



MKB' DE MENKUL KIYMET YATIRIM ORTAKLIKLARI VE GAYR MENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ FİNANSAL PERFORMANSLARININ KAR İLE TIRILMASI

Comparison of the Performances of Tangible Assets Trust Companies and Real Estate Properties Trust Companies by Financial Ratios That Are Traded in MKB

Ali DERAN¹

M. A. brahim SARIAY^{**}

ncilay SAVA^{***}

Özet

Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları ile Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının performanslarının finansal analiz kapsamında oran analizi yardımı ile hesaplanması mümkündür. Bu paralelde çalışmanın amacı, 2009-2010 ve 2011 yıllarında MKB'ye kayıtlı olan Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları ile Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının performanslarının finansal oranlar yardımıyla kar ile tırılmasıdır. Söz konusu işletmelerin finansal performanslarının kar ile tırılmasında Aktif Karlılığı, Öz Sermaye Karlılığı, Hisse Başına Kar ve Piyasa Değeri/Defter Değeri oranları kullanılmı ve elde edilen oranlar “Bağımsız Örneklem t Test”i ve “Mann-Whitney U Test”i kullanılarak analiz edilmiştir. Analiz sonucunda, aktif karlılığı ve öz sermaye karlılığı açısından Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları ile Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları arasında sadece 2009 yılı için anlamlı bir farklılık olduğu ve Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının aktif karlılığı ve öz sermaye karlılığının, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarından daha büyük olduğu tespit edilmiştir. Hisse Başına Kar ve Piyasa Değeri/Defter Değeri açısından yatırım ortaklıkları incelendiğinde aralarında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık olmadığı tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Finansal Oranlar, Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları

Abstract

It is available to calculate (count) the performances of tangible assets trust companies and real estate properties trust companies by ratio analysis within the content of financial analysis. On this parallel, the aim of this study is to compare the performances of tangible assets (effects) trust companies and real estate properties trust companies by financial ratios that are registered to IMKB on 2009-2010 and 2011. Assets profitability, capital stock profitability, profitability per share and market value/ carrying amount ratios are used to compare the financial performances of these enterprises. And these ratios are analyzed by using independent sample t test and Mann-Whitney U Test. The results of analyses show that there is a significant difference between tangible assets trust companies and real estate properties trust companies only for 2009. And tangible assets trust companies assets profitability and capital stock profitability is bigger than real estate properties trust companies. When the enterprises are investigated, it is determined that there is no significant difference between profitability per share and market value/ carrying amount.

Key Words: Financial Ratios, Tangible Assets Trust Companies, Real Estate Properties Trust Companies

G R

Finansal kaynaklara yatırım kavramı, tasarruf sahiplerinin elindeki kaynağı, gelir sağlamak amacıyla çeşitli finansal varlıklarda değerlendirilmesi faaliyeti olarak açıklanmaktadır. Yatırımcılar finansal varlıklara yatırım yaparken temelde iki faktörü göz önünde bulundurur. Bu faktörlerden

* Doç. Dr., Niğde Üniversitesi, İktisadi İstatistik Bölümü, alideran@gmail.com, NİĞDE

** Örgün Gör., Aksaray Üniversitesi, Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Bölümü, ibrahimsariay@gmail.com, AKSARAY

*** Ar. Gör., Niğde Üniversitesi, İktisadi İstatistik Bölümü, savasincilay@gmail.com, NİĞDE

birincisi, paranın zaman de eri bir ba ka ifadeyle beklenen getirinin hangi vadede elde edilece i, di eri ise beklenen getiri için tasarruf sahiplerinin aldıkları risk derecesidir.

Dünyada oldu u gibi ülkemizde de farklı getiri ve risk kompozisyonlarına sahip çok çe itli yatırım seçenekleri mevcuttur. Yatırımcıların bu yatırım seçeneklerinden hangisinin ihtiyaçlarını kar ılayacağı, yatırım yaptığı alandaki ekonomik gelişmelerin gün ve gün takip edilmesi, menkul kıymetlerin faiz ve temettü vadelerinin takibi, de er kaybeden hisselerin elden çıkarılması, çıkarılan hisseler yerine portföye farklı menkul kıymet hisselerinin dâhil edilmesi gibi konular geni zaman ve bilgi gerektirir. Tüm yatırımcıların yatırım konusunda profesyonel olması ve bu i için çok fazla zaman ayırması her zaman mümkün olamamaktadır. Bu çerçevede, yatırımcılar daha hızlı ve daha isabetli kararlar alabilmek amacıyla profesyonel yöneticilerin yönetimindeki Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları (MKYO) ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına (GYO) yatırım yapmayı tercih edebilirler.

Sermaye piyasası araçları ile ulusal ve uluslararası borsalarda veya borsa dı ı organize piyasalarda i lem gören altın ve di er kıymetli madenler portföyü i letmek üzere anonim ortaklık ekinde ve kayıtlı sermaye esasına göre kurulan MKYO'lar ile yatırımcıdan topladıkları kaynakları hisse senedi kar ılı nda gayrimenkule ve gayrimenkule dayalı projelere yatıran GYO'lar sermaye piyasası kurumlarıdır. Her iki yatırım ortaklı ı türünün de ekonomik sistemin i leyine ve pay sahiplerine kazandırdı ı avantajlar vardır. Örne in, yatırımcılar, sahip oldu u yatırım ortaklı ı hisselerinin bir kısmını veya tamamını Borsa'da satarak nakde çevirebilir, kazanç potansiyeli yüksek menkul kıymetlere ve gayrimenkullere küçük yatırımcılar dâhil olabilir ve alabilecekleri risk durumuna göre portföyünü ekillendirebilirler.

Yatırımcılar, zaman içersinde bu avantajların farkına vararak gayrimenkul ve menkul kıymet yatırım ortaklıklarına daha fazla ilgi göstermi ve yatırımlarını artırmı lardır. Bu paralelde 2011 yılı itibariyle MKB'de faaliyet gösteren 19 GYO'ların toplam piyasa de eri 1.607.936.736,19 TL'ye, toplam portföy de eri ise 283.011.394,42 TL'ye ula mı tır. Bununla birlikte 2011 yılı itibariyle 27 adet menkul kıymet yatırım ortaklı ı MKB'de i lem görmektedir. Söz konusu menkul kıymet yatırım ortaklıklarının toplam piyasa de eri 690.054.231,56 TL ve toplam portföy de eri ise 685.074.829,40 TL'ye ula mı tır.

Özellikle son yıllarda yatırımcıların, yatırım ortaklıklarına özel ilgi gösterdikleri görülmektedir. Yatırımcılar, GYO ve MKYO'lara yatırım yaparken göz önünde bulundurdıkları en önemli faktör yatırım yaptıkları unsurların performansları, bir ba ka ifadeyle elde ettikleri getiri oranlarıdır. Bu paralelde çalı mada, 2009-2011 yılları arasında MKB'ye kayıtlı olan Gayrimenkul ve Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının performanslarının kar ıla tırılması amaçlanmı tır. Bu kapsamda öncelikle GYO ve MKYO'lar ile di er sektörlerde faaliyet gösteren i letmelerin performanslarının kar ıla tırılması ile ilgili yurt içi ve yurt dı ında yapılan çalı malar incelenerek; çalı maların amaç, yöntem ve sonuçları özetlenmi tir. Literatür incelemesinin ardından çalı manın amacı ve yöntemi açıklanarak ara tırma sonuçlarına yer verilmi tir.

L TERATÜR TARAMASI

Finans yazınında i letmelerin finansal performanslarının analizi ve farklı i letmelerle kar ıla tırılması ile ilgili çok sayıda akademik çalı ma yer almaktadır. Bu bölümde ara tırmamızın amacı çerçevesinde GYO ve MKYO ile ilgili yurt içi ve yurt dı ında yapılmı olan bazı çalı malara yer verilmi tir.

Smith ve Shulman (1976), 1963-1974 yılları arasında ABD'de faaliyet gösteren 16 GYO'nun performansını, S&P endeksi, tasarruf hesapları ve 15 adet yatırım fonunun performansıyla kar ıla tırmı tır. Analizde i letmelerin performanslarını kar ıla tırmada sermaye varlıkları fiyatlama modeli (SVFM) kullanılmı tır. Analiz sonucunda, 16 adet GYO'nun, 1963-1973 yılları arasındaki performansı, S&P endeksi, tasarruf hesapları ve yatırım fonlarından daha yüksek çıkmı tır. Ayrıca, 1974 yılında GYO'nun hisse de erlerinin, 1972 yılında faiz oranlarının artması ve 1973 yılında ya anan petrol kriziyle birlikte de er kaybetti i tespit edilmi tir.

Kuhle ve Walther (1987), 1973-1984 yılları arasında 102 GYO’nun yıllık net getirilerini hesaplamışlardır. Analiz sonucunda, 1973-1976 yılları arasında gayrimenkul yatırım ortaklıkları, ortalama getirinin altında bir performans sergilerken 1977-1984 yılları arasında ortalama getirinin üzerinde bir performans sergilediği gözlenmiştir.

J. Han ve Y. Liang (1995), 1970-1993 yılları arasında faaliyet gösteren GYO’nun getiri performanslarını karlılıkta sermaye varlıkları fiyatlama modelini kullanmışlardır. Analiz sonucunda GYO’ların, pazar portföyüne ve üç aylık hazine bonolarına benzer performans sergiledikleri görülmüştür. Ayrıca GYO’ları kendi içerisinde karlılıkta Özvarlı ve Dayalı GYO’ların, potekli GYO’lardan daha iyi performans sergiledikleri sonucuna ulaşılmıştır.

Performans karlılığının artırılması amacıyla yapılan bir çalışmada ise, Türker Kaya’nın 1997-2000 yılları arasında bankalara uyguladığı CAMELS sistemidir. (CAMELS sistemi bankaların birleşik performansının tespit edilmesi ve denetlenmesinde oran analizini kullanan bir sistemdir). CAMELS sisteminde C sermaye yeterliliği (capital adequacy), A varlık kalitesini (asset quality), M yönetim yeterliliği (management adequacy), E kazanç durumunu (earnings), L likiditeyi (liquidity), S ise piyasa risklerine duyarlılığı (sensitivity to market risk) ifade etmektedir. Analiz sonuçlarına göre, 2000 yılındaki CAMELS bileşenlerinin 1997 yılına göre düşüldüğü görülmektedir. CAMELS bileşenleri aktif büyüklük kapsamında değerlendirildiğinde, 1997 yılında küçük bankaların aktif büyüklüklerinin büyük bankalara göre daha iyi performans gösterdiği, 2000 yılında ise bu durumun büyük bankalar lehine değiştiği görülmektedir.

Sengupta (2003), 1988-1998 yılları için Morningstar Inc.’nin raporlarına dayalı olarak verilerin devamlılığı ve homojenlik kriterlerine göre seçtiği 60 adet yatırım fonunu, 4 yatırım fonu türü olarak sınıflandırmış ve bu fon türlerinin etkinliklerini veri zarflama analizi ile karlılıkta tırmıştır. Analiz sonucunda büyüme ve teknoloji fonlarının diğer fon türlerinden daha etkin oldukları ve bu fon türlerinde ortalamayı aşan getiri oranlarıyla karlılıkta olasılarının yüksek olduğu tespit edilmiştir.

Çerçi ve Akkaya (2006), 2006 yılında yapmış olduğu çalışmada finansal açıdan başarılı olan işletmeler ile başarısız olan işletmeler arasında finansal oranlar bakımından farklılık olup olmadığını Z testi ile analiz etmiştir. Çalışmada, 1990-2003 yılları arasında MKB’de işlem gören 40 başarılı ve 40 başarısız endüstri işletme verisinden yararlanılmıştır. Analiz sonucunda başarılı olan işletmeler ile başarısız olan işletmelerin cari oran, asit-test oranı ve alacak devir hızı, toplam yabancı kaynaklar/toplam aktifler oranlarında farklılıklar saptanmıştır. Ayrıca, nakit oranı, kısa vadeli yabancı kaynak/toplam aktif, aktif devir hızı, stok devir hızı ve karlılık oranları bakımından başarılı ve başarısız işletmeler arasında önemli farklılıkların bulunmadığı tespit edilmiştir.

Akta ve Kargın, 2007 yılında yapmış olduğu çalışma ile Türk bankacılık sektöründe (TBS) faaliyet gösteren yabancı ve ulusal bankaları finansal oranlar açısından karlılıkta tırmıştır. Araştırmada 2003-2006 yılları arasında TBS’de faaliyet gösteren ticaret bankalarının verileri t testi ve Kruskal Wallis testi kullanılarak analiz edilmiştir. Analiz sonuçlarına göre yabancı bankalar ile ulusal bankaların “Sermaye Yeterliliği” ve “Likidite” oranlarında her dört yıl için farklılık gözlenmiştir.

Dumanoğlu ve Ergül (2010), 2006-2009 yılları arasında MKB’de işlem gören 11 teknoloji işletmesinin finansal performanslarını TOPSIS (Technique for Order Preference by Similarity to Ideal Solution) yöntemini kullanarak analiz etmiştir. Analiz sonucunda 2006, 2007 ve 2008 yıllarında en başarılı finansal performans gösteren teknoloji işletmesi olarak ARENA, 2009 yılında ise PKART işletmesi olduğu tespit edilmiştir. Buna karşılık en başarısız finansal performans gösteren teknoloji işletmesinin ise 2006, 2009 dönemlerinde LOGO, 2007 döneminde LINK, 2008 döneminde ise ESCOM işletmesi olduğu tespit edilmiştir. Söz konusu çalışmada, teknoloji işletmelerinin genel ortalamaları değerlendirildiğinde en başarılı işletmesinin ARENA; en başarısız işletmesinin ise ESCOM olduğu tespit edilmiştir.

Conkar ve di erleri, 2011 yılında MKB Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan i letmelerin finansal performanslarını TOPSIS yöntemi ile analiz etmi ve kurumsal yönetim notu kapsamında i letmeler de erlendirilmi ve sıralanmı tır. Analizde 2007 yılı için yedi, 2008 yılı için ise on halka açık büyük ölçekli i letmenin bilanço ve gelir tablosundan elde edilen veriler kullanılmı tır. Ara tırma sonucuna göre DYHOL hisse senedi ile temsil edilen Do an Yayın Holding A. ., hem TOPSIS yöntemine göre hem de kurumsal yönetim sıralamasına göre ilk sırada yer almı tır. Hisse senetleri ile temsil edilen i letmelerin 2007 yılına göre 2008 yılında kurumsal yönetim kalitesi artmaktadır. Bunun temel nedeni olarak 2008 yılının krizden çıkı ve yatırımlara yönelik yılı olarak geçirilmesi dü ünülebilir.

Çıtak (2008), 2005-2007 yıllarında Türkiye'deki menkul kıymet yatırım ortaklıklarının etkinliklerini "Veri Zarflama Analizi" ile tespit etmeye çalı mı tır. Analiz sonucunda menkul kıymet yatırım ortaklıklarının faaliyet etkinli i sa layamamasının temel nedeninin, teknik etkinsizlikten çok, ölçek etkinsizli i oldu u tespit edilmi tir. Ayrıca menkul kıymet yatırım ortaklıklarının büyük bir ço unlu u ölçe e göre artan getiride faaliyet göstermedi i ve büyük menkul kıymet yatırım ortaklıklarının küçük olanlardan daha etkin oldu u tespit edilmi tir.

Akel ve di erleri (2010), 2005-2008 yılları arasında MKB'de i lem gören finansal kiralama i letmelerinin finansal performanslarını oran analizleri ve kar ıla tırmalı finansal tablolar analizi ile tespit etmeye çalı mı tır. Analiz sonucunda i letmelerin finansal yapı, likitide, karlılık, faaliyet durumları ile piyasa de erleri temelinde de erlendirmeler yapılmı tır.

ARA TIRMANIN AMACI VE YÖNTEM

Bu çalı manın amacı, 2009-2011 yılları arasında MKB'ye kayıtlı olan MKYO ile GYO'nun finansal performanslarını t testi yardımıyla kar ıla tırarak yatırımcılara bilgi sunmaktır. Analizde söz konusu yıllar arasında finansal tablolarına kesintisiz olarak ula ılabilen i letmelerin verileri kullanılmı tır. Ara tırmanın yıl kıyaslamasına 2009 yılından ba lanmı olmasının temel nedeni, GYO'nun birço unun halka arzının 2009 yılından sonra gerçekleşme i olmasıdır. Bu nedenle söz konusu i letmelerin MKB hisse senedi kapanı fiyatlarına ula ılamadı ndan PD/DD oranı hesaplanamamaktadır. Söz konusu kısıtlar çerçevesinde ara tırmaya MKB'ye kayıtlı 25 MKYO ile 18 GYO i letmesi dâhil edilmi tir. Bu i letmelere ait veriler Kamuyu Aydınlatma Platformu'ndan(www.kap.gov.tr) elde edilmi tir.

Ara tırma kapsamında finansal performansları analiz edilen MKYO ve GYO i letmelerinin kodları ve açık i letme unvanlarına Tablo 1'de yer verilmi tir.

Tablo 1. Finansal Performansları Analiz Edilen MKYO ve GYO İletmelerinin Hisse Senedi Kodları ve Açık İletme Unvanları

MENKUL KIYMET YATIRIM ORTAKLIKLARININ KODLARI	MENKUL KIYMET YATIRIM ORTAKLIKLARININ UNVANLARI	GAYR MENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ KODLARI	GAYR MENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ UNVANLARI
AKBYO	AK B T P YAT. ORT.	AKMGY	AKMERKEZ GYO
ARFYO	ALTERNAT F YAT.ORT.	ALGYO	ALARKO GYO
ATAYO	ATA YAT.ORT.	AGYO	ATAKULE GYO
ATSYO	ATLANT S YAT. ORT.	AVGYO	AVRASYA GYO
ATLAS	ATLAS YAT. ORT.	DGGYO	DO U GYO
COSMO	COSMOS YAT. ORT.	EGYO	EGS GYO
DNZYO	DEN Z YAT. ORT.	EKGYO	EMLAK KONUT GYO
ECBYO	ECZACIBA I YAT. ORT.	IDGYO	DEAL ST GYO
ETYAT	EURO TREND YAT. ORT.	KLGYO	K LER GYO
EMBYO	EURO B T P YAT. ORT.	MRGYO	MARTI GYO
FNSYO	F NANS YAT. ORT.	NUGYO	NUROL GYO
GRNYO	GARANT YAT. ORT.	OZGYO	ÖZDER C GYO
GDKYO	GED K YAT.ORT.	PEGYO	PERA GYO
INFYO	NFO YAT. ORT.	RYGYO	REYSA GYO
IBTYO	NFOTREND B T P YAT.ORT.	SAFGY	SAF GYO
ISYAT	YAT. ORT.	TSGYO	TSKB GYO
MYZYO	M. YILMAZ YAT.ORT.	VKGYO	VAKIF GYO
MRBYO	MARBA B T P YAT. ORT.	YGYO	YE L GYO
OYAYO	OYAK YAT. ORT.		
TCRYO	TAC RLER YAT. ORT.		
TACYO	TAÇ YAT. ORT.		
TKSYO	TAKS M YAT.ORT.		
TSKYO	TSKB YAT. ORT.		
VKFYT	VAKIF YAT. ORT.		
YKBYO	YAPI KRED B T P YAT.ORT.		

Ara tırmada MKYO ile GYO’nun performanslarını kar ıla tırmak amacıyla dört farklı oran hesaplanmı tır. İletmelerin performanslarının de erlenmesinde kullanılan oranlara ve oranlarla ilgili açıklayıcı bilgilere Tablo 2’de yer verilmi tır.

Tablo 2. Ara tırmada Kullanılan Oranlar ve Açıklayıcı Bilgiler

Oranlar	Açıklaması	Hesaplaması
Aktif Karlılığı	Aktif karlılığı, işletmenin yapmış olduğu yatırımın karlılığını, bir başka ifadeyle aktif değerlerin ne ölçüde verimli kullanıldığını göstermektedir.	Net Kar / Aktif Toplam
Özsermaye Karlılığı	Özsermaye karlılığı, ortakların işletmeye koymuş oldukları sermayenin bir birimine düşen karlılığı göstermektedir.	Net Kar / Özsermaye
Hisse Başına Kar	Hisse başına kar, ortakların ödemiş oldukları sermayenin bir birimine düşen karlılığını göstermektedir.	Net Kar / Hisse Senedi Sayısı
Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD/DD)	PD/DD oranı, işletmenin hisse senedi başına düşen özsermaye tutarına karşılık, hisse senedini almak için ne kadar ödememiz gerektiğini göstermektedir.	Hisse Senedinin Piyasa Değeri / Özsermaye

Kaynak: AKDO AN, Nalan ve TENKER, Nejat (2007), Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri, s.671,674. CEYLAN, Ali ve KORKMAZ, Turhan (2009), İletmelerde Finansal Yönetim, s. 70.

Çalı mada, MKYO ile GYO i letmelerinin performanslarını kar ıla tırmak amacıyla ilk olarak i letmelerin finansal tablolarından yararlanılarak 2009-2011 yılları için yukarıda belirtilen oranlar ayrı ayrı hesaplanmı tır.

Analizin genel hipotezi a a ıdaki gibi ifade edilebilir:

Ho: MKYO ile GYO'ya dâhil olan i letmelerin finansal oran ortalamaları arasında anlamlı bir farklılık yoktur.

H1: MKYO ile GYO'ya dâhil olan i letmelerin finansal oran ortalamaları arasında anlamlı bir farklılık vardır.

Ara tırmada i letmelerin finansal oran ortalamaları arasında farklılı ın olup olmadığını ara tırmak için “Ba ımsız Örneklem t Testi” ve “Mann Whitney U Testi” bir arada kullanılmı tır. Bu iki analiz yönteminin bir arada kullanılması, hipotezin yanlışlıkla reddedilme veya kabul edilme olasılı ını azaltmaktadır (Cooke, 1989). Ayrıca örnekleme dâhil edilen i letme sayısının GYO için 25, MKYO için 18 olması örnekleme azlı ı nedeniyle parametrik olmayan testlerinde uygulanmasını gerektirmekte bundan dolayı her iki test yönteminin de uygulanmasını zorunlu hale getirmektedir.

ARA TIRMA BULGULARI

Bu bölümde MKB'de faaliyet gösteren GYO ile MKYO i letmelerinin Aktif Karlılı ı, Özsermaye Karlılı ı, Hisse Ba ına Kar, PD/DD oranlarının tanımlayıcı istatistiklerine, oranlar arasında farklılık olup olmadığını gösteren istatistiksel sonuçlara ve oranları olu turan finansal tablo kalemlerinin ortalamalarına yer verilmi tir. Bu paralelde GYO ile MKYO i letmelerinin 2009, 2010 ve 2011 yıllarına ait Aktif Karlılı ı, Özsermaye Karlılı ı, Hisse Ba ına Kar, PD/DD oranlarının tanımlayıcı istatistik parametreleri toplu olarak Tablo 3'te verilmi tir. Analizler Tablo 3'teki verilere dayalı olarak yapılmı tır.

Tablo 3. Oranların Tanımlayıcı istatistik Parametreleri

Oranlar	Yıllar	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları				Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları			
		Ortalama	Std. Sapma	Min.	Max.	Ortalama	Std. Sapma	Min.	Max.
Aktif Karlılı ı	2009	7,4491	8,6498	-9,7582	25,1825	20,4884	10,4245	-8,3817	36,0518
	2010	4,7743	6,8195	-3,4841	21,3518	6,3272	7,5526	-14,1584	16,0318
	2011	-3,4341	44,3303	-170,7541	34,7674	-10,881	12,8011	-40,6592	7,0232
Özsermaye Karlılı ı	2009	9,5086	11,708	-9,9282	33,7203	21,2657	11,3705	-11,7619	41,9265
	2010	6,6605	9,3543	-3,4941	31,1812	6,2682	8,3827	-17,9589	18,0556
	2011	0,6507	45,9414	-162,4362	75,3941	-11,546	12,7111	-41,7697	7,0524
Hisse Ba ına Kar	2009	0,3142	0,6495	-0,0658	2,7732	0,3482	0,2558	-0,0419	0,9471
	2010	0,2504	0,5071	-0,1285	2,134	0,1211	0,1225	-0,1051	0,3597
	2011	0,074	1,3795	-4,473	2,9321	-0,1134	0,1188	-0,357	0,0792
Piyasa De eri/Defter De eri	2009	0,9395	0,8614	0,205	3,5578	0,6892	0,2688	0,5009	1,74
	2010	1,2537	1,4338	0,1803	6,0075	0,8418	0,288	0,5497	1,5988
	2011	1,6659	1,5651	0,3968	5,8497	1,0644	0,4283	0,5397	2,3107

i- GYO ile MKYO i letmelerinin Aktif Karlılı ı Açısından Kar ıla tırılması: Aktif karlılı ı açısından Tablo 3'te yer alan her iki yatırım ortaklı ının ortalama de erleri incelendi inde, 2010 yılı karlılıklarının 2009 yılına göre dü tü ü, 2011 yılında ise zarar ettikleri görülmektedir. 2009 ve 2010 yıllarında gerçeke en ortalama de erlere göre, MKYO'ların aktif karlılı ının GYO'dan daha yüksek oldu u, 2011 yılında ise MKYO'nun, GYO'dan daha fazla zarar ederek yılı kapattı ı gözlenmektedir.

ii- GYO ile MKYO i letmelerinin Özsermaye Karlılı ı Açısından Kar ıla tırılması: GYO ile MKYO'ların, özsermaye karlılı ı ortalamaları incelendi inde; 2009 yılında MKYO'nun özsermaye karlılı ının GYO'nun özsermaye karlılı ınından daha yüksek oldu u, 2010 yılında her iki yatırım ortaklı ının da özsermaye karlılı ının birbirine çok yakın oldu u ve 2011 yılında ise MKYO'nun zarar etti i ve GYO'nun karının da oldukça dü tü ü görülmektedir.

iii- GYO ile MKYO İletmelerinin Hisse Baına Kar Açısından Kar İla tırılması: Tablo 3 incelendi inde 2009 yılında, GYO ve MKYO İletmelerinde hisse baına kar oranı ortalamalarının birbirine çok yakın oldu u görülmektedir. 2010 yılında ise GYO İletmelerinin hisse baına kar oranı ortalamasının MKYO İletmelerinin hisse baına kar oranı ortalamasının iki katından fazla oldu u tespit edilmiştir. 2011 yılında ise GYO İletmelerinin hisse baına kar oranı ortalaması oldukça dü mü tür. Bu oran baaba oranına yakın bir orana kar ılık gelmektedir. Buna kar ın MKYO'ların hisse baına kar oranı ortalamasına bakıldı nda; bu İletmelerin zarar etti İ, dolayısıyla hisse baına kar oranı ortalamasının negatif oldu u tespit edilmiştir.

iv- GYO ile MKYO İletmelerinin Piyasa De eri (PD)/Defter De eri (DD) Açısından Kar İla tırılması: Her iki yatırım ortaklı İ İletmelerinin de 2009, 2010 ve 2011 yılları arasında PD/DD ortalamalarının arttı İ görülmektedir. Tablo 3'e bakıldı nda arttı oranının GYO'larda daha fazla oldu u tespit edilmiştir.

GYO ve MKYO'ların 2009, 2010 ve 2011 yıllarına İli kin yukarıda açıklanan oranları Mann Whitney U Testi ve Ba ımsız Örneklem T Testi ile % 95 güven aralı nda analiz edilmiştir ve analiz sonuçlarına göre yatırım ortaklıkları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılı ın olup olmadığı Tablo 4'te kar İla tırmalı olarak verilmiştir.

Tablo 4. Oranların Mann Whitney U Testi ve Ba ımsız Örneklem T Testi Sonuçları

Oranlar	Yıllar	Mann Whitney U Testi	Ba ımsız Örneklem
			T Testi
Aktif Karlılı İ	2009	0,000	0,000
	2010	0,133	0,486
	2011	0,426	0,509
Özsermaye Karlılı İ	2009	0,002	0,002
	2010	0,460	0,888
	2011	0,269	0,300
Hisse Baına Kar	2009	0,340	0,836
	2010	0,883	0,303
	2011	0,122	0,584
Piyasa De eri/Defter De eri	2009	0,173	0,345
	2010	0,848	0,259
	2011	0,929	0,140

Tablo 4 incelendi inde, GYO ve MKYO İletmelerinin 2009 yılı aktif karlılı İ ve özsermaye karlılık oranları arasında Mann Whitney U Testi ve Ba ımsız Örneklem T Testi'ne göre anlamlı bir farklılı ın oldu u buna kar ılıklı 2010 ve 2011 yıllarında ise anlamlı bir farklılı ın olmadığı tespit edilmiştir. Çünkü 2009 yılında yatırım ortaklıklarının aktif karlılı İ ve özsermaye karlılık oranlarının her iki test sonucu de erleri ($\alpha=0,000$), % 5 anlamlılık seviyesinden küçük çıkmı İ; 2010-2011 yıllarında ise α de erleri % 5 anlamlılık seviyesinden büyük çıkmı İtir. 2009 yılında aktif karlılı İ ve özsermaye karlılı İ açısından ortaya çıkan farklılıkta tablo 3'te de görüldü İ gibi MKYO İletmelerinin aktif karlılı İ ve özsermaye karlılı İ ortalamasının GYO İletmelerinden daha yüksek oldu u görülmektedir.

Hisse baına kar ve PD/DD oranı açısından tablo 4 incelendi inde 2009, 2010 ve 2011 yıllarında GYO ile MKYO İletmelerinin oranları arasında her iki test sonucuna göre de istatistiksel olarak anlamlı bir farklılı ın olmadığı tespit edilmiştir.

Tablo 4'te görüldü İ gibi 2009 yılında GYO ile MKYO'ların aktif karlılı İ ile özsermaye karlılı İ arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark bulunmu İtur. Bu farklılı ın nedenini tespit edebilmek için söz konusu oranları hesaplamaya yarayan tutarların belirlenmesi gerekmektedir. Bu çerçevede analize dâhil edilen GYO ile MKYO İletmelerinin 2009 yılına İli kin dönem net karı, aktif toplamı ve öz sermaye tutarlarının aritmetik ortalamaları Tablo 5'te verilmiştir.

Tablo 5. GYO ile MKYO i letmelerinin 2009 Yılı Aktif, Özsermaye ve Dönem Net Karı Tutarlarının Aritmetik Ortalamaları

	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları	Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları
Dönem Net Karı	32.736.096,89	6.884.856,88
Aktif Toplamı	373.068.817,72	28.465.360,92
Özsermaye	195.132.714,30	28.102.656,18

Tablo 5'te görüldü ü gibi GYO i letmelerinin aktif toplamlarına ili kin aritmetik ortalama tutarı 373.068.817,72 TL'dir. Buna kar ın MKYO i letmelerinin aktif toplamlarına ili kin aritmetik ortalama tutarı ise 28.465.360,92 TL'dir. Bu rakamlar kar ıla tırıldı ında GYO i letmelerinin aktif toplamı tutarının MKYO i letmelerinin aktif toplam tutarının 13 katı oldu u görülmektedir. Aynı ekilde GYO i letmelerinin dönem net karı olan 32.736.096,89 TL'yi MKYO i letmelerinin dönem net karı ortalaması olan 6.884.856,88 TL'ye oranladı ımızda ise 4,7 katına kar ılık geldi i tespit edilmi tir. Bir ba ka ifadeyle GYO i letmeleri, MKYO i letmelerinin sahip oldu u ortalama aktif tutarının 13 katına sahipken, elde etmi oldukları dönem net karı ortalaması MKYO i letmelerinin sadece 4,7 katı olarak gerçekte mi tir. Bu açıklamalar ı ında 2009 yılında GYO ile MKYO i letmelerinin aktif karlılı ı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılı ın çıkmasının en önemli nedenlerinden birinin bu olabilece ini ifade etmek mümkündür.

Özsermaye karlılı ı açısından 2009 yılında ortaya çıkan farklılı ı tespit edebilmek için bu oranı olu turan kalemlerin ortalama de erlerini incelemek yararlı olacaktır. Tablo 5 incelendi inde, GYO i letmelerinin ortalama özsermaye tutarının 195.132.714,3 TL buna kar ılık MKYO i letmelerinin ortalama özsermaye tutarının ise 28.102.656,18 TL oldu u görülmektedir. Bu rakamlar oransal olarak kar ıla tırıldı ında GYO i letmelerinin ortalama özsermaye tutarının MKYO i letmelerinin ortalama özsermaye tutarının 6,9 katı oldu u tespit edilmi tir. Dönem net karı için yukarıda yapılan açıklamalar da göz önünde bulunduruldu unda GYO i letmelerinin dönem net karı ile özsermaye tutarlarının ortalaması arasındaki rakamsal farklılı ın MKYO i letmelerinin dönem net karı ile özsermaye tutarlarının ortalaması arasındaki rakamsal farklılıktan fazla olması bu oranın küçülmesine ve GYO ile MKYO i letmeleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılı ın çıkmasına neden olmu tur.

SONUÇ

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve menkul kıymet yatırım ortaklıkları Türkiye' de hızla gelişimini sürdürmekte olan iki yatırım tercihi olarak kar ımıza çıkmaktadır. Dolayısıyla Bu çalı manın amacı, 2009-2011 yılları arasında MKB'ye kayıtlı olan MKYO ile GYO'nun finansal performanslarını t testi yardımıyla kar ıla tırarak yatırımcılara bilgi sunmaktır. Ara tırmada 2009, 2010 ve 2011 yıllarında MKB'de faaliyet gösteren GYO ve MKYO i letmelerinin finansal performansları aktif karlılı ı, özsermaye karlılı ı, hisse ba ına kar ve PD/DD oranları kullanılarak ölçülmeye çalı ılmıştır. Yatırım ortaklıklarının bilanço ve gelir tablosundan elde edilen finansal oran verileri, "Ba ımsız Örneklem T Testi" ve "Mann Whitney U Testi" kullanılarak analiz edilmi tir.

Analiz sonucunda, aktif karlılı ı ve özsermaye karlılı ı açısından GYO ile MKYO i letmeleri arasında 2009 yılı için istatistiksel olarak anlamlı bir farklılı ın bulundu u, 2010 ve 2011 yılları için anlamlı bir farklılı ın bulunmadı ı tespit edilmi tir. Yatırım ortaklıklarının aktif ve özsermaye karlılık oranlarının ortalama de erleri incelendi inde, 2009 yılı için MKYO i letmelerinin aktif ve özsermaye karlılı ının, GYO i letmelerinden daha yüksek oldu u gözlenmi tir. Ara tırma da GYO i letmelerinin aktif toplamı, dönem net karı ve özsermaye tutarlarının ortalama de erlerinin MKYO i letmelerinden daha fazla oldu u tespit edilmi tir. Analizde GYO ile MKYO i letmelerinin performanslarının kar ıla tırılmasında kullanılan di er oranlar ise hisse ba ına kar ve PD/DD oranlarıdır. Hisse ba ına kar ve PD/DD oranları açısından GYO ile MKYO i letmeleri kıyaslandı ında aralarında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılı ın bulunmadı ı tespit edilmi tir.

Sonuç olarak yapılan çalışmada, 2009, 2010 ve 2011 yıllarında GYO ile MKYO işletmelerinin aktif karlılığı, özsermaye karlılığı ve hisse başına kar oranlarının sürekli olarak düştüğü tespit edilmiştir. 2011 yılı detaylı olarak incelendiğinde GYO işletmelerinin aktif karlılığının negatife dönüştüğü, özsermaye karlılığı ile hisse başına kar oranının ise sıfıra yaklaştığı görülmektedir. 2011 yılında MKYO işletmelerinin aktif karlılığı, özsermaye karlılığı ve hisse başına kar oranlarının hepsinin negatife dönüştüğü tespit edilmiştir. Tüm bu sonuçlara rağmen her iki yatırım ortaklığının PD/DD oranının zaman içinde artışı gösterdiği tespit edilmiştir.

Çalışma sonucu elde edilen bilgiler yatırımcılara katkı sağlayabilir. Analiz sonuçlarına göre MKYO’ların aktif karlılığı, özsermaye karlılığı ve hisse başına kar oranlarında yaşanan düşüşün GYO’ların aktif karlılığı, özsermaye karlılığı ve hisse başına kar oranlarındaki düşüşten daha fazla olması nedeniyle, yatırımcıların tasarruflarını MKYO işletmelerinden ziyade GYO işletmelerinde de erlendirmeleri daha uygun olabilir. Bütün bu katkılarının karşılığında çalışmanın eksik olduğu yönlerde mevcuttur. Örneğin performans ölçütü olarak kullanılan aktif karlılığı, özsermaye karlılığı, hisse başına kar, PD/DD oranları MKYO ve GYO işletmelerinin hisse senetlerindeki riskleri dikkate almaz. Hisse senedi riskini ve getirisini dikkate alan Sharpe, Treynor ve Jensen gibi ölçütler ile konunun incelenmesi yeni çalışmaların konusunu oluşturabilir.

KAYNAKLAR

- Akdoğan, N.ve Tenker, N.(2007). Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri, Ankara: Gazi Kitabevi.
- Akel, V., Ergül, N. ve Dumanoğlu, S.(2010). “ MKB’de İlim Gören Finansal Kiralama Şirketlerinin 2005-2008 Dönemi Finansal Performanslarının Değerlendirilmesi”, Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi, C.28, S.1, s.271-292.
- Aktaş, H. ve Kargın, M.(2007). “Türk Bankacılık Sektöründeki Yabancı ve Ulusal Bankaların Finansal Oranlar Açısından Karşılaştırılması”, Yönetim ve Ekonomi Dergisi, C.14, S.2, s.31-45.
- Ceylan, A. ve Korkmaz, T.(2009). Meslek Yüksek Okulları İçin İşletmelerde Finansal Yönetim, Bursa: Ekin Yayınevi.
- Çıtak, L.(2008), “Türkiye’deki Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının Etkinliklerinin Veri Zarflama Analizi ile Değerlendirilmesi”, Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, S.31, Temmuz-Aralık 2008, s.69-94.
- Çonkar, K, Elita, C.ve Atar, G. (2011). “ MKB Kurumsal Yönetim Endeksi’ndeki Firmaların Finansal Performanslarının Topsis Yöntemi ile Ölçümü Ve Kurumsal Yönetim Notu ile Analizi”, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası, C.61, S.1, s.81-115.
- Dumanoğlu, S. ve Ergül, N. (2010). “ MKB’de İlim Gören Teknoloji Şirketlerinin Mali Performans Ölçümü”, Muhasebe ve Finansman Dergisi, C.48, s. 101-111.
- Han J. and Liang Y. (1995). “The Historical Performance of Real Estate Investment Trusts”, The Journal of Real Estate Research, V.10, No. 3, pp. 235-262.
- Çerli, M.Y.ve Akkaya, G.C.(2006). “Finansal Açısından Başarılı Olan İşletmelerle Başarısız Olan İşletmeler Arasında Finansal Oranlar Yardımıyla Farklılıkların Tespiti”, Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, C.20, S.1, s. 413-421.
- Kaya, Y.T. (2001). Türk Bankacılık Sektöründe CAMELS Analizi, Ankara: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu MSPD Çalışma Raporları No:2001/6.
- Kuhle, J. L. and Walther, C. H. (1987). “REITs vs. Common Stock Investments: An Historical Perspective: A Survey of Performance Results, 1973–1984”, Real Estate Finance, V.3, No.1, pp. 452–77.
- Sengupta, J.K. (2003), “Efficiency Tests for Mutual Fund Portfolios”, Applied Financial Economics, V.13, pp. 869-876.
- Smith, K.V. and Shulman, D.(1976). “The Performance of Equity Real Estate Investment Trusts” Financial Analyst Journal, September-October, pp.61-66.