

Yüksek Enflasyon Dönemlerinde GYO ve BİST 100 Endeks Performanslarının Sharpe Ölçütü ile Mukayesesi

Comparison of REIT and BIST 100 Index Performances Using the Sharpe Ratio under High Inflation Periods

H. Nur SÜMER^a Burçay YAŞAR AKÇALI^b Levent SÜMER^c Ali HEPŞEN^d

^a İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme ABD, İstanbul, Türkiye hnilgaz@hotmail.com

^b İstanbul Üniversitesi, İktisat Fakültesi, İşletme Bölümü, İstanbul, Türkiye burcayy@istanbul.edu.tr

^c Boğaziçi Üniversitesi, Fen Bilimleri Enstitüsü, İstanbul, Türkiye levent.sumer@bogazici.edu.tr

^d İstanbul Üniversitesi, İşletme Fakültesi, Finans Anabilim Dalı, İstanbul, Türkiye ali.hepsen@istanbul.edu.tr

MAKALE BİLGİSİ	ÖZET
Anahtar Kelimeler: GYO, BİST 100, Enflasyon, Sharpe Oranı Gönderilme Tarihi 4 Mayıs 2025 Revizyon Tarihi 29 Temmuz 2025 Kabul Tarihi 6 August 2025 Makale Kategorisi: Araştırma Makalesi	Amaç – Bu araştırma, ülkemizin önemli gayrimenkul sermaye piyasası araçlarından olan gayrimenkul yatırım ortaklıkları (GYO) ve BİST (Borsa İstanbul) 100 endeks performanslarını mukayese etmekte ve yerli ve yabancı bireysel ve kurumsal yatırımcıların ülkemize gayrimenkul sermaye piyasaları yoluyla uzun vadeli yatırım yapmalarına yönelik karar süreçlerine ışık tutmaktadır. Yöntem – Araştırma, 2020-2024 yıllarını 4 farklı aralıkta (2020-2024), (2021-2024), (2022-2024) ve (2023-2024) ayrı ayrı kapsamakta ve risk-getiri performans analizleri Sharpe Ölçütü kullanarak aylık zaman serilerine göre yapılmaktadır. Çalışma yüksek enflasyon dönemini de içerdiğinden açıklanan Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) mukayese ölçütü olarak kullanılmaktadır. Bulgular – Yapılan analizler sonucunda araştırmaya konu tüm tarih aralığında GYO endeksi BİST 100 endeksinden daha iyi bir performansa sahipken her iki endeks de aşırı yüksek enflasyonist ortamda TÜFE'nin altında bir performans sergilemiştir. Tartışma – Bu çalışma COVID-19 dönemi ile başlayan ve sonrasında devam eden yüksek enflasyon döneminde GYO ve BİST 100 endeks performansını Sharpe ölçütü kullanarak TÜFE ile mukayese eden ilk çalışma olarak Türkiye sermaye piyasalarına katkı sunmakta ve gayrimenkul sermaye piyasalarının derinleşmesi için bazı politika önerileri sunmaktadır.
ARTICLE INFO	ABSTRACT
Keywords: REIT, BİST 100, Inflation, Sharpe Ratio Received 4 May 2025 Revised 29 July 2025 Accepted 6 August 2025 Article Classification: Research Article	Purpose – This research compares the performance of real estate investment trusts (REITs), which are among the key real estate capital market instruments in Türkiye with the BIST (Borsa İstanbul) 100 index and aims to shed light on the decision-making processes of domestic and foreign individual and institutional investors regarding long-term investments in our country through the real estate capital markets. Design/methodology/approach – The research covers four different time periods separately: (2020-2024), (2021-2024), (2022-2024), and (2023-2024). Risk-return performance analyses are conducted using the Sharpe Ratio based on the monthly time series. Since the study includes a period of high inflation, the announced Consumer Price Index (CPI) is also used as a benchmark for comparison. Results – The analyses indicate that the REIT index outperformed the BIST 100 index in all examined time periods. However, both indices performed below the CPI in the extremely high inflation environment. Discussion – This study is the first to compare the performance of REITs and the BIST 100 index against the CPI using the Sharpe Ratio during the high-inflation period that started with the COVID-19 era. It contributes to the Turkish capital markets and provides policy recommendations to enhance the depth of the real estate capital markets.

Önerilen Atf/Suggested Citation

Sümer, H.N., Yaşar Akçalı, B., Sümer, L., Hepşen, A. (2025). Yüksek Enflasyon Dönemlerinde GYO ve BİST 100 Endeks Performanslarının Sharpe Ölçütü ile Mukayesesi, İşletme Araştırmaları Dergisi, 17 (3), 2230-2240.

1. Giriş

Gayrimenkul sektörü, kalkınmayı desteklemesi, istihdamı arttırması ve büyümeye olan katkısı ile ülke ekonomileri açısından oldukça kritik bir öneme sahiptir. Doğrudan gayrimenkul yatırımlarının yanında gerek yerli gerekse yabancı bireysel ve kurumsal yatırımcıların ülkemiz gayrimenkul sektörüne sermaye piyasaları yoluyla yatırım yapması, sürdürülebilir bir büyüme açısından da oldukça önemlidir. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları (GYO), ülkemizde Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından düzenlenen en eski gayrimenkul sermaye piyasası araçları arasında yer almaktadır. Geçmiş dünyada 1960'lı yıllara dayanan GYO'lar ABD'de 4,5 trilyon USD'lik bir varlığa sahiptir (Nareit, 2024). Ülkemizde 1995 yılında ilk tebliği yayınlanan GYO sayısı 2024 sonu itibariyle 49 adede yükselmiş ve 15 milyar USD'lik bir pazar büyüklüğüne ulaşmıştır (GYODER, 2025). Hisselerinin en az %25'inin Borsa İstanbul'da işlem görmesi zorunlu olan GYO'lar bu anlamda Türk gayrimenkul sektöründe gayrimenkul sermaye piyasaları açısından önemli bir yer tutmaktadırlar.

Öte yandan Borsa İstanbul, halka arz olmuş birçok firmanın işlem gördüğü ve küresel sermayeyi ülkemize çekebilecek önemli bir kurumdur. Borsa İstanbul'da işlem gören en büyük 100 şirketin yer aldığı BİST 100 endeksi de gerek yerli gerekse yabancı birçok yatırımcı tarafından dikkatle takip etmekte ve ülkemizin ekonomisinin genel durumu hakkında önemli bilgiler sunmaktadır. GYO endeks performansının BİST 100 endeks performansı ile mukayesesi gerek farklı sektörler gerekse gayrimenkul sektörüne sermaye piyasası araçları yoluyla yatırım yapmak isteyen yatırımcılara ışık tutmaktadır. Bununla birlikte özellikle 2020 yılının Mart ayında başlayan küresel koronavirüs (COVID-19) pandemisi sonrasında oluşan yüksek enflasyon ortamı, birçok ülkede refah seviyelerinde düşüşe yol açmış ve yatırımcıları varlıklarını koruyabilecekleri alternatif yatırım arayışına itmiştir. Ülkemizde de hala devam eden ancak 2022 yılında zirve yapan yüksek enflasyon altında GYO ve BİST 100 endeksleri önemli birer alternatif yatırım araçları olarak değerlendirilmiştir.

Bu çalışmada 2020-2024 yılları arasında GYO ve BİST 100 endeks risk-getiri performansları Sharpe ölçütü ile kıyaslanmış, Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) de bir karşılaştırma ölçütü olarak kullanılmıştır. Araştırmamız, benzer alanda yapılmış geçmiş çalışmaları, ülkemizdeki GYO'ların pazar büyüklüğü, yatırımcı oran dağılımı, temettü verileri gibi birçok parametreyi incelemiş ve araştırmaya konu GYO ve BİST 100 endeks getirilerinin performansını Sharpe oranı ile analiz etmiştir. Çalışma Türk gayrimenkul sermaye piyasalarının derinleşmesi için de bazı politika tavsiyelerinde bulunmuştur.

2. Literatür Çalışması

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları uluslararası alanda birçok araştırmacının oldukça ilgisini çeken önemli bir gayrimenkule dayalı sermaye piyasası aracıdır. Küresel ölçekte yapılan bazı çalışmalar portföylerin risk-getirilerine odaklanırken, bazıları portföy çeşitlendirmesine vurgu yapmıştır. Kuhle (1987) toplam portföy riskinin azaltılmasında çeşitlendirmenin etkisini incelemiş ve adi hisse senetleri ile GYO'lardan oluşan karma portföylerin, yalnızca adi hisse senetlerinden oluşan portföylerle benzer performans gösterdiğini tespit etmiştir. Redman ve Manakyan (1995), Sharpe oranı kullanarak yaptıkları çalışmada, GYO'ların risk ayarlı getirilerini etkileyen temel faktörler arasında finansal oranlar, gayrimenkullerin konumu ve yatırım türlerinin yer aldığını belirtmişlerdir. Ro ve Zibrowski (2011), belli bir alana odaklanan GYO'lar ile çeşitlendirilmiş portföylere sahip GYO'ların performanslarını karşılaştırarak, odaklanmış GYO'ların çeşitlendirilmiş olanlara kıyasla daha düşük performans gösterdiğini ve daha riskli olduğunu saptamıştır. Case vd. (2012), halka açık GYO'lar ile hisse senetlerinin getirilerini üç farklı zaman diliminde analiz etmiş ve GYO'ların halka arz edildikleri ilk dönemde hisse senetleriyle yüksek korelasyon gösterdiğini, ancak bu korelasyonun zamanla azaldığını ortaya koymuştur.

Türkiye'de gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçları hakkında yapılan geçmiş çalışmalar da enflasyona karşı koruma, risk-getiri performans analizi ve çeşitlendirme gibi sektörün farklı yönlerine odaklanmıştır. Ekincioglu (2003), Fama-Schwert modelini kullanarak Türk GYO endeksinin enflasyona karşı yatırımcıyı korunma etkinliğini araştırmış ve GYO endeksi getirilerinin yatırımcıları enflasyona karşı koruduğu sonucuna varmıştır. Erol ve Tirtiroglu (2008), Türkiye'deki GYO'ların ve Borsa İstanbul'da işlem gören pay senedi endekslerinin enflasyona karşı korunma yeteneklerini analiz ettikleri çalışmalarında GYO'ların hem gerçek hem de beklenen enflasyona karşı korunma yeteneklerinin BİST endeksinden daha iyi olduğunu göstermiştir. Kıyılar ve Hepşen (2010), 8 GYO'nun risk ayarlı getiri performanslarını, 2000-2008 yılları arasında Sharpe ve Jensen performans ölçütünü kullanarak analiz etmiş ve altı GYO'nun örneklem döneminde genel piyasa

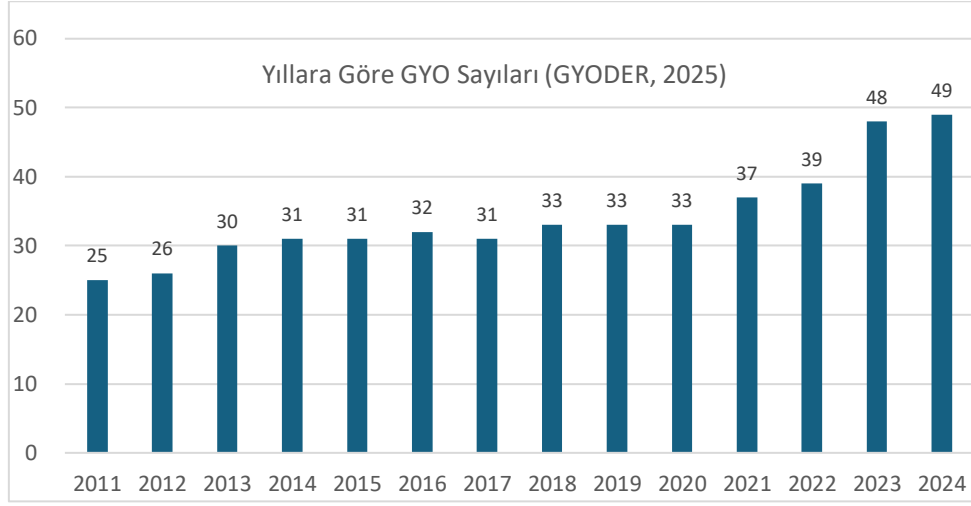
portföyünden daha iyi performans gösterdiği sonucuna varmışlardır. Öte yandan Bayraktar (2018), GYO endeksi ve bireysel GYO'ların farklı alt dönemlerdeki performans istikrarını BIST 100 Endeksi ile mukayeseli olarak analiz ettiği çalışmalarında Sharpe oranı, Treynor oranı ve Jensen alfa ölçütlerini kullanmış ve Treynor ve Sharpe oranlarının GYO'ları yüksek büyüme dönemlerinde tutarlı bir şekilde sıraladığını tespit etmiştir.

Akçalı ve Mollaahmetoğlu, Borsa İstanbul'da 2017-2020 yılları arasında işlem görmüş Park Mavera 3 projesi kapsamında ihraç edilen, ilk ve tek Gayrimenkul Sertifikası ile GYO endeksi, BIST100 endeksi, dolar kuru, GYO işlem hacmi ve BIST100 işlem hacmi arasındaki ilişkiyi Toda Yamamoto nedensellik analiziyle incelemiş ve gayrimenkul sertifikası ile gayrimenkul yatırım ortaklıkları işlem hacmi arasında, GYO işlem hacminden gayrimenkul sertifikasına yönelik tek yönlü ve anlamlı bir nedensellik ilişkisinin varlığını tespit etmiştir. Sümer ve Özorhon (2021) ekonomik kriz dönemleri dışındaki dönemlerde Türk GYO endeksinin altın fiyatlarından daha iyi performans gösterdiğini, ancak daha riskli bir araç olduğunu ve her iki yatırım aracının da birbirlerinin getirilerini etkilemediğini ortaya koymuş ve her iki aracın segmentasyonu sebebiyle fon yöneticilerine bir portföyün çeşitlendirilmesi için her iki enstrümanı da dahil etmelerini önermiştir. Öte yandan Çelik (2022) Türkiye'de faaliyet gösteren 18 GYO'nun mülk türü çeşitlendirmesinin performansa etkisini araştırdığı çalışmada çeşitlendirmenin özsermaye karlılığı (ROE) üzerinde pozitif etkisi olduğunu tespit etmiştir. Sümer (2023) Türkiye'deki 33 GYO ve 15 GYF'nin COVID-19 döneminde enflasyona karşı bir koruma sağlayıp sağlamadığı araştırmasında 4 GYO ve 1 GYF dışında araştırmaya konu hiçbir portföyün, mukayese ölçütü olarak alınan altın, BIST 100 ve GYO endeksi dahil olmak üzere COVID-19 döneminde istatistiksel koruma yeteneğine sahip olmadığını ortaya koymuştur.

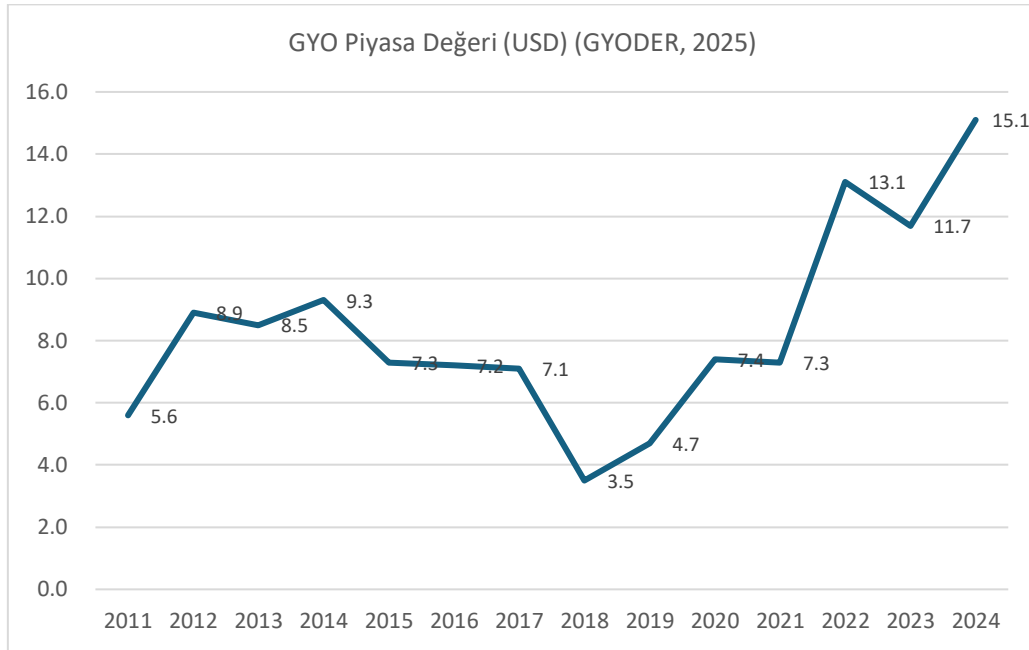
3. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları

Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı (GYO), Sermaye Piyasası Kanunu'na tabi olarak faaliyet gösteren ve gayrimenkullere, gayrimenkule dayalı projelere ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapan özel bir portföy yönetim şirketi türüdür. GYO'lar, yüksek getiri potansiyeline sahip gayrimenkullere ve yatırım projelerine yönelerek kira geliri ve alım-satım kazançları elde etmeyi amaçlar. Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) mevzuatı gereği yıl sonundaki kârlarını ortaklarına temettü olarak dağıtma zorunluluğu bulunmamakla birlikte, bu yönde karar alabilirler. GYO hissesi satın alan yatırımcılar hem temettü geliri elde edebilir hem de şirketin değer artışından yararlanabilir. GYO'lara yapılan yatırımları cazip kılan unsurlar arasında, bu şirketlerin gelirlerinin %50'sini temettü olarak dağıtmak koşuluyla %10 kurumlar vergisine tabi olmaları ve halka arz sürecinde iskontolu işlem görmesi yer alır. Ancak, GYO'lar yalnızca gayrimenkule dayalı faaliyetlerde bulunabilir; aktiflerinde makine ve ekipman bulunduramaz ve inşaat taahhüt işleri üstlenemezler. Türk Ticaret Kanunu çerçevesinde yeni bir anonim şirket olarak kurulabilen GYO'lar, aynı zamanda farklı amaçlarla kurulmuş şirketlerin Sermaye Piyasası Kurulu düzenlemelerine uygun şekilde dönüşmesiyle de ortaya çıkabilir. GYO'nun kuruluşu veya dönüşüm süreci ortalama 6 ila 12 ay arasında sürerken, 2024 yılı itibarıyla başlangıç veya ödenmiş sermayesinin en az 500 milyon TL olması gerekmektedir (SPK, 2024).

Gayrimenkul Yatırımcıları Derneği (GYODER) raporuna göre halihazırda borsada işlem gören 49 adet GYO yer almaktadır. Bu sayı Şekil 1'de de görüleceği üzere son 5 yılda 33'ten 49'a yükselmiştir. Şekil 2'de ise GYO'ların 2011 yılından günümüze USD bazında piyasa değeri görülmektedir. 2024 yılı sonu itibarıyla piyasa değeri 532 milyar TL'ye (15,1 milyar USD) ulaşan GYO'ların özellikle COVID-19 küresel salgını sonrasında enflasyonun da etkisi ile hızla büyüdüğü ancak TL'nin son yıllarda USD karşısındaki değer kaybı sebebiyle bu büyümenin USD bazında daha sınırlı kaldığı görülmektedir (GYODER, 2025).

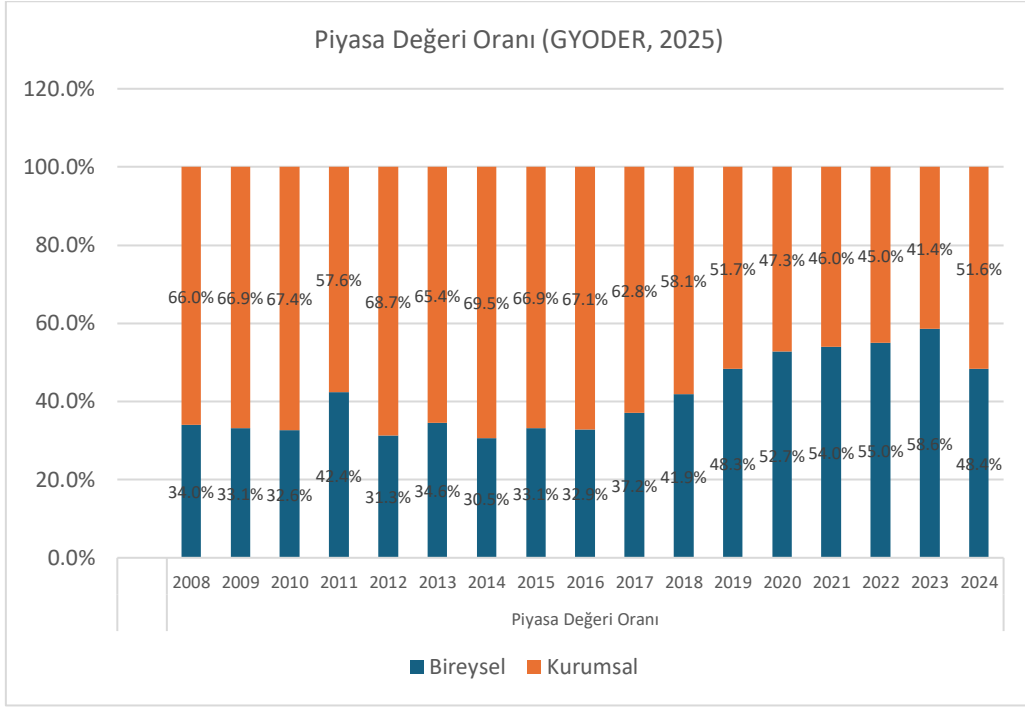


Şekil 1. Yıllara Göre GYO Sayıları (GYODER, 2025)

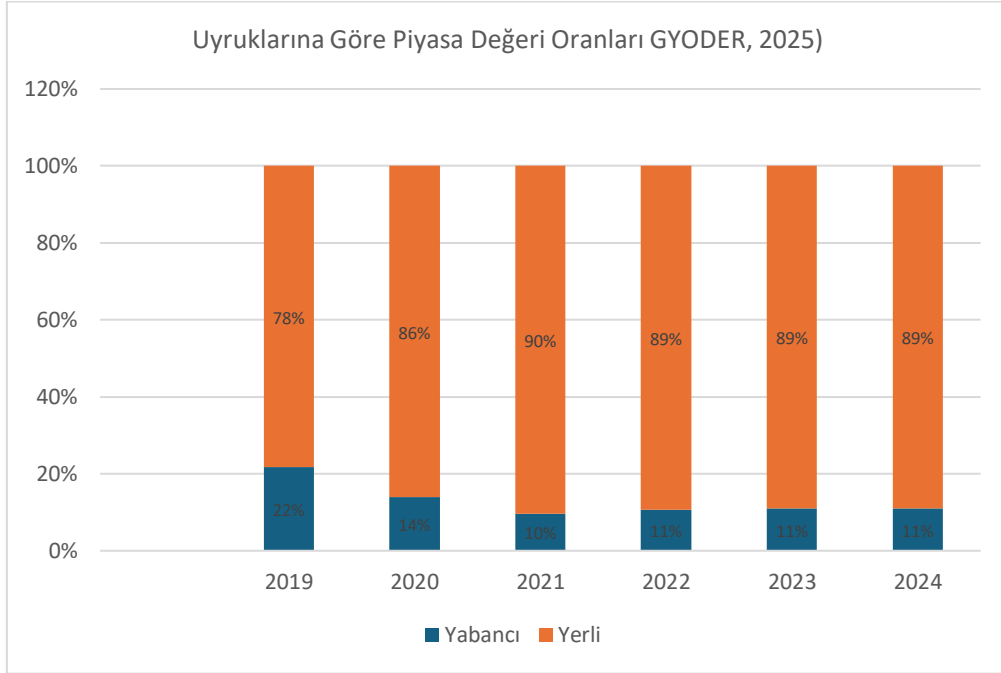


Şekil 2. GYO Piyasa Değeri (GYODER, 2025)

2019 yılına kadar kurumsal yatırımcı oranının bireysel yatırımcı oranından daha yüksek olduğunu ve 2014'te kurumsal yatırımcı oranının %70'e kadar yükseldiğini gözlemlediğimiz GYO'larda son beş yıl içerisinde bu oran %50'lerin altına düşmüş ve ilk defa 2024 yılında %51,6'ya yükselerek 2019'daki seviyesini yakalamıştır. Öte yandan uyruklarına göre dağılıma baktığımızda yabancı yatırımcı oranlarının da oldukça düştüğü ve son 5 yıl içerisinde %11'ler mertebesinde olduğu görülmüştür. Bu çerçeveden bakıldığında gerek kurumsal gerekse yabancı yatırımcı oranlarını arttırabilmek için GYO'ların getirilerinin daha iyi ve net olarak ortaya konabilmesi önem taşımaktadır. Şekil 3 ve 4'te piyasa değeri oranlarının bireysel-kurumsal ve yerli-yabancı oranlarının yıllara göre dağılımı gösterilmektedir.

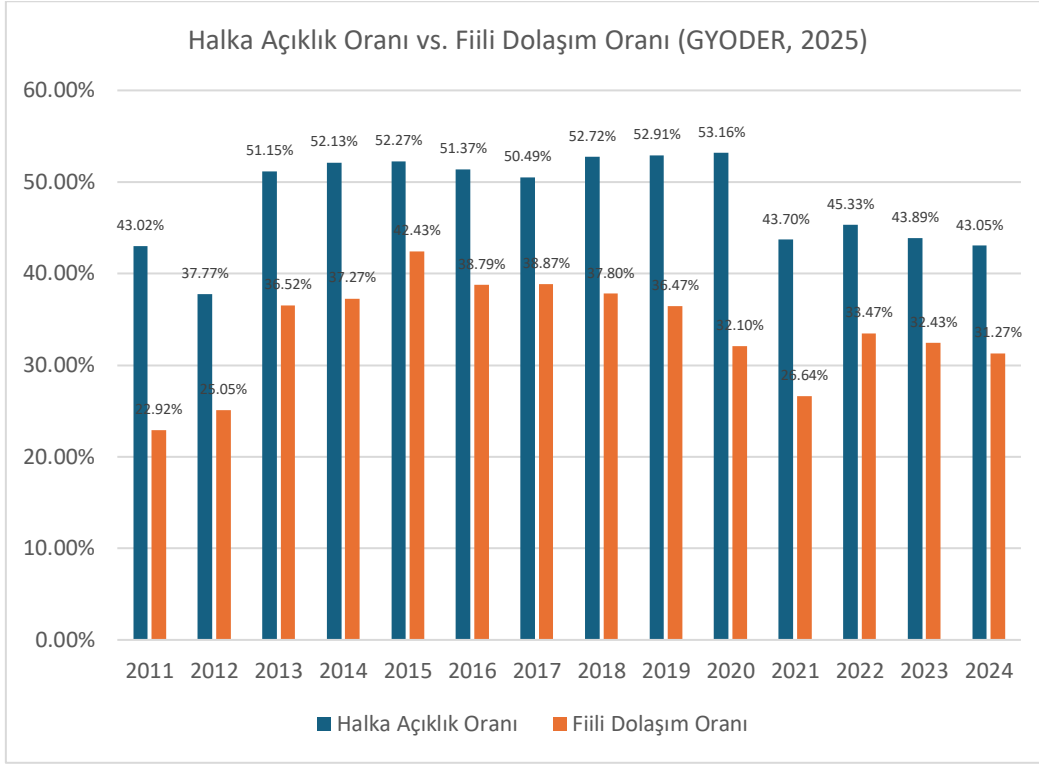


Şekil 3. Bireysel ve Kurumsal Yatırımcılara Göre Piyasa Değeri Oranları (GYODER, 2025)



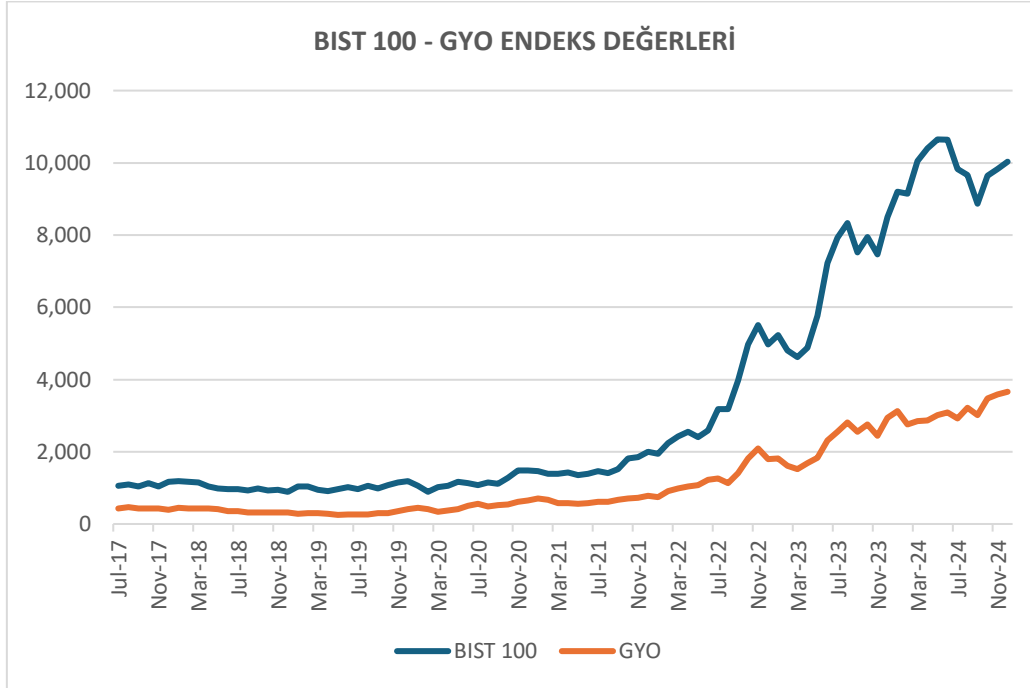
Şekil 4. Uyruklarına Göre Piyasa Değeri Oranları (GYODER, 2025)

GYO'lar sermayelerinin en az %25'ini halka açmak zorundadırlar ve gayrimenkullere, gayrimenkule dayalı haklara, gayrimenkul projelerine ve ilgili Tebliğ'de belirtilen varlıklara, aktif toplamalarının en az %51'i oranında yatırım yapmak zorundadırlar. GYO'lar para ve sermaye piyasası araçlarına da yatırım yapabilirler ve bu yatırımlar toplam aktif büyüklüğünün %49'unu aşamaz. Şekil 5'te GYO'ların halka açıklık oranları ile fiili dolaşım oranları yer almaktadır. 2024 yılında halka açıklık oranı %43 seviyesinde iken fiili dolaşım oranı %31'dir. Fiili dolaşımdaki payın miktarı hisse oynaklığına etki edebilir. Dolaşımdaki payın düşük olması hisse fiyatlarının daha oynak olmasına yol açabilir. Bu açıdan bakıldığında GYO'ların hisse hareketlerinde oynaklığın yüksek olduğunu söylemek mümkündür.



Şekil 5. GYO'ların Halka Açıklık ve Fiili Dolaşım Oranları (GYODER, 2025)

COVID-19 pandemisi sonrasında yükselen enflasyonla birlikte hisse senetlerine olan yönelim GYO endeksinin de Borsa İstanbul (BİST) 100 endeksinde paralel bir şekilde yükselmesi ile sonuçlanmıştır. Şekil 6'da GYO ve BİST 100 endekslerinin aylara göre değerleri gösterilmektedir.



Şekil 6. BİST 100 ve GYO Endeks Değerleri (GYODER, 2025)

GYO'lar SPK mevzuatı gereği temettü dağıtma zorunluluğuna sahip olmamakla birlikte 2011-2023 yılları arasında toplam 4,4 milyar TL kar payı dağıtmıştır (GYODER, 2025). Bununla birlikte 2024 Temmuz'da SPK tarafından yayınlanan düzenlemeyle GYO'lara getirilerinin en az %50'sini temettü olarak dağıtmak koşuluyla uygulamaya konan %10'luk asgari kurumlar vergisi her ne kadar getiriyi azaltan bir faktör gibi gözükse de ilerleyen yıllarda GYO'lara daha uzun vadeli yatırım yapılabilmesi ve piyasa değerinin artması açısından önemli bir düzenleme olarak görülmektedir.

Bu çerçevede, GYO endeks performansının ölçülmesi yatırımcıların alacakları kararlara ışık tutacaktır.

4. Yöntem

Portföy getirileri, yaygın olarak bilinen yöntemler kullanılarak birbirleriyle ve genel olarak piyasayla karşılaştırılır. İlk olarak portföy getirilerine bakılsa da yatırımcılar için getiriler tek seçim kriteri değildir. Daha düşük riske sahip portföy, daha yüksek riske sahip ancak aynı getiriye sahip bir portföye kıyasla tercih edilir. Yatırım kararlarında portföyün risk ayarlı performansını ölçen genel kabul görmüş 3 oran vardır: Sharpe oranı (Sharpe, 1966), Treynor'ın oranı (Treynor, 1965) ve Jensen Alfa (Jensen, 1968).

4.1. Araştırmanın Modeli ve Hipotezleri

Bu çalışmada analiz yöntemi olarak geçmiş literatürde de yaygın bir şekilde kullanılmış olan Sharpe oranı tercih edilmiştir. Sharpe oranı, 1966 yılında William F. Sharpe tarafından geliştirilmiş olup, bir portföyün risk ayarlı getirisini ölçmek için kullanılan bir metriktir. Bu oran, portföyün toplam getirisinden risksiz getiri oranının çıkarılması ve elde edilen farkın portföyün standart sapmasına bölünmesiyle hesaplanır. Sharpe oranı, portföyün birim risk başına sağladığı ek getiriye ifade eder ve risk yönetimi açısından önemli bir göstergedir. Farklı yatırım gruplarının performansını karşılaştırmada yaygın olarak kullanılan Sharpe oranı, matematiksel olarak şu şekilde ifade edilir:

$$S_p = \frac{(R_p - R_f)}{\sigma_p} \quad (1)$$

Burada S_p , performansın Sharpe oranını; R_p , portföyün getirisini; R_f , risksiz getiri oranını ve σ_p , portföyün standart sapmasını ifade eder. Sharpe oranının yüksek olması, portföyün daha iyi bir performansa sahip olduğunu gösterir. Bu oran, yatırımın getirilerini ve maliyetlerini dikkate alarak, alınan risk karşısında portföyün başarısını ölçer ve yatırım kararlarının risk seviyelerini yansıtmaya yardımcı olur.

Portföylerin getiri değişkenliğini ve oynaklığını değerlendirmek için Değişim Katsayısı da kullanılmaktadır. Bu katsayı, portföyün standart sapmasının ortalama getiriye bölünmesiyle hesaplanır ve aşağıdaki formüle göre belirlenir.

$$\frac{\sigma_P}{R_P} \quad (2)$$

Özellikle yüksek enflasyonist dönemlerde gayrimenkulün güvenli bir liman olması, bu çerçevede önemli bir gayrimenkul sermaye piyasası aracı olan Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Endeksinin BİST 100 endeksinden daha iyi bir performans sergileyeceği araştırmanın temel hipotezi olarak değerlendirilmiştir. Bununla birlikte özellikle enflasyondaki ani yükseliş sebebiyle her iki endeksin de enflasyonun altında bir performansa sahip olacağı düşünülmüştür.

4.2. Veri Seti

Araştırmaya konu ana veri seti olan GYO ve BİST 100 aylık verileri ve 10 yıllık risksiz getiri verisi Investing.com web sitesinden, aylık enflasyon (TÜFE) verisi Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) web sitesinden elde edilmiştir. Getiriler ilgili kaynaklardan alınan verilere göre hesaplanmıştır.

Tablo 1. Veri Seti (Investing, TÜİK)

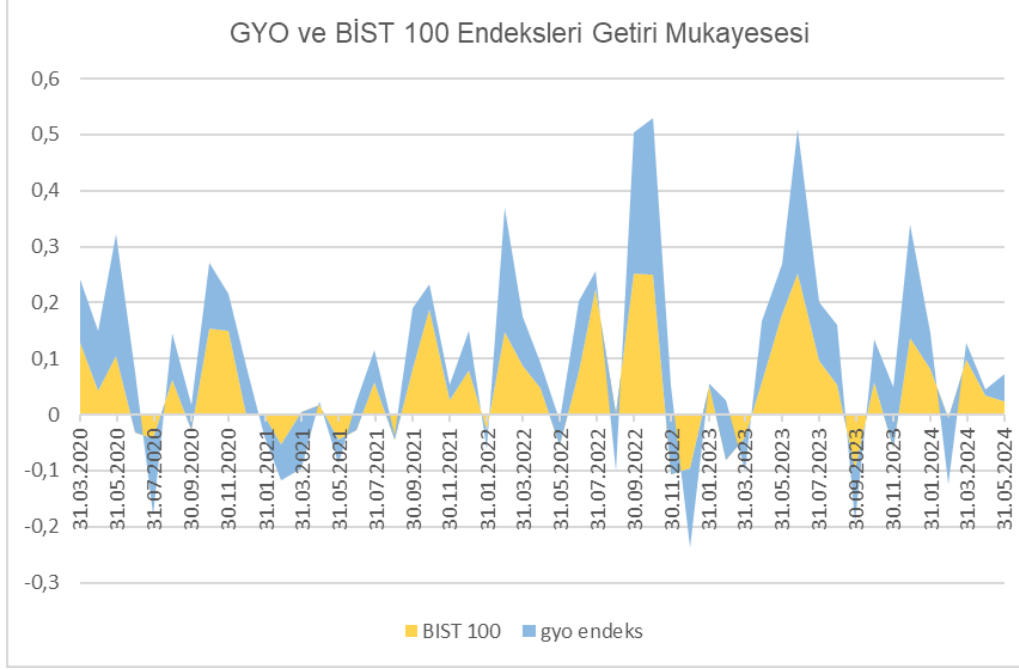
Veriler	Verileri Sağlayan Kurumlar
GYO Endeks Değerleri	Investing.com Web Sitesi
BİST 100 Endeks Değerleri	Investing.com Web Sitesi
10 Yıllık Devlet Tahvil Faizi (Risksiz Getiri)	Investing.com Web Sitesi
TÜFE	TÜİK Web Sitesi

4.3. Verilerin Analizi

Araştırmaya konu veriler Microsoft Excel programı kullanılarak analiz edilmiştir.

5. Bulgular

GYO ve BİST 100 endekslerinin araştırmaya konu getiri mukayesesi Şekil 7’de görülmektedir. GYO endeksinin BİST 100’e göre daha yüksek getiri elde ettiği gözlemlenen grafik ortalama getirilere ilişkin bir ön bilgi vermektedir.



Şekil 7. GYO ve BİST 100 Endeks Getirileri (Investing, 2024)

Araştırma Mart 2020 – Mayıs 2024 yılları arasındaki GYO ve BİST 100 endeks getirilerini kapsamaktadır. TÜFE de ilk defa bir araştırmada bir yatırım enstrümanı olarak kabul edilerek Sharpe oranı hesaplanmış ve bir mukayese ölçütü olarak çalışmada yer almıştır.

Mart 2020 ve Mayıs 2024 yılları arasını kapsayan en geniş aralıklı olarak yapılan ilk analizde, GYO endeks getirisinin BİST 100 endeks getirisinin üzerinde bir performans sergilediği tespit edilmiştir. Öte yandan TÜFE’nin her iki endeksten de daha iyi performans sergilediği analizde, bahse konu çalışma dönemi içerisinde GYO endeksinin daha düşük bir değişim katsayısı ile daha az oynak bir harekete sahip olduğunu söylemek mümkündür. Tablo 2.’de 2020-2024, 2021-2024, 2022-2024 ve 2023-2024 yılları arasına ait analiz sonuçları yer almaktadır.

Tablo 2. Analiz Sonuçları

2020-2024 Yılları Arası Analiz Sonuçları					
No	Portföy	Rp-Rf	Standart Sapma	Sharpe Oranı	Değişim Katsayısı
1	TÜFE	0,0183	0,0281	0,6519	0,8569
2	GYO Endeksi	0,0435	0,0997	0,4363	1,7200
3	BIST 100 Endeksi	0,0338	0,0938	0,3599	1,9443
2021-2024 Yılları Arası Analiz Sonuçları					
No	Portföy	Rp-Rf	Standart Sapma	Sharpe Oranı	Değişim Katsayısı
1	TÜFE	0,0224	0,0291	0,7708	0,7678
2	GYO Endeksi	0,0369	0,1024	0,3604	1,9556
3	BIST 100 Endeksi	0,0315	0,0981	0,3209	2,0900

2022-2024 Yılları Arası Analiz Sonuçları					
No	Portföy	Rp-Rf	Standart Sapma	Sharpe Oranı	Değişim Katsayısı
1	TÜFE	0,0270	0,0254	1,0643	0,5959
2	GYO Endeksi	0,0540	0,1116	0,4840	1,6039
3	BİST 100 Endeksi	0,0411	0,1072	0,3835	1,8915
2023-2024 Yılları Arası Analiz Sonuçları					
No	Portföy	Rp-Rf	Standart Sapma	Sharpe Oranı	Değişim Katsayısı
1	TÜFE	0,0254	0,0245	1,0367	0,5748
2	GYO Endeksi	0,0442	0,0961	0,4603	1,5644
3	BİST 100 Endeksi	0,0323	0,0918	0,3519	1,8541

2020-2024 yılları arasını kapsayan çalışmada TÜFE Sharpe oranı 0,6519, GYO endeksi Sharpe oranı 0,4363 ve BİST 100 endeksi Sharpe oranı 0,3599 olarak hesaplanmıştır. Sharpe oranı yüksek olan portföyün daha iyi performansa sahip olduğu dikkate alındığında GYO endeksinin BİST 100 endeksinden daha iyi bir performans sergilediğini söylemek mümkündür. Öte yandan değişim katsayılarına (DK) bakıldığında en yüksek DK oranının BİST 100'de olduğu görülmektedir. Bu da BİST 100 endeks getirisinin GYO endeks getirisi ve TÜFE'ye göre daha volatil olduğunu göstermektedir.

Benzer çıkarımları 2021-2024, 2022-2024 ve 2023-2024 yılları analizler sonuçları için de yapmak mümkündür. Araştırmaya konu zaman aralığı daraldıkça DK oranlarının düştüğü ve oynaklığın azaldığı görülmektedir. Özellikle 2023'ün ikinci yarısı itibarıyla TCMB'nin enflasyonla mücadele kapsamında istikrarlı bir biçimde yürüttüğü faiz arttırım politikasının getirileri azaltsa da stabiliteye olumlu katkısı olduğunu söylemek mümkündür.

6. Sonuç ve Tartışma

Araştırmaya konu tarih aralığı gerek ülkemiz gerekse dünya için farklı ve beklenmedik birçok gelişmenin yaşandığı, jeopolitik risklerin arttığı ve bunun ekonomik yansımalarının oldukça yoğun ve ağır hissedildiği bir dönemdir.

Mart 2020'de başlayan COVID-19 küresel salgını, dünyada ticaretin durmasına sebebiyet vermiş, ekonomilerdeki ani duruş küresel ekonomide bir daralmayla sonuçlanmıştır. Merkez bankalarının parasal genişleme kararları ve pandemi sonrası oluşan üretim- tüketim dengesi ciddi bir enflasyonist ortam doğurmuştur. Rusya ile Ukrayna arasında 2022 Şubat'ında başlayan savaş özellikle Avrupa'da enerji maliyetleri kaynaklı yüksek enflasyona sebebiyet vermiştir. 2023 Ekim'den itibaren İsrail'in başta Gazze olmak üzere bölgede yürüttüğü yayılma politikası bölgede tansiyonu daha da yükseltmiş ve belirsizlik ortamını arttırmıştır.

Uluslararası alanda yaşanan tüm gelişmelere ilaveten ülkemizde gerek iç ekonomik kararlar gerekse beklenmeyen doğal afet ve seçim süreçleri ekonomimiz üzerinde ek riskler doğurmuştur. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının (TCMB) 2021 Eylül ayından 2023 yılının Haziran ayına kadar uyguladığı faiz indirim politikasının bir sonucu olarak Türk Lirası yabancı para birimleri karşısında aşırı değer kaybetmiş, enflasyon oranı 3 hane sınırına dayanmıştır. Bununla birlikte gerek kuzeyimizde gerekse güneyimizde devam eden savaşlar, bölgemizdeki jeopolitik riskleri arttırmış ve ekonomik olarak stabilitenin sağlanmasını güçleştirmiştir. Şubat 2023'te yaşamış olduğumuz ve 11 ilimizi etkileyen Kahramanmaraş ve Gaziantep merkezli 2 büyük deprem, odağın bu bölgelere yönelmesine ve ekonomik toparlanma sürecinin yavaşlamasına sebep olmuştur. 2023 ve 2024 yıllarında gerçekleştirilen genel ve yerel seçimler de son iki yıldaki belirsizlikleri arttırmıştır. TCMB'nin 2023 Haziran'ından sonra uygulamaya koyduğu faiz arttırım ve enflasyonla mücadele programı şirketler ve bireyler nezdinde finansmana erişimi azaltmış ve yatırımların yavaşlamasına veya ertelenmesine neden olmuştur. Uygulanmakta olan parasal sıkılaştırma politikası 2024 itibarıyla yavaş yavaş sonuç vermeye başlamış ve enflasyonda kademeli düşüşle birlikte TCMB ilk defa 2024 yılının sonunda faiz indirim sürecine girmiştir.

Tüm yaşanan bu süreçler gerek gayrimenkul sektörü için çok önemli bir yatırım aracı olan GYO endeks getirisinin gerekse Borsa İstanbul 100 endeks getirisinin enflasyonun altında bir performans sergilemesine

sebebi olmuştur. Bununla birlikte özellikle gayrimenkulde konut arzının az olması ancak yüksek talep ve enflasyona karşı bir koruma beklentisi ile konut fiyatlarının aşırı yükselmesi, bu alanda yatırım yapan GYO'lara yönelimi sağlamış ve araştırmaya konu dönemde GYO endeks getirisinin BİST 100 endeks getirisinin üzerinde bir performansa sahip olmasını sağlamıştır. Elde edilen sonuçlar bu araştırmadaki her iki hipotezi de doğrulamıştır.

Çalışma, Erol ve Tırtıroğlu (2008) ve Kıyılar ve Hepşen (2010) tarafından yapılan araştırma sonucuna benzer şekilde GYO endeksinin BİST endeksinden enflasyona karşı daha iyi performans sergilediğini göstermekle beraber GYO endeksi Ekincioglu (2003) araştırmasının aksine enflasyonun altında bir performans göstermiştir. Bunun en temel sebebi ise özellikle araştırmaya konu dönemde enflasyonun hızla artmış olması gösterilebilir. Bu araştırma, aynı zamanda Sümer'in (2023) Türkiye'deki 33 GYO ve 15 GYF'nin COVID-19 döneminde enflasyona karşı bir koruma sağlayıp sağlamadığı araştırmasındaki BIST 100 ve GYO endekslerinin COVID-19 döneminde enflasyona karşı istatistiksel koruma yeteneğine sahip olmadığını farklı bir araştırma yöntemi ile doğrulamıştır.

Öte yandan bu çalışmada elde edilen sonuçlar Funari (2022)'nin GYO'ların tarihsel olarak enflasyona karşı koruma sağladığını ve ılımlı ve yüksek enflasyon dönemlerinde genel pay senedi piyasasına kıyasla daha iyi performans gösterdiğini ortaya koyduğu çalışmayla paralellik arz etmektedir.

Muckenhaupt vd. (2025) 1975'ten 2023'e kadar ABD'de ve 1990'dan 2023'e kadar Birleşik Krallık, Japonya ve Avustralya'daki halka açık gayrimenkul şirketlerinin enflasyona karşı koruma sağlama yeteneğini incelemiş ve istikrarlı dönemlerde halka açık gayrimenkul şirketleri enflasyona karşı iyi bir koruma sağlarken kısa vadeli koruma kabiliyetinin çalkantılı dönemlerde negatif ya da sifıra yakın bir seviyeye yöneldiği tespit edilmiştir. Bu çalışmada da elde edilen Sharpe oranı, enflasyonun altında kalmış ve aşırı yüksek enflasyon döneminde GYO endeksinin tam bir koruma sağlamadığı tespit edilmiştir.

GYO'lar, ülkemizde gayrimenkul sermaye piyasalarının derinleşebilmesi için önemli yatırım araçları arasında yer almaktadır. Temettü dağıtan GYO'lara getirilen %10'luk kurumlar vergisi avantajı (dağıtmayanlar %30 kurumlar vergisi ödemek zorunda) dikkate alınırsa GYO'ların önümüzdeki yıllarda daha çok temettü dağıtması ve hisselerin daha uzun süre elde tutulduğu bir yatırım aracı olarak değerlendirilmesi önemlidir. Bununla birlikte GYO'ların sürdürülebilirlik, ESG, yapay zekâ teknolojilerinin kullanımı gibi alanlarda yatırım yapmaları uluslararası yatırımcıların ilgisini çekmeye katkı sağlayacaktır.

Bu araştırmada yaygın olarak kullanılan Sharpe Ölçütü kullanılmıştır. Gelecekteki çalışmalarda Jensen Alfa ve Treynor ölçütleri ile analizler yapılarak sonuçlar bu araştırmanın bulgularıyla mukayese edilebilir, ayrıca araştırma COVID-19 öncesi ve sonrası olarak tekrar analiz edilerek yapısal kırılma olup olmadığına bakılabilir. Öte yandan her bir GYO, portföy dağılımları da dikkate alınarak ayrı ayrı analiz edilebilir ve sonuçlar GYO endeks performansı ile karşılaştırılabilir. Bu çalışma yüksek enflasyon dönemine ilişkin sonuçlar içermekte, gelecekteki araştırmalarda düşük enflasyon ortamındaki performans sonuçları ile bu çalışmanın sonuçları değerlendirilebilir.

Kaynaklar

- Bayraktar, S. (2018). Performance stability of Turkish REITs. In S. Gokten, & G. Kucukkocaoglu (Eds.), *Financial management from an emerging market perspective* (chapter 16, pp. 811–879). IntechOpen. <https://doi.org/10.5772/intechopen.71629>
- Case B., Yang Y., Yildirim Y., (2012), Dynamic Correlations Among Asset Classes: REIT and Stock Returns, *J Real Estate Finan Econ*, 44, 298–318
- Çelik Z. (2022). Türkiye'deki Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Performansında Çeşitlendirmenin Etkisi, Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Y. Lisans Tezi, Gaziantep.
- Ekincioglu O. (2003), GMYO Endeksinin Enflasyona Karşı Performansının Fama-Schwert Modeli ile İncelenmesi, İTÜ FBE Yüksek Lisans Tezi.
- Erol I., Tirtiroglu D., (2008). The inflation-Hedging Properties of Turkish REITs, *Applied Economics*, 40, 2671–2696

- Funari N. (2022). How Does Inflation Affect REIT and Stock Performance? <https://www.reit.com/news/blog/market-commentary/how-does-inflation-affect-reit-and-stock-performance> (Erişim Tarihi: 20 Mayıs 2025).
- GYODER (2025).GYODER Gösterge-Veriden Bilgiye. <https://www.gyoder.org.tr/yayinlar/gyoder-gosterge> (Erişim Tarihi: 21 Şubat 2025).
- Investing (2024). BIST 100 (XM100). <https://tr.investing.com/indices/ise-100> (Erişim Tarihi: 22 Aralık 2024).
- Investing (2024). BIST Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (XGMYO). <https://tr.investing.com/indices/ise-real-estate-inv.-trusts> (Erişim Tarihi: 22 Aralık 2024).
- Jensen, M. C. (1968). The performance of mutual funds in the period 1945–1964. *Journal of Finance*, 23(2), 389–416. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1968.tb00815.x>
- Kıyılar, M., & Hepşen, A. (2010). Performance appraisal of real estate investment trusts (REITs): a practice in Istanbul Stock Exchange. *İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi İşletme İktisadi Enstitüsü Yönetim Dergisi*, 21(65), 11–23.
- Kuhle J.L., (1987) Portfolio Diversification and Return Benefits – Common Stock v.s. Real Estate Investment Trusts, *The Journal of Real Estate Research*, 2(2), 1-9
- Muckenhaupt, J., Hoesli, M. & Zhu, B. (2025). Listed Real Estate as an Inflation Hedge Across Regimes. *J Real Estate Finan Econ* 70, 189–239. <https://doi.org/10.1007/s11146-023-09964-x>
- Nareit (2024). REITs by the Numbers. <https://www.reit.com/data-research/data/reits-numbers> (Erişim Tarihi: 22 Aralık 2024).
- Redman A.L., Manakyan H., (1995), A Multivariate Analysis of REIT Performance by Financial and Real Asset Portfolio Characteristics, *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 10, 169-175
- Ro S. Ziobrowski A.J., (2011), Does Focus Really Matter? Specialized vs. Diversified REITs, *J Real Estate Finance Economics*, 42, 68–83
- Sharpe, W. F. (1966). Mutual fund performance, *Journal of Business*, 39(6), 119–138. <https://doi.org/10.1086/294846>
- SPK (2024). Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği. <https://spk.gov.tr/duyurular/basin-duyurulari/2013/gayrimenkul-yatirim-fonlarina-iliskin-esaslar-tebliği>. (Erişim Tarihi: 22 Aralık 2024).
- Sümer, L. (2023b). Hedging abilities of stocks, gold, and real estate funds against inflation during Covid-19: Evidence from Türkiye, *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 24(2), 479-496. DOI: 10.31671/doujournal.1289675.
- Sümer, L. and Ozorhon, B. (2021), Investing in gold or REIT index in Turkey: evidence from global financial crisis, 2018 Turkish currency crisis and COVID-19 crisis, *Journal of European Real Estate Research*, 14(1), 84-99.
- Treynor, J. L.(1965). How to rate management investment funds, *Harvard Business Review*, 44(1), 63–75.
- Yaşar Akçalı, B., Molaaahmetoğlu E. (2018). Gayrimenkul Sertifikası Modeli: Toda-Yamamoto Nedensellik Yaklaşımı ile Analizi, *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 16, 289-300. Doi: <http://dx.doi.org/10.11611/yead.463162>