTMALAR DİZİNİ

Bu çalışmada kullanılan kısaltmalar, açıklamaları ile birlikte aşağıda sunulmuştur.

<b>Kısaltmalar</b>	<b>Açıklamalar</b>
<b>AB</b>	Avrupa Birliği
<b>ABD</b>	Amerika Birleşik Devletleri
<b>AKTKAR</b>	Aktif Karlılık
<b>BİST</b>	Borsa İstanbul
<b>CO</b>	Cari Oran
<b>DOVTA</b>	Dönen Varlık / Toplam Aktif
<b>GSMH</b>	Gayri Safi Milli Hasıla
<b>GMYO</b>	Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
<b>İMKB</b>	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
<b>KFE</b>	Konut Fiyat Endeksi
<b>KO</b>	Kaldıraç Oranı
<b>OZSKAR</b>	Öz Sermaye Karlılığı
<b>REIT</b>	Real Estate Investment Trusts
<b>SPK</b>	Sermaye Piyasası Kurulu
<b>SVFM</b>	Sermaye Varlıkları Fiyatlandırma Modeli
<b>TDK</b>	Türk Dil Kurumu
<b>TTK</b>	Türk Ticaret Kanunu
<b>TMK</b>	Türk Medeni Kanunu
<b>TOPSIS</b>	Technique for Order Preference by Similarity to Ideal Solution
<b>TUYİD</b>	Türkiye Yatırımcı İlişkileri Derneği
<b>VAR</b>	Vektör Otoregresif Model
<b>VZA</b>	Veri Zayıflama Analizi
<b>YO</b>	Yatırım Ortaklığı

## ÖNSÖZ

Bu çalışmanın temel amacı, Türkiye’de faaliyet gösteren ve BİST’e kayıtlı GMYO firmalarının finansal performanslarını incelemektir. Bu amaç ile BİST’e kayıtlı GMYO’ların 2010-2015 yıllarına ait muhasebe temelli ve piyasa temelli finansal performans verileri BİST ve benzer sektördeki firmalar ile karşılaştırmalı olarak incelenmiştir.

Tez çalışmamın oluşumunda, hazırlanmasında ve yürütülmesinde sabır ve hoşgörölü yaklaşımıyla emek veren, daima yol gösteren saygı değer hocam Prof. Dr. Mehmet Aygün’e, her zaman yanımda olan aileme ve desteğini esirgemeyen sevgili eşime sonsuz teşekkürler.

Şilan KALELİ

Haziran 2019, VAN

## GİRİŞ

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları (GMYO), başta Amerika Birleşik Devletleri (ABD) olmak üzere pek çok gelişmiş ülkede gayrimenkul piyasasının en önemli kurumsal yatırımcıları olarak rol almışlardır. ABD’de 1960’lı yıllarda ilk defa uygulamaları görülmeye başlamış ve piyasa değeri 140 milyar dolara ulaşmıştır.

1970’li yıllarda GMYO ilk kez Sermaye Piyasası’nda işlem görmeye başladıklarında işlemleri suiistimallere maruz kalsa da yatırımcılarına büyük kazanç sağlamayı başarabilmiştir.

Sermaye Piyasası Kanunu (SPKa) gayrimenkul yatırım ortaklıklarına ilişkin özel düzenlemelerin temel dayanağıdır. 3794 sayılı Kanun’la değişik 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu (SPKn)’nin 32’nci maddesinde Kanun’a göre faaliyette bulunacak “sermaye piyasası kurumları” olarak aracı kurumlar, yatırım ortaklıkları, yatırım fonları ve faaliyetine Kurulca izin verilen diğer kurumlar sayılmıştır. Yatırım ortaklıklarının faaliyetlerinin kapsamı Kanun’un 35’nci maddesinde sayılmış ve yatırım ortaklıklarının sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler portföyünü işletmek amacıyla kurulan anonim ortaklıklar olduğu ifade edilmiştir.

GMYO, gayrimenkullere ve gayrimenkullere dayalı sermaye piyasası araçlarına, gayrimenkul projelerine, gayrimenkule dayalı haklara ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilen, belirli projeleri gerçekleştirmek üzere adi ortaklık kurabilen, Sermaye Piyasası Kurulu’nun ilgili Tebliği’nde izin verilen diğer faaliyetlerde bulunabilen sermaye piyasası kurumlarıdır.

GMYO, ülke ekonomisinde çok çeşitli fonksiyonlara sahiptirler. Bir yandan gayrimenkullerin menkul kıymetleştirilmesine hizmet ederken, diğer yandan da sağlıklı kentleşmeye hizmet ederler. GMYO, atıl olan gayrimenkulleri portföylerine alarak, ihraç ettikleri hisse senetleriyle portföyde yer alan gayrimenkul ve gayrimenkul projelerinin finansmanını gerçekleştirirler.

GMYO, kayıt dışılığın önlenmesi bakımından önem taşır. Gayrimenkul sektörünün ülkemizde pek çok işlemin kayıtlarda olmadığıyla da eksik ve yanlış olduğu bilinen bir gerçektir. Ancak gayrimenkul sektörü tamamen kayıt altındadır. GMYO, yaptığı gayrimenkul alım satım işlemleri ekspertiz raporundaki ekspertiz

değeri referans alınmak koşuluyla gerçekleşmektedir ve her türlü faaliyetleri SPK gözetimine tabi tutularak kamuya duyurulmaktadır.

Yukarıdaki teorik tartişmalardan hareketle, bu tez çalışmasının amacı, Borsa İstanbul (BİST)'e kayıtlı GMYO'ların finansal performanslarını incelemektir. 2010-2015 yıllarını kapsayan çalışmada, ilgili yıllarda BİST'te faaliyet gösteren GMYO'ların muhasebe temelli ve piyasa temelli finansal performans göstergeleri BİST ve benzer sektörde faaliyet gösteren firmalar ile karşılaştırılmal olarak incelenmiştir. Yapılan alışma sonucunda anlamlı ilişkiler elde edilmiştir.

Tez alışması,  bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde kavramsal ereve açıklanmıştır. Bu noktada, Sermaye Piyasası Kurulu, Yatırım Fonu, Yatırım Ortaklığı ve Gayrimenkul kavramları açıklanarak, Gayrimenkul piyasası hakkında bilgi verilmiş, GMYO hakkında detaylı açıklamalar yapılmıştır. İkinci bölümde konu ile ilgili olarak Türkiye'de yapılan çalışmaların özetlendiği literatür taramasına yer verilmiştir. Son bölümde ise ampirik uygulama sonuçları ve genel değerlendirmeye ayrılmıştır.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### KAVRAMSAL ÇERÇEVE

#### 1.1 SERMAYE PİYASASI KURULU

##### 1.1.1. Sermaye Piyasası Kavramı

Sermaye piyasası, kalın çizgilerle, teşkilatlanmış kuruluşlar ile bazı nitelikleri haiz hak taşıyıcı belgeler aracılığıyla ödünç verilebilir orta ve uzun vadeli fonların arz ve talebinin karşılaştığı piyasa olarak tanımlanabilir (Günel, 1986: 1).

Sermaye piyasası; yatırımcılar, tasarruf sahipleri ve aralarındaki fon akımını sağlayan, bankalar ve aracı kurumlar, yatırım ortaklıkları ve yatırım fonları gibi aracı kuruluşlardan oluşan finansman sistemidir. İşletmeler açısından ise sermaye piyasası, uzun vadeli borç ve öz kaynak sermayelerinin karşılaştığı yerlerdir. Başka bir tanıma göre, sermaye piyasası; orta, uzun ve sonsuz vadeli fonların arz ve talebinin aracı kuruluşlar aracılığıyla ve menkul kıymetlere bağlı olarak karşılaştığı piyasadır (Yelgen, 2010: 57).

“Bir sermaye piyasasının gelişmişliği bir yandan menkul kıymet ihraç eden ortaklıkların uzun vadeli fon ihtiyaçlarını gidermek için girdikleri çabanın başarıya ulaşması; diğer yandan, orta ve uzun vadeli fon olarak kullanılmaya başlanan ve bir kısmı küçük olarak nitelendirilebilecek tasarrufların, menkul kıymetler ikinci el piyasasının yarattığı mekanizma ile, fon arzedener açısından kısa vadeli plasmanların imkanlarını elde etmesi ile ölçülür. Sermaye piyasasının özetle ana işlevi budur” (Günel, 1986: 1).

##### 1.1.2. Sermaye Piyasası Kurulu

Sermaye Piyasası Kurulu 1981 yılında kurulmuş, 12.2012 yılında kabul edilmiş 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu çerçevesinde faaliyet göstermekte olup, Başbakanlık’a bağlı olmakla birlikte idari ve mali özerkliğe sahip bağımsız bir kuruluştur.

Kurul, biri başkan biri başkan vekili olmak üzere yedi üyeden oluşur. Yetkilerini kendi sorumluluğunda bağımsız bir şekilde kullanır. Merkezi Ankara’dadır. Gerekli gördüğü yerlerde büro açabilir.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun ilgili olduğu bakanlık Maliye Bakanlığıdır. Maliye Bakanlığı Kurulun her türlü işlemlerini denetlemeye ve gerekli gördüğü yerlerde tedbir almaya yetkilidir.

“Denetim sonuçları ile bunlara ilişkin işlemler ve alınan tedbirleri gösterir bir rapor Kurulun yıllık faaliyet raporu ile birlikte Maliye Bakanı tarafından Bakanlar Kuruluna sunulur” (Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, 1985: 10)

“Kurul Maliye Bakanlığınca gösterilecek altı aday arasından üçü; Adalet Bakanlığı, Ticaret Bakanlığı, T.C. Merkez Bankası ve Türkiye Bankalar Birliğince gösterilecek ikişer adaydan birer kişi Bakanlar Kurulu tarafından seçilmek suretiyle yedi üyeden oluşur” (Sermaye Piyasası Mevzuatı, 1994: 12).

Bakanlar Kurulu, Maliye Bakanlığı adayları arasında seçilenlerden birisini başkan, birisini de başkanvekili olarak görevlendirilir.

“Başkan, başkan vekili ve üyelerin atanmaları Kararname ile olur. Bakanlıklar ve T.C. Merkez Bankasınca gösterilecek adayların en az yarısının bünyelerinden olması şarttır” (Sermaye Piyasası Mevzuatı, 1994: 12).

SPK'nın en önemli görevlerinden biri piyasalarda yapay fiyat oluşturulmasına ve içeriden haber alanların ticaretine engel olmaktır bir diğer önemli görevi de gerektiğinde yasal düzenlemeler yapılması için çalışmalar yapmak ve sermaye piyasalarının gelişmesine katkıda bulunmaktır. 1986 yılından bu yana faaliyet gösteren İMKB'nin yanı sıra yeni borsaların da açılması zaman zaman SPK'nın gündemine gelmektedir (Karan, 2001:69).

“Kurulun yetkilerinin kullanılışı, yönetim ve çalışma esasları, fon gelirlerinin tahsili, giderlerin yapılması ve bu işlemlerin denetlenmesinde uygulanacak usul ve esaslar, aylık ücretlerde yapılacak değişikliklerin esasları, personelinin atanma ve görevden alınma şekilleri, disiplin esasları, görevden alınma şekilleri görevle bağdaşmayan haller ve diğer hak ve yükümlülükleri ile sair hususlar Bakanlar Kurulunca hazırlanacak yönetmelikle düzenlenir” (Sermaye Piyasası Mevzuatı, 1994: 16).



### **1.1.3. Sermaye Piyasası Kurulunun Oluşumu**

Sermaye Piyasası Kurulu, tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak halkın iktisadi kalkınmaya etkin ve yaygın bir şekilde katılmasını sağlamak ve sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını, tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarının korunmasını düzenlemek ve denetlemek amacıyla 1981 yılında çıkarılan 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile kurulmuştur. Söz konusu görev, yetki ve sorumlulukları yeniden düzenlenmiştir (Sermaye Piyasası Kurulu, 2017).

## **1.2. YATIRIM FONU**

### **1.2.1. Yatırım Fonu Kavramı**

“Yatırım fonu, tasarruf sahiplerinden katılma payları karşılığında toplanan para ya da diğer varlıklarla, tasarruf sahipleri hesabına, inançlı mülkiyet esaslarına göre, portföy işletmek amacıyla portföy yönetim şirketleri tarafından iç tüzük ile kurulan ve tüzel kişiliği bulunmayan mal varlığıdır” (Sermaye Piyasası Kurulu 2016: 1).

“Yatırım fonları çok çeşitli kaynaklardan fonları toplayıp yatırım yaptıkları, bu yatırımlardan elde ettikleri gelirleri katılımcılar arasında paylaştıkları için bir tür kooperatif olarak görülebilir. Yatırım fonları, temelde, küçük birikimlerin bir araya gelmesi ile ölçek ekonomilerinden yararlanmak ve riski dağıtabilmek hedefleri ile yatırım yapmak amacıyla kurulurlar. Bu durum bu kurumları diğer kuramsal yatırımcılardan ayıran en önemli özellikleridir” (Karacabey, 1998: 45).

“Yatırım fonlarının ilk sistematik analizi Friend, Brown ve Vickers (1962) tarafından yapılmıştır. Bu çalışmada 152 yatırım fonunun 1953-1958 dönemine ait performansı incelenmiştir” (Karatepe ve Karacabey, 57).

Yatırım fonu üç unsurdan oluşur; kurucu, yedd-i emin ve tasarruf sahibi.

Kurucu, yatırım fonunu kuran, fona katılım sağlayan katılma belgelerini halka arz eden, fonun yönetiminden, temsilinden ve fon portföyündeki varlıkların saklanmasıyla katılma belgesi sahiplerine, üçüncü kişilere ve kamu kurumlarına karşı sorumlu olan tüzel kişidir.

Yedd-i emin, fon portföyündeki varlıkları saklama, menkul kıymetlerin faiz, kar payı v.b. gelirlerini tahsil etme, portföy yöneticisinin verdiği direktiflere uygun olarak portföydeki menkul kıymet hareketlerini yürütme sorumluluklarına sahip tüzel kişidir.

Tasarruf sahibi ise fona katılımı sağlayan katılma belgelerini satın alan gerçek veya tüzel kişidir (Özütürk, 2002: 3).

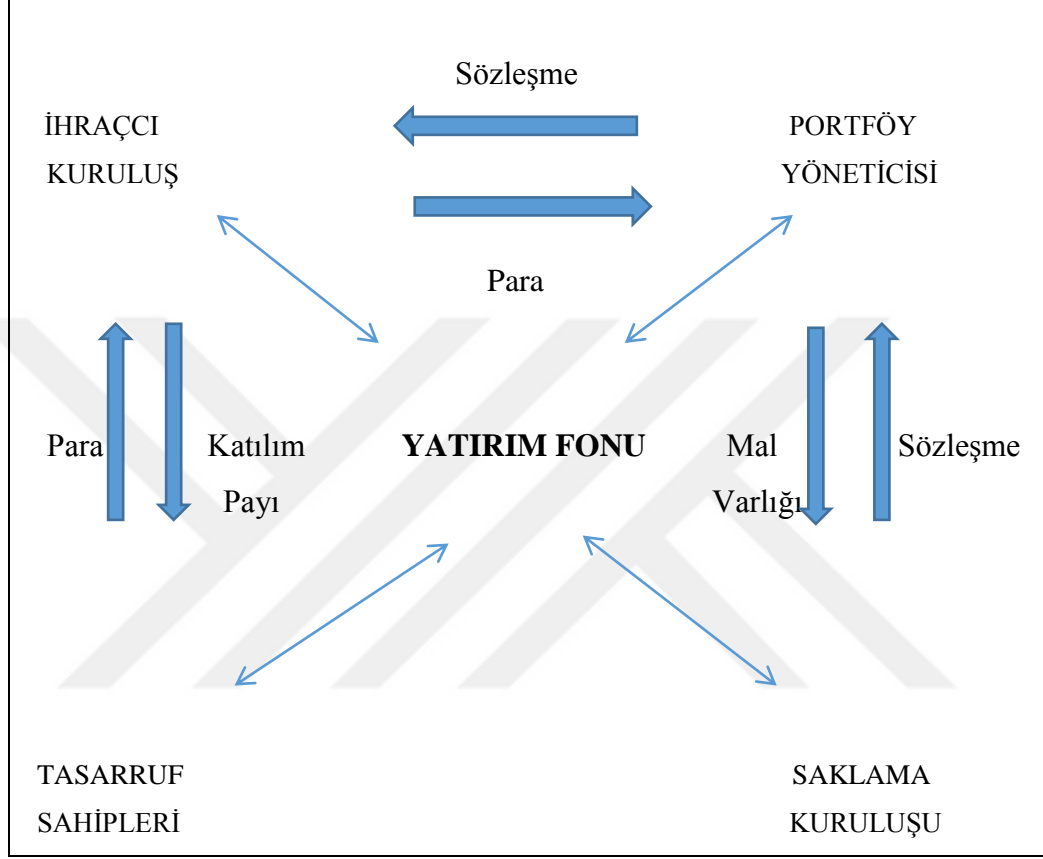
Bu temel kavramlar çerçevesinde, ülkemiz sermaye piyasası mevzuatında yatırım fonları Sermaye Piyasası Kanununun 37 ve 38. maddeleri ve Sermaye Piyasası Kurulunun Seri:VII Tebliği ile düzenlenmiştir. Bu raporun amacı, ülkemizde bu güne kadar yatırım fonlarına ilişkin olarak yapılan düzenlemelere tarihsel bir açı ile yaklaşmaktan ve yapılan çalışmaları bugüne kadar emeği geçen ve hala emeği geçmekte olan tüm SPK uzmanları ve bu çalışmalara katkıda bulunan sektör çalışanları adına bir araya getirmekten ibarettir (Özütürk, 2002:2)

Ülkemizde yatırım fonlarının temel dayanağı 2499 sayılı Sermaye Piyasası kanunudur. Kanunun 37. ve 38. maddelerindeki tanımlara göre yatırım fonları, halktan katılma belgesi karşılığında toplanan paralarla, belge sahipleri hesabına riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esaslarına göre sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer değerli madenlerden oluşan portföyü yönetmek amacıyla kurulan kurumlardır. Bu kanuna dayalı olarak Türkiye’de ilk yatırım fonu, T.C. İş Bankası tarafından 1987 yılında kurulmuştur (Yıldız, 2005: 186).

Bir yatırım fonu ya nakit (*cash*), ya da tahsis (*appropriation*) yöntemleri üzerine kurulabilir. Nakit yönteminde, önce katılma belgeleri halka sunulur, bu sunuş sonucu toplanan nakit biriktirimler menkul değerlere veya fonun yapısına göre taşınmaza yatırılabilir. Böylece yönetici ortaklık veya banka, yatırım değerlerini fonun kurulması için kendisine ödenmiş olan miktar oranında finanse ederek risk altına girmekten kurtulur. Tahsis yönteminde ise fon yöneticisi kuruluş öncesi yatırım fonunda yer alacak değerleri oluşturur, sonra bu fonun değeri oranında katılma belgesi çıkarır. Böylece elde edilen fon içeriği ilk olarak yönetici kuruluşun mülkiyetine girer ve onun bağımsız tasarrufu altında bulunur.

Türkiye'de yapılan tasarımlarda tahsis yöntemi öngörülmüştür. Buna göre, yatırım fonu kurucusu banka, önceden menkul değerler portföyünü oluşturacak ve katılma belgelerini halka satacaktır (Kazgan ve Aksoy, 2012: 349).

**Tablo 1:** Yatırım Fonlarının İşlevi



**Kaynak:** Özeroğlu, 2014: 400.

### 1.2.2. Yatırım Fonlarının Sağladığı Avantajlar

Yatırım fonlarının sağladıkları avantajları dört grupta toplayabiliriz:

- Çeşitlendirme
- Kağıt seçimi
- Piyasa zamanlaması
- Kolaylık (Karatepe ve Karacabey, 57).

Yatırım fonları bir kolektif yatırım kuruluşu gerek katılımcılar (pay sahipleri) gerek kurucular ve gerekse ülke ekonomisine önemli katkılar sağlayabilmektedir.

Yatırım fonlarının ülkemizde ekonomiye sağladığı yararları şu şekilde açıklayabiliriz:

- Hisse senedine yatırım yaparak özel sektöre kaynak aktarımına aracılık etmekte,
- Kamu borçlanma araçlarına yatırım yapmak suretiyle bütçe açıklarının finansmanına katkıda bulunmakta,
- Borsa'nın derinleşmesine ve işlem hacminin artmasına yardımcı olmakta,
- Portföy yönetim faaliyetlerinin gelişmesine katkıda bulunmakta,
- Deneyimsiz ve küçük tasarruf sahiplerinin birikimlerinin menkul kıymet yatırımlarına dönüşümüne imkan sağlamaktadır (Gökçe, 1998: 95-96)

### **1.2.3. Yatırım Fonlarının Yönetim İlkeleri**

- Riskin dağıtılması ilkesi
- Profesyonel yönetim
- Menkul kıymet portföyü işletmek
- İnançlı mülkiyet
- Mal varlığının korunması (Sermaye Piyasası Kurulu 2016: 1).

Gayrimenkul yatırım fonlarında doğrudan gayrimenkul yatırımının gerekli kıldığı yüksek sermaye gerekliliği sıkıntısına ve GYO'larda oluşan portföy değeri ile hisse fiyatı arasındaki sapmalara rastlanmamaktadır. Söz konusu avantajlar yanında hem fon olmanın sağladığı düşük risk ve profesyonel portföy yönetimi avantajlarını hem de gayrimenkule yatırımı yapmanın kolaylık ve avantajını birlikte sunması ve ayrıca son zamanlarda dünyadaki gayrimenkul yatırım fonlarının ortalama getirilerinin dikkat çekici boyutlara ulaşması sebebiyle Gayrimenkul yatırım fonları yatırımcılar tarafından tercih edilen önemli bir yatırım aracı niteliğine dönüşmüştür (Özgüç, 2008:1).

### **1.3. YATIRIM ORTAKLIĞI**

#### **1.3.1. Yatırım Ortaklığı Kavramı**

Yatırım ortaklıkları ilk kez 19. Yüzyılda Kara Avrupa'sında görülmüştür. İngiltere'de gelişip Birinci Dünya Savaşından sonra Amerika'da yayılmaya başlamıştır. Anglo-Sakson buluşu olan yatırım ortaklıklarının sermaye piyasasının oluşumunda büyük rolü vardır.

Yatırım ortaklıkları, tabi buldukları hukuki rejim ve işleyişleri bakımından farklı şekiller almış, temel fonksiyonları yatırım yapmak isteyen küçük ve orta tasarruf sahiplerinin tasarruflarını riskin dağıtılması ve kar elde etme ilkesine göre genel olarak menkul değerlere yatıran ve bunların iyi yönetilmesini sağlayarak ortaklarına menfaat sağlayan mali kurumlardır.

“Yatırım ortaklıkları, sermaye piyasası araçları ile ulusal ve uluslararası borsalarda veya borsa dışı organize piyasalarda işlem gören, altın ve kıymetli madenler portföyü işletmek üzere, anonim ortaklık şeklinde ve kayıtlı sermaye esasına göre kurulan sermaye piyasası kurumlarıdır” (Sermaye Piyasası Kurulu, 2007: 4 ).

Bir kolektif yatırım kuruluşu olarak yatırım ortaklıkları, ihraç ettikleri paylarını tasarruf sahiplerinin alım ve satımına sunarak, tasarruf sahiplerinin birikimlerini bir havuzda toplayıp toplanan bu birikimler, oluşturulmuş portföylerde değerlendirilmekte ve elde edilen karlar ortakları ile payları oranında paylaşılmaktadır.

#### **1.3.2. Yatırım Ortaklığının Türleri**

Yatırım ortaklıkları, yatırım fonları gibi, portföy işleten kurumlar olmasına rağmen kuruluş şekilleri arasında önemli farklar vardır. Yatırım fonları bir mal varlığı olarak kurulurken, yatırım ortaklıkları bir anonim şirkettir (Karan, 2001:83)

SPK. 'nunda ve Sermaye Piyasası Kurulu tebliğleri ile üç çeşit yatırım ortaklığı türü düzenlenmiştir:

·Gayrimenkul yatırım ortaklığı,

- Risk (Girişim) sermayesi yatırım ortaklığı,
- Sermaye piyasası araçları ve kıymetli madenler yatırım ortaklığı.

Yukarıdaki sıralama, yatırım ortaklıklarının içeriğinde bulunan yatırım aracı türlerine göre yapılmıştır. Yatırım ortaklıkları açık ve kapalı tür yatırım ortaklıkları olarak da sınıflandırılmıştır.

### **1.3.2.1. Açık Tür (open - end)**

Sermayesinin değişken olduğu ve istenildiği anda ortaklıktan çıkmanın ve ortaklığa girmenin mümkün olduğu türdür.

“Açık türün özellikleri sınırsız olarak yeni hisse (katılım belgesi) ihraç edilebilmesi ve talep edildiğinde hisselerin doğrudan kolektif yatırım kuruluşuna iadesinin mümkün olmasıdır. Hisselerini kolektif yatırım kuruluşuna –istediği an- iade etme hakkı, esasen yatırımcıya portföy yönetimine etki edememesine karşılık olarak sunulan bir imkandır. Amacı ise, yatırımını nakde dönüştürmek istediğinde yatırımcıyı hissesini borsada satma zorunluluğundan kurtarmaktır” (Ertan, 2013: 133).

### **1.3.2.2. Kapalı Tür (close – end)**

Kapalı türde (close – end) sermaye sabittir. Kapalı tür yatırım ortaklığının ortaklarının elindeki payları geri almak gibi bir taahhüdü yoktur.

Bu tür yatırım ortaklıklarında hisselerin teşkilatlanmış piyasada tedavülü zorunlu kılınmakta ve likidite hisselerin borsaya kaydı ile sağlanmaktadır. Yatırımcı hissesini elinden çıkarmak istediğinde, tek şansı hissesini borsada devretmektir. Elde edebileceği değer ise borsa rayicidir.

“Günümüzdeki durum incelendiğinde, SPK. ‘nun 35. maddesi uyarınca yatırım ortaklıklarının sadece anonim şirket olarak kurulabilmeleri, TTK uyarınca sabit sermayeli olarak düzenlenen bu şirketlerin sadece “kapalı türde” düzenlendiği sonucuna ulaşmamızı sağlıyor” (Ertan, 2013: 133-134).

### **1.3.3. Yatırım Ortaklığının Kuruluş Şartları**

SPK. ‘nun “Yatırım Ortaklıklarının Kuruluş ve Faaliyet Şartları” başlıklı 36. maddesinde ve YO-Tebliğinin 5 maddesinde yatırım ortaklıklarına faaliyet ve

kuruluş izni verilmesi için belirlenmiş “ortak” şartları her iki hüküm de dikkate alınarak sıralamak gerekirse;

Yatırım ortaklıklarının;

- Kayıtlı sermaye esasına göre ve anonim şirket olarak kurulmaları,
- Başlangıç sermayelerinin Kurul’ca belirlenen miktardan az olmaması,
- Payların tamamının nakit karşılığı çıkarılmış olması,
- Ticaret unvanlarında “Yatırım Ortaklığı” ibaresi bulunması,
- Esas sözleşmelerinin Sermaye Piyasası Kanunu hükümlerine uygun olması,
- Kurucularının müflis olmaması ve yüz kızartıcı bir suçtan mahkum olmamaları (Sermaye Piyasası Kurulu, 2007: 7 ),
- Hisse senetlerini halka arz etmek üzere kurulmaları,
- Portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunmak üzere Kurul’a başvurmuş olmaları gerekmektedir.

#### **1.3.4. Yatırım Ortaklıklarının Faaliyeti**

Yatırım ortaklıkları portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunan şirketlerdir. Bu nedenle yatırım ortaklıkları, portföy oluşturulması, yönetilmesi ve gerektiğinde değişiklikler yapılması, portföy çeşitlendirmesiyle yatırım riskini faaliyet alanlarına ve ortaklıkların durumlarına göre en aza indirecek bir biçimde dağıtılması, menkul kıymetlere, mali piyasa ve kurumlara, ortaklıklara ilişkin gelişmelerin sürekli izlenmesi ve portföy yönetimi ile ilgili olarak gerekli önlemlerin alınması, portföyün değerini korumaya ve artırmaya yönelik araştırmaların yapılması çerçevesinde faaliyetlerini sürdürmeleri gerekmektedir. (Çanakcı, 1995: 5)

## **1.4. GAYRİMENKULÜN TANIMI VE GAYRİMENKUL İLE İLGİLİ KAVRAMLAR**

### **1.4.1. Gayrimenkulün Tanımı**

Gayrimenkul sözcüğü Arapça kökenli bir sözcük olup, Türkçe karşılığı Türk Dil Kurumu'na yayınlanan Güncel Sözlük'te "taşınmaz" olarak verilmektedir. Halk dilinde konut, bina, arsa gibi sahipliği tapu kaydı ile belirlenmiş yapı ve/veya arazi parçalarıdır (Saraç, 2012:1). Gayrimenkulün ekonomik açıdan anlamı ise dayanıklı mal olarak kullanılmakta ve hukuki sermaye kapsamına alınmaktadır (Doğrul, 2011: 16).

"Gayrimenkul, bulunduğu yerden başka bir yere götürülmesi mümkün olmayan, bir arsa ve üzerindeki arsaya bağlı olarak inşa edilmiş taşınmaz her şeydir. Bir yatırım aracı olarak kabul edilen gayrimenkul, geliştirilmiş veya geliştirilmemiş olarak iki grupta ele alınabilir. Geliştirilmiş gayrimenkul, arazi/arsa üzerinde herhangi bir yapının bulunma halidir. Geliştirilmemiş gayrimenkul ise, üzerinde herhangi bir bina olmayan yani sadece toprak parçası yani arazi/arsa olarak kabul görmektedir" (Gönülal, 2009: 5).

"Gayrimenkuller mülkiyet olgusu ile günlük hayatta anlamını bulmaktadır. Çünkü gayrimenkul mülkiyeti, hak sahiplerine o mal üzerinde kullanma, yararlanma ve tasarruf etme imkânı vermektedir" (Kaya, 2011: 5).

Gayrimenkul yasal tarifinde aşağıdaki yasal bileşenleri vardır:

- Ağaçlar ve mineraller gibi toprağın doğal olarak ayrılmaz parçaları
- İnsanlar tarafından araziye bağlanmış binalar ve çevre düzenlemeleri gibi ekler (Attila, 2010: 389).

### **1.4.2. Gayrimenkul Yatırımları İle İlgili Kavramlar**

Gayrimenkul yatırım kararları üç gruba ayrılmıştır.

#### **1.4.2.1. Gayrimenkul Pazarı İle İlgili Kavramlar**

"Mevcut bulunan gayrimenkulünü satmak veya kiralamak amacıyla gayrimenkul arz edenlerle, satın almak veya kiralamak amacıyla gayrimenkul talep



edenlerin buluştuğu pazara gayrimenkul pazarı denir. Gayrimenkul pazarında arz ve talep kavramlarına da değinmek gerekir” (Çıkkılı, 2010: 5).

#### **1.4.2.1.1. Arz**

Arz, belli bir süre pazarda bulunabilecek bütün fiyatlar için ürünün fiyatları ve üreticilerinin sayısal olarak miktarı arasındaki ilişkidir. Gayrimenkulde arz, pazarda belli süre için var olan kullanım alanlarının toplam miktarıdır. Piyasada arzın büyümesi, gayrimenkul kira değerlerinin düşmesine neden olmaktadır (Özkul, 2001: 5).

#### **1.4.2.1.2. Talep**

Genel anlamda talep, belli bir süre için olabilecek minimum – maksimum fiyatlar aralığında satın alınacak bir ürünün ya da hizmetin pazar fiyatı ile miktarı arasındaki ilişkidir. Gayrimenkule olan talep servis, nüfus, aile, gelir, bütün diğer ticari eşyalara karşı gayrimenkulün göreceli fiyatı ve mekan kullanıcıların gelecekle ilgili beklentileri gibi faktörlerden birine ya da birkaçına bağlı olabilir (Gündüz, 2001: 16).

#### **Talebin Belirleyici Parametreleri**

- Gelecekteki Kiracı Kullanıcıların Sayı Olarak Çeşitliliği

“Bir yerleşimdeki nüfusun artması ya da ekonominin büyümesi o bölgedeki gayrimenkul kira pazarını etkileyerek mevcut mülke ait kira değerlerini rekabet nedeniyle yükseltecek ve talebi arttıracaktır. Binaların net işletme gelirleri artacak ve söz konusu pazarda gayrimenkul göreceli olarak daha aktif hale gelecektir. Bu nedenle yatırımcılar diğer yatırım varlıklarından gayrimenkule doğru kayan bir eğilim içine gireceklerdir” (Özkul, 2001: 5).

- İşletme Giderlerinin Seviyesinde Meydana Gelen Değişiklikler

“Gayrimenkul işletme giderleri; gayrimenkulün bir kiracı veya ev sahibi tarafından kullanılması sırasında meydana gelecek ve gayrimenkulün varlığı sebebi ile yapılan harcamalardır. Bunlar; gayrimenkul emlak vergileri, sigortalar, elektrik ve su tesisatlarının kullanım sebebinden kaynaklanan

bakım onarım masrafları, yönetim masrafları v.b. şeklinde olabilir.” (Çıkılı, 2010: 5).

- Gayrimenkul Dışı Varlıklardaki Hasılat

Gayrimenkul dışı varlıkların getirisi, bu varlıklara olan talebi etkilemekte ve var olan kaynakların gayrimenkul yatırımına kaymasına neden olmaktadır. Ve böylece gayrimenkul yatırımcılarının talep programını etkilemektedir.

- Teknoloji

Bir yerleşimde nüfusun artması ya da ekonominin büyümesi gibi gelişimlerin dışında teknolojideki değişiklikler de o bölgedeki kiralık gayrimenkullere talebi iş aktivitelerinin seviyesinde değişiklik olmasa bile değiştirecektir (Gündüz, 2001: 16).

- Müşteri Beğenisinin Değişmesi

“Bölgedeki işlevsel kullanım tercihlerindeki niteliksel değişim gayrimenkule ve dolayısıyla gayrimenkul servislerine olan talebi etkileyecektir. Bir bölgedeki konut ya da işyeri olarak kullanımı gayrimenkul yatırımının getirisini etkileyecektir” (Özkul, 2001: 5).

#### **1.4.2.2. Gayrimenkul Piyasalarının Özellikleri**

Gayrimenkul piyasaları, farklı yapıya sahiptir. Gayrimenkul yatırımı, maliyetlerinden daha fazla değere sahip olan duran varlıklarla ilgilidir. Bununla birlikte gayrimenkul piyasası geniş ve etkili bir piyasası olmakla birlikte diğer piyasalardan bazı özellikleri ile ayrılmaktadır. Bunlar;

- Gayrimenkul piyasaları mahalli piyasalardır.
- Gayrimenkul piyasaları örgütlenmemiş piyasalardır.
- Gayrimenkul piyasalarında arz ve talep dengeli değildir.
- Gayrimenkul piyasaları, daha çok özel işlemlerin gerçekleştiği piyasalardır (Mert, 2012: 11)

### **1.4.2.3. Gayrimenkul Yatırımcılarının Sınıflandırılması**

Gayrimenkul yatırımcıları nitelikleri bakımından iki grupta toplanmaktadır.

#### **1.4.2.3.1. Aktif Yatırımcı**

Aktif yatırımcılar yatırım konusuna karar verirler. Bu kararlar sonucu da etkiler. Yatırımcının ilgi alanı, gayrimenkulün inşasını organize etmek, kiralamak, kira bedellerini tespit etmek, kontratları yapmak v.b. faaliyetlerdir.

#### **1.4.2.3.2. Pasif Yatırımcı**

“Pasif yatırımcılar mal varlıklarını profesyonel yatırım danışmanlarına devrederler, kendileri karar verici değildirler. Gayrimenkul yatırımlarının sonucunda pasif yatırımcıların kararları çok az etkilidir” (Özkul, 2001: 5).

### **1.4.2.4. Gayrimenkul Değeri İle İlgili Kavramlar**

Gayrimenkul değeri; belirli bir mal veya hizmetin alıcı ve satıcı için parasal değeri olarak tanımlanabilir. Değerin tespit edilmesi, zor ve karışık bir durumdur. Çünkü değer, bakış açısına göre değişen bir olgu olarak düşünülmektedir.

Gayrimenkul piyasası, gayrimenkulün kullanım haklarının para veya başka varlıklar karşılığında, kişi ve kurumlar arasında değişimi ile oluşmaktadır. Fiyat, alıcı ile satıcı arasında, alışverişe konu olan işlem çerçevesinde, alıcının ödemeyi satıcının ise almayı kabul ettiği tutarı ifade eder. Bu nedenle, fiyat bir sonuçtur (Erdoğan, 2012: 6).

Gayrimenkul değerlemelerinde kullanılan tanımlar şunlardır;

#### **1.4.2.4.1. Piyasa Değeri**

“Gayrimenkul değerlemede en sık kullanılan değer kavramıdır. Uluslararası Değerleme Standartları Konseyine (International Valuation Standard Council – IVSC) göre piyasa değeri, bir mülkün alıcı ve satıcı arasında, hiçbir zorlama olmadan, basiretli ve konu hakkında yeterli bilgi sahibi kişiler olarak, uygun bir pazarlama sonrasında değerlendirme tarihinde gerçekleştirecekleri alım satım işlemi için el değiştirmesi gerektiği takdirde edilecek tutardır”(Ünsal, 2011: 17).

Değerleme Enstitüsü tanımına göre ise, piyasa değeri;

- Satış gerçekleşme tarihinin belli olduğu,
- Gayrimenkul haklarının değerlendirildiği,
- Alıcı ve satıcının istekli olduğu,
- İki tarafın da çıkarlarını düşünerek hareket ettiği,
- Alıcı ve satıcının makul hareket etmekte olduğu,
- Tarafların gayrimenkul ile ilgili her konuda tam bilgi sahibi olduğu ve kendilerine azami faydayı sağlayacak şekilde hareket etmekte oldukları,
- Gayrimenkulün satışı için makul bir süre tanındığı,
- Ödemenin nakit ve benzeri unsurlarla yapıldığı,
- Gayrimenkulün alım işlemi sırasında gerekebilecek finansmanın, piyasa faizi oranları üzerinden gerçekleştirildiği (Yılmaz, 2006: 7) durumlarda gerçekleşmektedir.

#### **1.4.2.4.2. Kullanım Değeri**

Kullanım değeri, bir mülkün kullanıcısı için, o mülkün kullanımından doğan bir değerdir. Bu değer, mülkün kullanımına (EVİK) veya satılması halinde kazanılacak maddi değere bakılmaksızın, bir parçasının oluşturduğu kuruma yaptığı katkı üzerine odaklanmaktadır (Erdoğan, 2012: 7). Kullanım değerinin muhasebedeki tanımı, bir varlığın süregelen kullanımından ve kullanım ömrünün sonunda elden çıkartılmasından beklenen gelecekteki tahmini nakit akışlarının şimdiki değeridir.

#### **1.4.2.4.3. Yatırım Değeri**

Yatırım değeri alıcılar ve satıcılar için oluşan değeri esas almaktadır. Bu nedenle de yatırım değerinin taraflar açısından büyük öneme sahip olduğunu söylenmek mümkündür (Erkek, 2016: 47).

#### **1.4.2.4.4. Faal İşletme Değeri**

Faal işletme değeri, bir işletmenin bir bütün olarak değeridir. Bu kavram, etkinliklerini sürdüren bir kuruluşun her biri tek başına ele alındığında piyasa

değerini oluşturan bileşenler olarak görülmeyen, ancak toplam işletme değerinin bölümlerini oluşturan unsurların değerlemesini içerir. Bu nedenle, yalnız bir işin veya kuruluşun parçasını oluşturan mülklere uygulanabilir.

“Faal işletme değeri, tesis edilmiş bir işletmeyi oluşturan bölümlerinin herhangi birine değil de, tümüne atfedilen değeri ifade etmektedir. İşletmeyi oluşturan her bir varlığa tahsis edilmiş veya paylaştırılmış olan değer, onların bütüne olan katkılarını esas almaktadır” (Üreten, 2007: 8).

#### **1.4.2.4.5. Vergi Değeri**

Bir mülkün vergi değeri, ilgili yasalarda yer alan tanımları esas alan değeridir. Vergi değeri; aksi açık bir şekilde belirtilmediği müddetçe pazar değeri ile uyumlu olarak görülemez. Mülkün değeri üzerinden vergilendirilmesi konusunda yapılacak toplu değerlemelere ilişkin bir çerçeve sağlar. Toplu değerlendirme işlemi, hükümetin idari programında yer alan istatistiki ve ekonomik çalışmalar için bir yöntem olarak kullanılır (Erdoğan, 2012: 7)

1319 sayılı Emlak Vergi Yasası'na göre, kişilerin ilgili yerel yönetimlere dört yılda bir verdikleri bildirgelerde, emlak vergisi cetvellerindeki değerlerden düşük olmamak üzere belirttikleri değerdir. Vergi değeri, yükümlülüğün başlangıç yılını takip eden yıldan itibaren her yıl, bir önceki yıl vergi değerinin 213 sayılı Vergi Usul Yasası hükümleri uyarınca aynı yıl için tespit edilen yeniden değerlendirme oranının (geçmiş yıl ekim ayı on iki yıllık ortalamalara göre üfe değişim oranı) yarısı nispetinde artırılması suretiyle bulunur (Ünsal, 2011: 19).

#### **1.4.2.4.6. Sigortalanabilir Değer**

Bir mülkün, bir sigorta sözleşmesi veya poliçesinde yer alan tanımlar çerçevesindeki değeridir (Ünsal, 2011: 18).

Gayrimenkul üzerindeki tesislerin hasara uğraması ya da yok olması durumunda yeniden inşası maliyetidir. Özellikle belli riskler taşıyan parseller için geçerlidir. Örneğin, yangın, deprem ve zemin suyunun belli dönemlerde yükselmesi ihtimali olan veya yüksek şevli parseller için sigorta değeri önemlidir (Kaya, 2011: 24).

#### **1.4.2.4.7. Tasfiye veya Zorunlu Satış Değeri**

Pazar değeri tanımının gerektirdiği pazarlama süresine göre çok kısa bir zaman içerisinde bir mülkün satışından makul olarak elde edilebilecek tutardır (Üreten, 2007: 14). 4046 sayılı Özelleştirme Yasası gerekçesinde, varlıkların bütün olarak veya parça parça elden çıkarılması sonucu elde edilecek nakit değerler olarak tanımlanmıştır. Tasfiye değeri, piyasa değerinin alt sınırını oluşturur. Nakde dönüştürme fiyatı olarak da bilinmektedir(Ünsal, 2011: 19).

#### **1.4.2.4.8. Özel Değer**

Pazar değerinin üzerinde yer alan olağandışı bir değeri ifade eder (Saraç, 2012: 8). Özel değer, bir mülkün yanındaki başka bir mülk ile fiziki ve ekonomik açıdan o mülk ile olan ilişkisinden kaynaklanmaktadır. Özel değer, özel çıkarı olan alıcıya uygulanabilir.

#### **1.4.2.4.9. İpotek Teminatl Kredi Değeri**

Borçlu tarafından alacaklıya karşı, bir alacağa güvence olması için herhangi bir taşınmazın bir bölümünün veya tamamının taşınmaz rehni olarak verilmesidir. Bu durum, TMK'nın 881'inci maddesinde şöyle özetlenmiştir: "Halen mevcut olan veya henüz doğmamış olmakla beraber doğması kesin veya olası bulunan herhangi bir alacak, ipotekle güvence altına alınabilir." Buradaki amaç alacağı güvence altına almaktır (Kaya, 2011: 25).

#### **1.4.2.4.10. Kurtarılabilir Değer**

"Arazi dışındaki bir varlığın, özel tamirat veya yapıları yaparak kullanmaya devam ettirilmesinden ziyade, içerdiği malzeme için elden çıkarılması değeridir" (Saraç, 2012: 8).

#### **1.4.2.5. Gayrimenkul Değerine Esas Teşkil Eden İlkeler**

Gayrimenkul değerlemede amaç bir değer kavramına ulaşmaktır. Gayrimenkul değerinin oluşmasında önemli olan ve pazar koşulları ile bağlantılı olan

birçok ilke bulunmaktadır. Bunlardan en önemlileri; ikame, uygunluk ve beklenti değişim ilkeleridir (Gönülal, 2009: 8).

- **İkame İlkesi:** Bir şeyin değeri, onun yenileme maliyetinden fazla olamaz.
- **Uygunluk İlkesi:** Bir gayrimenkulün maksimum değerine ulaşabilmesi için bulunduğu bölgenin özellikleri ile uyumlu olması gerektiğini kabul eder.
- **Beklenti İlkesi:** Bir gayrimenkulün bugünkü değerinin, gelecekteki beklenen getirilerinin bir fonksiyonu olduğunu varsayar (Reitix, 2013)

### 1.4.3. Türkiye’de Gayrimenkul Piyasası

Gayrimenkul sektörü Türkiye’de uzun vadeli bir yatırım aracı olarak görülmektedir. Bunun birçok nedeni vardır. Başlıca nedenlerini şöyle sıralayabiliriz.

- Sosyal güvenlik sistemindeki çarpık durumlar,
- Arz ile talebin birbirlerini karşılayamaması,
- Gelişime açık alan üretilmemesi,
- Resmi değerlerin gerçek değerlerden düşük olması ve reel olmaması, dolayısıyla vergilendirilecek kazancın saptanmasındaki güçlük,
- Gayrimenkulün kredi karşılığı teminat olarak kullanılmasıdır (Yılmaz, 2006: 14).

Gayrimenkul piyasasının ekonomideki gelişimi inşaat sektörünün ekonomideki gelişimiyle paralellik gösterir. Bu nedenle inşaat sektörünün büyüyüp gelişmesi gayrimenkule olan talebi artırdığı için gayrimenkulün değeri de yükselir.

Gayrimenkul Türkiye göz önüne alındığında giderek önemi artan bir sektör halini aldığı söylenebilir. Gayrimenkul toplumun ekonomik durumunun anlaşılmasında özellikle de yapılan harcamalarda önemli bir yere sahiptir. Bu da gayrimenkulün ekonomideki yerinin anlaşılması adına önemli bir husustur. Gayrimenkul aynı zamanda toplumun refah düzeyini gösteren bir araç niteliğindedir. Ve bu da gayrimenkulün milli gelir düzeyi adına fikir sunan bir yapıya sahip olduğunu gösterir. Öyleyse gayrimenkul, Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH) içerisinde önemli bir yere sahiptir diyebiliriz (Erkek, 2016: 50).

Türkiye'de gayrimenkul ve inşaat sektörünün gelişmesi, genel ekonomik gelişmenin etkisi altındadır. Örneğin, ekonomik istikrar ve GSMH bazındaki büyüme, konut alt sektörü başta olmak üzere gayrimenkul içerikli hizmetler sektöründe bir canlanma yaratmaktadır.

Konut sektörü, istihdam boyutu nedeniyle Türkiye için. özel bir sektördür; çünkü aktif olup da eğitim düzeyi düşük işgücünün emek piyasasında optimal koşullarda çalıştırılmaya elverişli sektördür (Özkurt, 2007: 172).

## **1.5. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI**

### **1.5.1. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Tanımı**

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri VII, No:6 sayılı Tebliği'nin 16'ncı maddesinde sayılan gayrimenkuller ile gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarından oluşan portföyü işleten ve gayrimenkule dayalı projelere yatırım yapan sermaye piyasası kurumlarıdır. Tanıma göre bu kuruluşların portföyüne ancak gayrimenkuller, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçları ve gayrimenkul projeleri alınabilecektir.

GMYO'ları ; Seri:VII,No:6 Tebliği'nin 4. Maddesi çerçevesinde;

- 1) Ortaklık portföyünü yönetmek,
- 2) Gerektiğinde portföyde değişiklikler yapmak,
- 3) Portföyü çeşitlendirerek yatırım riskini azaltmak,
- 4) Gayrimenkuller ve gayrimenkule dayalı araçlardaki gelişmeleri izleyerek portföy yönetimini devam ettirmek,
- 5) Portföyün değerini korumak için gerekli önlemleri alarak araştırmalar yapmak,

gibi faaliyetlerde bulunurlar (Tuncel, 1997: 9).

GYO gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri, gayrimenkule dayalı haklar, sermaye piyasası araçları ve diğer varlık ve haklardan oluşan portföyü işletmek amacıyla kurulan sermaye piyasası kurumlarıdır. 30 milyon TL olan sermayesinin en az %25'ini halka arz etmek zorundadır. İlk GYO hisse senetleri 1996 Aralık ayında halka arz edilmiştir (Coşkun, 2015: 219).



G.Y.O.'ların yalnızca gayrimenkule dayalı portföy işletmeciliği faaliyetleri ile uğraşmalarına izin verilmektedir. Faaliyet konuları hem T.T.K.n.'da hem de S.P.K.n.'da açık olarak belirtilmiştir. Bu hususların doğal bir sonucu olarak G.Y.O.'lar aktiflerinde makina, ekipman ve personel (inşaat işçisi) bulunduramazlar. Yani inşaat yapamazlar, proje yürütemezler. Ancak G.Y.O.'lar inşaatını başka şirketlerin gerçekleştirdiği projelere finansman sağlayabilirler (Gökçe, 1998: 7).

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

GYO'lar (Real Estate Investment Trusts-REITs) ilk kez ABD Kongresi'nin 1960 yılında aldığı bir karar neticesinde sermaye piyasalarında görülmeye başlanmıştır. Kongre aldığı bu kararla, küçük yatırımcıların yatırımlarını gayrimenkullerde ve gayrimenkul projelerinde değerlendirme yolunu açmıştır. GYO'ların kurulma yolunun açılması ABD'nde gayrimenkul piyasasında bir dönüm noktası olmuş ve bu ortaklıklar ülkenin gayrimenkul piyasasının liderleri konumuna gelmiştir. Kongre'nin kararına dayanak teşkil eden Komite raporunda, GYO'lar yoluyla küçük yatırımcıların birikimlerini güvence altına alacakları ve yatırım yapamaları mümkün olmayan gayrimenkul projelerine yatırım yapabilme imkanına kavuşacakları ifade edilmiştir (Çolak-Alıcı, 2001: 5)

İlk GYO 1961 yılında piyasaya çıktığı zaman bunun altında yatan düşünce aslında 100 yılı aşkın bir süredir mevcuttur. 1960 yılında çıkarılan yasa GYO'ları birden çok yöneticisi olan devredilebilir hisse senetlerine sahip ve tüzel kişiliği olmayan bir kurum olarak tanımlamıştır. Boston modeli üzerine inşa edilen bu GYO başlarda gayrimenkule yatırım yapmışlardır. Öncekilerin popülaritesine rağmen GYO 1962 yılında borsanın aşırı düşüşü sebebiyle çok geniş rağbet görememiştir. 1965 yılında ABD'de mevcut GYO sayısı 65'dir ve bunların birçoğu 1962 yılındaki pazar sıkıntısından önce kurulmuştur. 1963-1968 yılları arasına bakıldığında toplam sermaye miktarının daha yavaş büyüdüğü sadece az sayıdaki GYO'nun 10 milyon dolardan fazla büyüdüğü görülmektedir. GYO'lar öncelikle öz sermayelerini kullanarak geleneksel gayrimenkul yatırımlarına odaklanmışlardır. Fakat 1960'lı yılların sonunda yeni kurulan GYO'ların büyük bir kısmı direkt gayrimenkul yatırımlarından ziyade ipotek yatırımları üzerine odaklanmıştır. 1968-1970 yılları

arasında kurulan neredeyse tüm GYO'lar ipotekli (mortgage) GYO türündedir (Turnacıgil, 2012: 20).

Ülkemizde 1989 yılında konut sertifikası ve 1990 yılında arsa sertifikası ihracına izin veren düzenlemeler yapılmıştır. Amacına ulaşmayan bu uygulamalardan sonra, 1995 yılında gayrimenkul sertifikası ihracına izin verilmesi ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının kuruluşuna ilişkin yasal düzenlemelerin yapılması ile Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları faaliyetlerine başlamışlardır. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, 1992 yılında yapılan düzenlemelerle ilk kez hukuk sistemimize girmiştir. 3794 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile yapılan değişiklikle birlikte, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının kuruluşuna imkan sağlanmıştır (Kalyoncu, 2006: 8).

Genel hükümler kapsamında her zaman gayrimenkule yatırım yapabilecek olan anonim ortaklıkların halka açılması da mümkündür. Fakat hisse senedine yatırım yapacak kişiler bakımından güven oluşturacak bir denetleme mekanizması olmadan istenen başarı gerçekleşmezdi. İşte bu gelişmeyi gören kanun koyucu ve SPK gerekli düzenlemeyi yaparak ilk adımı başlatmış oldu. Böylece pek çok ülkede kabul edilen GYO statüsünün Türkiye'de özellikle uluslararası kurumsal yatırımcıların/fonların ticarî gayrimenkul piyasalarına yatırım yapmalarının sağlanması amaçlanmıştır. Çünkü GYO'ların yabancı hukuklar bakımından incelenmesinde görülmektedir ki, ülkeler GYO rejimlerini özellikle 2000 yıllarla birlikte ABD tipine benzer şekilde düzenlemektedirler. Hukuksal düzenlemelerinin ayrıntılarında farklar olmakla birlikte, GYO'ların temel kriterlerinde bir Dünya genelinde standardizasyon (*standardization*) görülmektedir (Uyar, 2009: 47).

### **1.5.3. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Avantajları ve Dezavantajları**

#### **1.5.3.1. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Avantajları:**

GYO'ların avantajlarını bu şekilde sıralamak mümkündür:

- Gayrimenkullere yatırım yapan GYO'lar, gayrimenkul piyasasına likidite sağlamaktadır.
- Kamu otoritelerince GYO'lara sağlanan vergi teşvikleri, sektöre önemli katkılar sağlamaktadır.

- Büyük boyutlu projelerde kaynaklar yetersiz veya maliyetli olabilmektedir. Böylesi bir durumda GYO'lar şirketlere finansman imkanı sunmaktadır.
- GYO bünyesinde uygulamaya konulacak arazi geliştirme projeleri (uydu kent, ticaret merkezleri, turizm ve eğlence merkezleri, v.b.) ile çarpık kentleşmenin ileri boyutta olduğu büyük şehirlerimizde bu gelişmeye büyük ölçüde engel olunmuş olunur.
- GYO portföyleri, gayrimenkullerden ve menkul kıymetlerden oluşan karma portföylerdir ve portföyler yatırım riskinin düşük olmasını sağlarlar.
- Yatırımcılar GYO hisse senetlerini borsada satabilmenin yanında borsada oluşan fiyat dalgalanmalarından da yararlanırlar (Çıkkılı, 2010:118).

#### **1.5.3.2. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Dezavantajları:**

“GYO'lar zaman zaman karşı karşıya kaldığı çeşitli konjonktürel olaylardan etkilenmektedir. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları'nda bazı risk unsurları vardır. Bunlar; piyasa riski, sektör riski ve proje riskidir. Piyasa riski çeşitlendirme ile giderilemeyen risklerden oluşur. Piyasa faiz oranı, enflasyon oranı gibi bütün yatırımları etkileyecek genel bir risktir. Bu riskler, iç ekonomik koşullara, para politikalarına, finansal düzenlemelere, muhasebe vergi düzenlemelerine ve uluslararası piyasalara göre oluşmaktadır. Sektör riski, Gayrimenkul sektörünün taşıdığı riskleri içermektedir. GYO'ları iletişim teknolojileri, ofis alanlarının nasıl yönetildikleri gibi tercihler nedeniyle yatırım verimliliği ve kararları noktalarında da etkilenmektedirler. Proje riski ise gayrimenkul projelerine yatırım yapmaktan kaynaklanan riski ifade etmektedir” (Yelgen, 2010:71).

**Tablo 2.** Gayrimenkul Alanında Yatırım Yapanlar Açısından Risk Unsurları

Yatırımcı	Risk
Bir gayrimenkul sahibi Bireysel Yatırımcı	Piyasa Riski Sektör Riski Proje Riski
Bir gayrimenkul portföyüne sahip Gayrimenkul Şirketi Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	Piyasa Riski Sektör Riski Piyasa Riski

**Kaynak:** Çolak ve Alıcı, 2001:8.

Yukarıda da görüldüğü gibi, tek başına gayrimenkul yatırımı yapan bir yatırımcı, piyasa riski yanında gayrimenkul çeşitlemesine gitmediğinden proje riskine ve yalnızca gayrimenkul sektöründe kaldığından sektör riskine maruzdur. Gayrimenkul şirketi ise, bir gayrimenkul portföyü oluşturarak proje riskini elimine etmekle beraber, diğer riskleri taşımaya devam etmektedir. GYO ise, yalnızca genel bir risk olan piyasa riskine maruzdur (Çolak ve Alıcı, 2001:8).

GYO'ların iki önemli dezavantajı bulunmaktadır. Bunlar; Vergilenebilir gelirlerinin en az %95'ini temettü olarak dağıtma zorunluluğu ve gelirlerinin en az %75'inin kira gelirlerinden oluşması zorunluluğudur. Bu nedenle GYO'lar yatırımları için dışarıdan kaynak bulmak durumundadırlar. Dahası, GYO'lar bazı hizmetleri üçüncü kişilerden alma konusunda kısıtlamalara tabidirler. Ancak, 2001 yılından itibaren GYO Modernizasyon Yasası (REIT Modernization Act) gereğince, temettü dağıtma yükümlülüğü %90'a indirilmiş ve GYO'ların diğer hizmetleri sağlamak üzere vergiye tabi (vergilendirilebilir) iştirakler edinmeleri yönündeki kısıtlama kaldırılmıştır. Böylelikle GYO'ların önemli dezavantajı hafifletilmiştir (Çolak ve Alıcı, 2001: 9).

#### **1.5.4. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Ortaya Çıkış Nedenleri**

1960 yılında GYO'lar ABD kongresinin almış olduğu kararlar neticesinde bir finansal yatırım aracı olarak ortaya çıkmıştır. 1970'li yıllarda ABD sermaye piyasalarında, önemli avantajlar sağlanarak, yeni bir yatırım aracı olarak talep bulmuşlardır (Yetgin, 2002:8)

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının ortaya çıkmasındaki etkenler aşağıdaki gibi sıralanmıştır:

##### **1.5.4.1. Hukuki Düzenlemeler**

Kanuni kısıtlamalar gayrimenkul yatırım ortaklıklarının ABD'de ortaya çıkmasının en önemli nedenlerinden biridir. Çünkü iş ortaklıkları sayesinde hem gayrimenkule yatırım yapılabilmekte hem de anonim ortaklık sayılmadıklarından anonim ortaklıkların ödemekle yükümlü oldukları vergiler ödenmemekteydi. GYO'ların ilk formları bu sayede oluşmuştur.

##### **1.5.4.2. Gayrimenkul Piyasalarının Yapısı**

Gayrimenkul piyasaları menkul kıymet piyasalarından farklı yapıya sahiptir. Gayrimenkul yatırımı, duran varlıkları elde etmekle ilgilidir. Gayrimenkul piyasasında ürün mobil olmadığı için bu piyasalar mahalli piyasalardan oluşmaktadır. Mahalli piyasaların her biri de birbirinden izole edilmiştir (Uyar, 2010:73).

##### **1.5.4.3. Gayrimenkul Finansmanında Yaşanılan Sıkıntılar**

Projelerini gerçekleştirmek isteyen girişimciler ve konut vb. almak isteyen kişiler kaynağa ihtiyaç duyarlar. Ancak finansmanlarında kullanılacak kaynak miktarı genellikle kişilerin birikiminden ve girişimcinin sermayesinden büyüktür (Güven,2006:25).

“GYO'lar kuruluşlarında sermayeye ihtiyaç duyarlar. Ancak bu ihtiyaçlarının büyük bir bölümünü hisse senetleri yoluyla karşılamaktadırlar. GYO'lar bu yolla topladıkları kaynağı kuruluş amaçları ve portföy sınırlamaları gereği gayrimenkul ve

gayrimenkul projelerine yönlendirmekte, böylece halktan toplanan kaynaklar doğrudan gayrimenkul finansmanında kullanılmaktadır” (Çıkkılı ,2010:112).

#### **1.5.4.4. Menkul Kıymetleştirmenin Amaçlanması**

“Gayrimenkule yapılan yatırımlar ölü yatırımlar olarak nitelendirilmektedir. Yani gayrimenkul sektöründeki diğer bir sorun da durağan varlıklar olan gayrimenkullerin hareketli varlıklar haline getirilip piyasada tedavül eder duruma sokulması, likit hale getirilmesi yani menkul kıymetleştirilmesidir” (Mert, 2012:28).

“Gayrimenkul yatırımcısının sorunu da sahip olduğu gayrimenkülü istediği zamanda, istediği fiyattan nakde çevirememesidir. Çünkü gayrimenkulün nakde çevrilmesi zaman alan bir iştir. Çaba gerektirir. Mahalli ve tam rekabetin olmadığı bir piyasada ise satmak istediği fiyatla uyumlu bir alış fiyatının bulunması zor olduğundan eğer gayrimenkul yatırımcısının acil nakde ihtiyacı varsa genellikle bir an önce gayrimenkülü elinde çıkarmak istediğinde yatırımcı aleyhine sonuçlar doğurur” (Güven, 2006:27).

GYO hisse senedi yatırımcısı, bir anonim ortaklık olan GYO’ların hisse senetlerini satın almakta ve satın aldığı hisse senediyle Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı hisselerine sahip olmakta ve her zaman satıp nakde çevirebildikleri için de likidite sorunu yaşamamaktadırlar (Gögen, 2016:39).

#### **1.5.4.5. Yatırım Alternatifi Arayışları**

Gayrimenkul mülkiyetine sağlanan güvence, gelirin önceden tahmin edilebilmesi, psikolojik etkenler, risk faktörünün az olması, getirilerin değişken olmaması, amortisman ayırabilme avantajı gibi nedenler gayrimenkulün cazip bir yatırım aracı olarak görülmesinin en büyük avantajlarındanıdır.

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları tek bir gayrimenkule yatırım yapmak yerine gayrimenkullerden oluşan ve yönetimi uzman kişilerce yapılan bir portföye yatırım yapma imkanı sunar. GYO, çok sayıda yatırımcıya büyük gayrimenkul projelerine yatırım yapma ve elde edilen kazançtan pay alma imkanı sağlamaktadır.

#### **1.5.4.6. Sermaye Piyasasının Geliştirilmesi**

“Sermaye piyasası, uzun ve orta vadeli, fonların arz-talebinin karşılaştığı piyasa olarak tanımlanabilir. Sermaye piyasası, sermaye piyasası kurumlarıyla sermaye piyasası uzun ve orta vadeli ödünç verilebilir fonların, menkul kıymetlerin alım satımı suretiyle tasarruf sahiplerinden doğrudan yatırımlara aktarılmasını sağlayan ortamı ifade etmektedir” (Gögen, 2016:40).

“Sermaye piyasasını geliştirmek, derinliğini ve etkinliğini arttırmak için küçük tasarruf sahiplerinin sınırlı birikimlerini bir araya getirerek verimliliği yüksek yatırımlara yönelten kurumsal yatırımcıların bulunması ve piyasada işlem gören araçları çeşitlendirmek önemlidir. Bu nedenlerle GYO'lar sermaye piyasası kurumlarından biri olarak düzenlenmiştir” (Mert, 2012:30).

#### **1.5.5. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Amacı**

Gayrimenkul yatırım ortaklığının amacı, getiri potansiyeli yüksek gayrimenkullere, gayrimenkule dayalı projelere yatırım yapmak, portföyündeki gayrimenkullerden kira geliri ve gayrimenkul alım satım kazancı elde etmektir. Portföyündeki varlıklardan kazanç elde eden gayrimenkul yatırım ortaklığı, yılsonunda bu kazancı, Sermaye Piyasası Kurulu düzenlemeleri çerçevesinde, ortaklarına temettü olarak dağıtabilmekte ve böylece gayrimenkul gelirini ortaklarına aktarabilmektedir (Özcan, 2013: 8).

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının amaçlarının temelinde;

- Portföyünü ortaklığı oluşturmak ve yönetmek
- Gerektiğinde portföy işlemlerinde revizeler yapmak
- Portföyü çeşitlendirerek yatırım riskini azaltmak
- Portföy değerini korumaya ve artırmaya yönelik araştırmalar yapmak
- Gayrimenkul alım satım kazançları elde etmek, olarak sıralayabiliriz (Gögen 2016:18).

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının yasada yer almayan bir amacı, büyük ölçekli gayrimenkul projelerine fon yaratmaktır.

“Olağan şartlarda, bu tür büyük projeleri gerçekleştirmeyi hedefleyen bir şirketin tüm finansman yükünü üstlenmesi gerekir. Halbuki bu tür büyük projeler, halktan gayrimenkul yatırım ortaklığı hisse senetleri karşılığında toplanacak fonlarla finanse edilebilir ve böylece finansman yükü inşaatçı şirketin üzerinden alınmış olur” (Özus, 2001: 64).

Esas itibari ile likit olmayan gayrimenkuller için gerçek anlamda bir pazar yaratabilen gayrimenkul yatırım ortaklıkları ile konut, alışveriş, eğlence veya iş merkezleri gibi gayrimenkuller GYO’lar aracılığı ile kolaylıkla likit hale getirilerek bu şirketlerin hisse senetleri olarak alınıp satılabilmektedir (Özkul, 2001:54).

GYO’ların ülkemizde temel amacı finansman sorunu yaşayan gayrimenkul sektörüne kaynak yaratmaktır. Toplanan fonların gayrimenkul sektörüne yönlendirilmesinin yanında, kısıtlı birikimleriyle yatırım yapamayan tasarruf sahiplerinin oluşan değer artışından faydalanmalarını sağlamaktır. (Güven, 2006:8).

#### **1.5.6. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Kuruluşu**

“Ortaklıklar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı olarak kurulabileceği gibi, anonim ortaklık esas sözleşmelerini kanun ve tebliğ hükümlerine uygun olarak değiştirerek, (T.C Resmi Gazete, 28891 23 Ocak 2014) gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşmeleri de mümkündür” (Gögen, 2016:19).

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları’nın kuruluşuna ilişkin esaslar 8 Kasım 1998 tarih, 23517 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Seri:VI No:11 sayılı “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği” ile belirlenmiştir. Tebliğ’in “Kuruluş ve Dönüşüme İlişkin Esaslar” başlıklı ikinci bölümünün 5. Maddesinde GYO’ların;

1. Belirli bir projeyi (Real Alışveriş Merkezi, Angora Evleri gibi) gerçekleştirmek amacıyla süreli,
  2. Belirli alanlarda yatırım yapmak amacıyla süreli veya süresiz,
  3. Amaçlarında bir sınırlama olmaksızın süreli veya süresiz,
- olarak kurulabilecekleri belirtilmiştir (Güven,2006:30).

*Kimler Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Kurucusu Olabilir?*



Tebliğ’de kurucuların kimler olabileceği açıkça belirtilmemiştir. Bu durumu kurucularda herhangi bir ayrıma gidilmediği şeklinde yorumlamak yerinde olur. Dolayısıyla TDK uyarın en az 5 gerçek ve / veya tüzel kişi GMYO’nda kurucu olabilir.

Kurucular için sabıka kayıtları Kurul’ca talep edilmektedir ancak tabii ki tüzel kişiler için ilgili kişinin sabıka kaydının aranması gibi bir şey söz konusu olmayacaktır. Bu tüzel kişilerin yetkililerinin Sermaye Piyasası Kanunu’na muhalefetten dolayı herhangi bir mahkumiyetlerinin olup olmaması hususu Kurulca aranır. Gerçek kişi kurucular ise Türk vatandaşı olsun veya olmasınlar SPK’na muhalefetten dolayı mahkum olmadıkları ve sabıklarının olmadığına ilişkin yasal belgeleri Kurul’a sunmak zorundadırlar (Tuncel, 1997:14).

GYO’nun kurucuları, kuruluş prosedüründe, Seri: VI, No: 7 sayılı Tebliği’nin 6’ncı maddesinde belirtilen belgelerle SPK’ya başvurarak esas sözleşme konusunda SPK’nın uygun görüşünün alınmasından sonra, TTK kapsamında istenen belgelerle Sanayi ve Ticaret Bakanlığı’na kuruluş izni için başvururlar. GYO’ya dönüşüm yapacak şirketler için SPK’nın onayı, genel kurul öncesi değişiklik tasarısı için bir öngörüş mahiyetindedir. Sanayi ve Ticaret Bakanlığı’nın izninin alınmasından sonra kuruluş esas sözleşmesinin veya GYO’na dönüşüme ilişkin esas sözleşme değişikliklerinin 15 gün içinde şirketin bulunduğu yerin ticaret siciline tescili ve Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi’nde (TTSG) ilanı gerekir. Sermayenin bir bankada açılacak “özel hesaba” yatırılması gerekir. Kuruluşun tescilini takiben esas sözleşmenin ilan edildiği TTSG’nin bankaya ibrazı suretiyle, yatırılan sermaye kullanılarak şirket portföyü oluşturulmaya başlanabilir (Gökçe, 1998:10).

### **1.5.7. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Türleri**

Amerikan hukukunda GYO’lar gelir kaynaklarına yani elde edilen kaynakların kullanım yerlerine göre üç sınıfa ayrılmaktadır: GYO’nın portföyündeki gayrimenkule sahip olup olmadıklarına göre en yaygın ve kabul görmüş ve ülkemizde de kabul gören tasnif şekli ise şu şekildedir; Bunlar (Mert, 2012:42);

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

### **1.5.7.1.Özvarlığa Dayalı GYO (Equity REITs)**

Özvarlığa dayalı GYO'lar gayrimenkulün mülkiyetini edinirler. Bir başka ifadeyle, gayrimenkule ve/veya gayrimenkul projelerine ağırlık olarak yatırım yaparlar. Bu tür GYO'ların gelirleri genellikle kira gelirleridir. Özvarlığa dayalı GYO'lar, 1960'lardan bugüne sürekli büyümüş ve en cazip tür konumuna gelmişlerdir (Çolak ve Alıcı, 2001: 11).

ABD'de GYO'lar diğer alanlarda faaliyet gösteren şirketlerle aynı oranda vergi ödemezler. Fakat mevzuat gereği yatırımcılarına elde ettikleri net kazançlarının en az %90'ını kâr payı olarak ödemek zorundadırlar.

Amerika'da öz varlığa dayalı GYO'lar Ağustos 1975'ten Ağustos 1995'e kadar olan 20 yıllık zamanda hissedarlarına ortalama %16,01 kâr payı sağlamışlardır. (Mert, 2012:42).

Porföylerindeki varlığa göre değerlendirilen özvarlığa dayalı dayalı gayrimenkul yatırım ortaklıkları, yatırımcılara iki olanak sağlamaktadır:

1. Profesyonel yönetim altında, çeşitlendirilmiş bir gayrimenkul portföyündeki fonlara yatırım yapmak,
2. Örgütlenmiş değişimlerde ticareti yapılan hisse senetlerine sahip olmak.

Bu durum, bir gayrimenkulü bütünüyle elde ederken daha fazla likiditeye sahip olma imkanı sağlamaktadır. Çünkü kaynaklar bir havuzda toplanarak, fonlar çok cazip getiri sağlayan oranda bir arazinin, binanın ya da alışveriş merkezinin satın alınmasına imkan verecek şekilde bir araya getirilmektedir (Özus, 2001:78).

### **1.5.7.2.İpotekli GYO (Morgage REITs)**

İpotekli GYO'lar, gayrimenkul sahiplerine ipotek amaçlı borç vermek ve ikincil piyasada ipotek veya ipoteğe dayalı kıymetlere yatırım yapmak suretiyle ipotek kredilerinin faizinden gelir sağlamaktadırlar. İpotekli ortaklık gayrimenkulün sahibi olmadığından bu yönüyle özvarlığa dayalı gayrimenkul yatırım

ortaklıklarından ayrılır. Sadece gayrimenkulün ipoteği ile teminat altına alınmış menkul kıymetlerin (tahvil, bono, hisse senedi vb.) sahibidir (Şahin, 2010:34).

“İpotekli ortaklık, gayrimenkulün sahibi olmadığından özvarlığa dayalı gayrimenkul yatırım ortaklıklarından ayrılır. Gayrimenkulün ipoteğiyle teminat altına alınmış menkul kıymetlerin sahibidir. Tahsil edilmemiş kredi fonlarının miktarı, elde edilen borçtan bildirim oranı, ipotekli borç senetlerinin faizi, ipotek teminatlı menkul kıymetlerin yarattığı geliri etkilemektedir” (Özuz, 2001:81).

“Şunu belirtmek gerekir ki ipotekli GYO.’lar, öz varlığa dayalı GYO.’lardan daha yüksek kâr payı getirmektedir” (Mert, 2012:43)

İpotek, borç ödemelerini güvence altına almak için bir mülk teminatıdır. Genellikle mülk deyince gayrimenkuller ifade edilmektedir. Dünyada 1960’lı yılların sonu ve 1970’li yılların başında ipotekli GYO’lar özellikle inşaat ve geliştirme projelerinin finansmanında yaygın olarak kullanılmıştır. Bankalar, tasarruf ve kredi birlikleri, sigorta şirketleri ve diğer gayrimenkul finansmanı sağlayan kurumlar bu tür GYO’ları desteklemiştir (Şahin, 2015:34).

### **1.5.7.3. Karma GYO (Hybrid REITs)**

Karma ortaklıklar, özvarlığa dayalı ve ipotek senetlerine dayalı GYO’ların avantajlı taraflarının özel yatırım amaçlarına uygun olacak şekilde birleştirilmesiyle oluşturulmuştur. Bu GYO’lar hem gayrimenkule hem de ipotek ve ipoteğe dayalı kıymetlere yatırım yapmak suretiyle kazanç sağlamayı hedeflemektedir (Özkuş, 2001:59).

“Karma GYO’lar, kendi gayrimenkul sahiplerine ve yöneticilerine de kredi veren bir GYO türüdür” (Şarkaya, 2007:179).

### **1.5.8. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Faaliyetleri**

“Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları SPK m.32de düzenlenen sermaye piyasası kurumlarından gayrimenkullere, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına, gayrimenkul projelerine, gayrimenkule dayalı haklara ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilen, belirli projeleri gerçekleştirmek üzere adi ortaklık kurabilen, Tebliğ’de izin verilen diğer faaliyetlerde bulunabilen bir türüdür” (Kaçira, 2009: 69)

GYO'ların faaliyet alanındaki varlıkları genel bir değerlendirmeye iki gruba ayırmak mümkündür. Bunlardan biri gayrimenkuller, diğeri sermaye piyasası araçlarıdır.

Gayrimenkuller GYO'ların esas faaliyet alanını oluşturmakta iken, sermaye piyasası araçları istisnai faaliyet alanını oluşturmaktadır. Bu bakımdan GYO'lar, faaliyet alanı gayrimenkuller olarak belirlenmiş ve ağırlıklı olarak gayrimenkul yatırımlarına yönelmiş özel bir portföy yönetim şirketi olarak tanımlanmaktadır (Güven, 2006:33). GYO'nun yapmaları gereken iş ve işlemler, aşağıdaki tabloda genel olarak sayılmaktadır.

**Tablo 3.** GYO'ların Faaliyet Kapsamı

1. Ortaklık portföyünü oluşturmak.
2. Gerekliğinde portföyde değişiklikler yapmak.
3. Ortaklık portföyünü çeşitlendirerek yatırım riskini en aza indirecek şekilde dağıtmak.
4. Gayrimenkuller, gayrimenkule dayalı işlemler ve menkul kıymetler hakkındaki gelişmeleri sürekli olarak izleyerek ortaklık portföyünün yönetimine ilişkin gerekli tedbirleri almak.
5. Portföyün değerini korumaya ve artırmaya yönelik araştırmalar yapmak veya yaptırmak.
6. Ortaklık portföyünü oluşturan veya portföye alınması planlanan varlıklar hakkında Tebliğ uyarınca gerekli hukuki şartların sağlanıp sağlanmadığını araştırmak, bu hususta gerekli raporların hazırlanmasını temin etmek.
7. Portföydeki varlıkların değerini tespitine ilişkin raporların hazırlanmasını temin etmek (Çolak ve Alıcı, 2001: 69).
8. Portföy dışarıdan danışmanlık hizmeti alınması suretiyle yönetiliyorsa ilgili kuruluşların faaliyetlerinin mevzuat ve sözleşme hükümlerine uygunluğunu izlemek üzere gerekli organizasyonu oluşturmak.
9. Kendilerine yüklenen diğere görevleri ve yürütülmesine izin verilen diğere faaliyetleri gerçekleştirmek (Yelgen, 2010: 87).

GYO'nun yapacakları iş ve işlemler bu şekilde bu şekilde belirlendikten sonra, yapamayacakları işler aşağıdaki tabloda sıralanmaktadır (Çolak ve Alıcı, 2001: 69).

**Tablo 4. GYO'ların Yapamayacakları İşler**

<p>1. GYO'lar mevduat toplayamazlar ve mevduat toplama sonucunu verecek iş ve işlemler yapamazlar.</p>
<p>2. Tebliğ ile izin verilen işlemler dışında ticari, sınai veya zirai faaliyetlerde bulunamazlar (Üreten, 2007: 125).</p>
<p>3. Tebliğ'de izin verilen yatırım alanları ile sınırlı olmak üzere kendi adına portföy işletmeciliği faaliyeti dışında sermaye piyasası faaliyetinde bulunamazlar.</p>
<p>4. Gayrimenkullerin inşaat işlerini kendileri üstlenemez, personel ve ekipman edinemezler. Fakat yürüttükleri projelerin kontrol işleri dahili olarak yürütülecekse bu amaçla istihdam edilen personel kapsam dışındadır (Pekalp, 2013: 22).</p>
<p>5. Portföylerinde bulunan gayrimenkulleri, kiracılara bu varlıklarla doğrudan veya dolaylı olarak bağlantılı hizmetleri sunacaklar ise kendileri işletemez ve bu amaçla personel istihdam edemezler. Ancak 634 sayılı Kat Mülkiyeti Kanunu uyarınca portföyde bulunan gayrimenkullerde yapılan yöneticilik görevi işletme faaliyeti kapsamında değerlendirilemez.</p>
<p>6. 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 (Çolak ve Alıcı, 2001: 70)</p>

GMYO'ların belirli arsa, bina ve projeler üzerinde müşterek mülkiyet tesis edebilmeleri hususunda Tebliğ'de açık bir hüküm olmamakla beraber, yatırım kaynaklarının yetersiz olması dolayısıyla projelere belirli oranlarda ortak olunabileceğini kabul etmek ekonomik mantığın gereğidir. Nitekim gayrimenkul alanında örneğin, GMYO'nun sahip olduğu değerli arsalar üzerinde inşaat şirketleri

ile belirli projeler yapılması hedeflenen faaliyet konularından birisidir. Böyle bir durumda da projeye ortak olunması kaçınılmaz olarak gündeme gelecektir. Bu imkanı kurul karar organı 11.8.1997 tarih ve 1246 sayılı kararı ile teyit etmiş ancak muhasebeleştirme hususu ile hak ve mükellefiyetlere ilişkin olarak sahip olunan gayrimenkul hissesinin dikkate alınması gerektiğine karar vermiştir (Tuncel, 1997: 49).

### 1.5.9. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Piyasa Değeri

**Tablo 5.** GYO'ların Piyasa Değerini Etkileyen Faktörler

<b>Yönetimin kredibilitesi</b>	<b>Arz ve Talep</b>
Ticari plan Tecrübe Ortaklık yapısı Muhasebe politikaları	Sermaye temin kabiliyeti İstihdam yapısı Yasal düzenlemeler
<b>Bilanço</b>	<b>Portföy Yapısı</b>
Borç / piyasa kapitalizasyonu Borç / vade yapısı Faiz – oran Kısa vadeli borçların faizi	Kiralama yapıları Önemli kiracılar Portföy çeşitlendirmesi Kontrata bağlı kiralama artışları

**Kaynak:** Yetgin, 2002: 156.

GYO firmalarının ortaklık ve yönetin yapısı konusunda yapılan çalışmalar göstermektedir ki danışman kullanan ve profesyonel yönetim anlayışı ile yönetilen firmaların diğer firmalar göre daha az risk aldığı görülmektedir, araştırma sonuçlarına göre ortaklık yapısının piyasa performansını etkilediği görülmektedir (Yetgin, 2002: 156).

## 1.6. TÜRKİYE'DE GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI

Ülkemizde gayrimenkul yatırımının insanlar için önemi ve gayrimenkul yatırıma olan tutku göz önünde bulundurulduğunda GYO'nun önemini ortaya koymak daha da kolaylaşacaktır. Uzun bir geçmişe sahip olan Gayrimenkul yatırım ortaklıkları ülkemizde kısa bir geçmişe sahiptir. Bu da beraberinde bir takım sorunların doğmasına sebep olmuştur. Bu sorunların en önemlisi olan yüksek

enflasyon ve faiz ortamı nedeniyle kullanımı mümkün olmayan uzun vadeli kredilerde qitfalarında yaşanan sıkıntı göze çarpmaktadır. Ekonomik büyümeye katkı sağlayan sektörlerin başında gelen gayrimenkul sektörünün, enflasyon ve faizlerin düşmesi ile birlikte portföy yapılarındaki değişiklikler dikkat çekicidir (Kaçira, 2009:8).

GYO'ların Türkiye'deki ilk beş yıllık sürecinde GYO'ların kuruluşlarının düzenlenmesinde gözetilen amaçlara ulaşamadığı görülmektedir. Buna rağmen, 1997 yılında iki GYO'nun toplam pazar değeri 15 milyar TL iken (Hayta, 2009: 14) 2018 yılı sonu itibariyle 19.362.622.399 TL olmuştur

Geçmişe bakıldığında nüfusun artması ile beraber Türkiye'de gayrimenkule olan yatırımların batılı ülkelere nazaran daha popüler bir yatırım aracı olarak işlem görmeye başladığı ve fiyatların yüksek olduğu gözlemlenmiştir. Bu durumun sebepleri şöyle sıralanabilir:

- Sosyal güvenlik sistemlerindeki çarpıklıklar,
- Gelişime açık alan üretilmemesi,
- Halkın yeni finansal araçlara güven duymaması
- Gayrimenkul yatırımının enflasyondan korunmak için kullanılması
- Gayrimenkulün kredi karşılığı teminat olarak kullanılması

(Gündüz, 2001: 23).

"GYO'lar ülkemizde ilk olarak 1998 yılında SPK'nın çıkardığı tebliğle birlikte tebliğ kapsamında faaliyette bulunmak üzere başka şirketlerden dönüşmeye başlamışlardır. İlk düzenleme tarihinden sonra GYO'ların gerek aktif ve gerekse piyasa değerleri açılarından oldukça hızlı geliştikleri gözlemlenmiştir" (Erdoğan, 2008: 40)

Ülkemizde faaliyet gösteren ve BİST'e kayıtlı GMYO Tablo 5'te gösterilmiştir.

**Tablo 6.** Borsa İstanbul’da Kayıtlı Olan Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları

ŞİRKET BAZINDA GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ GENEL BİLGİLERİ		2018				
Ortaklığın Unvanı		Portföy Dağılımı %				Piyasa Değeri (TL)
		Gayrimenkul Yatırımları	İştirakler	Para Sermaye Piyasası Araçları	ve Diğer	
1	AKFEN GAYRİMENKUL Y.O.	80,24	11,31	0,05	8,41	303.600.000
2	AKİŞ GAYRİMENKUL Y.O.	92,60	2,13	1,63	3,65	1.101.035.136
3	AKMERKEZ GAYRİMENKUL Y.O.	70,91	0,00	15,57	13,52	610.011.680
4	ALARKO GAYRİMENKUL Y.O.	52,10	0,63	44,75	2,52	478.433.666
5	ATA GAYRİMENKUL Y.O.	77,72	0,00	14,41	7,86	95.237.500
6	ATAKULE GAYRİMENKUL Y.O.	87,16	0,00	0,22	12,62	344.190.000
7	AVRASYA GAYRİMENKUL Y.O.	67,48	0,04	20,00	12,48	63.360.000
8	DENİZ GAYRİMENKUL Y.O.	81,86	0,00	4,17	13,97	152.000.000
9	DOĞUŞ GAYRİMENKUL Y.O.	96,73	0,00	0,09	3,18	700.536.428
10	EMLAK KONUT GAYRİMENKUL Y.O.	66,93	1,27	1,93	29,87	5.700.000.000
11	HALK GAYRİMENKUL Y.O.	91,05	0,00	1,10	7,85	600.600.000
12	İDEALİST GAYRİMENKUL Y.O.	75,65	8,81	0,80	14,73	16.300.000
13	İŞ GAYRİMENKUL Y.O.	92,76	0,06	1,04	6,14	1.035.450.000
14	KİLER GAYRİMENKUL Y.O.	70,17	5,41	0,24	24,18	217.000.000
15	KÖRFEZ GAYRİMENKUL Y.O.	73,01	0,00	17,08	9,91	80.520.000
16	MARTI GAYRİMENKUL Y.O.	79,75	14,98	0,03	5,24	71.500.000
17	MİSTRAL GAYRİMENKUL Y.O.	93,65	0,05	0,52	5,79	205.355.777
18	NUROL GAYRİMENKUL Y.O.	83,72	0,00	1,68	14,60	168.000.000
19	ÖZAK GAYRİMENKUL Y.O.	74,40	4,18	15,77	5,65	527.500.000
20	ÖZDERİCİ GAYRİMENKUL Y.O.	90,76	0,00	1,30	7,94	587.500.000
21	PANORA GAYRİMENKUL Y.O.	94,04	0,01	3,10	2,86	364.530.000
22	PEKER GAYRİMENKUL Y.O.	43,18	7,43	0,98	48,41	1.464.924.000
23	PERA GAYRİMENKUL Y.O.	94,03	1,49	0,11	4,37	68.607.000



24	REYSAŞ GAYRİMENKUL Y.O.	86,63	2,89	4,17	6,32	169.740.001
25	SERVET GAYRİMENKUL Y.O.	72,84	9,35	0,52	17,29	244.400.000
26	SİNPAŞ GAYRİMENKUL Y.O.	73,93	1,70	0,16	24,21	323.081.570
27	TORUNLAR GAYRİMENKUL Y.O.	92,91	2,84	1,66	2,58	1.510.000.000
28	TREND GAYRİMENKUL Y.O.	88,85	0,00	1,51	9,64	38.100.000
29	TSKB GAYRİMENKUL Y.O.	95,69	0,00	2,87	1,44	246.000.000
30	VAKIF GAYRİMENKUL Y.O.	62,60	0,00	8,44	28,96	447.750.000
31	YAPI KREDİ KORAY GAYRİMENKUL Y.O.	84,87	0,24	9,20	5,70	68.800.000
32	YENİ GİMAT GAYRİMENKUL Y.O.	85,43	0,00	13,92	0,65	1.295.078.400
33	YEŞİL GAYRİMENKUL Y.O.	61,56	17,96	0,00	20,47	63.481.241
	ORTALAMA	79,85485	2,811515	5,727879	11,60636	586746133,3

Tablo 5’de görüldüğü üzere 2018 yılı sonu itibariyle BİST’e kayıtlı 33 GMYO firması mevcuttur. GMYO’ların portföy dağılımları incelendiğinde ağırlıklı olarak (%79,8) Gayrimenkul yatırımlarının olduğu görülmektedir.

GYO’lara ilişkin hukuki altyapı TTK’da bulunmamaktadır. GYO’lara ilişkin hukuk alanındaki ilk düzenlemenin çerçevesini 3794 sayılı Kanun’la değişik 2499 sayılı SPKanunu’nda yer alan maddeler belirlemiştir. Yatırım ortaklıklarının türleri de bu Kanunun 35’inci maddesinde sayılmış ve böylece aynı zamanda bir GYO’nun kurulmasına imkan sağlanmış, portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunabilmek için SPK’ya başvurulması gerektiği belirtilerek GYO faaliyetini yürütebilmenin izin merciinin de SPK olduğuna işaret edilmiştir (Güven, 2006:22).

## 1.7. DÜNYADA GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI

GYO’lar Massachusetts Business Trust (yatırım ortaklıkları) olarak bilinmekte olup tasarruf sahiplerinin gelir getiren gayrimenkullere yatırım yapmasına olanak sağlamak için kurulmuşlardır. İlk GYO, 1852 yılında anonim şirketlerin gayrimenkul edinmelerini sınırlayan eyalet kanunlarına tepki olarak gayrimenkul endüstrisinden daha fazla pay almak isteyen bir grup işadama tarafından Boston’da The Massachusetts Trust adıyla kurulmuş ve zamanla diğer bölgelere de yayılmıştır. 19. yüzyıl boyunca çeşitli yatırım faaliyetleri için kullanılan business trustlar 20.

Yüzyılın başlarında özellikle gayrimenkul yatırımları için kullanılmıştır (Şahin, 2010: 51).

### **1.7.1.ABD’de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları**

GYO’lar (Real Estate Investment Trusts-REITs) ilk kez ABD Kongresi’nin 1960 yılında aldığı bir karar neticesinde sermaye piyasalarında görülmeye başlanmıştır. Kongre aldığı bu kararlar, küçük yatırımcıların yatırımlarını gayrimenkullerde ve gayrimenkul projelerinde değerlendirme yolunu açmıştır. GYO’ların kurulma yolunun açılması ABD’nde gayrimenkul piyasasında bir dönüm noktası olmuş ve bu ortaklıklar ülkenin gayrimenkul piyasasının liderleri konumuna gelmiştir (Çolak ve Alıcı, 2001: 5).

REIT endüstrisi 1960 tarihindeki yasadan sonra gelişim göstermiştir. REIT’lerin portföy büyüklükleri 1968’de 1 Milyar Dolar civarındayken 1974’de toplam portföy büyüklüğü 20 Milyar Doları aşmıştı. Faiz oranlarının yükselmesiyle birlikte REIT’lerin ekonomik performansları büyük ölçüde sarsılma göstermiştir. Bu nedenle REIT’lerin gayrimenkul işletmeleri veya yönetmeleri yasaklanmıştır.

Fakat sonraki zamanlarda yeniden yapılanma dönemine girildi. Gayrimenkul yatırımları “gelir” merkezli olmaya itilmiştir. Bu yenilikler REIT’lerin hızla toparlanmasını sağlamıştır (Erdoğan, 2008: 21).

ABD’deki yasalara göre GYO’lar en sade tanımıyla apartman, alışveriş merkezi, ve ofis gibi gelir oluşturan gayrimenkullere yatırım yapan ve bunların işletmesini üstlenen kurumlardır. Bazı GYO’lar geliştirici (developer) rolünü de üstlenebilirler. Fakat GYO’ların diğer kurumlardan en ayırt edici özellikleri vergilendirilebilir gelirlerinin %95’ini hissedarlarına kar payı olarak dağıtmak zorunda olmalarıdır (Özus, 2001: 89).

“Amerika Birleşik Devletleri’nde geçerli olan hukuk sistemi Common Law’a dayalı iş ortaklıkları 19.yüzyılda çeşitli yatırım faaliyetlerinde kullanılmış ve büyüyen gayrimenkul endüstrisinde kazanç sağlamak için The Massachusetts Trusts adıyla ilk örgütlenmeler ile gündeme gelmişlerdir” (Kaçira, 2009: 4).

Business trustlar, 1913’den 1935’e kadar vergi yasaları tarafından korunmuş ve anonim ortaklıklardan farklı olarak pay sahiplerine dağıttıkları kazançları

üzerinden vergilendirilmişlerdir. 1935’de ABD Yüksek Mahkemesi (*supreme court*) “Morrisey v.

Commissioner” kararında business trustlerin anonim ortaklık ile benzer olduğuna ve kurumlar vergisi ödemeleri gerektiğine karar vermiştir. Böylece business trustların sayısında bir duraklama olmuş yeni kurulan ortaklıklar business trust şeklini tercih etmemeye başlamışlardır (Uyar, 2009: 41).

1950’lerin sonunda, ABD Kongresi, bireysel yatırımcıların tasarruflarının bir araya gelmesinin, büyük ölçekli gayrimenkul projelerine kaynak temin edilmesinin ve bu kaynakların ofis binaları, alışveriş merkezleri, apartman kompleksleri ve diğer gayrimenkuller yoluyla yatırıma dönüşmesinin ulusal ekonominin büyümesini olumlu etkileyeceğini düşünerek bir düzenleme yapmaya karar vermiştir. Hukuki altyapının sağlanmasına ilişkin çalışmalar yapılmış ve Ulusal Gelir Kanununda 1960 yılında Başkan Eisenhower’ın imzasıyla ABD’deki GYO’lar, 1 Ocak 1961’den itibaren REIT kanunuyla yürürlüğe giren değişiklikle ortaya çıkmıştır (Şahin, 2010: 51).

GYO 1970 yıllarında Sermaye Piyasasında ilk kez işlem görmeye başlamışlar ve yatırımcılarına yüksek düzeyde kazanç sağlamayı başarmışlardır.

1990’lı yılların başlarında gayrimenkul sektöründeki ekonomik durgunluğun asılmasıyla GYO'lara sermaye akışı başlamış ve 1991 yılında GYO'lar halka açılmıştır. GYO'lar borçtan ziyade özsermayeye dayalı olarak kurulmaya başlamışlardır. 1990'dan 1997'nin sonuna doğru GYO'ların sayısı 58'den 30'ü'e yükselmiştir. ABD'de halka açık GYO'ların oluşturduğu pazar,

2000 yılında toplam 210 GYO'nun oluşturduğu, 350 milyar dolarlık bir varlık portföyüne ve 150 milyar dolarlık piyasa değerine ulaşmıştır (Pekalp, 2013: 54).

ABD'de ikincil ipotek piyasası ve menkul kıymetlerinde yaşanan canlılık ve gelişme, yeni fon kurumlarının kurulmasına yol açmıştır. Örneğin gayrimenkul portföylü yatırım fonları, GYO'lar gibi portföylerinde daha çok garantili sertifika ve menkul kıymetler tutan yatırım fonları ile son yıllarda yeni MBS (Mortgage Backed Securities) ipotek destekli menkul kıymetlere ağırlık vermektedir (Yetgin, 2006: 261).

### 1.7.2. Avrupa’da Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları

Avrupa’da GYO ilk kez Hollanda’da (1969) ortaya çıkmıştır. Ardından Belçika (1995), Fransa (2003), İngiltere (2007), Almanya (2007) ve İtalya’da (2007) GYO’lar kurulmuştur. ABD’deki GYO’ların, 1990’lı yıllarla birlikte gayrimenkul piyasalarındaki önemlerinin anlaşılmaya başlamasıyla ve büyük piyasa değerlerine ulaşmaları, Avrupa’daki bazı ülkeleri GYO’larla ilgili düzenlemeleri yapmaya yöneltmiştir. Her ülkenin kendi özerk özelliklerinin olmasının yanında aynı tip yatırımcılar için rekabet ettiklerinden ortak özellikleri de mevcuttur (Turnacıgil, 2012: 25).

Avrupa’da GYO’ların gelişmesi daha geç tarihlerde olmuştur ve ABD’deki kadar yaygınlık kazanmamıştır. Bunda ABD’de uygulanan vergi teşviklerinin Avrupa’da uygulanmıyor olması oldukça etkilidir (Özus, 2001: 92).

Gayrimenkul yatırım fonları ve özel gayrimenkul şirketleri Avrupa gayrimenkul piyasalarına GYO’lardan önce hakim olmuştur. ABD’deki GYO’ların büyük piyasa değerine ulaşması 1990’lı yıllarla beraber önem kazanmış ve Avrupa’daki birçok ülkeyi GYO ile ilgili düzenleme yapmaya yöneltmiştir.

2005 yılında Fransa’da GYO modelinin uygulanmaya başlanması ile Avrupa Birliği üyesi ülkelerde tartışmalar büyümeye başlamıştır. Belçika, Hollanda, Lüksemburg ve Fransa’da uygulanan modelin, diğer üye ülkelerin mevzuatına dahil edilmesi yönünde çalışmalar devam etmektedir. Günümüzde Almanya, İngiltere kendi ekonomilerinde verimliliği artırmak ve küçük yatırımcıların gayrimenkul yatırımlarına iştirakini olanaklı kılmak için modelin altyapısı konusundaki çalışmalara hız vermişlerdir.

Bir GYO, işletim lisansı alabilmek için yatırım politikası ve sermaye kullanımının tanımını eksiksiz olarak Sermaye Piyasası Komisyonuna sunmalıdır. Yunanistan’da kurulan bir GYO, kuruluşundan sonraki bir yıl içinde halka açılmak için Atina Borsasına veya AB menkul kıymetler borsasına başvurmak zorundadır. GYO’ların toplam varlıklarının en az %80’i gayrimenkullerden oluşmalıdır (Turnacıgil, 2012: 27)

### 1.7.3. Asya’da Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları

“Asya ve Pasifiklerde GYO’larla ilgili ilk düzenlemelerin Avustralya’da 1985 yılında yapıldığı görülmektedir. Asya ülkelerine göre uzun bir geçmişi olan Avustralya’daki GYO’lar, özellikle 1990’lı yıllarda önemli gelişmeler göstermiş ve gayrimenkul yatırımcıları tarafından tercih edilen yatırım araçları olmuşlardır. Asya’daki ülkeler ise GYO’larla ilgili düzenlemeleri ancak 2000’li yıllardan sonra gerçekleştirmişlerdir” (Hayta, 2009: 33).

Japonya’da GYO, Kasım 2000’de başlamıştır. Tokyo Menkul Kıymetler Borsası da Mart 2001’de izlemeye devam etmiştir. Japonya Eylül 2001’de Asya’da iki gayrimenkul ortaklığına sahip olan ilk ülke olmuştur (Pekalp, 2013: 56).

“Singapur’da GYO.’lar ilk defa Mayıs 1999’ Singapur Merkez Bankası tarafından temize çıkarılmıştır. Singapur’da ilk GYO.’nun kurulması 3 yıldan fazla sürmüş, ilk ortaklık Temmuz 2002 yılında işlem görmüştür. Güney Kore ise 2001 yılında GYO ile tanışmıştır” (Mert, 2012: 26).

Sonuç olarak; gayrimenkul yatırım ortaklıkları Sermaye Piyasası kurumlarından biri olarak, finansman kaynağı konusundaki sorunları aşmak ve gayrimenkul yatırımlarını hızlandırmak amacıyla yapılan çözüm arayışları sonucunda ortaya çıkmıştır.

GYO, sermaye piyasası araçları yoluyla halkın küçük tasarruflarını bir havuzda toplayıp, başta büyük gayrimenkul projeleri olmak üzere, gayrimenkul finansmanına yönlendirme amacına yönelik olarak düşünülmüşlerdir. Aynı zamanda gayrimenkullerin menkul kıymetleştirilmesi ve ekonomiye kazandırmaları hedeflenmiştir (Kaçira, 2009: 173).

GYO’lar her şeyden önce bireylerin küçük miktarlı fonlarını birleştirerek çok büyük ölçekli projelere yatırım yapılmasını sağlayan kurumlardır. Böylece, büyük tutarlı bir gayrimenkule ya da gayrimenkul projesine herhangi bir şekilde yatırım yapması ya da ortak olması mümkün görülmeyen bir bireysel yatırımcı, gayrimenkulün gelirin ortak olabilmektedir. Benzer şekilde, söz konusu gayrimenkulün likidite dilmesi, bir başka deyişle, paraya çevrilmesinde bireysel olarak karşılaşılabileceği zorluklardan kurtulmuş olmaktadır. Çünkü bir GYO

yatırımcısı, sahip olduğu hisse senetlerini Borsa aracılığıyla kolaylıkla elden çıkarabilmektedir (Çolak ve Alıcı, 2001: 98).

Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı sektörünün piyasa değerinin gelecekte büyük boyutlara ulaşacağı beklentisi ile ihtiyaç duyulacak eğitimli personelin yetiştirilmesi amacıyla, sigortacılık ve bankacılık sektörlerine yönelik yapılan eğitim programları gibi gayrimenkul konusunda sektöre has müfredat oluşturularak üniversiteler tarafından programlar oluşturulmasının, üzerinde durulması gereken hususlar arasında olduğu düşünülmektedir (Yetgin, 2001: 186).

## **1.8. LİTERATÜR TARAMASI**

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının, öneminin artmasına bağlı olarak, bu firmaların performanslarını inceleyen çalışmaların sayısında önemli artış olduğu gözlenmektedir. Aşağıda Türkiye’de Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının performanslarını inceleyen bazı çalışmalar özetlenmiştir.

Bahtiyar (1992), yaptığı çalışmada Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının önemi, yararları ve bağlı oldukları hükümler makalenin amacını oluşturmaktadır. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının yararları, ülke ekonomisi ve devlet açısından ve yatırımcılar açısından değerlendirilmiştir

Yetgin (2002), çalışmada gayrimenkul yatırım ortaklıklarının performans değerlemesi incelenmiştir. Çalışmanın esasını oluşturan GYO performansının ölçümü model uygulaması noktasında, performans ölçüm ve yönetiminin son on yılda büyük değişiklik gösterdiği vurgulanmıştır. Geleneksel ve modern performans ölçüm modelleri kıyaslandığında geleneksel yöntemlerin finansal performans odaklı olduğu görülmüştür. Bu ihtiyaçlar doğrultusunda Balanced Scorecard performans ölçüm ve yönetim modeli ihtiyaçlara büyük ölçüde cevap verebilecek bir model olduğu görülmüştür. Bu anlamada BSC performans ölçüm ve yönetim modeli ihtiyaç duyulan bu boşluğu doldurabilecek ve bunun ötesinde mikro ölçekte işletmelerin makro ölçekte ekonominin daha etkin ve şeffaf işletilmesine katkıda bulunacağı belirtilmiştir.

Yetgin (2006) yaptığı çalışmada Dünyada Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ABD, Avrupa Birliği ve Malezya uygulamaları üzerine yaptığı değerlendirmede

ABD'de uygulanmaya başlanan GYO modelinin, AB'nde yapılan çalışmalar ve gelişmeler hakkında bilgi verilmekte, islam ülkelerinin bu model veya yatırım aracı ile ilgili geldiği nokta incelenmekte ve değerlendirilmektedir.

Şarkaya (2007), çalışmasında GYO'ların ulusal ve uluslararası piyasalardaki işleyişi yapısal olarak incelenmiş, Türkiye'deki GYO'ların sektör analizi yapılarak GYO'ların ekonomik katkıları vurgulanmıştır.

Kaçıra (2008), çalışmasında Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının doğduğu ülke olan Amerika'daki tarihsel gelişimi anlatılmış, kuruluş esas ve işlemleri belirtilmiştir. Uzun vadeli konut finansman sistemi (mortgage) bakımından ortaklığın rolü ortaya konmuş ve ortaklığın tabi bulunduğu mevzuata aykırılık durumları ve yaptırımları irdelenmiştir.

Çıtak (2008), çalışmasında Türkiye'deki menkul kıymet yatırım ortaklıklarının etkinliklerini Veri Zarflama Analizi (VZA) ile değerlendirmiştir. Çalışmada CCR ve BCC veri zarflama modelleri kullanılmıştır. 2005-2007 yılını kapsayan çalışmada menkul kıymet yatırım ortaklıklarının faaliyet etkinsizlikleri, ölçek etkinsizliğinden kaynaklanmaktayken, son dönemde ölçek etkinliklerini arttırarak daha etkin hale geldikleri ortaya çıkmıştır.

Hayta (2009), çalışmasında, Türkiye'deki gayrimenkul yatırım ortaklıklarının performansını incelemiştir. Çalışma sonucunda gayrimenkul yatırım ortaklıklarının 2002-2008 yılları arasında istatistiki olarak başarılı performans gösterdiklerine ilişkin anlamlı herhangi bir bulguya ulaşılmamıştır.

Türkmen (2011), İMKB'de işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıklarının finansal etkinliklerinin veri zayıflama analizi ile değerlendirilmesi incelenmiştir. Analizde 2007-2010 yıllarında etkin olan işletmeler belirlenmiş, etkin olmayanlar için potansiyel iyileştirme oranları ortaya konmuştur.

Uluyol ve Türk (2013), çalışmalarında Borsa İstanbul'da (BİST) işlem gören 56 işletmenin 2004-2010 yıllarını içeren dönemdeki finansal verileri incelenmiş ve çalışmada iki farklı model kurularak analiz yapılmıştır. Değişkenler arasındaki ilişki panel veri analizi kullanılarak araştırılmıştır.

Özcan (2013), çalışmada Borsa İstanbul'da işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklarının performanslarındaki değişimlerin tespiti amaçlanmaktadır. Performans ölçümünde balanced scorecard yöntemi ile bağlantılı olarak finansal oranların kullanılması bakımından özgünlük söz konusu olmaktadır. Ölçüm dört yaklaşımdan üzerinden gerçekleştirilmektedir. Bunlar; finansal performans, müşteri performansı, iç süreç performansı ve öğrenme ve büyüme performansı olarak sıralanabilir. GYO'ların sektör içerisindeki durumlarına bakıldığında sürekli bir değişim bulgusuna ulaşılmıştır. Bu durum, aynı firmaların her yıl performans konusunda sektörde öncü olmadığını ortaya koymaktadır.

Kayalidere (2013), yaptığı çalışmada finansal kurumlarda muhasebe bilgileri ile firma piyasa değeri arasındaki ilişki düzeyini araştırmıştır. 2005-2011 dönemini kapsayan çalışmada nisan ayı sonu itibariyle piyasa fiyatları alınmıştır. Analizleri sektörel ve yıllık bazda çeşitlendirilen çalışmanın bulguları, genel olarak değer ilişkisi bağlamında ampirik olarak muhasebe bilgilerinin önemini desteklemektedir.

Deran, ve diğerleri (2013), İMKB' de işlem gören menkul kıymet yatırım ortaklıkları ve gayrimenkul yatırım ortaklıklarının finansal performansları karşılaştırılmıştır. Aktif Karlılığı, Öz Sermaye Karlılığı, Hisse Başına Kar ve Piyasa Değeri/Defter Değeri oranları kullanılmış ve elde edilen oranlar “Bağımsız Örneklem t Test”i ve “Mann-Whitney U Test”i kullanılarak incelenmiştir. İnceleme sonucunda, 2009 yılında anlamlı bir farklılığın olduğu ve Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının aktif karlılığı ve öz sermaye karlılığının, Gayrimenkul Yatırım Orta

Şahin (2014), yaptığı çalışmada 2002- 2011 dönemi aylık verilerini kullanarak, GYO endeksi ile firmaya özgü bazı değişkenler arasında ilişki olup olmadığını tespit etmektedir. Elde edilen sonuçlara göre portföy büyüklüğü ile GYO getirisi arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğu, defter değeri / piyasa değeri ile GYO getirisi arasında ise anlamlı bir ilişki olmadığı, fiyat / kazanç değeri ile GYO getirisi arasında ise anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki olduğu ortaya çıkmıştır.

Demireli, ve diğerleri (2014), çalışmalarında 1998 ile 2010 yılları arasında İşletme Sermayesi Ve Performans Göstergeleri Arasındaki İlişkileri Borsa İstanbul üzerine yapılan uygulamada incelemişlerdir. Analizde 5 sektörün ortalamalarının karşılaştırılması dikkate alınmış ve panel regresyon yöntemi kullanılmıştır. Yapılan



panel regresyon analizinde oranlar arasındaki ilişkinin istatistikî açıdan anlamlı oldukları tespit edilmiştir.

Aytekin ve Kahraman (2015), çalışmalarında Borsa İstanbul Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları endeksinde işlem gören şirketlerin finansal etkinliklerinin veri zarflama analizi yöntemi ile değerlendirilmiş, analizde 2008-2012 yıllarında kullanılan veriler sonucunda şirketlerin etkinlik değerleri hesaplanmış, etkin olmayan şirketler için ise girdi değişkenleri açısından referans kümesi ve hedef değere göre oluşturulan potansiyel iyileştirme oranları verilmiştir.

Özkok (2015), çalışmada, Borsa İstanbul'da işlem gören Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının performanslarındaki değişimlerin tespiti amaçlanmaktadır. Performans ölçümünde finansal oranlar ile hisse senedi getirisi arasındaki ilişkinin incelenerek kullanılması bakımından özgünlük söz konusu olmaktadır. Ölçüm dört yaklaşım üzerinden gerçekleştirilmektedir. Bunlar; Aktif Karlılığı performansı, Ödeme Gücü performansı, Faiz karşılama performansı ve Hisse Senedi Getirisi performansı olarak sıralanabilir. GYO'ların sektör içerisindeki durumlarına bakıldığında sürekli bir değişim bulgusuna ulaşılmıştır.

Karakaya (2017) çalışmada Türkiye'deki Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Hisse Senedi Değeri ve Süper Etkinliği Arasındaki İlişki incelenmiştir. Çalışmanın amacı ise Türkiye'deki GYO'ların etkinlikleri ve hisse senedi değeri arasındaki ilişkinin ortaya konmasıdır. Çalışmada GYO'ların 2015 yılı etkinlikleri Veri Zarflama Analizi (VZA) ile incelenmiştir. GYO'ların süper etkinlik skorları ile borsa performansı arasında pozitif kuvvetli bir ilişkinin olduğunu ortaya konmuştur.

Temizel ve Lafdal (2017), Bu çalışmada şirketlerin internet sitelerini yatırımcı ilişkileri yönetimi adına nasıl kullandıklarına ilişkin bir araştırma yapılmıştır. Çalışmada incelenen şirketler Türkiye'de gayrimenkul yatırım ortaklığı alanında faaliyet gösteren Borsa İstanbul'da pay senetleri işlem gören şirketlerdir. Bu şirketlere ait internet siteleri üzerinden yatırımcı ilişkileri uygulamalarındaki başarıya dair inceleme yapılmıştır. Tüm şirketleri içeren sonuçların yorumlanması ile gayrimenkul yatırım ortaklığı sektöründe web tabanlı yatırımcı ilişkilerinin genel bir değerlendirilmesi yapılmıştır.

Çelik ve Manan (2018), çalışmalarında, Borsa İstanbul'da (BİST) işlem gören GYO'ların 2007 – 2016 yılları arasındaki verilerini risk ve performans açısından analiz etmeyi amaçlamışlardır. Araştırmada yatay kesit çoklu regresyon modeli kullanılmıştır. Araştırma sonucu GYO'ların risk ve performanslarının anlamlı olduğunu göstermektedir.

Kandır ve Özhan (2018), çalışmalarının amacı, Borsa İstanbul'da (BİST) işlem gören Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO) pay getirilerini etkileyen faktörlerin araştırılmasıdır. Çalışma, 2010:2 – 2018:6 dönemleri arasında BİST'de kayıtlı 16 GYO ile yürütülmüştür. Çalışmanın yöntemi olarak basit regresyon modeli kullanılmıştır. Kullanılan regresyon modelinde GYO pay getirileri bağımlı değişken; Borsa İstanbul 100 Endeksi (BİST 100) ve Konut Fiyat Endeksi (KFE) bağımsız değişkenler olarak tanımlanmıştır. Analiz sonucunda BİST 100 endeksinin istatistiksel bakımdan önemli tahmin gücüne sahip olduğu belirlenmiştir. Diğer yandan, KFE'nin GYO pay getirileri üzerinde istatistiksel bakımdan önemli bir etkisi olmadığı sonucuna varılmıştır.

Özcan (2018), GYO'larla ilgili olarak yapılan bu çalışmanın amacı, 2013-2017 yılları arasında Türkiye'de borsada işlem gören GYO'ların finansal performanslarının ölçülmesidir. Yapılan çalışma sonunda incelenen yıllar arasında sektörün en başarılı olduğu yılın 2014 yılı olduğu görülmüştür. Sektörde yer alan firmaların başarı durumuna bakıldığında ise 2013 yılında İdeal GYO, 2014 yılında Körfez GYO, 2015 yılında Vakıf GYO, 2017 yılında Panora GYO performansı en yüksek şirket olmuştur.

Yetgin ve İçten (2018), Çalışmalarında, Borsa İstanbul (BİST)'da işlem gören 31 GYO incelenmiştir. 2007-2016 yıllarına ilişkin finansal performans kriterleri TOPSIS yöntemiyle incelenmiş ve analiz edilmiştir. Çalışma sonucunda bahsedilen yıllar içerisinde 2007 yılında finansal performansın en üst düzeyde olduğu ve 2007 yılından sonra her geçen yıl azalarak 2012 senesinde en düşük seviyeye düştüğü görülmüştür. Bu yıldan sonra da 2016 senesine kadar artarak 2016 yılında tekrar azaldığı tespit edilmiştir.

Yılmaz ve İçten (2018), Bu çalışmada, Borsa İstanbul'da işlem gören GYO'ların 2007-2016 yıllarındaki finansal performansı incelenmiştir. Çalışmada TOPSIS yöntemi kullanılmış ve sektörün performans gelişimi analiz edilmiştir.

Çalışma sonucunda, sektörün nakit yaratma gücünün 2009 yılında performansının en üst seviyesine ulaştığı, 2010 yılından itibaren azaldığı, 2015 yılından sonra ise tekrar bir toparlanma sürecine girdiği görülmektedir.

Gümüş ve Çıbık (2018), çalışmalarında Borsa'da işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklığı işletmelerinin birleşik oran analizi (dupont) yöntemiyle performansının ölçülmesi incelenmiştir. Bu çalışmanın amacı, Dupont yöntemini kullanarak borsamızda işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklığı şirketlerinin içindeki 25 şirketin öz sermaye verimlilik analizlerinin yapılmasıdır. Çalışmada ilk olarak, birleşik oranlar sistemi olan Dupont yöntemi hakkında bilgiler verilmiş ve uygulaması gösterilmiştir. Daha sonra yukarıda 25 şirketin 6 yıllık verileri ile belirli oranları hesaplanmış sonrasında Dupont oranları ortaya konulmuştur. Yapılan bu analizler sonucunda, Dupont yöntemine göre öz sermaye verimliliği en iyi ve en kötü olan işletmeler belirlenmiştir.

Turnacıgil VE Doğukanlı (2018), Çalışmada, Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli (SVFM) ile, GYO endeksi getirileri ve BIST 100 endeksi getirileri arasındaki ilişki analiz edilmiş ve pozitif bir ilişki bulunmuştur. Bulunan pozitif ilişkinin derecesini belirlemek ve GYO endeksinin başka hangi makro değişkenlerle ilişkili olduğunu açıklamak üzere Vektör Otoregresif Model (VAR) yönteminden yararlanılmıştır. BIST 100 endeksi ile beraber, enflasyon oranlarının da dahil edildiği bu ölçümün sonuçlarına göre, GYO endeksi, BIST 100'de meydana gelebilecek bir şoka ilk tepkiyi ikinci ayda pozitif yönlü vermekte, denge seviyesine üçüncü ayda girmektedir. Enflasyon oranlarındaki olası şoka, GYO endeksinin verdiği tepki istatistiksel olarak anlamlı değildir.

Yılmaz (2019), çalışmasında gayrimenkul yatırım ortaklıklarının finansal performansı incelenmiştir. 2018 yılında Borsa İstanbul'da işlem gören GYO'lar TOPSIS yöntemi ile değerlendirilmiştir. Çalışmanın sonucunda GYO'lara ait performanslar tespit edilmiştir.

## İKİNCİ BÖLÜM

### GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ FİNANSAL PERFORMANSLARININ İNCELENMESİ: BORSA İSTANBUL ÜZERİNE BİR İNCELEME

#### 2.1. ÇALIŞMANIN AMACI

Bu çalışmanın amacı, 2010-2015 yılları arasında Borsa İstanbul'a kayıtlı olan Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının finansal performanslarını Borsa İstanbul ile karşılaştırmalı olarak incelemek ve böylece söz konusu yıllarda GMYO performansını ortaya koymaktır.

#### 2.2. ÇALIŞMANIN YÖNTEMİ VE ÖRNEKLEM

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının finansal performanslarını ortaya koymaya çalışılan çalışmada, analiz yapılan yıllarda Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren firmaların verilerinden yararlanılmıştır. Çalışmada kullanılan veriler, Kamuyu Aydınlatma Platformu'nun web sayfasından ([www.kap.gov.tr](http://www.kap.gov.tr)) elde edilmiştir. Çalışmada Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının ilgili yıllardaki karlılık, borçlanma oranları ile hisse senedi getirileri Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren farklı sektörlerdeki firma verileri ile karşılaştırmalı olarak incelenmiştir.

#### 2.3. ANALİZ SONUÇLARI

##### 2.3.1. Karlılık Oranları

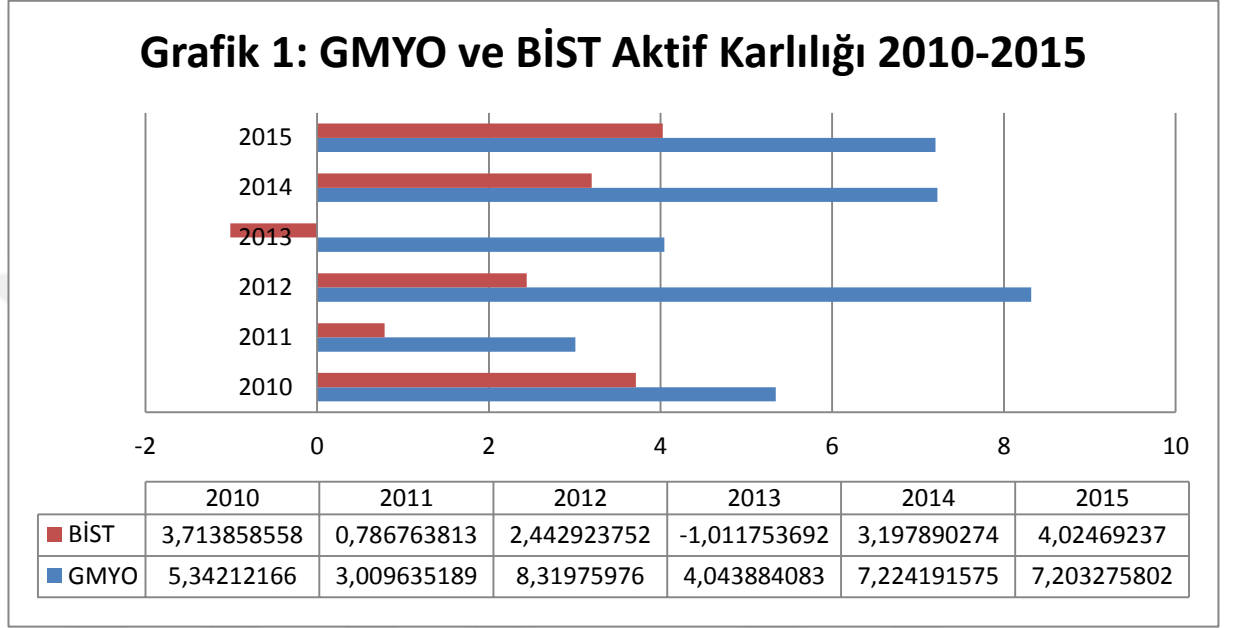
Çalışmanın bu kısmında, Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ile Borsa İstanbul'un 2010-2015 yıllarına ilişkin bazı karlılık oranları (Aktif Karlılığı, Öz Sermaye Karlılığı, Hisse Başına Kar, Net Kar Marjı ve Esas Faaliyet Kar Marjı) ortalamaları karşılıklı olarak incelenmiştir.

Karlılık oranları, bir firmanın toplam performansını göstermede kullanılan oranlardır. Diğer bir ifade ile bu oranlar, firmanın faaliyet döneminde kar sağlama açısından verimli olup olmadığını ve kar sağlama gücünü ortaya koyar. Çok sayıda karlılık oranı olmasına karşın bu çalışmada kullanılan karlılık oranları aşağıda yer almıştır.

### 2.3.1.1 Aktif Karlılığı

Bu oran, aktife yapılan yatırımın bir dönem içerisinde, ne oranda kar sağladığını, aktiflerin etkin kullanılıp kullanılmadığını ölçmekte kullanılır.

$$\text{Aktif Karlılığı} = \text{Net Kar} / \text{Toplam Aktifler}$$



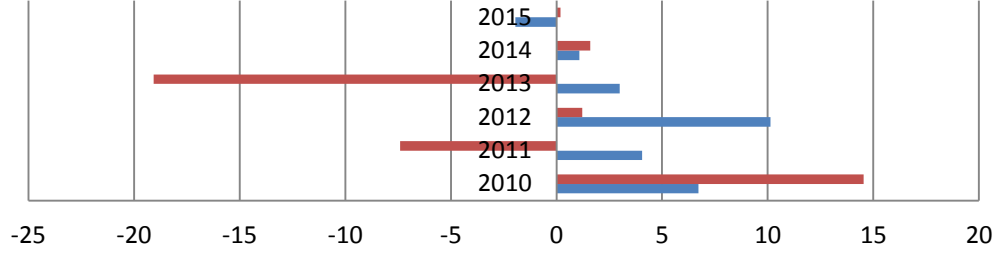
Grafik 1’de BİST’te kayıtlı GMYO ile BİST firmalarının 2010-2015 yıllarına ilişkin aktif karlılık oranları görülmektedir. Grafikten görüleceği üzere söz konusu yıllarda GMYO firmalarının, diğer BİST’te kayıtlı firmalara göre aktif karlılığının daha yüksek olduğu görülmektedir. Diğer bir ifade ile söz konusu yıllarda GMYO firmaları BİST firmalarına göre aktif karlılığı anlamında daha yüksek bir performans göstermiştir. Tablo 6’da GMYO ile BİST firmalarının aktif karlılık ortalamaları arasındaki farkı gösteren t testi sonuçları da incelendiğinde aradaki farkın istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir.

### 2.3.1.2 Öz Sermaye Karlılığı

Öz sermaye karlılık oranı; ortaklarca firmaya yapılan yatırımın etkin kullanılıp kullanılmadığının göstergesidir. Bu oranın aktif karlılık oranından farkı, finansal kaldıraç seviyesinin etkisidir. Finansal kaldıraç iyi kullanılmışsa öz sermaye karlılık oranı yüksek olur. Yatırımcılar bu orana ağırlık verirler (Okka, 2009: 123).

$$\text{Öz Sermaye Karlılığı} = \text{Net Kar} / \text{Öz Sermaye Toplamı}$$

## Grafik 2 : GMYO ve BİST Öz Sermaye Karlılığı 2010-2015



	2010	2011	2012	2013	2014	2015
■ BİST	14,5323942	-7,400200715	1,21470522	-19,06882553	1,599802787	0,185087989
■ GMYO	6,719470331	4,047866943	10,12686216	2,995878636	1,083848586	-1,947327694

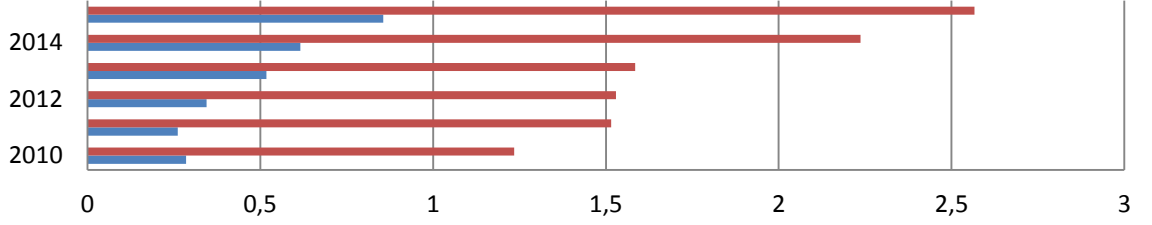
Grafik 2’de BİST’te kayıtlı GMYO ile BİST firmalarının 2010-2015 yıllarına ilişkin öz sermaye karlılık oranları görülmektedir. Grafik sonuçları incelendiğinde genel olarak GMYO firmalarının, diğer BİST firmalarına göre öz sermaye karlılıklarının daha yüksek olduğu söylenebilir. Özellikle 2011, 2012 ve 2013 yıllarında GMYO firmalarının öz sermaye karlılık oranlarının BİST firmalarına göre yüksek olduğu görülmektedir. Buna karşın 2010 ve 2015 yıllarında ise BİST firmalarının öz sermaye karlılık performanslarının GMYO firmalarına göre daha yüksek olduğu söylenebilir. T testi sonuçlarına bakıldığında ise bu oran özelinde istatistiksel olarak anlamlı bir farklılığın olmadığı görülmektedir.

### 2.3.1.3 Hisse Başına Kar

“Bu oran firmanın vergiden sonraki net karının, hisse senedi sayısına bölünmesiyle hesaplanır. Hisse başına karın yüksekliği, hisse başına temettünün yüksekliğine ve bu da hisse senetlerinin pazar fiyatının yüksekliğine sebep olur. Dolayısıyla ortakların varlıkları artar” (Okka, 2009: 123).

$$\text{Hisse Başına Kar} = \text{Net Kar} / \text{Hisse Senesi Sayısı}$$

**Grafik 3 : GMYO ve BİST Hisse Başına Kar  
2010-2015**



	2010	2011	2012	2013	2014	2015
■ BİST	1,234860322	1,515294198	1,529060402	1,584968427	2,236867788	2,566384101
■ GMYO	0,28546186	0,261714173	0,344354023	0,517875816	0,61569402	0,855447718

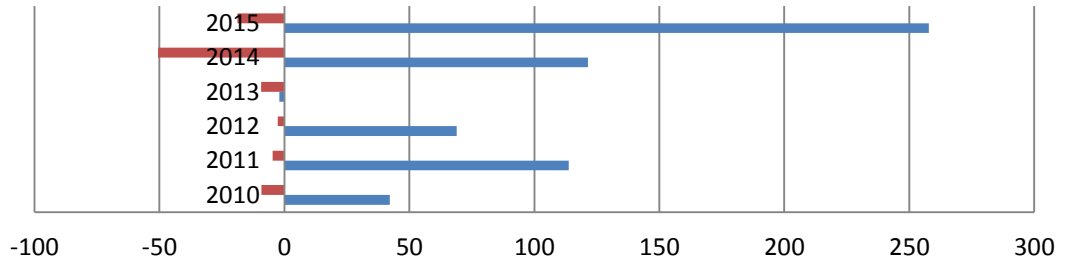
Grafik 3’de BİST’te kayıtlı GMYO ile BİST firmalarının 2010-2015 yıllarına ilişkin hisse başına karlılık oranları görülmektedir. Grafikten görüleceği üzere söz konusu yıllarda BİST firmalarının, GMYO firmalarına göre hisse başına karlılık oranlarının daha yüksek olduğu ve aradaki farkında istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir.

#### 2.3.1.4 Net Kar Marjı

Bu oran satılan her liralık malın yüzde kaçının vergiden sonraki net kar olduğunu gösterir. Bu noktaya kadar bütün giderler yapıldığı için net kar şirkete bir katkı mahiyetindedir (Okka, 2009: 123).

$$\text{Net Kar Marjı} = \frac{\text{Net Kar}}{\text{Satışlar}}$$

**Grafik 4 : GMYO ve BİST Net Kar Marjı 2010-2015**

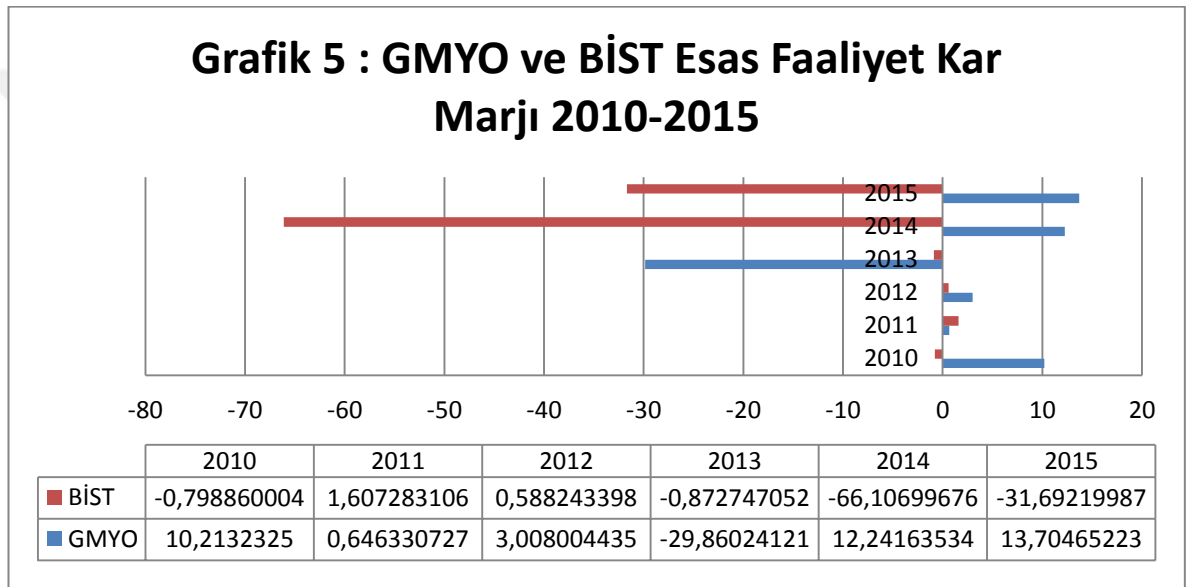


	2010	2011	2012	2013	2014	2015
■ BİST	-9,162937319	-4,680950786	-2,670949092	-9,259853461	-50,52239322	-18,76969384
■ GMYO	42,15518845	113,7440157	68,91995288	-1,982350628	121,4956171	257,8355018

Grafik 4’de BİST’te kayıtlı GMYO ile BİST firmalarının 2010-2015 yıllarına ilişkin net kar marjları görülmektedir. Grafikten görüleceği üzere araştırmanın yapıldığı tüm yıllarda GMYO firmalarının, diğer BİST’te kayıtlı firmalara göre net kar marjlarının daha yüksek olduğu görülmektedir. T testi sonuçlarına bakıldığında aradaki farkın istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir.

### 2.3.1.5 Esas Faaliyet Kar Marjı

Bu oran bir işletmenin esas faaliyetlerinden elde ettiği karlılık oranını göstermektedir ve dönem net karının net satışlara oranlamasıyla bulunur.



Grafik 5’de BİST’te kayıtlı GMYO ile BİST firmalarının 2010-2015 yıllarına ilişkin esas faaliyet kar marjları görülmektedir. Grafikten görüleceği üzere 2013 yılı dışında tüm yıllarda GMYO firmalarının, diğer BİST’te kayıtlı firmalara göre esas faaliyet kar marjlarının daha yüksek olduğu görülmektedir. Ancak t testi sonuçlarına bakıldığında aradaki farkın istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmektedir.

### 2.3.2 Borçlanma Oranları

Borçlanma oranları; firmanın varlıklarının ne kadarının borçlarla, ne kadarının öz sermaye ile finanse edildiğini gösterir. Firma aktiflerinin bir bölümünü borçlarla finanse ettiğinde karşımıza üç durum çıkar:

- Ortaklar firmadaki yatırımlarını artırmadan, borç sermaye kullanmak suretiyle, firmayı kontrol etmeye ve yönetmeye devam ederler.



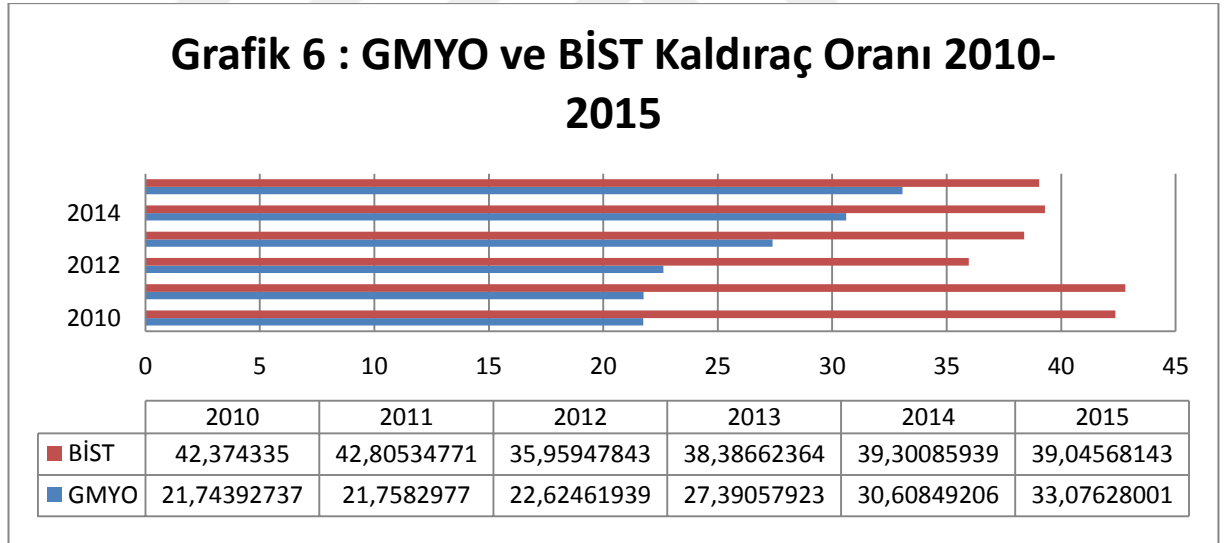
b) Kreditorler firmadaki öz sermaye payının büyüklüğüne bakarlar, öz sermaye kendilerine bir güven sağlar ve öz sermaye oranı ne derece yüksekse firmanın borçlarını ödememe riski o derece düşük olur.

c) Firma faaliyetlerinde borç sermaye kullandığında faiz öder, faizler vergi matrahından düşülür ve firmanın ağırlıklı sermaye maliyeti azalacağı için öz sermaye getiri oranı yükselir. Borç oranının büyüklüğü, firmanın borç ve faiz yükünün yüksek olduğunu, kredi verenler açısından emniyet marjının daraldığını, borçlarını ödememe riskinin arttığını gösterir.

### 2.3.2.1 Kaldıraç Oranı

Aktiflerin hangi oranda borçlarla finanse edildiğini gösterir ve yaygın kullanılan bir orandır. Toplam borçlara, kısa vadeli ve uzun vadeli borçların tümü dahildir. Kreditorler bu oranın düşük olmasını isterler. Çünkü oran ne kadar düşük olursa kendi alacakları için emniyet payı oluşturacak öz varlıkların çok olduğu anlaşılır (Okka, 2009: 123).

Kaldıraç oranı=Toplam Borçlar/Toplam Aktifler

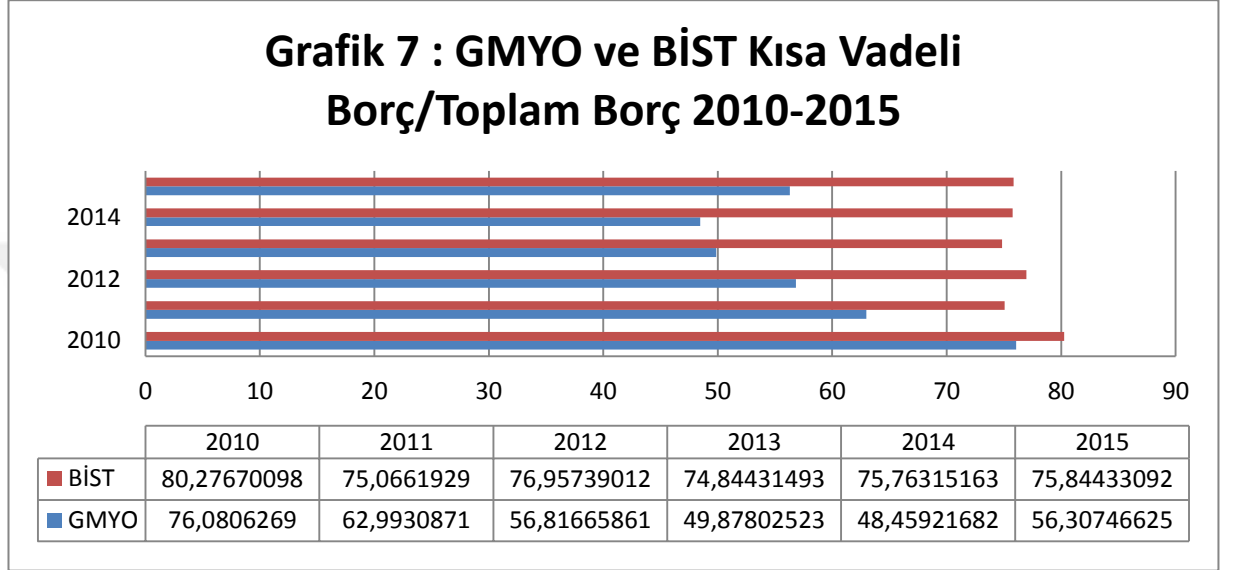


Grafik 6’da BİST’te kayıtlı GMYO ile BİST firmalarının 2010-2015 yıllarına ilişkin kaldıraç (borçlanma) oranları görülmektedir. Ortalamalar arasındaki farkı gösteren t testi sonuçlarından görüldüğü üzere ilgili yıllarda GMYO’lularının kaldıraç oranları % 26 iken, BİST firmalarının ortalama kaldıraç oranları ise yaklaşık % 40 civarındadır.

### 2.3.2.2 Kısa Vadeli Borçlar/Toplam Borçlar

Firmada kısa vadeli borçların toplam borçların ne kadarını oluşturduğunu açıklar. Oranın yüksekliği; firmanın borçlarının ödenme yakın olduğunu, ödeme riskinin yükseldiğini ve gerekli fon ihtiyacı için firmanın tedbir alması gerektiğini gösterir (Okka, 2009: 123).

Kısa Vadeli Borç/Toplam Borç=Kısa Vadeli Borçlar/Toplam Borçlar



Grafik 7’de BİST’te kayıtlı GMYO ile BİST firmalarının 2010-2015 yıllarına ilişkin Kısa Vadeli Borçlar/Toplam Borçlar oranları görülmektedir. Ortalamalar arasındaki farkı gösteren t testi sonuçlarından görüldüğü üzere ilgili yıllarda GMYO’lularının bu oranları % 58 iken, BİST firmalarının ise yaklaşık % 76 civarındadır.

**Tablo 7: GMYO ve BİST Performansları 2010-2015 Fark Analizleri**

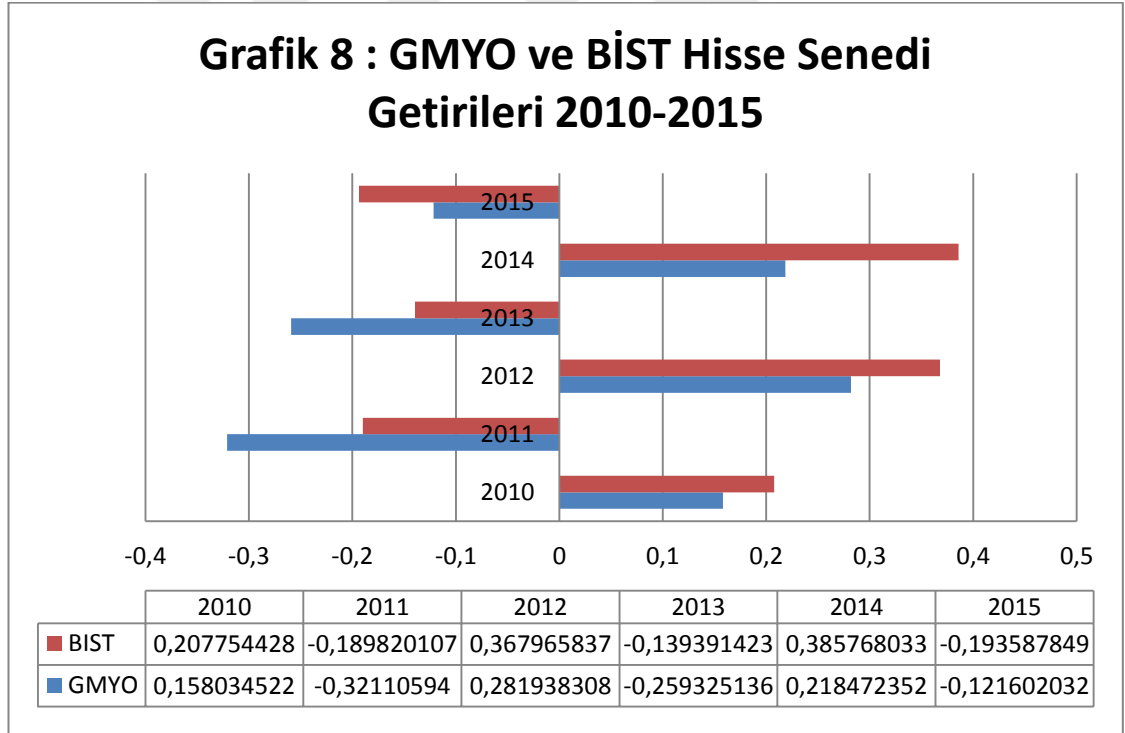
	Ortalama	Std. Sapma
GMYO_AKAR	5,8571	2,06915
BİST_AKAR	2,1924	1,94876
GMYO_ÖKAR	3,8378	4,23465
BİST_ÖKAR	-1,4895	11,13850
GMYO_HBK	,4801	,23009
BİST_HBK	1,7779	,50899
GMYO_NKAR	100,3613	89,74922
BİST_NKAR	-15,8445	17,87334
GMYO_EFKAR	1,6589	16,28848
BİST_EFKAR	-16,2125	27,57455

GMYO_KAL	26,2004	4,90926
BİST_KAL	39,6454	2,57221
GMYO_KVBTB	58,4225	10,11955
BİST_KVBTB	76,4587	2,01159

	Ortalama	Std. Sapma	t	Anlamlılık
GMYO_AKAR - BİST_AKAR	3,66475	1,63837	5,479	,003
GMYO_ÖKAR - BİST_ÖKAR	5,32727	10,88956	1,198	,284
GMYO_HBK - BİST_HBK	-1,29781	,30483	-10,429	,000
GMYO_NKAR - BİST_NKAR	116,20578	96,86503	2,939	,032
GMYO_EFKAR - BİST_EFKAR	17,87148	38,08244	1,150	,302
GMYO_KAL - BİST_KAL	-13,44502	6,22740	-5,288	,003
GMYO_KVBTB - BİST_KVBTB	-18,03617	8,57561	-5,152	,004

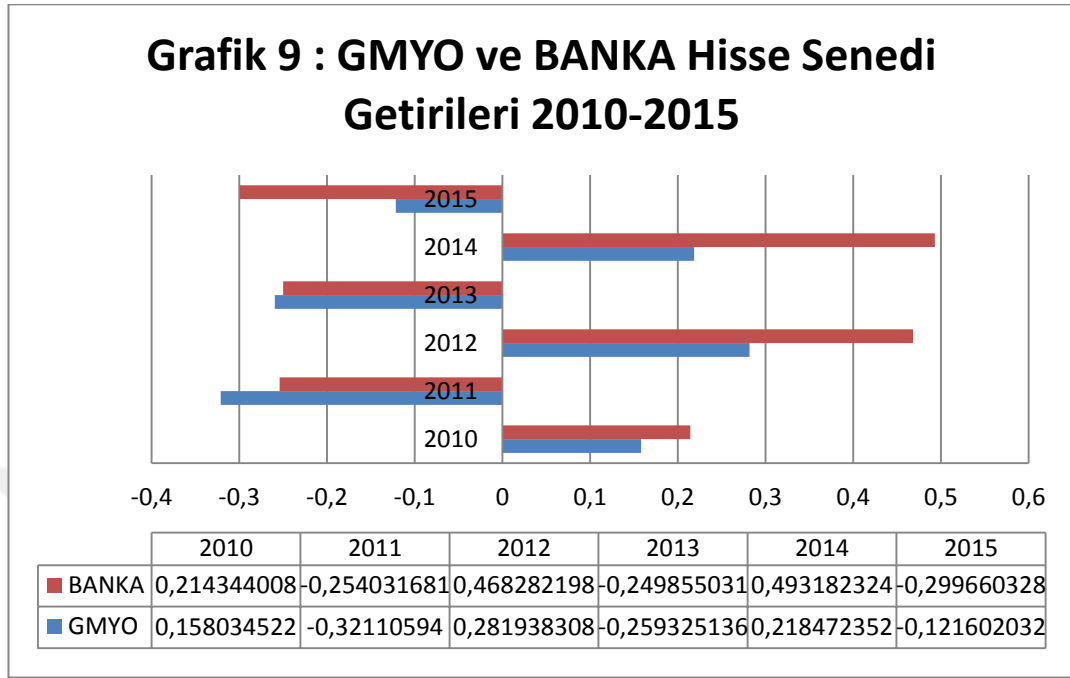
### 2.3.3 Hisse Senedi Getirileri

Çalışma amacına uygun olarak, bu kısımda Gayrimenkul yatırım ortaklıkları ile Borsa İstanbul ve mali sektörde yer alan firmaların 2010-2015 yıllarına ait yıllık hisse senedi getirileri karşılaştırmalı olarak incelenmiştir.

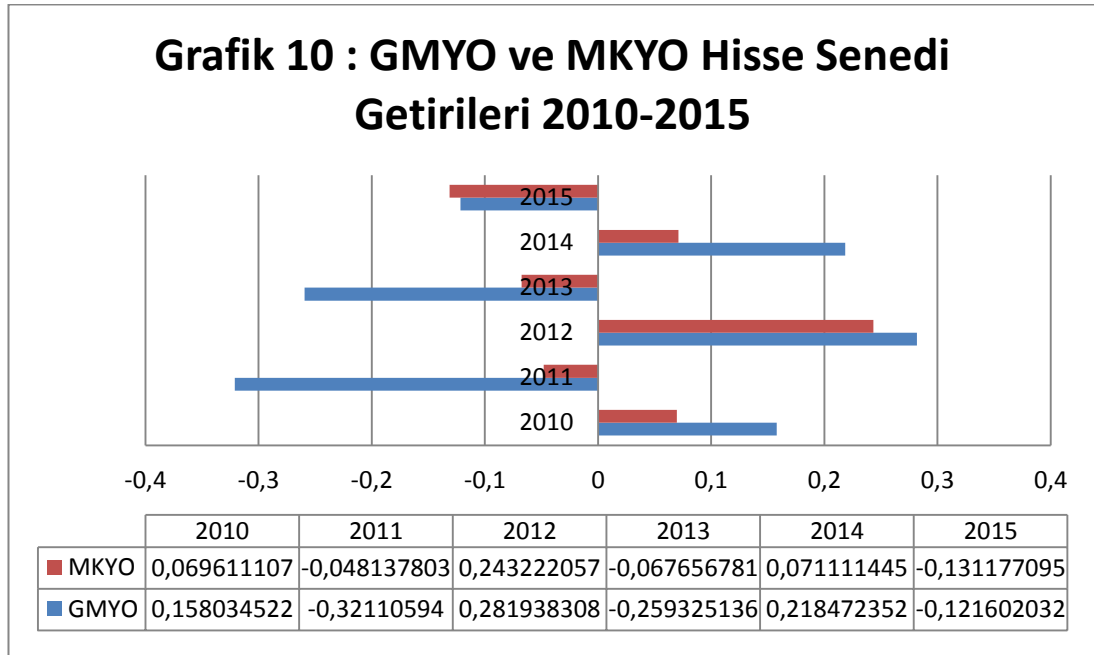


Grafik 8’de GMYO ile BİST firmalarının 2010-2015 yıllarına ilişkin hisse senedi getiri ortalamaları yer almaktadır. Grafik sonuçları incelendiğinde genel olarak ilgili yıllarda BİST firmalarının hisse senedi getiri performanslarının GMYO

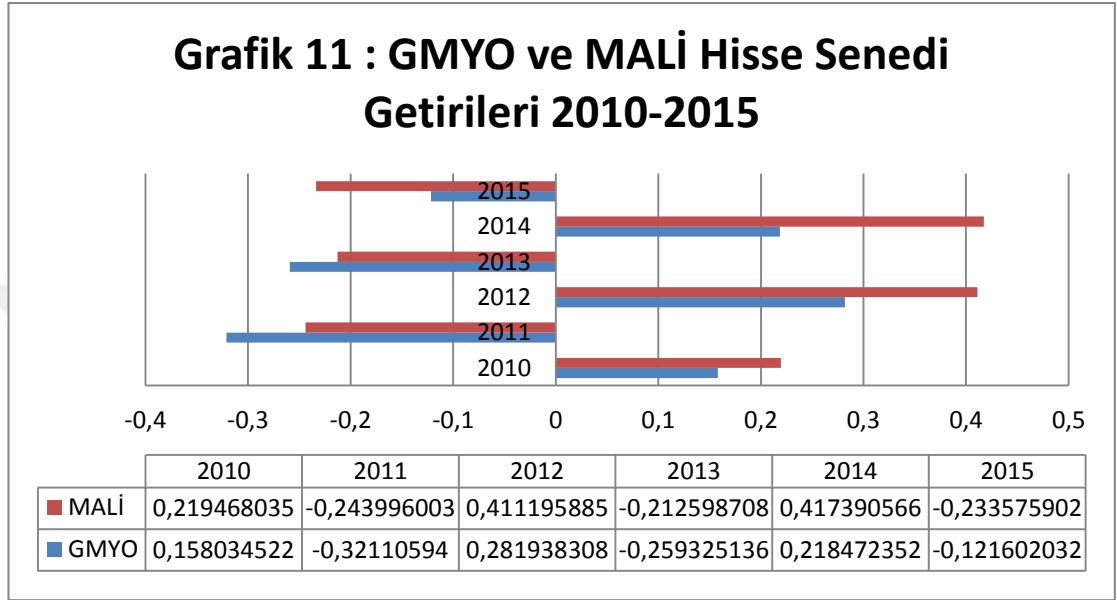
firmalarına göre daha yüksek olduğu söylenebilir. T testi sonuçları incelendiğinde de aradaki farkın istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir.



Grafik 9’de GMYO ile Bankacılık sektöründeki firmalarının 2010-2015 yıllarına ilişkin hisse senedi getiri ortalamaları yer almaktadır. Grafik sonuçları incelendiğinde genel olarak ilgili yıllarda Bankacılık sektöründe yer alan firmalarının hisse senedi getiri performanslarının GMYO firmalarına göre daha yüksek olduğu söylenebilir. Ancak aradaki farkın istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmektedir.



Grafik 10’de GMYO ile MKYO firmalarının 2010-2015 yıllarına ilişkin hisse senedi getiri ortalamaları yer almaktadır. Grafik sonuçları incelendiğinde genel olarak ilgili yıllarda MKYO firmalarının hisse senedi getiri performanslarının GMYO firmalarına göre daha yüksek olduğu söylenebilir. Ancak aradaki farkın istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmektedir.



Grafik 11’de GMYO ile MALİ sektörde yer alan firmalarının 2010-2015 yıllarına ilişkin hisse senedi getiri ortalamaları yer almaktadır. Grafik sonuçları incelendiğinde genel olarak ilgili yıllarda MALİ sektörde yer alan firmalarının hisse senedi getiri performanslarının GMYO firmalarına göre daha yüksek olduğu söylenebilir. Ancak aradaki farkın istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmektedir.

**Tablo 7: GMYO, BİST ve Diğer Sektörler Hisse Senedi Getirileri 2010-2015 Fark Analizleri**

		Ortalama	Std. Sapma
Pair 1	GMYO_HİSSE	-,0073	,25962
	BİST_HİSSE	,0731	,27865
Pair 2	GMYO_HİSSE	-,0073	,25962
	BANKA_HİSSE	,0620	,37473
Pair 3	GMYO_HİSSE	-,0073	,25962
	MKYO_HİSSE	,0228	,13419
Pair 4	GMYO_HİSSE	-,0073	,25962

	MALİ_HİSSE	,0596	,32539		
		Mean	Std. Sapma	t	Anlamlılık
	GMYO_HİSSE - BİST_HİSSE	-,08038	,08473	-2,324	,068
	GMYO_HİSSE - BANKA_HİSSE	-,06931	,15546	-1,092	,325
	GMYO_HİSSE - MKYO_HİSSE	-,03009	,16549	-,445	,675
	GMYO_HİSSE - MALİ_HİSSE	-,06691	,10378	-1,579	,175



## SONUÇ VE ÖNERİLER

GYO; gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri, gayrimenkule dayalı haklar, sermaye piyasası araçları ve diğer varlık ve haklardan oluşan portföyü işletmek amacıyla kurulan sermaye piyasası kurumlarıdır.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ortaya çıkmasındaki temel etkenler; gayrimenkul yatırımındaki hukuki kısıtlamalar, gayrimenkulün genel yapısı, gayrimenkul finansmanında yaşanan sıkıntılar, sabit yatırımlar olan gayrimenkullerin menkul kıymetleştirilmesine duyulan ihtiyaç, alternatif bir yatırım arayışının ortaya çıkartılmak istenmesi ve bunlarla birlikte sermaye piyasasının geliştirilmesine çalışılması olarak sıralanabilir.

İlk olarak 1960'lı yıllarda ortaya çıkan GMYO, günümüzde tüm dünyada yaygın biçimde faaliyet gösteren firmalar olarak faaliyetlerini sürdürmektedirler. 1996 yılında Vakıf Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı AŞ'nin kuruluşu ile ülkemizde de faaliyete başlamış olan GMYO sayısı her geçen gün artmış ve Aralık 2018 tarihi itibari ile BİST'e kayıtlı GMYO sayısı 33 olmuştur.

Türkiye'de gayrimenkul sektörünün gelişimi, özellikle 1950 yılından sonra Anadolu'dan büyükşehirlere yönelik göçler sonucu, kentli nüfusun artması ile ivme kazanmıştır. Kentleşme ile beraber konut ihtiyacında büyük ölçüde artış olmuştur. Gayrimenkul sektörü 1999 yılı Ağustos ayında ve 2000 yılı Kasım ayında meydana gelen iki büyük deprem nedeniyle eskiye göre daha fazla bilinçlenmiş, kurumsal ve kalitesini ispat etmiş firmaların öne çıkmasına neden olmuştur.

Bu çalışmanın temel amacı, Türkiye'de faaliyet gösteren ve BİST'e kayıtlı GMYO firmalarının finansal performanslarını incelemektir. Bu amaç ile BİST'e kayıtlı GMYO'ların 2010-2015 yıllarına ait muhasebe temelli ve piyasa temelli finansal performans verileri BİST ve benzer sektördeki firmalar ile karşılaştırmalı olarak incelenmiştir. Yapılan çalışma sonucunda Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları şirketlerinin 2010 ve 2015 yıllarında muhasebe esaslı performans göstergeleri olarak kullanılan aktif karlılığı, öz sermaye karlılığı, net kar marjı ve esas faaliyet kar marjı oranlarının Borsa İstanbul firma oranlarına göre daha yüksek olduğu tespit edilmiştir. Buna karşın Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları firmalarının piyasa esaslı performans göstergesi olarak kullanılan hisse senedi getirilerinin ilgili yıllarda BİST firmaları ile

bankacılık ve diğer mali sektörlerde yer alan firmalara göre daha düşük performans gösterdiği tespit edilmiştir.

Çalışmada elde edilen diğer önemli bir sonuç ise Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı firmalarının Borsa İstanbul firmalarına göre borçlanma oranlarının daha düşük olduğu görülmüştür.





## KAYNAKÇA

Aytekin, S. ve Kahraman, E. (2015). “BIST Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Endeksindeki (XGMYO) Şirketlerin Finansal Etkinliklerinin Veri Zarflama Analizi Yöntemi ile Değerlendirilmesi”. *Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 8(1), 289-301.

Bahtiyar, M. (1992) “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Önemi, Yararları Ve Bağlı Oldukları Hükümler”. *Kocaeli Üniversitesi Ankara Barosu Dergisi*. Sayı: 2-3.

Coşkun, Y. (2015). “Türkiye’de Konut Finansmanı: Sorunlar ve Çözüm Önerileri”. *Türkiye Bankalar Birliği*, Yayın No: 310, İstanbul.

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

Çelik, Ş. Ve Manan, M. T. (2018), “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Risk İle Performans İlişkisi”. *Muhasebe Ve Finans İncelemeleri Dergisi*, 1(1), 60-79.

Çengel, Ö. (2006). “Gayrimenkul Sektöründe Modern Pazarlama Teknikleri Ve Güncel Uygulamalar”. *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 5(9), 125-131.

Çıkkılı, G. (2010). *Türkiye’de Gayrimenkul Sektörü Ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları*. Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.

Çıtak, L. (2008). “Türkiye’deki Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının Etkinliklerinin Veri Zarflama Analizi İle Değerlendirilmesi”. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 31, 69-94.

Çolak, A. E. Ve Alıcı, A. (2001). *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları A’dan Z’ye*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu.

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

Erdoğan, S. (2012). *Gayrimenkul Değerlemesi*. Yüksek Lisans Tezi, Ege Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü, İzmir.

Ergene, D. (2009). *Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı*. Yüksek Lisans Tezi, Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Erkek, E. (2016). *Gayrimenkul Sektöründe Tüketicinin Satın Alma Davranışı: Planlanmış Davranış Teorisine Göre Bir Uygulama*. Yüksek Lisans Tezi, Okan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kayseri.

Ertan, F. N. (2013) “6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda Kolektif Yatırım Kuruluşları ve Özellikle Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklığı”. *İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası*, 71(2), 131-144.

Gögen, G. (2016). *İnşaat İşletmelerinde Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Vergisel Avantajları Ve Muhasebeleştirilmesi*. Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Aydın Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

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

Gönülal, F. (2009). *Gayrimenkul Değerleme Sürecinde ‘En Etkin Ve Verimli Kullanım’ Amaçlı Pazar Analizinin Ispartakule Örneğinde İncelenmesi*. Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü, İstanbul.

Gümüş, U. T. ve Çıbık, E. (2018). “Borsada İşlem Gören Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı İşletmelerinin Birleşik Oran Analizi (Dupont) Yöntemiyle Performansının Ölçülmesi” *Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 11(3), 2179-2194.

Günel, V. (1986). “Sermaye Piyasası Hukuku”. *Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları*, Yayın No:5, Ankara.

Gündüz, E. (2001). *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları'nda Geliştirme Projeleri Yapılabilirlik Etüdüleri Ve Ekspertiz Değerlemesi'nin Pay Başına Etkisi*. İstanbul Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü, İstanbul.

Güven, M. (2006). *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Hisse Senetlerinin Verimini Etkileyen Faktörler Üzerine İMKB'de Bir Uygulama*. Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Hayta, Ö. (2009). *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Performans Değerlendirmesi: İMKB'de Bir Uygulama*. Yüksek Lisans Tezi, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana.

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

Kalyoncu, S. (2006). *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Ve Konut Sorununun Çözümüne Katkıları Ve Emlak Konut GYO Uygulaması*. Yüksek Lisans Tezi, Beykent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Kandır, S. Y. Ve Özhan, E. (2018), ”Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Pay Getirilerini Etkileyen Faktörlerin Araştırılması”. *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar*, 12(2), 31-45.

Karacabey, A. (1998). *A Tipi Yatırım Fonları Performanslarının Analizi Ve Değerlendirilmesi*. Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.

Karakaya, A. (2017). “Türkiye’deki Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Hisse Senedi Değeri ve Süper Etkinliği Arasındaki İlişki” *Anadolu İktisat ve İşletme Dergisi*, 1 (1), 1-17.

Karan, M. B. (2001). *Yatırım Analizi Ve Portföy Yönetimi*, Ankara: Gazi Kitabevi.

Karatepe, Y. ve Karacabey, A. “ A Tipi Yatırım Fonlarının Yeni Bir Yöntem Kullanılarak Değerlendirilmesi: Graham-Harvey Performans Testi”. *Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, 55-2.

Kaya, F. (2011). *Gayrimenkul Değerlemeleri ve Değerlemelerin Vergi Üzerindeki Etkileri*. Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü, İstanbul.

Kazgan, H. ve Aksoy, M. U. *Sermaye Piyasası Ve Yatırım Ortaklıkları*.

Mert, B. S. (2012). *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Yapısı, Faaliyetleri Ve Gayrimenkul Sektöründeki Risklerin İncelenmesi*. Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Okka, O. *Finansal Yönetim*. (Üçüncü Baskı). Ankara. Nobel Yayın Dağıtım.

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

Özcan, N. (2018). Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının Performanslarının İncelenmesi: *Türkiye’deki Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Üzerine Bir*

**Araştırma.** Yüksek Lisans Tezi, Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.

Özeroğlu, A. İ. (2014). “Türkiye’de Menkul Kıymet Yatırım Fonlarının Gelişimi Ve Sermaye Piyasaları Üzerindeki Etkileri”. *İstanbul Arel Üniversitesi Tarih Okulu Dergisi*, 7( XVIII), 397-419.

Özgüç, E. (2008). “ Gayrimenkul Yatırım Fonları: Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamalar Ve Türkiye İçin Öneriler”. Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu (Kamuya Açık).

Özkok, M. Y. (2015). *Finansal Oranlar İle Hisse Senedi Getirisi Arasındaki İlişkinin İncelenmesi: Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Üzerine Bir Uygulama*. Yüksek Lisans Tezi, Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Edirne.

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

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

Özütürk, B. (2002). “Yatırım Fonlarının Tarihsel Gelişimi”. *Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yatırımcılar Dairesi*, Ankara.

Pekalp, C. (2013). *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında Vergilendirme Sürecinin Bağımsız Denetim İle Yönetim Kurulu Beyanı Açısından Önemi*. Yüksek Lisans Tezi, Aydın Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Saraç, E. (2012). *Yapay Sinir Metodu Ağları İle Gayrimenkul Değerleme*. Yüksek Lisans Tezi, Kültür Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü, İstanbul.

Sermaye Piyasası Kurulu, (2007). “Yatırım Ortaklıkları”, *SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-4*, <http://www.spk.gov.tr/>, Ankara.

Sermaye Piyasası Kurulu, (2016). “Yatırım Fonları”, [www.spk.gov.tr](http://www.spk.gov.tr/) , Ankara.

Sermaye Piyasası Mevzuatı, (1994). “Kanun, Yönetmelikler, Tebliğler Ve İlgili Mevzuat”, Ankara.

Sermaye Piyasası Mevzuatı, (1985). “Kanun, Yönetmelikler, Tebliğler Ve İlgili Mevzuat”, *Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları*, Yayın No:1, Ankara.

Şahin, E. T. (2010). *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Kentsel Gelişmeye Ve Planlamaya Etkilerinin İstanbul Örneğinde İncelenmesi*. Yüksek lisans tezi, Gazi Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü, Ankara.

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

Temizel, F , Lafdal, S . (2017). “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Web Sitelerindeki Yatırımcı İlişkileri İçeriklerinin Analiz Edilmesi: Borsa İstanbul Örneği” *Aksaray Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 9 (4), 137-148.

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

Turnacıgil, S. (2012). *Genel olarak Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Ve İMKB’de Bir Araştırma*. Yüksek Lisans Tezi, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana.

Turnacıgil, S. Ve Doğukanlı, H. (2018). “Bıst GYO Endeks Getirilerinin SVFM İle Sınanması Ve Eki Tepki Analizleri”. *Uluslararası İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 4 (2), 37-57.

Türkmen, Y. S. (2011). “ İMKB’de İşlem Gören Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Finansal Etkinliklerinin Veri Zayıflama Analizi İle Değerlendirilmesi”. *Marmara Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, XXXI( II), 273-288.

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, (2011). “Dünya’da Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları”. Sermaye Piyasasında Gündem, Sayı: (109), 1304-8155.

Uyar, M. (2009). *Türk Hukukunda Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları*. Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Doktora Tezi, İstanbul.

Ünsal, B. (2011). *Enerji Etkin Tasarımın Gayrimenkul Değerleme Açısından İncelenmesi*. Yüksek Lisans Tezi, Ege Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü, İzmir.

Üreten, A. (2007). *Gayrimenkul Değerleme Yöntemleri Ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında Değer Tespiti*. Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.

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

Yetgin, F. (2002). *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Performans Değerlemesi Ve Türkiye Uygulaması*. Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi Bankacılık Ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul.

Yetgin, F. (2002). *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Performans Değerlemesi Ve Türkiye Uygulaması*. İstanbul: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası.

Yetgin, F. (2006). “ Dünya’da Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları: ABD, Avrupa Birliği Ve Malezya Uygulamaları Üzerine Bir Değerlendirme”. *Avrupa Araştırmaları Dergisi*, 14(2), 257-278.

Yetgin, F. Ve İçten, O. (2018). “TOPSIS Yöntemi ile Borsa İstanbul’da İşlem Gören Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının 2007-2016 Yılları Arası Finansal Performans Analizi”. *İstanbul Gelişim Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 5, (1), 19-44.

Yıldız, A. (2005). “ A Tipi Yatırım Fonları Performanslarının İMKB Ve Fon Endeksi Bazında Değerlendirilmesi”. *Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, (14), 186-202.

Yılmaz, D. (2006). *Gayrimenkul Geliştirme Projelerinde Fizibilite Analizi*. Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü, İstanbul.

Yılmaz, M.K. ve İçten, O. (2018). “Borsa İstanbul’da İşlem Gören Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Nakit Akımı Odaklı Finansal Performans Analizi (2007-2016)”. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, 55, 635.

Yılmaz, N. K. (2019). “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Finansal Performansının TOPSİS Yöntemiyle Ölçümü”. *Business & Management Studies: An International Journal*, 7(1): 423-443.



## TABLULAR DİZİNİ

<b>Tablo</b>	<b>Sayfa</b>
Tablo 1. ....	7
Tablo 2. ....	24
Tablo 3. ....	33
Tablo 4. ....	33
Tablo 5. ....	35
Tablo 6. ....	37
Tablo 7. ....	57
Tablo 8. ....	60

## GRAFİKLER DİZİNİ

<b>Grafik</b>	<b>Sayfa</b>
Grafik1. ....	51
Grafik2. ....	52
Grafik3. ....	53
Grafik4. ....	54
Grafik5. ....	54
Grafik6. ....	56
Grafik7. ....	57
Grafik8. ....	58
Grafik9. ....	59
Grafik10. ....	59
Grafik11. ....	60

## ÖZGEÇMİŞ

### Kişisel Bilgiler

Soyadı, Adı : KALELİ  
Uyruğu : ŞİLAN  
Doğum Tarihi ve Yeri : 05.03.1991 HAKKARİ  
Telefon : 0533 917 16 30  
Faks :  
E-mail : silankorkmaz\_30@hotmail.com



### Eğitim

Derece	Eğitim Birimi	Mezuniyet Tarihi
Doktora	.....	.....
Yüksek Lisans	.....	.....
Lisans	VAN YYÜ/İŞLETME	2014

### İş Deneyimi

Yıl	Yer	Görev
.....	.....	.....

### Yabancı Dil

.....

### Yayımlar

.....

### Hobiler

.....



VAN YÜZÜNCÜ YIL ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

LİSANSÜSTÜ TEZ ORJİNALLİK RAPORU

Tez Başlığı / Konusu: *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Finansal Performanslarının İncelenmesi: Borsa İstanbul Üzerine Bir İnceleme* 30.107/2019

Yukarıda başlığı/konusu belirlenen tez çalışmamın Kapak sayfası, Giriş, Ana bölümler ve Sonuç bölümlerinden oluşan toplam *74* sayfalık kısmına ilişkin, *30.107/2019* tarihinde şahsım/tez danışmanım tarafından *Tünittin* intihal tespit programından aşağıda belirtilen filtreleme uygulanarak alınmış olan orijinallik raporuna göre, tezimin benzerlik oranı % *18* ( *Onsekiz* ) dir.

**Uygulanan Filtreler Aşağıda Verilmiştir:**

- Kabul ve onay sayfası hariç,
- Teşekkür hariç,
- İçindekiler hariç,
- Simge ve kısaltmalar hariç,
- Gereç ve yöntemler hariç,
- Kaynakça hariç,
- Alıntılar hariç,
- Tezden çıkan yayınlar hariç,
- 7 kelimededen daha az örtüşme içeren metin kısımları hariç (Limit match size to 7 words)

Van Yüzüncü Yıl Üniversitesi Lisansüstü Tez Orijinallik Raporu Alınması ve Kullanılmasına İlişkin Yönergeyi İnceledim ve bu yönergede belirtilen azami benzerlik oranlarına göre tez çalışmamın herhangi bir intihal içemediğini; aksinin tespit edileceği muhtemel durumda doğabilecek her türlü hukuki sorumluluğu kabul ettiğimi ve yukarıda vermiş olduğum bilgilerin doğru olduğunu beyan ederim.

Gereğini bilgilerinize arz ederim.

*30.107/2019*  
*Şilan KALELİ*  
Adı, Soyadı, İmza

Adı Soyadı : *Şilan KALELİ*  
Öğrenci No : *159202206*  
Anabilim Dalı : *İşletme*  
Programı : *Yüksek Lisans*  
Statüsü : Y. Lisans  Doktora

DANIŞMAN  
*Prof. Dr. Mehmet AYĞÜN*  
*30.107/2019*

ENSTİTÜ ONAYI  
UYGUNDUR

*Doç. Dr. Bekir KÖÇLÜ*  
Enstitü Müdürü

