

104160

**GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI'NDA  
GELİŞTİRME PROJELERİ YAPILABİLİRLİK ETÜDLERİ  
VE EKSPERTİZ DEĞERLEMESİ'NİN PAY BAŞINA ETKİSİ**

**T.C. YÜKSEKÖĞRETİM KURULU  
DOKÜMENTASYON MERKEZİ**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ  
İnş. Müh. Ebru GÜNDÜZ  
(501981192)**

**Tezin Enstitüye Verildiği Tarih : 11 Haziran 2001  
Tezin Savunulduğu Tarih : 27 Haziran 2001**

**Tez Danışmanı :  
Diğer Jüri Üyeleri**

**Öğr.Gör.Dr. Akın ERİŞKON**

**Prof.Dr. Hasan ENGİN (İ.T.Ü)**

**Doç.Dr. Suat TEKER (İ.T.Ü. İşletme Fak.)**

*[Signatures]*  
Hasan Engin  
Suat Teke

**HAZİRAN 2001**

104160

## ÖNSÖZ

Şehir merkezlerinin gelişmesi, artan ipotek sermaye arzı, liberalleşen kredi politikaları ve cazip vergilendirme stratejileri gibi 50 ve 60'lı yıllarda pekiştirilen pek çok ekonomik neden Amerika'da gayrimenkulün aranan bir yatırım alternatifi olmasına yol açmıştır. Türk girişimci ve yatırımcı ise birkaç yıl önce gayrimenkul yatırım ortaklıklarıyla tanışmıştır. Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının Amerika'daki tarihsel gelişimlerine bakıldığında, sürecin başlangıcında şirket iflaslarının yaşandığı görülmektedir. Ülkemizde henüz gelişimini tamamlayamamış olan bu ortaklık türü bir taraftan cazip bir enstrüman olarak gösterilirken diğer taraftan belirsizlikleri barındıran inşaat sektörü ile olan ilişkisi nedeniyle ölçülemeyen risklerle karşı karşıyadır. Bu nedenle çalışmada yatırım analizi ve gayrimenkul değerlemesi unsurlarının gayrimenkul yatırım ortaklıklarındaki önemi vurgulanmış ve etkileri incelenmiştir.

Öncelikle bu çalışmanın gerçekleşmesinde katkıları, bilgi ve yardımları ile özveride bulunan tez danışmanım Öğr. Gör. Dr. Akın ERİŞKON'a teşekkür ederim.

Yapı işletmesi alanında altı yıldır sabır ile beni yönlendiren ve daima destek olan Dr. Murat KURUOĞLU'na, yardımlarını esirgemeyen Araş. Gör. Esin ERGEN'e, çalışmamda değerli katkıları bulunan Doç. Dr. Suat TEKER'e, deneyimlerini benimle paylaşan Mustafa ELÇİ'ye, ilgili sektörün lider yöneticisi olduğunu düşündüğüm Kürşat TUNCEL'e içtenlikle teşekkür ederim.

Fedakarlıklarından ve gösterdikleri anlayıştan dolayı aileme ve arkadaşlarıma teşekkürü bir borç bilirim.

Haziran 2001

Ebru GÜNDÜZ

## İÇİNDEKİLER

|                                                                                                                      |     |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| KISALTMALAR                                                                                                          | ix  |
| TABLO LİSTESİ                                                                                                        | x   |
| ŞEKİL LİSTESİ                                                                                                        | xi  |
| ÖZET                                                                                                                 | xii |
| SUMMARY                                                                                                              | xv  |
| <br>                                                                                                                 |     |
| 1. GİRİŞ                                                                                                             | 1   |
| <br>                                                                                                                 |     |
| 2- GAYRİMENKUL, PROJE, YATIRIM, YAPILABİLİRLİK (FİZİBİLİTE)<br>ETÜDÜ VE DEĞERLEME İLE İLGİLİ KAVRAMLAR               | 6   |
| <br>                                                                                                                 |     |
| 2.1 Gayrimenkul ile İlgili Kavramlar ve Gayrimenkulün Türk Medeni<br>Kanunu'ndaki Yeri                               | 6   |
| 2.1.1 Mülkiyet Kavramı ve Dayanakları                                                                                | 6   |
| 2.1.2 Kat Mülkiyeti ve Kat İrtifakı Kavramları                                                                       | 6   |
| 2.1.3 Zilyetlik ve Şufa, İntifa, İştirak, İrtifak Hakkı Kavramları                                                   | 7   |
| 2.1.4 İfraz, Tevhid, Taksim, Trampa ve Parselasyon Kavramları                                                        | 8   |
| 2.2 Yatırım ve Yatırım Projeleri ile İlgili kavramlar                                                                | 9   |
| 2.2.1 Yatırımın Tanımı ve Çeşitleri                                                                                  | 9   |
| 2.2.2 Proje ve Yatırım Projesi Kavramları                                                                            | 10  |
| 2.2.3 Yatırım Projelerini Hazırlama ve Değerlendirme Gerekliliği                                                     | 11  |
| 2.2.4 Proje Hazırlama ve Yatırım Kararı Alma Süreci                                                                  | 12  |
| 2.3 Gayrimenkul Yatırım Kararları ile İlgili Kavramlar                                                               | 15  |
| 2.3.1 Gayrimenkul Yatırımcılarının Sınıflandırılması                                                                 | 15  |
| 2.3.2 Gayrimenkul Pazarı ile İlgili Kavramlar                                                                        | 16  |
| 2.3.3 Gayrimenkul Değerleri ile İlgili Kavramlar                                                                     | 17  |
| 2.3.3.1 Alım-Satım Fiyatı                                                                                            | 18  |
| 2.3.3.2 Olabilirliği En Yüksek Satış Fiyatı                                                                          | 18  |
| 2.3.3.3 Pazar Değeri                                                                                                 | 18  |
| 2.3.3.4 Yatırım Değeri                                                                                               | 18  |
| 2.3.3.5 Alım-Satım Aralığı                                                                                           | 19  |
| 2.3.3.6 Denge Fiyatı                                                                                                 | 19  |
| 2.4 Gayrimenkul Değerlemesi ile İlgili Kavramlar                                                                     | 19  |
| 2.4.1 Tanım ve Kavramsal Çerçeve                                                                                     | 19  |
| 2.4.2 Değerlemenin Gerekli Olabileceği Durumlar                                                                      | 21  |
| 2.4.3 Değer Kavramı                                                                                                  | 21  |
| 2.4.4 Piyasa Değeri Kavramı                                                                                          | 22  |
| <br>                                                                                                                 |     |
| 3- GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ TÜRKİYE VE<br>ABD'DE ORTAYA ÇIKIŞLARI VE TÜRKİYE'DEKİ HUKUKSAL<br>ÇERÇEVELERİ | 23  |
| <br>                                                                                                                 |     |
| 3.1 Türkiye'de GMYO'lar ve Gelişimleri                                                                               | 23  |
| 3.1.1 GMYO'ların Türkiye'de Ortaya Çıkışını Hazırlayan Sebepler                                                      | 23  |
| 3.1.2 GMYO'ların Türkiye'de Ortaya Çıkışı ve Gelişimi                                                                | 24  |

|                                                                                 |    |
|---------------------------------------------------------------------------------|----|
| 3.1.3 Türkiye'de GMYO'ların Avantajları                                         | 26 |
| 3.1.4 GMYO'larla İlgili Yapılmış Düzenlemeler                                   | 27 |
| 3.2 ABD'de GMYO'lar ve Gelişimleri                                              | 28 |
| 3.2.1 ABD'de GMYO'ların Ortaya Çıkışı                                           | 28 |
| 3.2.2 ABD'de GMYO'ların Gelişimi                                                | 29 |
| 3.2.3 ABD'de GMYO'ların Mevcut Durumu                                           | 33 |
| 3.2.3.1 ABD'deki GMYO'larda Portföy Özellikleri                                 | 33 |
| 3.2.3.2 GMYO'ların Yıllara Bağlı Halka Arzları                                  | 34 |
| 3.2.3.3 ABD'de GMYO'ların Performansı                                           | 34 |
| 3.3 Türkiye'de GMYO'larının Hukuksal Çerçevesi                                  | 36 |
| 3.3.1 GMYO'nun Tanımı                                                           | 36 |
| 3.3.2 GMYO'nun Amacı                                                            | 37 |
| 3.3.3 GMYO'nun Kurumsal Çevresi                                                 | 38 |
| 3.3.4 GMYO Türleri                                                              | 39 |
| 3.3.5 GMYO Faaliyetlerinin Kapsamı                                              | 40 |
| 3.3.6 GMYO'ların Yönetimine İlişkin Esaslar                                     | 42 |
| 3.3.6.1 GMYO Organizasyonu                                                      | 42 |
| 3.3.6.2 Genel Müdür                                                             | 43 |
| 3.3.6.3 Yönetim Kurulu Üye ve Denetçilerinin Nitelikleri                        | 43 |
| 3.3.6.4 Yönetim Kurulunun Oluşumu                                               | 44 |
| 3.3.7 GMYO'larda Proje Geliştirme ve Portföy Çeşitlendirmenin Esasları          | 44 |
| 3.3.7.1 Proje Geliştirme Safhası                                                | 44 |
| 3.3.7.2 Proje Yönetimi                                                          | 45 |
| 3.3.7.3 Fizibilite Kapsamı                                                      | 46 |
| 3.3.7.4 Yatırımın Riskleri                                                      | 47 |
| 3.3.7.5 Portföy Çeşitlendirmesi                                                 | 47 |
| 3.3.7.6 Portföy Sınırlandırmaları                                               | 48 |
| 3.3.7.7 Borçlanma İmkânı                                                        | 48 |
| 3.3.7.8 Kaldıraç Kullanımı ve Etkisi                                            | 48 |
| 3.3.8 GMYO'ların Vergilendirilmesi                                              | 49 |
| 3.3.9 GMYO'ların Ekspertiz Şirketlere Yaptırdıkları Değerleme Çalışmaları       | 52 |
| 3.3.9.1 Değerleme Gerektiren İşlemler                                           | 52 |
| 3.3.9.2 Ekspertiz Şirketinin Seçimi                                             | 53 |
| 3.3.9.3 Ekspertiz Raporlarında Uyulacak Hususlar                                | 53 |
| 3.3.9.4 Ekspertiz Değerinin Kullanılması                                        | 53 |
| 3.3.9.5 Yabancıların Değerlemesi ve Karşılaştırmalı Değerleme                   | 54 |
| 3.3.10 GMYO'ların Kuruluşu                                                      | 55 |
| 3.3.10.1 Ani Kuruluşun Aşamaları                                                | 55 |
| 3.3.10.2 Ani Kuruluşda Ana Sözleşmenin Hazırlanması, İmzalanması ve Onaylanması | 55 |
| 3.3.10.3 Ani Kuruluşda Sermaye Piyasası Kurulu'nun Uygun Görüşü                 | 56 |
| 3.3.10.4 Ani Kuruluşda Sanayi ve Ticaret Bakanlığı İzni                         | 56 |
| 3.3.10.5 Ani Kuruluşda Tescil ve İlan                                           | 57 |
| 3.3.10.6 Dönüşüm Yolu ve Aşamaları                                              | 57 |

|                                                                                                                |           |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| 3.3.10.7 Dönüşümde Ana Sözleşme Değişikliği Metni<br>Hazırlanması                                              | 57        |
| 3.3.10.8 Dönüşümde Sermaye Piyasası Kurulu'nun<br>Uygun Görüşü                                                 | 57        |
| 3.3.10.9 Dönüşümde Sanayi ve Ticaret Bakanlığı İzni                                                            | 57        |
| 3.3.10.10 Dönüşümde Genel Kurul Kararları                                                                      | 57        |
| 3.3.10.11 Dönüşümde Tescil ve Onay                                                                             | 58        |
| 3.3.11 GMYO'ların Hisse Senetlerinin Halka Arzı                                                                | 58        |
| 3.3.11.1 Gerekli Ön Şartları Sağlama                                                                           | 58        |
| 3.3.11.2 Portföy İşletmeciliği İzni Alma ve Kayda Alınma                                                       | 58        |
| 3.3.11.3 Portföy İşletmeciliği İzni                                                                            | 59        |
| 3.3.11.4 Kurul Kaydına Alınma                                                                                  | 59        |
| 3.3.11.5 İzin ve Kayda Alınma Esaslarına Aykırılık                                                             | 60        |
| 3.3.11.6 Halka Arz ve Borsa'da Kotasyon                                                                        | 60        |
| 3.3.11.7 Aracı Kuruluş İle Sözleşme Yapma Zorunluluğu                                                          | 60        |
| 3.3.11.8 Halka Arz Edilecek Hisse Senetlerinin Karşıllanması                                                   | 61        |
| 3.3.11.9 İzahnamenin Tescili ve İlanı                                                                          | 61        |
| 3.3.11.10 Tasarruf Sahipleri İçin Sirküler İlanı ve Satış                                                      | 61        |
| 3.3.11.11 Tescil-ilan ve Kurul'a Bildirim                                                                      | 62        |
| 3.3.11.12 Borsada Kotasyon                                                                                     | 62        |
| 3.3.12 GMYO'larda Bilgi Akışı ve Kamuyu Aydınlatma                                                             | 62        |
| 3.3.12.1 Portföy Değeri Tablosu                                                                                | 62        |
| 3.3.12.2 Diğer Yükümlülükler                                                                                   | 62        |
| 3.3.13 GMYO'ların Genel Olarak Yatırımcılara Sağladığı<br>Üstünlükler                                          | 63        |
| 3.3.13.1 Likidite                                                                                              | 63        |
| 3.3.13.2 Güvenilirlik                                                                                          | 64        |
| 3.3.13.3 Performans                                                                                            | 64        |
| <b>4- GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI'NDA GELİŞTİRME<br/>PROJELERİ'NİN ANALİZİ VE YAPILABİLİRLİK ETÜDLERİ</b> | <b>65</b> |
| 4.1 Proje Olanaklarının Etüdü ve Proje Fikrinin Doğuşu                                                         | 65        |
| 4.2. Gayrimenkul Geliştirme Projeleri Ön Yapılabilirlik ve<br>Yapılabilirlik Etüdləri                          | 67        |
| 4.2.1 Proje ile İlgili Genel Bilgiler                                                                          | 69        |
| 4.2.2 Projenin Tanımı ve Kapsamı                                                                               | 69        |
| 4.2.3 Piyasa Araştırması                                                                                       | 70        |
| 4.2.4 Hammadde Etüdü                                                                                           | 71        |
| 4.2.5 Yer Seçimi                                                                                               | 72        |
| 4.2.6 Kapasite Seçimi                                                                                          | 73        |
| 4.2.7 Teknoloji Seçimi ve Mühendislik                                                                          | 74        |
| 4.2.8 Firma Organizasyonu ve İnsan Kaynakları                                                                  | 75        |
| 4.2.9 Yatırım Tutarının Hesaplanması                                                                           | 76        |
| 4.2.9.1 Avan (Ön) Proje Evresinde Geliştirme Projesi<br>Maliyetinin Hesaplanması                               | 79        |
| 4.2.9.2 İnşaat Süresini Etkileyen Faktörler ve Süre Tahmini                                                    | 83        |
| 4.2.10 Proje Uygulama (Termin) Planı                                                                           | 85        |

|                                                                                                   |     |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 4.2.11 Projenin Finansmanı ve Finansal Analiz                                                     | 87  |
| 4.3. Gayrimenkul Geliştirme Projelerinin Analizi ve Alternatif Projeler Arasından Seçim Yapılması | 89  |
| 4.3.1 Proje Analizi (Yatırım Öncesi)                                                              | 89  |
| 4.3.1.1 Teknik Analiz                                                                             | 89  |
| 4.3.1.2 Ticari Analiz                                                                             | 90  |
| 4.3.1.3 Ticari, Ekonomik ve Sosyal Analizin Karşılanması                                          | 90  |
| 4.3.1.4 İndirgeme Oranının Seçimi                                                                 | 92  |
| 4.3.1.5 Paranın Zaman Değerini Dikkate Alan Temel Analiz Ölçütleri                                | 93  |
| 4.3.1.6 Temel Analiz Ölçütlerinin Birlikte İncelenmesi                                            | 97  |
| 4.3.1.7 Başabaş Noktası Analizi                                                                   | 98  |
| 4.3.1.8 Belirsizlik ve Risk Analizi                                                               | 98  |
| 4.3.1.9 Maliyet – Etkinlik Analizi                                                                | 100 |
| 4.3.1.10 Finansal Analiz                                                                          | 100 |
| 4.3.1.11 Finansal Tablolar Analizi                                                                | 102 |
| 4.3.1.12 Finansman Kaynaklarının Analizi                                                          | 102 |
| 4.3.1.13 Finansal Oranlar Analizi                                                                 | 103 |
| 4.3.1.14 Kurumsal Analiz                                                                          | 104 |
| 4.3.1.15 Çevresel Etki Değerlendirmesi (ÇED) Raporları                                            | 105 |
| 4.3.2 Proje Seçimi ve Yatırım Programının Hazırlanması                                            | 106 |
| 4.4 Gayrimenkul Geliştirme Projelerinin Uygulanması, İzleme ve Değerlendirme                      | 107 |
| 4.4.1 Proje Uygulaması                                                                            | 107 |
| 4.4.2 İzleme, Değerlendirme ve Koordinasyon                                                       | 107 |
| 4.5 Gayrimenkul Geliştirme Projelerinde İşletme Dönemi veya Tamamlanma Sonrası Değerlendirme      | 108 |
| 4.6 Bir Otel Projesinde Yapılabilirlik Etüdü Uygulaması                                           | 109 |
| 4.6.1 Mekansal Analiz                                                                             | 109 |
| 4.6.1.1 Bodrum Yarımadası Genelinde Mekansal Gelişim                                              | 109 |
| 4.6.1.2 Turistik Tesis Alanlarının Mekansal Dağılımı                                              | 111 |
| 4.6.1.3 Proje Alanı                                                                               | 111 |
| 4.6.2 Nüfus Gelişimi                                                                              | 113 |
| 4.6.2.1 Muğla İli Nüfus Gelişimi                                                                  | 113 |
| 4.6.2.2 Muğla İli Genelinde Kentleşme Oranı                                                       | 114 |
| 4.6.2.3 Bodrum Yarımadası Genelinde Nüfus Gelişimi                                                | 115 |
| 4.6.3 Turizm ve Konaklama İstatistikleri                                                          | 116 |
| 4.6.3.1 Türkiye Genelinde Turizm ve Konaklama İstatistikleri                                      | 116 |
| 4.6.3.2 Muğla Genelinde Turizm ve Konaklama İstatistikleri                                        | 116 |
| 4.6.3.3 Bodrum Yarımada Turizm ve Konaklama İstatistikleri                                        | 119 |
| 4.6.4 Sektör ve Talep Araştırması                                                                 | 121 |
| 4.6.5 Pazar Araştırması Sonuçları                                                                 | 123 |
| 4.6.6 Pazar Olanakları ve Rekabet Koşulları                                                       | 125 |
| 4.6.7 Arazi ve Yapı Kullanım Programı                                                             | 126 |
| 4.6.8 Maliyet Tahminleri                                                                          | 128 |
| 4.6.8.1 Zemin Koşulları ve Arsa Düzenlemesi                                                       | 128 |
| 4.6.8.2 Altyapı Durumu                                                                            | 129 |

|                                                                                                                     |            |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| 4.6.8.3 Kaba İnşaat İşleri                                                                                          | 129        |
| 4.6.8.4 İnce İnşaat İşleri                                                                                          | 130        |
| 4.6.8.5 Mekanik ve Elektrik Tesisatları                                                                             | 130        |
| 4.6.9 Pazarlama Politikaları                                                                                        | 130        |
| 4.6.10 Otel Projesi Finansal Analizlerinde Kullanılan Varsayımlar                                                   | 131        |
| <b>5- GAYRİMENKUL DEĞERLEMESİ – DÜNYA VE TÜRKİYE'DEKİ MEVCUT DURUM</b>                                              | <b>141</b> |
| 5.1 Gayrimenkul Değerlemesi                                                                                         | 141        |
| 5.1.1 Gayrimenkul Değerine Esas Teşkil Eden İlkeler                                                                 | 141        |
| 5.1.2 Gayrimenkul Değerinin Unsurları                                                                               | 142        |
| 5.1.3 Gayrimenkul Değerlemesinde Dikkate Alınması Gereken Temel Noktalar                                            | 143        |
| 5.1.4 Gayrimenkul Değerleme Yöntemleri                                                                              | 146        |
| 5.1.4.1 Piyasa Yaklaşımı                                                                                            | 146        |
| 5.1.4.2 Gelir Yaklaşımı                                                                                             | 147        |
| 5.1.4.3 Maliyet Yaklaşımı                                                                                           | 147        |
| 5.1.4.4 İpotek Özsermaye Teorisi-Ellwood Tekniği                                                                    | 147        |
| 5.1.5 Konut Değerlemesi:                                                                                            | 148        |
| 5.1.6 Ticari Gayrimenkullerin Değerlemesi                                                                           | 151        |
| 5.1.7 Kiralanan Gayrimenkullerin Değerlemesi                                                                        | 154        |
| 5.1.8 Değerleme Süreci                                                                                              | 154        |
| 5.1.9 Ekspertiz Raporlarının İçeriği                                                                                | 156        |
| 5.2 Dünya'da Değerleme Ekspertleri ve Gayrimenkul Değerlemesine İlişkin Mesleki Kuruluşlar                          | 160        |
| 5.2.1 Değerleme Ekspertleri                                                                                         | 160        |
| 5.2.2 Gayrimenkul Değerlemesine İlişkin Mesleki Kuruluşlar                                                          | 161        |
| 5.2.2.1 Avrupa Değerleme Uzmanları Birliği (TEGOVA)                                                                 | 161        |
| 5.2.2.2 Avrupa Değerleme Standartları (EVS)                                                                         | 163        |
| 5.2.2.3 Ekspert ile Bağımsız Denetçiler Arasındaki İlişki                                                           | 164        |
| 5.2.2.4 Değerleme Sözleşmesi                                                                                        | 165        |
| 5.2.2.5 Uluslararası Değerleme Standartları Komitesi (IVSC)                                                         | 165        |
| 5.3 Türkiye'de Gayrimenkul Değerlemesi ve Gayrimenkul Değerlemesi'ne İlişkin Yasal ve Bağımsız Ekspertiz Şirketleri | 165        |
| 5.3.1 Türkiye'de Gayrimenkul Değerlemesi                                                                            | 165        |
| 5.3.2 Türkiye'deki Yasal Ekspertiz Şirketleri ve Diğer Ekspertiz Şirketleri'nin Gayrimenkul Değerleme Raporları     | 167        |
| 5.3.2.1 Yasal Ekspertiz Şirketleri Tarafından Hazırlanan Değerleme Raporları                                        | 167        |
| 5.3.2.2 Diğer Ekspertiz Şirketler Tarafından Hazırlanan Değerleme Raporları                                         | 171        |
| 5.3.3 Türkiye'de Sermaye Piyasalarında Gayrimenkul Ekspertiz Şirketlerine Yönelik Yapılması Planlanan Düzenlemeler  | 174        |
| 5.4 Yasal Ekspertiz Değerlemesi Formatında Bir Gayrimenkul Değerleme Uygulaması                                     | 177        |
| 5.4.1 Rapor Hakkında Genel Bilgiler                                                                                 | 177        |
| 5.4.2 Gayrimenkulün Tapu Kayıtları                                                                                  | 178        |

|                                                                           |            |
|---------------------------------------------------------------------------|------------|
| 5.4.3 Tapu Takyidiyatı                                                    | 178        |
| 5.4.4 Gayrimenkulün Çevre ve Konumu                                       | 179        |
| 5.4.5 Gayrimenkulün İnşaat Özellikleri                                    | 179        |
| 5.4.6 Gayrimenkul ile İlgili Açıklamalar                                  | 180        |
| 5.4.7 İmar Durumu                                                         | 181        |
| 5.4.8 Değerlendirme                                                       | 181        |
| 5.4.9 Değerleme Prosesi                                                   | 181        |
| 5.4.10 Fiyatlandırma                                                      | 181        |
| 5.4.11 Raporun Sonucu                                                     | 183        |
| <b>6- GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI'NDA HİSSE FİYATLAMA TEKNİKLERİ</b> | <b>184</b> |
| 6.1 Firma Değeri ve Çıkar Grupları                                        | 184        |
| 6.2 İskonto Edilmiş Nakit Akımları Yöntemi                                | 186        |
| 6.2.1 Hisse Fiyatlamada İskontoya Etkiyen Unsurlar                        | 187        |
| 6.2.2 Hisse Fiyatlamada Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti               | 187        |
| 6.2.3 Hisse Fiyatlamada Risk ve Getiri                                    | 188        |
| 6.3 Net Aktif Değer Yöntemi                                               | 188        |
| 6.4 Benzer Şirket Yaklaşımı                                               | 188        |
| 6.5 Ekonomik Katma Değer (EVA)                                            | 189        |
| 6.6 Portföy Karlılığı                                                     | 190        |
| 6.7 Enflasyondan Arındırma                                                | 191        |
| 6.8 Firmanın Bir Aile veya Grup Tarafından Kontrol Edilmesi               | 192        |
| 6.9 Bir GMYO Şirketinde Hisse Fiyatlama Uygulaması                        | 193        |
| 6.9.1 Uygulamada Kullanılacak Varsayımlar                                 | 194        |
| 6.9.2 İskonto Edilmiş Nakit Akımları ile Hisse Fiyatlama                  | 195        |
| 6.9.3 Net Aktif Değer Yöntemi ile Hisse Fiyatlama                         | 197        |
| 6.9.4 Benzer Şirket Yaklaşımı ile Hisse Fiyatlama                         | 199        |
| 6.9.5 Farklı Yöntemlerle Elde Edilen Değerlerin Karşılaştırılması         | 200        |
| <b>7. SONUÇ</b>                                                           | <b>202</b> |
| <b>KAYNAKLAR</b>                                                          | <b>211</b> |
| <b>EKLER</b>                                                              | <b>214</b> |
| <b>EK A</b>                                                               | <b>215</b> |
| <b>ÖZGEÇMİŞ</b>                                                           | <b>245</b> |

## KISALTMALAR

|               |                                                                      |
|---------------|----------------------------------------------------------------------|
| <b>GMYO</b>   | : Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı                                      |
| <b>SPK</b>    | : Sermaye Piyasası Kurulu                                            |
| <b>SPKn</b>   | : Sermaye Piyasası Kanunu                                            |
| <b>TEBLİĞ</b> | : Kurul'un Seri VI, No:13 Sayılı "GMYO'lara İlişkin Esaslar Tebliği" |
| <b>DCF</b>    | : İndirgenmiş Nakit Akımı                                            |
| <b>NPV</b>    | : Net Bugünkü Değer                                                  |
| <b>IRR</b>    | : İç Verim Oranı                                                     |
| <b>KGN</b>    | : Kara Geçiş Noktası                                                 |
| <b>BBN</b>    | : Başa Baş Noktası                                                   |
| <b>NAD</b>    | : Net Aktif Değer                                                    |
| <b>EVA</b>    | : Ekonomik Katma Değer                                               |
| <b>IVSC</b>   | : Uluslararası Değerleme Standartları Komitesi                       |
| <b>TEGOVA</b> | : Avrupa Değerleme Uzmanları Birliği                                 |
| <b>EVS</b>    | : Avrupa Değerleme Standartları                                      |

## TABLO LİSTESİ

|                                                                                                   | <u>Sayfa No</u> |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------|
| <b>Tablo 3.1.</b> Kaldıraç Kullanımı ve Etkisi .....                                              | 49              |
| <b>Tablo 3.2.</b> Karşılaştırmalı Değerleme .....                                                 | 55              |
| <b>Tablo 4.1.</b> İlçe Bazında Nüfus Projeksiyonları .....                                        | 115             |
| <b>Tablo 4.2.</b> Muğla İli Genelinde Konaklama Tesisleri .....                                   | 117             |
| <b>Tablo 4.3.</b> Muğla'da Konaklayan Kişilerin Tesis Türlerine Göre Dağılımı .                   | 118             |
| <b>Tablo 4.4.</b> Bodrum Yanmadası Yatırım Belgeli Turistik Tesisler .....                        | 120             |
| <b>Tablo 4.5.</b> Emsal Dört ve Üç Yıldızlı Oteller .....                                         | 121             |
| <b>Tablo 4.6.</b> Emsal Oteller Doluluk Oranları ve Turist Kalış Süreleri .....                   | 123             |
| <b>Tablo 4.7.</b> Proje Fonksiyonlarının Kapalı ve Açık Alan Dağılımları .....                    | 127             |
| <b>Tablo 4.8.</b> Otel Projesi İş Kalemlerine Göre Maliyet Tahmin Tablosu .....                   | 134             |
| <b>Tablo 4.9.</b> Otel Projesi Yıllık Proje Giderleri Analizi .....                               | 135             |
| <b>Tablo 4.10.</b> Otel Projesi İşletme Gelir ve Giderleri .....                                  | 136             |
| <b>Tablo 4.11.</b> Otel Projesi Gelir-Gider Analizi (Yıllık Değerlendirmesi) .....                | 138             |
| <b>Tablo 4.12.</b> Otel Projesi İç Verim Oranı Hesaplaması .....                                  | 139             |
| <b>Tablo 4.13.</b> Otel Projesi Yönetici Özeti .....                                              | 140             |
| <b>Tablo 5.1.</b> Gayrimenkul Değerlemesine İlişkin Mesleki Kuruluşlar .....                      | 162             |
| <b>Tablo 5.2.</b> Gayrimenkul Tapu Bilgileri .....                                                | 179             |
| <b>Tablo 6.1.</b> İskonto Edilmiş Nakit Akımları Analizi .....                                    | 196             |
| <b>Tablo 6.2.</b> İskonto Edilmiş Nakit Akımları ve Pay Başı Değer .....                          | 197             |
| <b>Tablo 6.3.</b> XYZ GMYO A.Ş Portföy Tablosu .....                                              | 198             |
| <b>Tablo 6.4.</b> XYZ GMYO A.Ş Net Aktif Değer Tablosu .....                                      | 199             |
| <b>Tablo 6.5.</b> İMKB'de İşlem Gören GMYO'ların Piyasa Değeri/Net Aktif<br>Değeri Oranları ..... | 200             |
| <b>Tablo 6.6.</b> Farklı Yöntemler ile Bulunan Pay Başı Değerlerinin<br>Karşılaştırılması .....   | 201             |

## ŞEKİL LİSTESİ

|                                                                                                          | <u>Sayfa No</u> |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------|
| Şekil 4.1. Proje Yapım Kararı İş Akış Şeması .....                                                       | 66              |
| Şekil 4.2. Proje Alanının Konumu .....                                                                   | 128             |
| Şekil 5.1. Gayirmenkul Değerlemesine İlişkin Türkiye'de Oluşturulması<br>Planlanan Mesleki Çerçeve ..... | 176             |



## **GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI'NDA GELİŞTİRME PROJELERİ YAPILABİLİRLİK ETÜDLERİ VE EKSPERTİZ DEĞERLEMESİ'NİN PAY BAŞINA ETKİSİ**

### **ÖZET**

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları iş merkezleri, alışveriş merkezleri, turizm tesisleri, yerleşim yerleri gibi büyük ölçekli gayrimenkuller veya gayrimenkule dayalı projelere yatırım yapmak suretiyle bu gayrimenkullerden kira geliri veya alım satım kazancı yoluyla yüksek gayrimenkul gelirleri sağlamak üzere faaliyet göstermektedirler. Gayrimenkul yatırım ortaklığı kuruluş ve faaliyetleri Sermaye Piyasası Kurulu tarafından 8.11.1998 tarih ve 23517 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği" ile düzenlenmiştir. 08.06.2000 tarih ve 24073 sayılı Resmi Gazete'de "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ" Sei VI, No:13 yayımlanmıştır.

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları geliştirecekleri projeler için yapılabirlik (fizibilite) etüdü raporları hazırlarlar. Yapılabilirlik etüdü yatırımcının ne üreteceğini, nereye satacağını, nasıl üreteceğini, ne kadarlık bir yatırım yapacağını, yatırımı nereye yapacağını ve ne kazanacağını gösteren bir rapordur. Yapılabilirlik etüdları, kesin yatırım kararının verilmesinden ve uygulama projelerinin hazırlanmasından önce yapılan ve projelerin teknik, ticari, finansal, ekonomik, sosyal ve kurumsal yapılabirliklerini analiz eden kapsamlı bir çalışmadır. Sonradan giderilmesi mümkün olmayacak veya son derece pahalıya mal olacak hataları ortadan kaldıracak şekilde bir hazırlık yapılması açısından yapılabirlik etüdları büyük önem taşımaktadır. Özellikle gelişmekte olan ülkeler bu aşamaya yeterince kaynak ve zaman ayırmamakta, bunun ortaya çıkardığı sıkıntıları ise uygulama sürecinde yaşamaktadırlar.

Özellikle gelişmiş olan ülkelerde yaygın olarak kullanılan gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarının kaynağını teşkil eden gayrimenkullerin değerlemesinde, gayrimenkul ekspertiz şirketlerinin büyük bir yeri bulunmaktadır. Yurtdışı uygulamaları incelendiğinde, gayrimenkul değerlendirme mesleğinin, yetkili bağımsız gayrimenkul değerlendirme eksperleri tarafından yürütüldüğü görülmektedir. Gerek mesleğe giriş, gerekse etik ve kurallara uyum konusunda son derece katı düzenlemeler getirilmiştir. Eksperler değerlendirme enstitüleri tarafından, sürekli izlenmekte, denetlenmekte ve

suistimal halinde çalışma lisansları derhal iptal edilmektedir. Ülkemizde gayrimenkul değerlendirme mesleğinin, kural ve etikleri ile, uygulama standartlarını belirleyerek mesleğe giriş ve çıkışı kontrol eden bir meslek kuruluşu bulunmamaktadır.

Bu tez çalışması, temelde gayrimenkul yatırım ortaklıkları tarafından hazırlanan yapılabirlik (fizibilite) etüdü analizleri sonuçlarının ve ekspertiz şirketleri tarafından hazırlanan gayrimenkul değerlemesinin hisse senedi değerini hangi oranda etkilediğini araştırmalar, uygulamalar ve hesaplamalarla belirlemeyi amaçlamaktadır. Bunun sonucunda da hisse senedi değerini etkileyen yapılabirlik etüdü ve gayrimenkul değerlemesi unsurlarının standart raporlar ile düzenlenmesine ilişkin önerilerde bulunmaktır.

Birinci bölüm olan giriş bölümünde, gayrimenkul sektöründeki sorunları çözmek, gayrimenkul arz ve talebine yeterli kaynak sağlamak amacıyla geliştirilen alternatif finansman modellerinden biri olan gayrimenkul yatırım ortaklıklarının işleyişi genel olarak anlatılmış ve bu işleyişten çıkarılan tezin amacı ve yöntemi ortaya koyulmuştur.

Çalışmada kavramsal bir bütünlük sağlayabilmek amacıyla gayrimenkul, yatırım projeleri, gayrimenkul yatırım kararları ve gayrimenkul değerlendirme ile ilgili kavramların tanımı ikinci bölümde verilmiştir. Üçüncü bölümde gayrimenkul yatırım ortaklıklarının Türkiye ve Dünya’da ortaya çıkışları ile gelişimleri ve Türkiye’deki hukuksal çerçeveleri anlatılmıştır.

Dördüncü bölümde gayrimenkul geliştirme projeleri yapılabirlik etüdüleri, projenin fikir olarak doğuşundan tamamlanma sonrası değerlendirilmesine kadar süreç içerisinde ele alınmıştır. Projenin kapsamı, piyasa araştırması, yer seçimi, ön proje evresinde inşaat maliyetlerinin hesaplaması, inşaat süresinin tahmini, proje uygulama planı ve finansal analizler bu bölümde incelenmiştir. Kuramsal olarak açıklaması yapılan fizibilite analizi süreci, Bodrum’da yer alan bir otel yatırımı uygulaması ile örneklendirilmiştir. Uygulaması yapılan otel yatırımı için kullanılan arsa bilgileri gerçek olmayıp, varsayımlardan hareket edilmiştir.

Beşinci bölümde gayrimenkul değerlemesinin Türkiye ve Dünya’daki mevcut durumu anlatılmıştır. Gayrimenkul değerlendirme yöntemleri, değerlemeye esas teşkil eden ilkelerle incelenmiştir. Gayrimenkul değerlemesine ilişkin Dünya’daki mesleki kuruluşlar ve değerlendirme eksperleri ile Türkiye’deki ekspertiz şirketler karşılaştırmalı olarak incelenmiştir. Bu bölümün sonunda yasal ekspertiz değerlendirme formatında bir gayrimenkul değerlendirme uygulaması örneklenmiştir. Yapılan uygulamada gerçek bir gayrimenkul esas alınmamıştır. Uygulamanın amacı değerlemenin genel esaslarını ve prosesini açıklamaktır. Bu nedenle hazırlanan örnek raporda takdir edilen değer senaryonun sonucudur.

Altıncı bölümde ise gayrimenkul yatırım ortaklıklarında hisse fiyatlama teknikleri incelenmiştir. Bölümün sonundaki örnek uygulama ile, halka arzı yapılacak bir gayrimenkul yatırım ortaklığının pay başı değeri hesaplanmıştır. Bu uygulamada dördüncü bölümde fizibilite analizi yapılan otel projesinin ve beşinci bölümde değerlendirilmesi yapılan iş merkezi normal katlarının örnek gayrimenkul yatırım ortaklığının portföyünde yer alan gayrimenkuller olduğu varsayılmıştır.

Sonuç bölümü olan yedinci bölümde, yapılabirlik etüdü ve gayrimenkul değerlemesinin pay başına etkisi değerlendirilmektedir. Standartlaştırılmış yapılabirlik etüdü raporu geliştirilmesine ve Türkiye’de ekspertiz şirketlerine yönelik düzenlemeler yapılmasına ilişkin öneriler de bu bölümde yer almaktadır. SPK tarafından resmi gazetede yayımlanan tebliğ 4 numaralı ekde örneği verilen portföy tablosunda yer alan bakiye borç kolundaki proje maliyeti değerine ilişkin söz konusu tebliğde düzenleme yapılmamış olmasına dikkat çekilmekte ve bu değerin hesaplanmasında yapılabirlik hatalı varsayımların pay başı değerini doğrudan etkilediği vurgulanmaktadır.

İdeal bir yapılabirlik etüdü formatı hazırlanması ve gayrimenkul değerlendirme standardı oluşturulması bu tezin kapsamı dışındadır. Bu raporlara ilişkin önerilerde bulunulacak ancak daha çok bu unsurların pay başı hesaplanmasında yarattıkları etki üzerinde durulacaktır.

## **THE INFLUENCE OF DEVELOPMENT PROJECTS' FEASIBILITY ANALYSIS AND EXPERTISE VALUATION ON THE NET ASSET VALUE PER SHARE IN REAL ESTATE INVESTMENT TRUSTS**

### **SUMMARY**

Real estate investment trusts invest in a variety of property types shopping centers, apartments, warehouses, office buildings, hotels, hospitals and invest on projects of real estate to obtain purchase-sale profits or rental revenues. Principles communiqué pertaining to real estate investment trusts was published by the Official Gazete of 08.11.1998 , issue 23517 and the Communiqué Serial VI, No.8 connected thereto have been repealed by the promulgation of the new Communiqué, Serial VI, No. 13, of the same title which is given in the appendix.

The investment environment in Turkey is evolving rapidly. Since the early 1980s, with the introduction of new economic policies, investment tendencies have been taken into account in the search for new models, with greater importance being given to the financial needs of the public and private sectors. The ultimate goal of all these savings towards productive i.e. real sector, investment, which would in turn change the institution and instrument composition of the financial system. The pace of change is reflected in the role of owners of assets, in the role of the feasibility analysis, in the nature of investment markets, and in the character of investment products. Fundamental analysis, which is considered as a relatively long-term investment technique, is used less often by analysts in Turkey than by those in the UK and USA.

Since feasibility analysis provide investment decision-makers in the market with valuable information, and provide information which would otherwise not be available, the primary role of feasibility analysis must be seen as contributing to the quality of investment decisions in an efficient market, and hence contributing to an efficient allocation of scarce resources.

Expertise companies which offer services to the trust to assess current sale and rent values of the real estates, real estate projects and rights backed by real estates which are contained by the trust's portfolio, in accordance with a contract executed with the trust. Expertise company which conducts asset assessment must be listed by the

Committee and be independent of parties. For purchase and sale transactions in foreign countries, provision of being listed does not apply according to the communique.

Appraisal is the act or process of estimating value. It involves research into appropriate market areas, the assembly and analysis of information pertinent to a property; and the knowledge, experience and professional judgement of the appraiser. The role of the appraiser is to provide an accurate and impartial, third-party estimate of real estate value – providing assistance to those who own, manage, sell, invest in and lend money on the security of real estate.

Although valuation of real estate is important for the real estate investment trusts, there is no certification body in Turkey. The European Group of Valuers Associations, International Valuation Standards Committee, Appraisal Institute have their own valuation standards and certificate appraiser.

This study examined the affect of feasibility analysis and real estate valuation on the net asset value per share in real estate investment trusts. The feasibility analysis and valuation process has great importance at the per share of REITs.

In the first chapter, which is introduction, subject, objective and method of study have been explained. In the second chapter, concepts and definitions related to the real estate, investment and valuation have been given with a purpose of providing a conceptual totality. In the third chapter, real estate investment trusts in Turkey, USA and lawful structure in Turkey have been explained.

The feasibility analysis have been described by the targets, evaluation and feasibility process in real estate markets in the fourth chapter. Market specifications and demand analyses, cost estimations, financial cost estimations, cash flow projections and evaluations are explained as the phases of feasibility analysis. At the end of this chapter, this process have been applied to an otel investment in Bodrum.

In the fifth chapter, real estate valuation and the role of appraisers have been examined. The valuation process used in developed countries and in Turkey are compared. The expertise report methodology used by legal companies have been implied to an office center in İstanbul, Maslak.

In the sixth chapter, valuation of net asset value per share (lot) analysis methods are explained and valuation of a real estate investment trust have been done as an example. The otel project whose feasibility analysis have been done in the fourth chapter and the office floors whose valuation have been done in the fifth chapter are assumed as the real properties of an real estate investment trust.

In the seventh chapter, the influence of feasibility analysis and real estate valuation on the net asset value per share evaluated. General evaluations about the real estate market and construction industry, the importance of the feasibility studies and real estate valuation in REITs have been explained.



## 1. GİRİŞ

Ülkemizde gayrimenkul sektörüne ve bu sektörün finansmanına gerektiği kadar önem gösterilmemesine bağlı olarak, uygun olmayan yerlerde, standart dışı ve yasal olmayan yapılaşma artmış ve çarpık kentleşme olgusu kontrol edilemez bir noktaya gelmiştir. Gelir dağılımındaki bozukluk, hızlı nüfus artışı, yüksek enflasyon düzeyi ve finans piyasasının kurumsallaşamamış olması gibi nedenlerden dolayı ülkemiz gayrimenkul sektörü rasyonellikten uzak çalışmıştır [1].

1950'lerde hızlanmaya başlayan kentleşme olgusu, büyük kentlerde yığılmalara neden olmuş, dengeli bir kentsel dağılımın oluşmasını engellemiştir. Bu durum önemli sosyal ve ekonomik yapı değişikliği sorunlarına ve hızla artan kentsel yatırım ihtiyaçlarına yol açmıştır. Ülkemizde kentleşme süreci, gelişmiş ülkelerden farklı olarak büyük ölçüde kent yoksulluğunun kır yoksulluğuna tercih edildiği bir göç olgusu olarak şekillenmiştir. 2000 yılı sonunda %23'ü İstanbul'da olmak üzere kentsel nüfusun %44'ü, nüfusu bir milyonu aşan kentlerde yer almaktadır. Kentsel nüfusun 2005 yılı sonunda 54,7 milyona ulaşarak toplam nüfusun %78'ini oluşturması beklenmektedir.

Önümüzdeki beş yılda, nüfusu 20.000 ve üstü olan yerleşme yerlerinde demografik gelişmelerden doğacak yeni konut ihtiyacı 2.174.000 adet olacaktır. Yenileme ve afet konutları olarak birikmiş ihtiyaç dahil, her yıl 72.200 olmak üzere, beş yılda toplam 361.000 konutun yapılması gerekmektedir. Bu durumda kentleşme ve nüfus artışı ile yenileme ve afetten kaynaklanan toplam konut ihtiyacı 3.075.000 adettir [2].

Gayrimenkul finansmanı, son yıllarda önem kazanmaya başlamış ve diğer ülkelerde çok önceleri kullanılmaya başlanan araçlar henüz kullanılmaya başlamıştır. 1989 yılında konut sertifikasının ve 1990 yılında arsa sertifikasının ihracına izin veren düzenlemeler ve amacına ulaşmayan uygulamalardan sonra 1995 yılına kadar bu konuda bir gelişme olmamıştır [3].

Gayrimenkul sektöründeki sorunları çözmek, gayrimenkul arz ve talebine yeterli kaynak sağlamak amacıyla geliştirilen alternatif finansman modellerinden biri de gayrimenkul

yatırım ortaklıklarıdır. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, bireysel yatırımcıların tasarruflarını ortak bir havuzda biraraya getirerek çok yüksek getiriler elde edilebilecek büyük gayrimenkul projelerinin gerçekleştirilebilmesini ve bu projelerin karlarının ortaklara dağıtılabildiğini mümkün kılarak önemli bir fonksiyon üstlenmektedir.

Dünya’da ve Türkiye’de bu tip ortaklıkların doğuşuna yol açan iki temel ihtiyaç vardır; birincisi büyük gayrimenkul projelerinin finansmanındaki zorluk, ikincisi ise küçük yatırımcıların bu tür büyük projelerin karlarından yararlanabilme isteğidir. Bu şekilde gayrimenkul yatırım ortaklıkları gayrimenkul sektörü ile menkul kıymet piyasalarını biraraya getiren bir enstrüman haline gelmiştir [4].

Bugüne kadar yapılan araştırmalar gayrimenkul yatırımlarının getirilerinin menkul kıymet yatırımlarının getirilerinin üzerinde olduğunu göstermektedir. Ancak yatırımları bu şekilde doğrudan karşılaştırmak doğru değildir. Buna yol açan en temel faktör her gayrimenkulün aslında tek olması yani standartlaştırılamayan bir yatırım olmasıdır. Bunun sonucunda da gayrimenkullere yapılan doğrudan satın alma yatırımlarının en büyük dezavantajı satış yani likidite zorluğudur. İkinci bir dezavantaj ise satışa çıktığında gayrimenkulün gerçek piyasa fiyatının tespitindeki zorluktur.

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının kurucu ortakları Türkiye’nin en büyük yatırımcı grupları, holdingleri, bankaları ve inşaat şirketleridir. Sermaye Piyasası Kurulu bu kuruculara izin verirken onların mali yeterliliklerine, güvenilirliklerine ve tecrübelerine kadar birçok hususu gözönüne almaktadır.

Finansal açıdan değerlendirildiğinde gayrimenkul yatırım ortaklıkları, karlı olabilecek bir proje konseptini, projenin tamamlanmasıyla oluşacak karı baştan bölüşmek karşılığında halkın katkısını sağlama avantajını vermektedir. Her ne kadar profesyonel bir geliştirme şirketi de olsa tüm teşebbüsler aslında sınırlı bir finansman gücüne sahiptirler. Ülkemizde kaç tane şirketin bir Akmerkez, Galeria veya İş Kuleleri gibi yatırımı kendi kaynakları ile gerçekleştirme gücü olduğu veya bu tür uzun süreli ve riskli yatırımlara girme istekleri tartışma konusudur. Çoğu kez finansman imkanı bulunamaması projelerin hayata geçirilmesinin engellemektedir. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları ile küçük tasarruflar büyük bir havuz haline gelmekte ve yatırımlar bununla finanse edilebilmektedir [4].

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları portföylerinde bulunan gayrimenkullere ilişkin olarak belirli dönemlerde bağımsız gayrimenkul değerlendirme şirketlerine değer tespiti yaptırarak bunları halka açıklarlar. Bağımsız değerlendirme şirketleri Sermaye Piyasası Kurulu tarafından listeye alınmış yasal değerlendirme şirketleridir. GMYO'lar her ay düzenli olarak portföylerinde bulunan varlıkların en son rayiç değerlerini borsaya bildirir ve halka açıklarlar. Yurtdışı satışlarda yabancı yatırımcıların tanıdığı ekspertiz kuruluşlarının kullanılması zorunluluğu olduğu için uluslararası değerlendirme kuruluşları veya bunların Türkiye'deki temsilcilerinin kullanılması gerekir.

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının portföy gelirleri üç kısımdan oluşur:

1. Kira Gelirleri: Bunlar kolay tahmin edilen ve nakit akışında büyük bir risk yaşanmayan gelirlerdir. Düşük riski ve tahmin edilebilir bir gelir yapısını tercih eden ortaklıklarda bu tip gelirler yoğunluktadır.
2. Proje Geliştirme Karları: Bunlar villa, konut, ofis, iş merkezi, hipermarket, hastahane, otel veya bunlara benzer gayrimenkullerdir. Temel özelliği araziler üzerinde hiç yoktan varedilebilmeleridir. Bu tip projeler geliştirme karları sunarlar. Yüksek büyüme potansiyeli hedefleyen şirketler bu tip gelirlere ağırlık vermektedirler.
3. Menkul Kıymet Gelirleri: Yatırımların ödemeleri bir gün içinde yapılmadığından zamana yayılan ödemelerin karşılığında tutulan nakit varlıklar menkul kıymetlerde değerlendirilerek dikkate değer bir faiz geliri elde edilebilir.

Bu ortaklıkların faaliyet gelirleri vergiden istisna edilmiştir. Bu imkan, ortaklarının elde edeceği temettü gelirlerinin de şirkette herhangi bir vergi kesintisi olmadan ortaklara aktarılabilmesi anlamına gelmektedir.

Halka açılma işlemleri gayrimenkul yatırım ortaklığı tarafından seçilmiş bir yatırım bankası veya aracı kuruluş tarafından yürütülür. Aracı kuruluş, hisse senetleri hakkında nasıl talepte bulunulabileceği ve bu halka arzın özellikleri hakkındaki bilgileri günlük gazetelerde yayımlayacağı ilanlarda ve yatırımcılara dağıtacağı raporlarda sunar. İzahname, sirküler ve halka arz tanıtım kitapçığında halka arzı yapılacak gayrimenkul yatırım ortaklığı ile ilgili detaylı bilgiler verilir. Bireysel yatırımcının hisse senedi satın almadan önce izahnameyi detaylı olarak incelemesi gerekmektedir [4].

Türkiye'de halen Borsa'da 8 adet yatırım ortaklığı bulunmaktadır. Bunların 30.04.2001 tarihi itibarıyla toplam piyasa değerleri yaklaşık 394 trilyon TL'dir. İkincil piyasalarda yaşanan krizin de etkisiyle bu son derece düşük bir rakamdır. Ancak tüm büyük gruplar mevcut vergi istisnasından yararlanabilmek amacıyla bu ortaklıklarla ilgilenmeye devam etmektedirler. Bu nedenle SPK'na kuruluş izni için başvurmuş ve kuruluşu tamamlanarak halka arz için uygun piyasa koşullarını bekleyen şirketler bulunmaktadır.

Halka arz prosedüründe iki farklı iskonto kavramı bulunmaktadır. Söz konusu iskonto tutarları değerlendirme ve satış aşamalarında yatırım bankaları ile yapılan pazarlıklar çerçevesinde belirlenmektedir. Bunların birincisi portföy değerinin bulunmasında kullanılan nakit akımları iskontosu, diğeri ise hisselerin halka arzında kullanılan satış fiyatı iskontosudur [4].

Gayrimenkul değerlerinin tespitinde yabancı şirketlerin yaptıkları değerlendirme SPK nezdinde geçerli değildir. Yurtdışında hisse senedi satışı yapılacaksa yabancı orijinli bir bağımsız şirketin değerlendirme yapması zorunludur. Çünkü Türk şirketlerinin yaptıkları değerlendirme yabancı yatırımcılar tarafından kabul edilmemektedir. Ancak Türkiye'de bir ihraç yapılacak olursa var olan iki ekspertiz şirketinden birinin değerlendirme yapması yeterli olmaktadır. Türkiye'deki ekspertiz şirketlerinin uluslararası platformda geçerlilikleri bulunmamaktadır.

#### **Çalışmanın Amacı :**

- Faaliyetleri kapsamında proje geliştiren GMYO'lar, yatırım kararı almadan önce alternatif projeler arasından seçim yaparlar ya da şirket bünyelerinde bulunan arazilerin en faydalı kullanımı için farklı proje konseptleri geliştirirler. Geliştirecekleri projelerin yatırım maliyetlerini ve elde edecekleri gelirleri birtakım varsayımlarla hesaplar ve analiz ederler.
- Bu analizler sonucunda elde edilen değerler şirketin halka arzı sırasında hesaplanan firma değerini, dolayısıyla pay başı (hisse) değerini etkilemektedir.
- Şirketin ilk halka arzı sırasında tüm proje bitmiş gibi satılabilmektedir. Bireysel yatırımcı bir risk sermayesi şirketi gibi geliştirilecek projeye hisse senedi satın almak suretiyle sermaye koymakta ve projenin riskini doğrudan üstlenmektedir.

- Bu nedendir ki, yatırım projelerinin fizibilitelerinin hassasiyetle yapılması ve bireysel yatırımcının her türlü varsayımdan haberdar edilmesi gerekir. Yatırım fizibilitelerindeki finansal analizler varsayımlara göre hazırlandığından ve inşaat projelerinde süre, maliyet ve kalite ile ilgili belirsizlikler söz konusu olduğundan bireysel yatırımcı gerekli analiz ve raporlarla bilgilendirilmelidir.
- GMYO'nun sahip olduğu tüm gayrimenkullerin satış değerlerinin ve kira gelirlerinin hesaplamalarını yapan özellikle yasal ekspertiz şirketlerinin hazırladıkları raporlar hisse değerini doğrudan etkilemektedir.
- Yürütülen tez çalışmasının amacı, GMYO şirketleri tarafından hazırlanan yapılabirlik (fizibilite) etüdü analizleri sonuçlarının ve ekspertiz şirketleri tarafından hazırlanan gayrimenkul değerlemesinin hisse senedi değerini hangi oranda etkilediğini araştırmalar, uygulamalar ve hesaplamalarla belirlemektir.
- Diğer amaç ise hisse senedi değerini etkileyen yapılabirlik etüdü ve gayrimenkul değerlemesi unsurlarının standart raporlar ile düzenlenmesine ilişkin önerilerde bulunmaktır.

#### **Çalışmada İzlenen Yöntem:**

Bu çalışmada genel olarak gayrimenkul yatırım ortaklıkları, yapılabirlik (fizibilite) etüdü ve gayrimenkul değerlemesi ile ilgili çeşitli kaynaklar incelenmiş, internet ortamında konu ile ilgili uzmanlarla bağlantı kurulmuş (Pennsylvania State University, Appraisal Institute, Real Estate Institute, NAREIT, DPT, DİE, SPK, İMKB vb.) ve görüş alışverişinde bulunulmuştur. Yerli ve yabancı makale ve dergiler incelenmiştir. Literatür araştırmalarından elde edilen bilgiler örnek uygulamalarla desteklenmiştir.

Çalışmanın uygulama sürecini ele alan bölümlerde, kuramsal süreçte tanımlanan aşamaların örnekleme yapılmıştır. Tezin hareket noktası gayrimenkul yatırım ortaklıklarında yaşanan belirsizlikler ve uygulamadaki zorluklardır. Bu nedenle çalışmanın konusu fiilen görev yapılan sektördeki proje geliştirme, gayrimenkul ve şirket değerlemesi faaliyetleridir. Tez, yapılabirlik etüdündeki analiz ve varsayımların, gayrimenkul değerlemesinin, hisse senedine etkisini tartışmaktadır.

## **2. GAYRİMENKUL, PROJE, YATIRIM, YAPILABİLİRLİK (FİZİBİLİTE) ETÜDÜ VE DEĞERLEME İLE İLGİLİ KAVRAMLAR**

### **2.1 Gayrimenkul ile ilgili Kavramlar ve Türk Medeni Kanunu'ndaki Yeri**

#### **2.1.1 Mülkiyet Kavramı ve Dayanakları**

Anayasa'nın 35. Maddesi kişinin temel hakları arasında mülkiyet hakkını saymış olup, herkesin mülkiyet hakkına sahip olduğunu, bu hakkın ancak kamu yararı amacı ile ve kanunla sınırlanabileceğini, bunun yanında mülkiyet hakkının kullanılmasının toplum yararına aykırı olamayacağını belirtmiştir. Türk Medeni Kanunu da mülkiyet hakkı sahibine yasalar çerçevesinde dilediği gibi tasarruf etme hakkı tanımıştır. Mülkiyet hakkı, mal ve benzeri şeylere sahip olma ve bunlardan yararlanma hakkıdır.

Mülkiyet başlıca taşınır ve taşınmaz mülkiyeti olmak üzere ikiye ayrılır. Taşınmaz mal (gayrimenkul); hane ve arazi gibi başka yere götürülmesi mümkün olmayan yerinde sabit olan mallardır. Bir başka deyişle, sabit olan, bir yerden başka bir yere taşınması mümkün olmayan eşya gayrimenkul terimi ile ifade edilmekte ve menkul/taşınır kavramının karşısını oluşturmaktadır. Türk Medeni Kanunu'nun 632. Maddesine göre gayrimenkul mülkiyetinin konusu yerinde sabit olan şeylerdir. Buna örnek olarak tarlalar, arsalar, madenler gösterilebilir [5].

#### **2.1.2 Kat Mülkiyeti ve Kat İrtifakı Kavramları**

Göç ve diğer nedenlerle şehirlerdeki nüfus artışı çok hızlı olmuş, sonuçta arsa fiyatları olağanüstü artış göstermiş, işyerleri ve konutlar yatay büyümeden dikey büyüme yoluna doğru gitmişlerdir. Tek bir parsel üzerine çok katlı binalar yapılmış ve burada oturanlar arasındaki ilişkilerin düzenlenmesi gerekmiştir.

Yukarıdaki gelişimin bir sonucu olarak Kat Mülkiyeti Kanunu ile gerekli hukuksal düzenlemeler yapılmıştır. Kat mülkiyeti arsa payı ve anataşınmazdaki ortak yerlerle ilgili özel bir mülkiyettir. Yapımı tamamlanmış binalarda kat, daire, ofis, mağaza, depo

gibi tek başına kullanılmaya elverişli bölümler üzerinde malik veya ortak malikler tarafından Kat Mülkiyeti Kanunu'na göre kurulan mülkiyete kat mülkiyeti denir. Bu tanımdan da anlaşılacağı üzere kat mülkiyeti kurulması bir takım koşullara bağlanmıştır. Bu koşullar aşağıda sıralanmıştır.

- Yapımı tamamlanmış yapı olması gereklidir,
- Yapıda kat mülkiyetine konu teşkil edecek nitelikte bağımsız bölümler olması gereklidir,
- Yapının kagir olması gereklidir (tamamen veya kısmen ahşap yapılarda kat mülkiyeti kurulamaz),
- Müşterek mülkiyet olması zorunludur.

Kat mülkiyeti kavramının kapsamında yer alan kat irtifakı ise bir arsa üzerinde ileride kat mülkiyetine konu olmak üzere yapılmakta olan veya yapılacak yapı veya yapıların bağımsız bölümleri için arsa malik veya maliklerinin kurduğu irtifak hakkıdır.

Kat mülkiyeti veya kat irtifakının kurulması iki şekilde gerçekleşir. Kat mülkiyetinin/irtifakının sözleşme ile kurulması durumunda, anataşınmazın maliki veya malikleri tarafından isteklerini belirtir bir dilekçe Tapu Müdürlüğü'ne verilir. Yargı kararı ile kurulması durumunda ise, ortak taşınmazın maliklerinden herhangi biri ortak mülkiyetin sona erdirilmesi ve taksim için mahkemeye başvurur. Yapı kat mülkiyetine çevrilmeye elverişli ise ve paylarına göre ortaklarına dağıtmak mümkün ise hakim bu yönde karar verir.

### **2.1.3 Zilyetlik ve Şufa, İntifa, İştira, İrtifak Hakkı Kavramları**

Zilyetlik, bir mal üzerinde fiili egemenlik kurma, kullanma hakkıdır. Maldan ekonomik şekilde yararlanılır. Kiracılık en önemli örneğidir. Gayrimenkul maliki asli zilyettir. Mülkiyet, zilyetlik hakkını doğal olarak birlikte taşır.

Şufa hakkı, gayrimenkul hissedarlarının, payları kendi dışlarında üçüncü kişilere satmak istemeleri durumunda diğer hissedarların aynı bedeli vererek öncelikli alım hakkıdır. Yalnızca satışta geçerlidir. Hakkın kullanılmasını önlemek için satış bedeli yüksek gösterilirse mahkemeye başvurulup kanıtlanırsa gerçek değer tespitiyle bu hak

kullanılabilir. Satışın yapıldığını öğrendikten sonra bir ay, her halukarda satıştan sonra 10 yıl geçmişse bu hak kullanılamaz. Kanuni şuf" hakkı yasadan kaynaklanmakta olup, bunun dışında tapuya şerhle de şufa hakkı kurulabilir. Şufa hakkından feragat sözleşmeleri tapuya şerh edilirse geçerlidir.

İntifa hakkı, gayrimenkulden yararlanma yani istifade etmeye yarar. Malik olmak şart değildir. Bu hak şahsa bağlı haklardan olup, devredilemez. Hakları yanında yükümlülükleri de bulunur. Gayrimenkulün bakım ve onarımı, özenle korumak ve kollamak bunların başında gelir. İntifa hakkını da devreden malik, kuru mülkiyet sahibidir. Kuru mülkiyet, intifa hakkı devam etmek şartıyla başkasına devredilebilir. İntifa hakkı süre ile sınırlandırılır ve tapu siciline tescil edilmesi gerekir.

İştirak hakkı, hukuki işleme dayanmak koşulu ile tek taraflı irade beyan ederek bir malı satın alma hakkıdır. Yenilik doğuran bir haktır. Gayrimenkulü malikinden belli bir bedelle tek taraflı irade açıklamasıyla satın almayı sağlayan bir hak olup, tapuya tescili şarttır ve 10 yıl geçerlidir. Her malike karşı kullanılabilir. İştirak halinde mülkiyet ise kanundan veya sözleşmeden kaynaklanan bir ortaklık nedeniyle birden fazla kişinin gayrimenkule malik olmalarıdır. Payları, gayrimenkulün tamamını kapsar.

İrtifak hakkı, mülkiyet hakkını sınırlayıcı, başkası lehine kullanma, yararlanma hakkı olup, üst hakkı ve geçit hakkı en bilinenlerdendir.

#### **2.1.4 İfraz, Tevhid, Taksim, Hibe, Trampa ve Parselasyon Kavramları**

İfraz, imar planı tamamlanmış yerlerde, plan koşullarına uymak şartıyla bir parselin birden fazla parselde dönüştürülmesi işlemidir. Bundaki amaç, gayrimenkulde değer artışı sağlanması, daha çabuk satılabilmesi, imar planının uygulanmasıdır. Bunun için krokili beyanname düzenlenir, bu beyanname Kadastro Müdürlüğü'nce kontrol edilir ve onaylanır. Belediye Encümeni ifraz kararı alabilir. Kadastro onaylı plan ve eki belgeler ile, gayrimenkulün sahibinin tapuya başvurmasından sonra ifraz gerçekleşir.

Tevhid, tek başına inşaat yapılması mümkün olmayan, imar planı gereği birleştirilmesi gereken veya daha uygun inşaat yapabilmek için birden fazla parselin birleştirilmesi işlemidir. İmar planlarının daha rahat uygulanması, değer artışı, inşaat yapımına uygun hale getirme gibi amaçlarla yapılır. Kararı Belediye Encümeni verir. Hak sahiplerinin

nızası ve birleşecek parsellerin bitişik olması gereklidir. Ayrıca parseller üzerinde mülkiyeti kısıtlayıcı serhlerin olmaması gerekir.

Taksim, ortak mülkiyette olan gayrimenkulün, ortaklar arasında paylaşımıdır. Paylaşım sonucu, ortak mülkiyet sona erer ve her ortak kendi payı üzerinde kişisel mülkiyet sahibi olur. Taraflar anlaşarak taksimi gerçekleştirebilirler. Ayrıca, mahkemeye başvurarak bu işlemin yerine getirilmesini isteyebilirler.

Trampa, kelime anlamı olarak bir malın başka bir malla değiştirilmesidir. Değer eşitliğini taraflar belirler, tapunun bu konuda herhangi bir müdalesi olamaz. Hisselerin de trampası mümkündür.

Parselasyon, büyük bir parselin, imar planı şartlarına uygun olarak birden fazla imar parseline dönüştürülmesi işlemidir. Belediye Encümenince tetkik edilerek sonuçlandırılır.

## **2.2 Yatırım ve Yatırım Projeleri ile İlgili Kavramlar**

Endüstriyel ve hizmet işletmelerinin kurulmasına veya kurulmamasına temel teşkil edecek olan yatırım projelerinin ve tez kapsamındaki gayrimenkul yatırım projelerinin yapılabilirlik (fizibilite) analizinden önce fizibilite çalışmalarında yoğunlukla kullanılacak kavramların açıklamaları aşağıda verilmiş ve değerlendirmelerin daha sağlıklı yapılmasına yardımcı olmaları hedeflenmiştir.

### **2.2.1 Yatırımın Tanımı ve Çeşitleri**

İşletme biliminde yatırım, bir dönem içinde üretim araçları varlığına yapılan eklemeler ve bunu mümkün kılan harcamaları ifade etmektedir. Yatırım olayının bir reel, bir de parasal (harcama) yönü vardır. Ekonomide üretim süreci, bir dizi üretken hizmetin üretim girdilerine (araçlarına) uygulanması ve nihai fayda sağlayacak bir tüketim malının veya başka bir malın üretiminde kullanılacak ara veya yatırım malının (çıktının) üretimi arasında geçen süreyi ifade eder. İşte bu sürecin başından itibaren, bir üretken kapasitesinin oluşturulmasını veya mevcut bir tesisin satın alınmasını mümkün kılan harcamalara yatırım denilmektedir. Kısaca yatırım, serbest (likit) sermayenin bağlı sermaye haline dönüştürülmesi eylemi olarak tanımlanabilir [6,7].

Böylece yatırım kavramı ekonomik anlamda sermaye kullanımı ya da kar etmek amacıyla uzun süreli sermaye bağlamayı ifade eder. Buna göre her harcama bir yatırım (investment), bu süreçten elde edilen her gelir ise çözülen bir yatırımdır (deinvestment). Diğer bir ifade ile yatırım bir harcama ile başlayan ödeme akımları ve gelir sağlama sürecidir.

İşletme açısından yatırım, işletmenin yatırım ve üretim kapasitelerinde artış ya da sürekliliğin sağlanması ve gelecekte belli bir zaman sürecinde gerçekleşmesi beklenen karları elde etme amacıyla kıt kaynakların üretime tahsis edilmesi konularını içermektedir. Bir işletme çeşitli nedenlerden dolayı yatırım yapabilir. İşletme genel olarak kurulabilmek, faaliyetlerinde devamlılık ve gelişme sağlamak için yatırım yapmak zorundadır [6].

Gerek tek bir firma açısından gerekse ekonominin bütünü açısından yatırım, sabit sermaye yatırımlarından ibaret değildir. Firmanın veya ekonominin mamul ve yarı mamul stoklarında bir dönem içinde meydana gelen değişimler de yatırımdır. Bu tür yatırımlara stok yatırımlar denilmektedir.

Sermaye mallarının mülkiyetini temsil eden pay senetlerinin satın alınması veya nakit sermayenin alacak senetleri veya tahvil karşılığı ödünç verilmesi de geniş anlamda yatırımdır. Bu tür yatırımlara ise mali yatırımlar veya plasman yatırımlar denilmektedir.

Bu tezin kapsamında sabit sermaye yatırımlarından bina ve bayındırlık yatırımları ele alınacak ve bu tür yatırımların fizibilite analizi incelenerek bu analiz sonuçlarının pay başı net aktif değere ya da portföy değerine etkileri değerlendirilecektir.

### **2.2.2 Proje ve Yatırım Projesi Kavramları**

Proje, bir konu etrafında düşüncenin yoğunlaştırılması, sorunun çözüme kavuşturulması için tüm ayrıntıların düşünülmesi ve uygulanacak yöntemlerin sistematik olarak belirlenmesi ve ortaya konulması çabasıdır. Proje bir konu etrafında ayrıntılı ve sistematik düşünce olgusu olduğu kadar, mevcut bilgi ve ek çalışmalarla bir senteze ulaşma davranışıdır [7].

Proje yapılması, karmaşık, uzunca bir zaman dilimine yayılan, bir çok aşaması olan ve büyük harcamaları gerektiren işlerde kaynakların etkin kullanılması için zorunluluktur.

Bir binanın mimari çiziminin yapılması, betonarme, sıhhi tesisat, ısı yalıtım, elektrik vb. ile ilgili hesaplama ve çizimlerin hazırlanması, bir inşaat projesi içinde bulunması gereken alt projelerdir.

Proje genellikle bitiş noktası belli olan ve bağımsız bir biçimde yürütülebilir hale getirilmiş planlar olarak tanımlanır. Yatırım projesi ise daha önce belirtilen yatırımlar ve bu yatırımlarla sağlanacak yararları önceden saptamak üzere yapılan bir plan olarak ortaya çıkmaktadır. İşletme çalışmalarının sürekliliğine karşın, yatırım projesi, yatırımların tamamlanması ve bitişini oluşturan bir süre ile sınırlı çalışmaları kapsamaktadır [6]

Proje ile birlikte program ve plan kavramları genellikle gelecekteki çalışmaları şimdiden saptayan bir tahmin sistemi olarak kabul edilmektedir. Program ve planlar bir amacın gerçekleştirilmesi için gerekli olan aşamaları, sorumlulukları, zaman, süre vb. hususlar olarak kapsar. Buna göre proje, program ve plan gibi aynı türden olmakla beraber, projeyi bağımsız olarak görmek ve program ve planda olduğu gibi devam edecek olan bir işi herhangi bir süreye kadar konu edinmek yerine, belirli bir bitiş olan bir iş olarak ele almak söz konusudur.

### **2.2.3 Yatırım Projelerini Hazırlama ve Değerlendirme Gerekliliği**

Bir sabit sermaye yatırım önerisi olarak, yatırım projelerini hazırlama ve değerlendirme gerekliği aslında yatırım kavramının makro açıdan bir ülke ekonomisinde mikro açıdan bir işletmenin yaşamında oynadığı önemli rollerden kaynaklanır.

Yatırımlar ekonomik büyüme açısından vazgeçilmez bir öneme sahiptirler. Sınırlı kaynaklarla ekonomik büyümeyi sağlama uğraşısında, yatırım harcamalarının yani bu tür harcamayı gerektiren yatırım önerilerinin ya da yatırım projelerinin bilimsel temellere dayalı olarak hazırlanması ve değerlendirilmesi "optimal kaynak kullanımının" ilk ve temel ilkesi olmak zorundadır.

Mikro açıdan da sabit sermaye yatırımları işletmelerin varlığını devam ettirmenin temel nedenidir. Piyasadaki rekabe koşulları çerçevesinde genelde işletmelerin piyasa değerini artırmayı amaçlayan ve gelecekte kar beklentisi içinde olan işletmeler bu amaçlarını gerçekleştirmek ve ayrıca değişen sosyo-ekonomik ve teknolojik koşullara uyum için yatırım yapmak zorundadırlar. Bu nedenle kendilerine açık olan yatırım

alanlarını ve önerilerini akılcı bir biçimde incelemek ve değerlendirmek kaçınılmaz olacaktır. Bu zorunluluk işletmelerin gelecekteki amaçlarını gerçekleştirmeden ayrı olarak, yaşamlarını devam ettirmek açısından da kaçınılmazdır. Çünkü, sabit sermaye yatırımları işletmelerin tedarik, üretim, personel, pazarlama ve finansman gibi tüm fonksiyonlarını etkiler. Yanlış ve verimsiz alanlara yatırım hem işletmelerin hem de onların içinde bulunduğu sektörün varlığını doğrudan etkilemektedir [6].

#### **2.2.4 Proje Hazırlama ve Yatırım Kararı Alma Süreci**

Yatırım projesi genelde belirsizlik ve risk ortamında; rantabilitesinin ve yararlılık derecesinin ölçülmesi ile gerçekleştirilebilirliğinin belirlenmesi amacıyla yönelik bir plan olarak hazırlanır. Uzun süreli, büyük ölçekli kaynak ayırmayı gerektiren yatırım kararının sezgiler ile alınması düşünülemeyeceğine göre, bir seçenek olarak kararın doğruluğunu kanıtlayacak projeye dayandırılması gerekir.

Yatırım projesini hazırlama, iktisatçıların, mühendislerin, mali analistlerin ve diğer ilgili alanlardaki uzmanların katılımı ile yapılan geleceğe ilişkin hesaplamalar sürecini kapsamaktadır. Yatırım projesinin fikir olarak tasarlanmasından, hazırlık, eleme, seçme, yatırımın gerçekleşmesi ve işletmeye alınması ya da satılmasına kadar süren faaliyetler proje çalışmaları kapsamına girmektedir.

Yatırım projesinin fikir olarak doğuşundan alternatifler arasından seçim yapılarak yatırım kararı alınmasına kadar geçen süreç aşağıdaki gibidir:

- Proje fikri
- Tek veya birkaç projenin hazırlanması
  - Eldeki alternatiflerin ekonomik, mali ve teknik açılarından değerlendirilmesi ve mümkün olan en iyilerin belirlenmesi,
  - Ölçülemeyen Faktörlerin Değerlendirilmesi
- Yatırım kararı alınması.

i. Proje Fikrinin Doğuşu: Yatırım yapılacak çok sayıda proje bulunduğuna göre, yatırımcılar pek çok sayıda yatırım alternatifi ile karşı karşıyadır. Bütün yatırım alanları

üzerinde derinliğine bir inceleme yapmanın, ekonomik, teknik, finansal ve hukuki etüdleri hazırlamanın güçlüğü nedeniyle, proje hazırlamadan önce ümit verici yatırım alanlarının belirlenmesi ile proje fikri doğar.

ii. **Ön Araştırmalar:** Yatırım kararları nitelikleri itibari ile çok detaylı analizler sonucunda alınan kararlardır. Yatırım kararı işletmenin geleceğini önceden yönlendiren bir karar niteliği taşır. Yapılacak yatırımın büyüklüğü yatırım projesinin hazırlanmasında görev alan uzmanların sayısını önemli ölçüde etkiler. Yatırım projesinin hazırlanması bu yönüyle büyük harcama, zaman ve sistemli bir çalışmayı gerektirir.

Yatırım projesinin hazırlanması sürecinde yapılan ön araştırmalar başlıca aşağıdaki süreci kapsar:

- Yatırım ihtiyacının saptanması,
- Yatırım ihtiyacının somut duruma getirilmesi,
- Alternatif yatırım alanlarının saptanması,
- Gerekli belgelerin toplanması,
- Yatırım mallarına yönelik olarak ön kontrolün yapılması.

iii. **Fizibilite Etüdü:** Fizibilite etüdü, yatırımcının ne üreteceği, nasıl üreteceği, üretilen malı ne fiyattan nereye/kimlere satacağı, ne kadarlık bir yatırımın tutarına fon sağlayacağı, yatırımdan ne kadar gelir sağlayacağı sorularına cevap vermelidir. Fizibilite etüdleri kesin proje hazırlanmadan önce ekonomik, teknik, finansal ve hukuki etüdleri kapsar.

iv. **Değerlendirme ve Yatırım Kararı:** Bir projenin uygulamaya elverişli olup olmadığını, noksan, zayıf ve hatalı hususlarının bulunup bulunmadığını, ekonomik ve teknik ömrü içerisinde kendisini ödeyip ödeyemeyeceğini veya karlılık derecesini ölçmek için yapılan çalışmaya proje değerlendirmesi denir.

Bir projenin değerlendirilmesi için yapılacak çalışmanın biçimi ve kapsamı, projenin ait olduğu sektörün özelliklerinden başka projenin hazırlanması için yapılan araştırma, analiz ve dizayn gibi çalışmaların yoğunluğuna bağlıdır.

Projenin genel değerlendirilmesi fizibilite raporuna dayanır. Bu değerlendirme sonucunda yatırım kararının verilir verilmeyeceği açıklığa kavuşur. Yatırımcı fizibilite raporundaki bilgilerin ışığında başta ticari karlılık olmak üzere çeşitli verileri göz önünde bulundurarak yapacağı değerlendirme sonucunda karara varır.

v. Kesin Proje: Hazırlanan yatırım projesi, ilgili çevreler tarafından değerlendirilip kabulüne karar verildiğinde projenin kesin proje haline dönüştürölmesi gerekir. Projede öngörölün yapıların ayrıntılı planları ve projeleri hazırlanıp teknik hesaplamaları yapılır.

vi. Projenin Uygulanması: Yatırım projesinin uygulanarak geręekleřtirilmesi için, belirli programların hazırlanıp uygulanması gereklidir. Bunlar arsanın satın alınması, altyapı problemlerinin halledilmesi, inşaat sahasının tanzim edilmesi, inşaata başlanması ve pazarlama kanallarının hazırlanmasıdır.

Projenin uygulanması ve yatırımın geręekleřtirilmesi önceden belirtilen tarihte geręekleřtirilemez ise, projede öngörölün tüm tahminler geğerliliğini büyük ölçüde yitirir. Herşeyden önce projede belirtilen satış gelirleri zamanında elde edilemeyeceği için, proforma finansal tabloların dengesi bozulur. İşletme gelirlerine göre önceden belirleyip, ödeme planına bağladığı boręlarını ödemekte güçlük çekebilir. Bu durumda işletme yeni finansman kaynaklarına ihtiyaç duyar.

Kesin Kabul: Projenin uygulanması ve tamamlanmasından sonra hedeflenen kalitede geręekleřip geręekleřmedięi son olarak kontrol edilerek kesin kabulü yapılır. Bu süreçte eksik olan imalatlar ve hedeflenen kalite standardına uygun olmayan imalatlardan revizyonu yapılabilecekler tamamlanır.

vii. İşletmeye Ağma/Satışların Tamamlanması: İşletmeye ağılış ile birlikte projenin hazırlanması ve uygulanması tamamlanmıştır. Artık geliştirilen gayrimenkul projesi bir otel ise işletmeciye devredilmeye hazır ya da kiralanacak bir ofis ise kiracılara hazır duruma gelmiştir. Geliştirilen gayrimenkul projesinin satışı hedeflenmiş ise projenin uygulama çalışmaları devam ederken de satışlar geręekleřebilir. Satışların tamamlanıp tüm yapıların kesin kabulü ile projenin tamamlanması mümkün olur.

## **2.3 Gayrimenkul Yatırım Kararları ile İlgili Kavramlar**

Gayrimenkul yatırım kararları konusu ile ilgili kavramlar içerikleri esas alınarak üç temel gruba ayrılmıştır.

### **2.3.1 Gayrimenkul Yatırımcılarının Sınıflandırılması**

Gayrimenkul yatırımcılarının oluşturacağı gelecekteki nakit girişleri dolaylı ya da dolaysız biçimde gerçekleşir. Gayrimenkul yatırımcıları ise gayrimenkulün bu gelecekteki nakit girişini satın alırlar. Bu nakit girişleri kira gelirleri, mülk getirisinin faizleri ya da mülkün yeniden satışından elde edilecek net karlar sonucunda olabilir.

Yatırımcının belirli bir mülk için ödemeye hazır olduğu fiyat; bu beklenen nakit girişlerinin miktarlarına, zamanlamasına ve bu beklentilerin gerçekleşme olasılığına bağlıdır. Ayrıca, yatırımcının riske dayanabilme toleransı ve karşılaşılabileceği alternatif fırsatların göreceli çekiciliği de etkin olacaktır.

Gayrimenkul alanındaki herhangi bir yatırım hedefi, gerçekte belirlenen bir statüye göre sağlanmalıdır. Gayrimenkule basit bir yatırımdan ziyade bir iş fırsatı olarak yaklaşmak gerekmektedir. Yatırımcılar önlerine çıkabilecek alternatifleri kendi yetenekleri ölçüsünde değerlendirebileceklerdir.

Gayrimenkul yatırımcıları eylemdeki ilgilerini nitelikleri açısından aktif ve pasif olmak üzere iki grupta incelenebilir.

- **Aktif Yatırımcılar**

Aktif yatırımcıların en belirgin özelliği karar verici olmalarıdır. Bu yatırımcıların kararları yatırım planlarının sonuçlarını doğrudan etkiler. Gayrimenkul kullanımındaki yönetici personelin seçilmesi, bakım sözleşmelerinin yapılması, kira değerinin saptanması, kira kontratı vb. kararlar aktif yatırımcıların ilgi alanıdır.

- **Pasif Yatırımcılar**

Pasif Yatırımcılar, mal varlıklarını profesyonel yatırım danışmanlarına devrederler, kendileri karar verici değildirler. Gayrimenkul yatırımlarının sonucunda pasif yatırımcılarının sonucunda pasif yatırımcıların kararları çok az etkilidir.

### 2.3.2 Gayrimenkul Pazarı İle İlgili Kavramlar

Pazarın durumu genellikle gayrimenkule olan arz ve talep açısından tanımlanır.

- Arz

Belirli bir süre pazarda olabilecek bütün olası fiyatlar için üreticilerinin sayısal miktarı ile ürünlerin fiyatları arasındaki ilişkidir. Alım –satımda değer belirlemek için bir ürünün ya da hizmetin varlığındaki azalma önemli bir faktördür. Yaşamdaki önemi açısından geniş kitlelere hitap eden ürün ya da hizmet, değişim değeri çok yüksek ancak kısıtlı kullanıcıya hitap eden ürün ya da hizmet değerlerine göre çok daha fazla kullanılmaktadır. Gayrimenkul konusunda arz; pazarda belli bir süre için var olan kullanım alanlarının toplam miktarıdır. Talep değiştikçe mevcut kullanım alanları kiracılar arasında rekabet oluşturacak ve bu da fiyatları etkileyecektir. Piyasada arzın büyümesi; gayrimenkul kira değerlerinin düşmesine neden olacaktır. Arz değişiminde belirli bir süre gerekmektedir ve bu sürenin kısa ya da uzun olması çok olması çok önemli bir faktör olarak değerlendirilmektedir.

- 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.

Fiyat yükseldiği zaman talep azalmaktadır. Fiyatlar yükseldiği için bazı potansiyel satın alıcılar daha az pahalı olan diğer benzerleri tercih ederler ya da hep beraber pazardan çekilirler. Fiyatlar düştüğünde ise; satın alıcılar göreceli olarak daha pahalı mülklere yöneleceğinden bu mülklere talep artacaktır.

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.

Talebin belirleyici parametreleri şu şekilde sıralanmaktadır;

- 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.

Bu durumun tersine, gayrimenkul gereksinimindeki azalma gayrimenkule olan talebi azaltarak ortalama kira değerlerini düşürecektir. Bunun sonucunda gayrimenkul yatırımları daha az tercih edilir duruma gelecek ve yatırımcılar kaynaklarını başka yöne doğru kaydıracaklardır.

- **İşletme Giderlerinin Seviyesindeki Değişiklikler:** Gayrimenkulün işletme giderlerinin genel seviyesi kira gelirine oranla arttığında ya da azaldığında net karlar buna bağlı olarak değişecektir. Karlılıktaki bu sapma gayrimenkulün diğer yatırım araçlarına göre istenirliğini değiştirecek ve talebin diğer yatırım alanlarına kaymasına sebep olacaktır.
- **Gayrimenkul Dışı Diğer Varlıklardaki Mevcut Hasılat:** Gayrimenkul dışı diğer yatırım varlıklarının getirisi, bu varlıkların göreceli istenirliğini etkileyecek ve mevcut kaynakların gayrimenkul yatırımına kaymasına neden olabilecektir. Gayrimenkul yatırımcılarının talep programını etkileyecektir.
- **Teknoloji:** Bir yerleşimde nüfusun artması ya da ekonominin büyümesi gibi gelişimlerin dışında teknolojiye ilişkin değişiklikler de o bölgedeki kiralık gayrimenkullere talebi iş aktivitelerinin seviyesinde değişiklik olmasa bile değiştirecektir. Teknolojideki gelişme sayesinde iş üretiminde maliyet düşecek ve çalışma zamanı azalacaktır. Ancak buna karşılık, teknolojik gelişmelerin gerektireceği donanım daha fazla mekan gereksinimi oluşturarak gayrimenkule talebi arttıracaktır.
- **Müşteri Beğenisinin Değişmesi:** Bölgedeki işlevsel kullanım tercihlerindeki niteliksel değişim gayrimenkule ve dolayısıyla gayrimenkul servislerine olan talebi etkileyecektir. Şöyle ki; bir bölgedeki binaların konut ya da işyeri olarak kullanımı gayrimenkul yatırımının getirisini etkileyecektir.

### **2.3.3 Gayrimenkul Değerleri İle İlgili Kavramlar**

Gayrimenkul yatırım kararlarında kullanılan kavramlar aşağıda tanımlanmıştır.

#### **2.3.3.1 Alım-Satım Fiyatı**

Gerçekleşmiş bir alım satımda kesinleşmiş fiyattır. Piyasa ilişkilerine herhangi bir müdahale olmadığı kabul edildiğinde, alıcı ile satıcı arasındaki pazarlık sonucunda belirlenmektedir. Bu fiyatlar gelecekte olabilecek alım satımlardaki fiyatların tahmini için de bir temel oluşturacaktır.

#### **2.3.3.2 Olabilirliği En Yüksek Satış Fiyatı**

Gelecekte gerçekleşecek bir alım satımındaki fiyatın tahmini değeridir. Söz konusu mülkün, mevcut piyasa şartları altına benzer mülklerin en yüksek satış değerine sahip olduğu bir dönemde pazara sunulduğunda oluşacak satış fiyatı tahminidir.

#### **2.3.3.3 Pazar Değeri**

Pazar değeri kavramı daha çok gayrimenkul değerlendirme uzmanları tarafından kullanılmaktadır. Pazar değeri, serbest pazar koşullarında alıcı ve satıcının istekli ve bilgili olduğu ve herhangi bir baskı olmaksızın belirlenmiş bir tarihte nakit olarak gerçekleştirilecek en yüksek satış değeridir.

Pazar değeri alıcı ile satıcı arasında eşit pazarlık gücü olduğunu varsayarken, olabilirliği en yüksek satış fiyatı bir alım satımda tarafların göreceli pazarlık güçlerinin farklılığını kabul eder. Olabilirliği en yüksek satış fiyatı mevcut pazarlama ve uzlaşma kararları gibi kısa vadeli kararlar için kullanılabilir bir veridir. Pazar değeri ise kalıcı finansman kararları gibi uzun vadeli problemlerin çözümü için uygundur.

#### **2.3.3.4 Yatırım Değeri**

Bir mülkün yatırım değeri günümüzdeki veya gelecekteki sahibi için mülkün kendi değeridir. Yatırımcıların varsayımları ile söz konusu mülke sahip olduğunda beklenen gelecek faydaların tümüdür. Yatırımcıların varsayımları, mülkün gelecekteki varlığı ve getirisi, elde tutma dönemi, satış fiyatı, vergisi, mevcut finansman durumu ve beklenen gelecek net faydalarını etkileyen diğer bütün faktörlerle ilgilidir. Tüm bu varsayımlar değerlendirildiğinde, yatırım değeri üzerinde tam bir kesinlik elde edilemeyeceği ve her bireyin belirlediği yatırım değerinin zorunlu olarak bireysel olacağı açıktır.

### **2.3.3.5 Alım-Satım Aralığı**

Alım-satım aralığının alt sınırını mülkün mevcut sahibinin yatırım değeri, üst sınırını ise en istekli alıcının belirlediği yatırım değeri oluşturmaktadır. Mülkün sahibi hiçbir zaman yatırım değerinden daha az bir değeri kabul etmeyecektir, mülkün gelecekteki sahibi ise kendi belirlediği yatırım değerinden fazla ödemeyecektir. Gerçek alım satım fiyatı bu iki değer arasında gerçekleşecektir.

Mevcut sahibin belirlediği yatırım değeri, kendi mülküne alıcı olduğunda düşüneceği minimum fiyattır. Gelecekteki sahibin yatırım değeri ise, mülkün beklenen gelecek faydalarıyla ilgili varsayımlara dayalı olarak, mülk için ödenmesi gereken en yüksek miktardır. Mal sahibinin mülkünü satmaya istekli olabilmesi için, söz konusu mülkün olabilirliği en yüksek satış fiyatının kendi belirlediği yatırım değerinden daha yüksek olması gerekmektedir. Gelecekteki sahibin almaya istekli olabilmesi için, mülk için kendi belirlediği yatırım değerinin olabilirliği en yüksek satış fiyatından daha fazla olduğuna karar vermesi gerekmektedir.

Bir alım-satımın gerçekleşebilmesi için, gelecekteki alıcının belirlediği yatırım değerinin, satıcının belirlediği yatırım değerinden daha az olması gerekmektedir. Gerçek alım-satım fiyatı, tarafların göreceli pazarlık güçlerine ve alım-satımdaki hünerlerine bağlı olarak bu aralıkta bir yerde gerçekleşecektir.

### **2.3.3.6 Denge Fiyatı**

Bir ürünün tüm müşteriler tarafından satın alınabilecek miktarda olacağı zamandaki fiyatıdır. Bu durumda pazarda arz fazlasının olmadığı kabul edilmektedir. Gayrimenkulün sıfır boş kalma oranındaki kira değeri o gayrimenkulün denge fiyatı olarak tanımlanmaktadır [8] .

## **2.4 Gayrimenkul Değerlemesi ile İlgili Kavramlar**

### **2.4.1 Tanım ve Kavramsal Çerçeve**

Gayrimenkul Değerlemesi; (Real Estate Valuation / Appraisal) tanım olarak, objektif ve tarafsız bir şekilde, bir gayrimenkule ilişkin nitelik, fayda, çevre, kullanım koşulları gibi faktörlerin değerlendirilmesi suretiyle söz konusu gayrimenkulün değerinin tespit

edilmesi işlemidir. Bu değer maliyet bedeli olabileceği gibi pazar fiyatı, satış fiyatı da olabilmekte ve çeşitli yöntemler kullanılarak bulunmaktadır. Gelişmiş batı ülkelerinde değerlendirme işlemleri, profesyonel gayrimenkul eksperleri tarafından yapılmaktadır. Genelde değerlendirme operasyonunda sonuca ulaşmada, eksperin değer yargıları, tecrübesi, tarafsızlığı, takdir becerisi önem kazanmaktadır. Doğru bir sonuç için ayrıca değerlemeye konu gayrimenkule ve çevreye ilişkin yeterli derecede bilgi ve donanımına sahip olunmakla birlikte değerlendirme tekniklerinin doğru ve mevzuata uygun olarak uygulanması da rol oynamaktadır. Burada en önemli ve en çok üzerinde durulan husus değerlendirme eksperlerinin objektif, herhangi bir tesir altında kalmadan, kendisinin ve müşterilerinin bireysel menfaatini gözetmeden sonuca ulaşmalarıdır.

Özellikle gelişmiş olan ülkelerin sermaye piyasalarında çok yaygın olarak kullanılan gayrimenkule dayalı mali araçların kaynağını teşkil eden gayrimenkullerin değerlemesinde, gayrimenkul ekspertiz şirketlerinden yararlanılmaktadır.

Bir gayrimenkul eksperinin en önemli görevi, bir gayrimenkulün "değer"inin güvenilir ve uygun bir tahmin ile saptanmasını sağlamak olup, tahmin edilen bu değer üzerinden işle ilgili işlemleri yapacak olan tarafların iyi niyetli ve itimatlı bir şekilde hareket etmelerini temin etmektir. Gayrimenkulün değeri genellikle onun alım-satım işlemindeki kıymeti ile bağlantılıdır. Bu kıymet ise para ile ölçülür ve değer, "gayrimenkulün malikinden, kiracılara veya yatırımcılara kadar uzanan süreçte ortaya çıkan gelecekteki getirilerin şimdiki değeri" olarak tanımlanır.

Bir gayrimenkul eksperinden belli bir tarihte piyasadaki belli bir gayrimenkulün "kesin" değerini tahmin etmesi istenemez; hiç kimse tam olarak böyle bir sonuca ulaşamayacağı gibi, kimse yapılan tahminin mutlak doğruluğunu da ispatlayamayacaktır. Değerleme sonucunun, bununla birlikte, sınırlı bir olasılık içinde mülkün piyasa değeri ile uyumlu olması beklenir, ve bu tahmini değerin, gerçeklerle ve ilgili bilgilerin mantıklı bir analizi ile desteklenmesi şarttır.

Tecrübeli ve bilgili bir gayrimenkul eksper, bir gayrimenkulün değerini etkileyen her türlü siyasi, iktisadi ve sosyal faktörün tamamıyla farkında olan bir profesyoneldir. Bir eksper, belirgin gerçekleri aramak, bunları değerlendirerek aralarında bağlantı kurmak ve genellikle bir değerlendirme raporu şeklinde müşteriye düzenli olarak neticeyi sunmak maksadıyla eğitilir. Değerleme işlemi, eksperin "önceden düşünülmüş" bir tahmine ulaşmak için değil, bir sonuca ulaşmasını sağlayacak şekilde tasarlanır [9].

#### 2.4.2 Değerlemenin Gerekli Olabileceği Durumlar

Gayrimenkul değerlemesi birçok ticari işlemde gerekli olabilmektedir. Genel olarak, gayrimenkule ilişkin alım, satım, ipotek, vergi, sigorta veya inşaat durumu sözkonusu olduğunda gayrimenkulün değer tepitinin yapılması gündeme gelmektedir. Değerlemenin gerekli olabileceği durumlar şu şekilde sıralanabilir.

- İleride olması muhtemel bir satın alma, satış veya kiraya verme,
- Gayrimenkulün karşılığı teminat altına alınan uzun vadeli bir kredi,
- Açık artırma, tasfiye satışları, hurda değer tespiti,
- Sigorta, vergi ve kamu yararı için bir devlet kuruluşu tarafından yapılan istimlak,
- Şirket birleşme, devir ve ele geçirmelerde şirket aktifinde bulunan gayrimenkullerin değerinin belirlenmesi,
- Kiralama ve leasing işlemlerine konu olan gayrimenkullerin değerinin belirlenmesi,
- Gayrimenkule dayalı menkul kıymet ihraçlarında ve gayrimenkul portföyü yöneten kolektif yatırım kuruluşlarında portföyde bulunan gayrimenkullerin değerlerinin belirlenmesi,
- Gayrimenkullere ilişkin vergi matrahlarının tespiti.

#### 2.4.3 Değer Kavramı

Değer sözcüğü, piyasa değeri, kira değeri, sigorta değeri, kullanma değeri, özgü değer, veya vergi matrah değeri ve diğer tür değerler gibi çeşitli şekillerde karşımıza çıkmaktadır. Bunların tümü sıradan yatırımcılara veya kullanıcılara/kiracılara “ileride elde edilecek getirilerin şimdiki değerini” ifade eder. Bununla birlikte bunların herbiri farklı anlamlara sahiptir. Değer tespitleri standart hale getirilemez ve eksperin bu ifadeleri kullanırken çok dikkatli olması gerekir.

Bir ekonomist için değer, değişim sürecinde mal ve hizmete sahip olma gücüdür. Bu kavram, bir malın diğer mallarla değiştirebilme oranı olarak da tanımlanabilir. İllağlarda, takas yani değiştirme sahip olmanın tek yolu. Günümüzde ise değişim genellikle

dolaylı yoldan gerçekleştirilir, yani öncelikli bir mal satılır ve karşılığında alınan para, başka bir şeyi satın almakta kullanılır [1].

#### **2.4.4 Piyasa Değeri Kavramı**

Piyasa değeri için yapılan çeşitli tanımlar bulunmaktadır. Bunların tümü aşağıdaki temel varsayımlara dayanmaktadır:

- Bir mülkün tahmin edilen bedeli, rekabet piyasası içinde parasal olarak, satılabilecek en yüksek fiyat üzerindendir ve açık piyasada satışta kalması için makul bir süre tanınır.
- Ödeme nakit olarak, veya nakde muadil bir şekilde veya değerlendirme sırasında piyasada mevcut bulunan finansman türlerinde yapılmalıdır.
- Alıcı ve satıcı birlikte hareket eder ve fiyat gereksiz fiyat artırıcı unsurlar tarafında etkilenmez.
- İki taraf da ihtiyatlı hareket eder ve mülkün kullanılabileceği alanlar hakkında yeterli bilgi sahibidirler.

En fazla kabul gören tanıma göre piyasa değeri; ortalama mantık ve yeterli bilgiye sahip kişilerin piyasa koşulları çerçevesinde üzerinde uzlaştıkları fiyattır.

ABD'de Gayrimenkul Değerleme Enstitüsü ve Gayrimenkul Ekspertleri Derneği tarafından da onaylanan "piyasa değeri" kavramının tanımı:

"Adil bir satış için gerekli olan tüm koşullar altında, bir gayrimenkulü serbest rekabete açık bir piyasaya getirecek olan ve para cinsinden ifade edilen en yüksek fiyat olup, alıcı ve satıcı aynı ihtiyatlı ve bilgili hareket ederken fiyatın gereksiz dış faktörlerce etkilenmemiş olduğu kabul edilir."

### **3. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ TÜRKİYE VE ABD'DE ORTAYA ÇIKIŞLARI VE TÜRKİYE'DEKİ HUKUKSAL ÇERÇEVELERİ**

#### **3.1 Türkiye'de GMYO'lar ve Avantajları**

Türkiye'de gayrimenkul yatırım ortaklıklarının ortaya çıkışlarını hazırlayan sebeplerden gelişimlerine kadar geçen süreç, sağladıkları avantajlar ve yapılan yasal düzenlemeler aşağıdaki alt bölümlerde açıklanmıştır.

##### **3.1.1 GMYO'ların Türkiye'de Ortaya Çıkışlarını Hazırlayan Sebepler**

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,
- Genel arzın düşüklüğünün yanı sıra, özellikle büyük şehirlerde göç dolayısıyla gayrimenkul arzının talebin çok gerisinde kalması,
- Gelişime açık alan üretilmemesi,
- Halkın yeni finansal araçlara güven duymaması,
- Gayrimenkul yatırımın enflasyondan korunmak için kullanılması,
- Resmi değerlerin gerçek değerlerden düşük olması ve reel olmaması dolayısıyla vergilendirilecek kazancın saptanmasındaki güçlük,
- Kayıt dışı gelirin aklanması için gayrimenkulün iyi bir araç olması,
- Gayrimenkulün kredi karşılığı teminat olarak kullanılması.

Yukarıda sayılan nedenlerden dolayı özellikle büyük şehirlerde geçmiş yıllarda, gelişmiş ülke şehirlerine kıyasla farklı pazar koşulları gelişmiştir. Bu koşullarda önemli bir değişiklik olmamış olmasına karşın; 1980'ler itibarıyla yeni finansal yatırım araçları ile tanışan tasarruf sahipleri, tasarruflarını değerlendirmek konusundaki tercihlerini kısa vadeli tasarruf araçlarına kaydırmıştır. Ekonomik konjonktürdeki belirsizlikler de kısa vadeli yatırımı daha cazip kılmaktadır. Bunun yanında, 1999 yılında yaşanan deprem nedeniyle gayrimenkul yatırımlarının güvenilirliği sarsılmış, bazı bölgelerde büyük miktarda satış gerçekleşmiş, gayrimenkul fiyatları oldukça düşmüştür. Dolayısıyla günümüzdeki gayrimenkule olan talebin ağırlıklı olarak ihtiyaçtan kaynaklandığı söylenebilir.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları orta ve uzun vadeli yatırım olarak kabul edilen gayrimenkulün kısa vadeli yatırım aracı olabilmesi için olanak sağlamaktadır. Ayrıca sürekli denetim altında yapılan güvenilir binalara yatırım yapacakları düşünüldüğünde deprem nedeniyle ortaya çıkan güvensizliği de bir ölçüde ortadan kaldıracabilecekleri düşünülmektedir [5].

### **3.1.2 GMYO'ların Türkiye'de Ortaya Çıkışı ve Gelişimi**

Dünyanın hemen her yerinde yüksek kazanç sağlayan bir yatırım aracı olan gayrimenkul, Türkiye'de de yüksek enflasyon, hızlı kentleşme ve nüfus artışının bir sonucu olarak uzun vadede en çok kazandıran araçlardan biridir.

Gayrimenkullere esneklik kazandırarak, malın taşıdığı değerın mübadeleye konu olacak hale getirilmesi ve kıymetli evrak haline dönüştürülmesi, sermaye piyasasının yeni bir enstrümana kavuşarak emlak piyasasına entegre olmasına imkan sağlamaktadır.

Değeri trilyonlara ulaşan bir çok taşınmaz malın ekonomi içinde donarak mübadele dışında kalmasını önlemek için Medeni Kanun'da ipotekli borç senedi ve irad senedi gibi araçlar bulunmasına rağmen bugüne kadar bu araçlar uygulamaya geçirilememiştir.

2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu çerçevesinde yapılan düzenleme ile oluşturulan gayrimenkule dayalı enstrümanlar, sermayenin tabana yayılması yolu ile finansman sağlayarak sektörün gelişmesine ve mali sisteme önemli bir katkıda bulunacaktır. Ayrıca, küçük yatırımcıların tasarruflarının gayrimenkul sektöründe değerlendirilmesi imkanı da doğacaktır.

Sermaye Piyasası Kanunu kapsamında oluşturulan gayrimenkule dayalı ilk enstrüman Emiak Bankası'nın çalışmalarına yönelik olarak 22.07.1995 tarihinde yayınlanan bir tebliğ ile uygulamaya konulan gayrimenkul sertifikalarıdır. Ancak çeşitli nedenlerden dolayı bu enstrüman fazla ilgi görmemiş ve önemli bir gelişme sağlayamamıştır.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22.07.1995 tarihinde yayınlanan bir tebliği ile uygulama esasları belirlenen gayrimenkule dayalı diğer bir oluşum ise gayrimenkul yatırım ortaklıklarıdır. Daha sonra SPK, bu tebliği büyük ölçüde değiştirerek ve genişleterek 8.11.1998 tarihinde yeni bir tebliğ yayınlamış, GMYO'ların faaliyetlerine ilişkin yeni bir çok kavram ve değişiklik getirmiştir [5].

Günümüzde mevcut vergisel düzenlemeler gayrimenkullerin satışını destekler niteliktedir. Bu düzenlemelerin de etkisiyle son günlerde başta bankalar ve inşaat sektöründe yer alan şirketler olmak üzere çok sayıda kuruluş gayrimenkul yatırım ortaklığı ile ilgilenmeye başlamışlardır. Artan yoğun ilgiye paralel olarak basın ve yayın organları da konuya yakın ilgi göstermeye başlamıştır.

Gayrimenkule ve gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçları ile gayrimenkul projelerine yatırım yapan bu özel tip yatırım ortaklıkları için inşaat şirketlerinin ve finansal kesimin teşvik edici buldukları unsurlar birbirinden oldukça farklıdır.

Diğer taraftan mevcut vergisel düzenlemeler de gayrimenkullerin satışını destekler mahiyete olduğundan GMYO kurucusu olan finansal kuruluşlar kendi aktiflerine kayıtlı bu gayrimenkulleri satıp-kiralamak (sale-lease back) yoluyla hem ilgili yıl bilançolarına gayrimenkul satış karı yazmaktadır hem de ortağı olduğu oldukları GMYO'dan bu gayrimenkulleri kiralamak suretiyle kullanımına devam etmektedir. Sonuç olarak gayrimenkulü alan, satan, kiralayan aynı grup içinde kalmakta ve amaçlanan ekonomik faydaya ulaşamamaktadır.

Devletin organize ve denetim altında bir yatırım şekline vergi teşviki sağlaması doğal bir durumdur. Bu amaçla ancak Sermaye Piyasası Kurulu'nun denetimindeki gayrimenkul yatırım ortaklığı şeklindeki yatırımlara çeşitli vergi teşvikleri sağlanmaktadır. Ayrıca hükümetler gayrimenkullerin menkul kıymetleştirilmesi yoluyla sermaye piyasasının geliştirilmesi misyonunu desteklemektedir. Tüm dünyada bu tip ortaklıkların kurucularının gözettikleri en önemli fayda da zaten bu vergisel avantajlar ve hükümet destekleri olmaktadır [10].

### 3.1.3 Türkiye’de GMYO’ların Avantajları

Emlak sektörünü hedef alan GMYO’lar, amaç ve işleyiş yönünden devlete ve ekonomiye çok farklı yönlerden şu önemli katkıları sağlayacaktır:

- Yeni vergi reformu ile birlikte kayıt dışı sermayenin gayrimenkule yönelmesi yavaşlamış ve sektörde kriz yaşanmıştır. GMYO’lar, Türkiye’de gayrimenkul sektörünün kayıt altına alınması için çok önemli bir adımdır. Borsada işlem gören GMYO’lar devletin gayrimenkul piyasasını kayıt altına alabilmesine imkan verecektir.
- GMYO’lar aracılığıyla sektörde oluşan GMYO fiyatları; tapu işlemlerinde beyan edilen değerlerin gerçek alım-satım bedeli olması yönünde dolaylı bir etki yapacak; bu da vergi ve harç gelirini artıracaktır.
- Güvenilir olmayan emlak sektörü, GMYO uygulamalarının artmasıyla birlikte zaman içinde güvenilir bir piyasa olarak düzenlenecektir.
- Devletin elinde bulunan ve atıl kalan kıymetli gayrimenkuller, GMYO’lar vasıtasıyla orta ve uzun vadeli olarak değerlendirilebilecek ve yabancı sermaye ülkemize çekilebilecektir.
- Büyük projeler için kaynak sıkıntısı çeken inşaat sektörü, yurtdışından ve yurtdışından kurumsal bazda kaynak temin edebilecektir. Bu da önemli projelerin hayata geçmesini ve sektörün gelişmesini sağlayacaktır.
- GMYO’lar arazi geliştirme ve proje yönetimi konusunda uzman kurumlar olarak hareket edecekler, tercihe göre danışman kullanarak modern şehircilik anlayışına uygun ve güvenilir gayrimenkul projelerini hayata geçireceklerdir.
- GMYO’lar finansman sağladıkları projelerin inşaat safhasını da profesyonel bir kadro ile sıkı bir şekilde denetleyeceklerinden inşaat kalitesinin en üst düzeyde olmasını sağlayacaklardır. 17 Ağustos 1999’da yaşanan Marmara depremi inşaat sektöründeki kalitesizliği gözler önüne sermiştir.
- İnşaat sektöründeki canlanma istihdam ve gelir yaratan bir etki yaparak ekonominin canlanmasına katkıda bulunacaklardır.

- Sermaye piyasaları ve dolayısıyla gayrimenkul piyasaları gelişecektir.
- Gayrimenkul menkul kıymetleştirme yoluyla likit hale gelecektir.
- Büyük gayrimenkul projelerinde mülkiyet tabana yayılacaktır.
- Küçük yatırımcılar büyük ölçekli gayrimenkul yatırımlarına katılacaktır [5, 11].

#### 3.1.4 GMYO'larla İlgili Yapılmış Düzenlemeler

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarına ilişkin özel düzenlemelerin temel dayanağı Sermaye Piyasası Kanunu'dur. 3794 sayılı Kanun'la değişik 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 32'inci maddesinde, faaliyette bulunabilecek "Sermaye Piyasası Kurumları" olarak aracı kurumlar, yatırım fonları, yatırım ortaklıkları ile kurulca faaliyetine izin verilen diğer kurumlar sayılmıştır. Kanunun 35. maddesinde ise yatırım ortaklıklarının faaliyetlerinin kapsamı sayılmış ve yatırım ortaklıklarının; sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler portföyünü işletmek amacıyla kurulan anonim ortaklıklar olduğu ifade edilmiştir [12].

Sermaye Piyasası Kurumu (SPK) öncelikle menkul kıymet yatırım ortaklıkları ile ilgili bir düzenlemeye gitmiştir. Bu çerçevede anılan ortaklıkları düzenleyen Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri:VI No:4 sayılı Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin<sup>i</sup> amaç ve kapsam başlıklı 1.maddesinde gayrimenkul yatırım ortaklıklarını kapsam dışı tutmuştur. Böylece GMYO'lar için ayrı bir düzenleme yapılacağı ortaya konmuştur. Daha sonra GMYO'lara ilişkin olarak yayımlanan Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri:VI, No:7 sayılı "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği"<sup>ii</sup> ve bu tebliğe ek Seri:VI, No:8 sayılı tebliğ hazırlanmıştır. SPK, bu tebliği büyük ölçüde değiştirerek ve genişleterek yayımlanan Seri:VI, No:11 sayılı "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği"<sup>iii</sup> (aksi belirtilmedikçe Seri:VI, No:11 sayılı tebliğ, tebliğ olarak anılacaktır) hazırlamıştır. Bu tebliğle birlikte GMYO'nun kurucularına ve kuruluş usullerine, hisse senetlerinin kurul kaydına alınması ve halka arzına, yönetimine ve yöneticilerinde aranacak niteliklere, faaliyetlerine ilişkin yeni bir çok kavram ve değişiklik getirmektedir.

### 3.2 ABD’de GMYO’lar ve Gelişimleri

#### 3.2.1 ABD’de GMYO’ların Ortaya Çıkışı

GMYO’ların gelişiminin sürecinde üç önemli dönem bulunmaktadır. İlk ortaya çıktıkları 1880’li yıllar ile 1960 yılları arasındaki birinci dönemde vergi avantajı nedeniyle tercih edilmekteydiler ve iş ortaklığı adıyla anılmaktadırlar. 1930’lu yıllarda bu avantaj ortadan kalktığına ise iş ortaklıklarının sayısında da bir azalma meydana gelmiştir. 1960 ile 1986 yılları arasındaki ikinci dönemde, 1960 yılında kabul edilen gayrimenkul yatırım ortaklıkları kanununu GMYO’lar yeni bir statü kazanmış, bir aktarma şirketi (pass through entity) olarak düzenlenmiştir. Bu kanunu takip eden 10 yıl içinde, GMYO’lar sınırlı bir gelişme göstermiş, portföy büyüklükleri ancak 1 milyar dolar seviyesine ulaşabilmiştir. 1970’lerin başına doğru, portföy yönetimine gereken dikkat ve özeni göstermeyen bazı kurumların zarar etmeleri ile itibar kaybına uğramışlarsa da sağlıklı çalışan kurulların varlığı sayesinde bir süre sonra piyasa yeniden canlanmıştır hatta aşırı yapılaşmaya sahne olmuştur. 1986’dan günümüze kadar devam eden üçüncü dönem, 1986 vergi reformuyla birlikte başlamıştır. Bu reformla birlikte, GMYO tarihinde ilk kez GMYO’lara kendi gayrimenkullerini yönetebilmelerine olanak sağlanmıştır. Ancak bu düzenlemenin etkilerinin görülebilmesi için belli bir süre geçmesi gerekmiştir. GMYO’ların dışında kalan gayrimenkul sektörü 1980’lerin ortasından 1990’ların başına kadar oldukça zor günler geçirmesine rağmen 1980’lerin ortasından 1990’ların başına kadar oldukça zor günler geçiren rağmen, GMYO sektörü kaydedilir bir büyüme sağlamış ve ucuz sermayeye çok daha kolay ulaşmıştır [5].

GMYO’ların geçmişı 1880’li yıllara dayanmaktadır. GMYO’lar ABD’de ilk kez Massachusetts’de, eyalet kanunlarına tepki olarak ortaya çıkmıştır. O yıllarda eyalet kanunları anonim şirketlerin gayrimenkul edinmelerini sınırlamaktaydı. İlk gayrimenkul ortaklığı, Massachusetts Business Trust adıyla ortaya çıkmıştır. İş ortaklıkları karı dağıttıkları sürece vergiden muaf tutulmaktaydılar, bu şekilde yatırımcıların iki kere vergilendirilmesi de önlenmiştir. Federal Kurumlar Vergisinin kanunlaşmasıyla, iş ortaklıklarının sayısında büyük bir artış görülmüştür.

Ancak ABD Üst Mahkemesi (Supreme Court), iş ortaklıklarının, Ulusal Gelir Kanunu’nda (internal revenue code) tanımlanmış bulunan anonim şirket ile benzer olduğuna ve kurumlar vergisinden daha fazla kaçamayacaklarına karar verince, 1935

yılında iş ortaklıklarının sayısındaki artışta aniden bir duraklama meydana geldi. Çünkü bu tarihten sonra ortakların hakları, görevleri ve sorumluluklarının çerçevesi yeniden belirlenmiş ve ortaklık olarak faaliyetlerin sürdürülmesinin avantajları ortadan kalkmıştır. Tüm yatırımlar artık önce şirket düzeyinde, kar dağıtıldıktan sonra da bireysel gelir olarak vergilendirilmeye başlanmıştır.

Menkul değerlere yatırım yapan şirketlerinin aksine, GMYO'lar bu düzenlemenin değişmesi için yaklaşık 30 yıl kadar beklemek zorunda kalmışlardır. II.Dünya Savaşı sonrasında gayrimenkul fonlarına duyulan ihtiyaç birden artmıştır. Başkan Eisenhower 1960'da imzaladığı bir kanunla gayrimenkul yatırım ortaklıklarına yeni bir statü kazandırmış, bu şirketleri vergilendirilebilir bir işletmeden ziyade bir aktarma şirketi (pass through entity) olarak düzenlemiştir. Bu düzenlemenin asıl amacı, küçük yatırımcıların büyük kaynaklara ihtiyaç duymadan bir gayrimenkul portföyüne ortak olabilmelerini sağlamak ve bunu teşvik etmek için GMYO'lara bir vergi koruması getirmektir. Bu düzenlemenin sağladığı avantajlar aşağıdaki gibi sıralanabilir:

- Bir havuzda toplanan fonların çeşitlendirilmiş bir yatırıma etkin bir şekilde yönlendirilmesi ve böylelikle riskin geniş tabana yayılması,
- Bireysel yatırımcıların tek başına yürütmeleri mümkün olmayan projeleri kolektif olarak finanse etmesi,
- Uzman yatırım danışmanlarının bu yatırımcıların çıkarlarını teminat altına alması.

Bu avantajların çoğu, bir havuzdan finanse edilen diğer yatırım programları alternatiflerinde de (örneğin adi komandit şirket-limited partnership gibi) bulunurken GMYO'lar bu alternatif yatırım programlarına göre vergi sebebiyle daha fazla avantaja sahip olmuşlardır [3,5].

### 3.2.2 ABD'de GMYO'ların Gelişimi

GMYO'lar, tam anlamıyla 1960 yılında kurulmuş olmalarına rağmen ilk otuz yılda gayrimenkul yatırımında sınırlı bir rol oynamışlardır. İlk düzenlemelere göre GMYO'lar oldukça kısıtlanmışlardır. Çünkü yönetim ve/veya işletme faaliyetlerini yerine getirmelerine izin verilmemiş sadece gayrimenkul mülkiyet hakkı verilmiş, yani bir aktarma şirketi (pass through entity) olarak düzenlenmiştir. Bu faaliyetleri

gerçekleştirebilmek için üçüncü bir tarafa ihtiyaç duymaktaydılar. Ancak bu üçüncü tarafın ekonomik çıkarları ile GMYO sahiplerinin çıkarları her zaman çakışmamaktaydı. GMYO'lar gayrimenkullerden elde ettikleri karı, yönetici şirketlerle paylaşmak zorunda kalmaktaydı. Yatırım piyasası böyle bir düzenlemeyi hemen kabul etmemiştir.

Kanunu takip eden 10 yıl içinde, GMYO'lar sınırlı bir gelişme göstermiş, portföy büyüklükleri ancak 1 milyar dolar seviyesine ulaşabilmiştir. GMYO'lar 1970'li yılların başında sermaye piyasasında işlem görmeye başladıkları zaman çok suistimal edilmişlerdir. Bu yıllarda vergi yasasının GMYO'lara tanıdığı kolaylıklar sebebiyle gayrimenkul piyasasının dengesi bozulmuştur. Fakat bu yıllarda muhafazakar bir yaklaşımla düşük finansal kaldıraç oranıyla yönetilen GMYO'lar 1970'lerdeki bu ortamda ayakta kalabilmiş ve yatırımcılarına %16.01 gibi şaşırtıcı bir düzeyde getiri sağlamıştır. Ağustos 1975-1995 yılları arasında öz varlığa dayalı GMYO'lar çok parlak bir dönem geçirmiştir. Bu yıllarda öz varlığa dayalı GMYO'ların performansı S&P 500(Standart&Poors), Dow Jones Sınai Endeksi, hisse senedi, tahvil ve ABD'li kurumların doğrudan yaptıkları gayrimenkul yatırımlarını değerlendiren Frank Russel endeksinin üzerinde olmuştur.

Kısaca, 1970'lerin başına doğru, portföy yönetimine gereken dikkat ve özeni göstermeyen bazı kurumların zarar etmeleri ile itibar kaybına uğrayan GMYO piyasası, sağlıklı çalışan kurumların varlığı sayesinde bir süre sonra yeniden canlanmıştır.

1981 yılında, arz ve talep dengesiyle büyük ölçüde kontrol altında olan bir piyasa olan gayrimenkul piyasası, ABD Kongresi'nin gayrimenkule sağladığı vergi avantajı nedeniyle, ticari gayrimenkullere yatırımın aşırı düzeyde geliştiği ve gereğinden fazla gayrimenkul projesinin üretildiği bir piyasaya dönüşmüştür. Yatırımcılar, gayrimenkul ortaklıklarına yaptıkları her 1\$'lık yatırım için 4\$'lık bir vergi indirimine tabi tutulur hale gelmişti, bu durum GMYO'lara on milyonlarca dolar yatırım yapılmasıyla sonuçlanmıştır. Gayrimenkule getirilen vergi avantajı ABD'de ihtiyacın üstünde inşaat yatırımlarına gidilmesine neden olmuştur. Hem inşa edilen binalar hem de gayrimenkule yatırılan sermaye açısından, arz ve talep dengesizliği ortaya çıkmış, ABD tarihinde büyük bir yapılaşma patlaması yaşanmıştır.

1985'de GMYO'ların aktifleri 16.6 milyar dolar, piyasa kapitalizasyonları ise 7.71 milyar dolar değerindeydi. GMYO sektörü, gayrimenkule yönelik vergi avantajının kaldırılma

olasılığının farkında olmakla birlikte, bunun gerçekleşmesi halinde GMYO'ların çok daha önemli bir yere geleceğine inanmıştır.

GMYO sektörü, NAREIT (National Association of Real Estate Investment Trust-Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Ulusal Birliği), önde gelen GMYO'lar ve ilgili muhasebe ve hukuk firmalarının çabalarıyla, GMYO'nun modernizasyonunu sağlayan bir değişiklik paketinin 1986 Vergi Reformu Kanunu'na dahil edilmesi konusunda ABD Kongresi'ni ikna etmiştir. Kongre 1986'da gerçekleştirdiği vergi reformuyla temel kurallar alelacele değiştirmiştir. GMYO'lara uygulanan vergi teşviğinin suitimal edilmesini engellenmiştir. GMYO'lar daha ekonomik olmak ve gelir elde etmeye yönelik çalışmak zorunda kalmışlardır [5].

1986 reformuyla birlikte en önemli değişiklik yönetim konusunda gerçekleştirilmiştir. "Bağımsız taraf" tanımına NAREIT'in önerdiği bir değişiklikle, GMYO tarihinde ilk kez GMYO'lara kendi gayrimenkullerini yönetebilmelerine olanak sağlanmıştır. GMYO'lar kendi portföylerindeki yatırımlarını yönetemedikleri için "Bağımsız Taraf" adı verilen bir işletmeci şirketle birlikte çalışmaktaydılar. Fakat 1986'da "Bağımsız Taraf" ve portföy yönetimi ile ilgili yeni bir düzenleme yapılmış ve GMYO'larda çalışma bütünlüğünün sağlanabilmesi için alım satım işleri GMYO'lara devredilmiştir. Bu yenilik GMYO'ların ıslahında çok büyük bir kilometre taşı olmuştur [3]. Böylece, daha önce portföylerinden elde ettikleri karı, yönetici şirketler ile paylaşmak zorunda kalan GMYO'lar bu düzenleme ile böylesi bir yükümlülükten kurtulmuştur.

1980'lerin sonuna gelindiğinde, bir çok özel (halka açık olmayan-private) GMYO bulunmaktaydı ve bu ortaklıklar bankalardan ve sigorta şirketlerinden henüz kolaylıkla borç alabilmekteydiler. Gayrimenkul finansmanında bankalar, yapı ve tasarruf birlikleri, sigorta şirketleri ve emekli fonları önemli bir rol oynuyordu. Özellikle Japonya'dan gelen yabancı yatırımlar da piyasayı dengede tutuyordu. Finansman sıkıntısı çekilmediğinden halka açık GMYO'lara fazla ihtiyaç duyulmamaktaydı, GMYO piyasasında hala bir durgunluk gözlenmekteydi.

Fakat 1990'lı yıllara geldiğinde tasarruf ve borç krizinin etkisi, 1986 Vergi Reformu, 1980'lerdeki aşırı yapılaşma ve bankalar ile sigorta şirketlerinin üzerindeki düzenleyici baskılar, gayrimenkul yatırımında ekonomik krize neden olmuş gayrimenkul endüstrisinde dramatik bir gerileme yaşanmıştır. 1990'ların başında ticari gayrimenkullerin değerinde %30-50 arasında bir düşüş yaşanmış, ticari gayrimenkullere

yönelik kredi veya sermaye bulabilmek neredeyse imkansız hale gelmiştir. Bunun yanında bu tür gayrimenkul yatırım araçlarında görece olarak düşük bir performans, likidite sıkıntısı, yeterince sık yapılmayan değerlendirme, yatırımcıların çıkarlarıyla paralel gitmeyen yönetim çıkarları gibi sorunlar ortaya çıkmıştır. Bir çok halka açık olmayan gayrimenkul şirketi sermayeye ulaşmak için en cazip, en etkin ve belki de tek yolun GMYO'lar aracılığıyla hisse senedi piyasasına girmek olduğunu düşünmüştür. Faiz oranları da düştüğünden, zaten bir çok yatırımcı bono ve depozit sertifikaları gibi sabit getirisi olan yatırımlar yerine hisse senedi piyasalarına yönelmiştir. Böyle bir ortamda GMYO'ların sayısında bir artış gözlenmiştir.

Ticari gayrimenkul yatırımı büyük ölçüde yönetim ve sermaye ağırlıklı bir yatırımdır. Geleneksel özel sermaye kaynaklarının geri çekilmesi, 1980'li yılların ortalarından sonlarına kadar gayrimenkul sektöründe "kredi tıkanması" olarak ifade edilen sermaye krizinin ortaya çıkmasıyla özel sermaye piyasadan çekilmiştir. Yatırımcılar on milyarlarca dolar kaybetmiştir. Ticari gayrimenkullerdeki bu büyük değer kaybından sonra ayakta kalabilen yatırımcıların çoğu likit pozisyonda kalmayı tercih ederek ticari gayrimenkule yatırım yapmaya son vermişlerdir. Yatırımcılar 1970 ve 1990'da yaşadıkları iki kriz döneminden sonra, gelecekte yatırım yapacakları gayrimenkul şirketlerinde şu nitelikleri aramışlardır;

- Bir anonim şirket yönetimine ve anonim şirketlerin diğer özelliklerine sahip olan şirketler,
- Riski paylaşan yöneticiler,
- Yatırımcılara yeddi emin olarak hizmet sunan daha fazla sorumluluk sahibi yöneticiler,
- Yönetim çıkarları ile yatırımcıların çıkarlarının paralel olduğu bir sistem,
- Gayrimenkulün performansını gösteren daha güvenilir bir değerlendirme sistemi,
- Gayrimenkul yatırımlarına daha etkin bir şekilde giriş ve çıkış sağlayan likit bir mekanizma.

1970'li yıllardan sonra ayakta kalabilmeyi başaran GMYO'lar, bu dönemden önemli tecrübeler kazanmışlardır. GMYO'ların dışında kalan gayrimenkul sektörü 1980'lerin

ortasından 1990'ların başına kadar oldukça zor günler geçirmesine rağmen, GMYO sektörü kaydedilir bir büyüme sağlamış ve ucuz sermayeye çok daha kolay ulaşmıştır.

1993 yılında yapılan bir değişiklikle emeklilik fonlarının GMYO'lara yatırım yapmasını önleyen engeller ortadan kalkmış, 1997'de yürürlüğe giren bir dizi hükümle GMYO'ların işlemleri daha da kolaylaştırılmıştır.

Öyle ki GMYO'lar 1998 yılı itibarıyla hissedarlarına 11 milyar dolar nakit temettü dağıtabilecek hale gelmişlerdir. Bugün itibarıyla ABD'de kurulu GMYO'ların sayısı 300'ü, bunların sahip oldukları portföyün değeri ise 360 milyar doları aşmıştır [5].

### **3.2.3 ABD'de GMYO'ların Mevcut Durumu**

Dünyanın en gelişmiş sermaye piyasalarına sahip ülkelerinden biri olan ABD'de GMYO'ların halen 324 milyar dolarlık bir gayrimenkul portföyü ve 300'ü aşkın yatırım şirketi bulunmaktadır. GMYO'ların %96'sını öz varlığa dayalı GMYO'lar, %2'sini ipotek GMYO'lar ve %2'sini karma GMYO'lar oluşturmaktadır [5].

#### **3.2.3.1 ABD'deki GMYO'larda Portföy Özellikleri**

GMYO'ların portföylerinde konut, alışveriş merkezi, işyeri, otel, sağlıkla ilgili gayrimenkuller (muaynehane, sağlık merkezi, hastane vb.) ve depolar (arşiv depoları, petrol saklama istasyonları vb.) gibi çeşitli gayrimenkuller bulunmaktadır. Bazı GMYO'lar sadece bir tek gayrimenkul türünde uzmanlaşmayı tercih ederken bazıları da sadece belli bölgelerde faaliyet göstermektedirler. Bazı GMYO'lar ise farklı türde ve coğrafi konumdaki gayrimenkullere yatırım yaparak portföy çeşitlendirmesi ve dolayısıyla riski dağıtma yoluna gitmektedir [26].

Özetle GMYO'lar:

- Belli bir gayrimenkul türünde uzmanlaşmayı
- Belli bir coğrafi bölgede yoğunlaşmayı
- Farklı türde ve coğrafi konumdaki gayrimenkullere yatırım yaparak portföy çeşitlendirmesine gitmeyi

tercih edebilirler. GMYO'lar vergi testlerinin şartlarını yerine getirdikleri sürece, yatırım yaptıkları gayrimenkul türüne bağlı herhangi bir sınırlama getirilmemiştir.

ABD'de 2000 yılı başı itibarıyla mevcut GMYO sayısı, portföy yapıları açısından incelendiğinde, sanayi/ofis ağırlıklı portföye sahip GMYO'ların %31 oranıyla birinci sırada yer aldığı, bunları %21 ile alışveriş merkezi ağırlıklı GMYO'ların izlediği ve ardından da %19 ile konut ağırlıklı GMYO'ların geldiği görülmektedir [5].

### **3.2.3.2 GMYO'ların Yıllara Bağlı Halka Arzları**

GMYO'ların halka arzları incelendiğinde 1992 yılından sonra halka arz sayısında hızlı bir artışın olduğu görülmektedir. Halka arz sayısı, 1982den 1998'e kadar 51 kat artarak 471 olmuş; halka arz miktarı ise 435.1 milyon dolardan, 39127.7 milyon dolara çıkmıştır. Fakat 1998 yılında halka arz sayısı bir önceki yıla göre %1 gibi düşük bir artış göstermiştir. Bunun en önemli sebebinin 1997 yılında başlayan ve 1998 Rusya krizi ile tüm dünyaya yayılan ekonomik kriz olduğu söylenebilir [3].

### **3.2.3.3 ABD'de GMYO'ların Performansı**

Genellikle, hisse senedi ve tahvilden oluşan bir portföyü çeşitlendirmek için gayrimenkule yatırım yapılması doğaldır. Ancak asıl önemli olan GMYO'ların, gayrimenkul pazarı ve hisse senedi piyasasıyla olan ilişkisini tespit etmek ve gayrimenkule yakın bir performans izleyip izlemediğini tespit etmektir .

Gayrimenkul yatırımları risk ve geri dönüş açısından hisse senetleri ve tahvillere göre daha farklı bir davranış sergilemekte ve bu şekilde riski dağıtmaktadır. Buradan yola çıkarak GMYO'ların hisse senedi ve tahvillere göre davranışlarının incelenmesi gerekmektedir. GMYO'ların performansları ile ilgili olarak son zamanlarda yapılan çalışmalara bakıldığında, GMYO'lar ve NPI'lar arasında yüksek bir korelasyon tespit edilirken, GMYO'lar ile küçük sermayeli hisse senetleri (small cap stocks) ve hisse senedi piyasası (broader stock market) arasında düşük bir korelasyon olduğu belirlenmiştir. Eğer bu sonuçlar geçerli ise GMYO'lar portföy çeşitlendirmesi için önemli bir araç haline gelecektir.

GMYO'ların getirileri konusunda çeşitli araştırmalar yapılmıştır. Bunlardan şu sonuçlar ortaya çıkmıştır:

- Chan, Hendershoot ve Sander (1990) öz varlığa dayalı hisse senetlerini açıklamak için uzun vadeli ABD hazine tahvillerini ve yüksek getirili şirket tahvil getirilerini kullanmışlardır. Sonuçta bu tür tahvil getirilerinin GMYO getirilerini açıklamada önemli makro ekonomik değişkenler olduklarını bulmuşlardır.
- Hemel, Sokwa ve Bhattaharee (1995) tarafından yapılan çalışma, GMYO'ların faizle ilişkisinin korelasyonunun, S&P indeksinin faizle olan korelasyonundan daha düşük olduğunu göstermiştir. GMYO getirilerinin hisse senetlerinden daha ziyade tahvile yakın hareket ettiği yaklaşımını destekleyen bulgular elde etmişlerdir. Ancak bu bulgular, uzun vadeli hazine tahvilleri için geçerli iken, şirket tahvilleri gibi riskli tahviller için geçerli değildir.
- Bir diğer çalışma da Chan ve diğerleri tarafından yapılmıştır. Bu çalışmada öz varlığa dayalı GMYO'ların getirilerini devamlı olarak etkileyen dört faktör tespit edilmiştir. Bu faktörler, beklenmeyen enflasyon oranı, risk değişimleri, faiz oranlarının vade yapısı ve kapalı uçlu menkul kıymet fonlarındaki indirimdeki yüzdesel değişimdir. Ayrıca öz varlığa dayalı GMYO'ların beklentilerin tersine, olağanüstü bir şekilde risk ayarlama ve beklenmeyen enflasyon oranına karşı bir tedbir sunma gibi özelliklerinin bulunmadığı belirtilmiştir.
- Yine Sanders'ın yaptığı bir çalışmada diğer varlıklarla oluşturulan bir portföyde ulaşılması mümkün olmayan bir portföy riski düzeyine GMYO'ların olumlu katkısı sayesinde ulaşılacağı ispatlanmıştır [3].

1997 yılında GMYO'ların türlerine göre getirileri incelendiğinde, en çok getiriye %20.26 ile öz varlığa dayalı GMYO'ların sahip olduğu, bunları %17 ile karma GMYO'ların izlediği ve ardından %12.5 ile ipotek GMYO'ların geldiği görülmektedir.

Portföy yapıları açısından incelendiğinde ise, otel, motel vb. gayrimenkullerden oluşan portföye sahip GMYO'ların elde ettikleri getiriler %30.05 ile birinci sırayı almaktadır. Bu tür portföye sahip olan GMYO'ların getirileri S&P endeksinin de üzerindedir. Sanayi/ofis türü gayrimenkul ağırlıklı portföye sahip GMYO'lar %27.48 ile ikinci sırada, eğlence, spor merkezi gibi gayrimenkullerin ağırlıklı olduğu GMYO'lar %27.31 ile üçüncü sırada yer almaktadır. Çeşitlendirilmiş portföy yapısına sahip GMYO getirisi ise %24.48 ile dördüncü sıradadır.

1998 yılı ortalama GMYO getirileri, S&P 500 ve Russel 2000 endeksleri ile karşılaştırıldığında, GMYO getirilerindeki azalmanın diğerlerine göre daha fazla olduğu görülmektedir. Görüldüğü gibi, diğer sektör hisse senetleriyle karşılaştırıldığında daha uzun vadeli olan gayrimenkul sektörü 1997 yılı ağustos ayında Güneydoğu Asya ülkelerinde başlayan, 1998 yılında Rusya'daki ekonomik gelişmelerle yayılan ve derinleşen küresel krizden oldukça etkilenmiştir.

30 Haziran 2000 itibarıyla öz varlığa dayalı GMYO'lara ait NAREIT 100 endeksi, diğer endekslerle karşılaştırıldığında, en yüksek getiriyi %15.13 ile öz varlığa dayalı GMYO'ların sağladığı görülmektedir [5].

### **3.3 Türkiye'de GMYO'ların Hukuksal Çerçevesi**

#### **3.3.1 GMYO'nun Tanımı**

08.06.2000 tarih ve 24073 sayılı Resmi Gazete'de "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ" Seri:VI, No:13 yayımlanan Tebliğ'de GMYO'lar "Tebliğ ile belirlenmiş usul ve esaslar dahilinde gayrimenkullere, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına, gayrimenkul projelerine, gayrimenkule dayalı haklara ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilen, belirli projeleri gerçekleştirmek üzere adi ortaklık kurabilen ve bu Tebliğ'de izin verilen diğer faaliyetlerde bulunabilen sermaye piyasası kurumları" olarak tanımlanmıştır.

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları real estate investment trust adıyla, öncelikle ABD'de ortaya çıkan ve asıl gelişimini bu ülkede gösteren bir sermaye piyasası kurumudur. Amerikan Ulusal Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Birliği 1990 yılında gayrimenkul yatırım ortaklığını (REIT) şu şekilde tanımlamıştır.

"Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, yatırımcıların kaynaklarını bir havuzda toplayarak geniş ölçekli gayrimenkul projelerine yatırım yapma fırsatı veren ve bu yolla önemli kazançlar sağlayan fonlardır" [5].

GMYO, hisse senetlerini halka arz ederek karşılığında topladığı sermaye ile gayrimenkul yatırımları yapan ve elde ettiği kan ortaklarına temettü olarak dağıtan özel bir tür kolektif yatırım şirkettir. GMYO, anonim ortaklık olarak kurulmuş, SPK

kurallarına tabi, halka açık, hisse senetleri Borsa'da işlem gören bir portföy yönetim şirketidir [4].

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, her türlü gayrimenkule finansman sağlayan veya elde edilmek istenen bir gayrimenkul için pek çok yatırımcının sermayesini bir araya getiren bir anonim şirkettir. Bir yatırım aracı olarak bakıldığında ise, gayrimenkul ve menkul kıymet yatırımlarının en iyi özelliklerini birleştirir ve yatırımcıya bir yatırım portföyünde gayrimenkulün profesyonel biçimde yönetildiği pratik ve etkin araçlar sağlar [3].

ABD'de yatırımcıların GMYO'lara yatırım yapmalarını teşvik eden en büyük sebeplerden biri GMYO'ların kazançlarının %95'inin kanunen yatırımcıya temettü olarak dağıtılması koşuludur. Türkiye'de ise GMYO kazançlarının temettü olarak dağıtılması herhangi bir kanuni koşula bağlı değildir [5].

### **3.3.2 GMYO'nun Amacı**

GMYO'ların başlıca amacı, ortaklık portföyünü gayrimenkule dayalı olarak oluşturmak ve gerektiğinde portföyde değişiklikler yapmak suretiyle yatırım riskini en aza indirecek ve portföy getirisini maksimize edecek şekilde portföyü yönetmektir. Yönetim ilkeleri ve portföy yönetim şekli bakımından menkul kıymet yatırım ortaklığına benzeyen GMYO'ların bunlardan tek farkı, portföyde menkul kıymetler yerine, gayrimenkul, gayrimenkul projeleri ve gayrimenkule dayalı menkul kıymetlerin bulunmasıdır [5].

Devletin GMYO'ları vergisel ve operasyonel açıdan desteklemesinin en büyük nedeni, gayrimenkul sektörünün kurumsallaşmasını ve yatırımların kolektif şekilde yapılmasını teşvik etme isteğidir [4].

Gayrimenkul piyasalarında kabul edilen önemli bir ilke, yatırımcıların kendi paralarıyla yüksek rant sağlayabilecek bir gayrimenkul yatırımı yapmalarının çoğu kez mümkün olmadığıdır. Kısıtlı mali kaynaklar ile yüksek gayrimenkul rantı sağlayacak projelere yatırım yapılamaması sorunu gelişmiş ülkelerde, gayrimenkul finansmanı amaçlı finansal kuruluşların devreye girmesine yol açmıştır. İlk bakışta ilgisiz gibi gözükebilse de sermaye piyasaları ile gayrimenkul piyasalarının biraraya gelmesinin asıl nedeni de budur [10].

Gayrimenkul yatırım yapacak olan kişi ve kuruluşların çoğu zaman ellerinde, gayrimenkulün bedelinin tamamını nakit ödeyecek kaynak bulunmamaktadır. Ayrıca, gayrimenkul sahipleri de ellerinde bulunan gayrimenkulleri likit hale getirmek istemekte, yatırımcılar ise en az riskle maksimum getiriye sağlayarak yeni yatırım alternatifleri aramaktadır. Böylece GMYO'ların temel amaçlarından birinin de gayrimenkullerde likidite problemini çözmek olduğu görülmektedir [11].

GMYO'larda ortakların amacı aşağıda sıralanmıştır:

- Gayrimenkulleri menkul kıymete (likidite) dönüştürmek,
- Gayrimenkullerin kontrolünü kaybetmemek (%51 hisse),
- Hisse senetlerinin satışından nakit girişi sağlayarak sermaye tabanını güçlendirmek,
- Projeler için sermaye piyasasından kaynak temin etmek,
- Grup şirketleri içinde belirli sinerjiler yaratmak,
- Yatırım faaliyetlerine vergi istisnası sağlamak.

### **3.3.3 GMYO'nun Kurumsal Çevresi**

- **Lider Girişimci**

Lider girişimci, gayrimenkul yatırım ortaklıklarında sermayenin asgari %25'i oranında pay sahibi olan gerçek ya da tüzel kişi ortak ya da ortaklardır. Lider girişimci asgari %25 oranında sermaye payına sahip tek bir gerçek veya tüzel kişi olabileceği gibi, sermayenin asgari %25'ine sahip birden fazla ortağın biraraya gelerek lider girişimci olmaları da mümkündür [13].

- **Müteahhit**

Müteahhit, gayrimenkul yatırım ortaklıkların portföyünde yer alan gayrimenkul projelerinin inşaat işlerini gerçekleştirmeyi taahhüt eden gerçek ya da tüzel kişilerdir [13].

- İşletmecı Şirket

İşletmecı şirket, ortaklığın mülkiyetinde bulunan veya kiralamış olduğu otel, hastane, alışveriş merkezi, iş merkezi, ticari parklar, ticari depolar, konut siteleri, süper marketler ve bunlara benzer nitelikteki gayrimenkulleri ticari maksatla işleten şirketlerdir [13].

- Danışman Şirket

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarına, proje geliştirme ve kontrol hizmetleri de dahil olmak üzere ortaklık portföyünün geliştirilmesi ve alternatif yatırım imkanlarının araştırılmasına yönelik hizmetler sunan, ortaklık dışından, bu işlerde uzmanlaşmış şirketlerdir [13].

- Ekspertiz Şirketi

Ortaklık portföyünde yer alan gayrimenkullerin, gayrimenkul projelerinin ve gayrimenkule dayalı hakların rayiç değerlerini ve kira rayiçlerini tespit etmek konusunda hizmet veren şirketlerdir [13].

### 3.3.4 GMYO Türleri

GMYO'lar Tebliğ'in 5.maddesinde, faaliyet amaçları ve faaliyet süreleri açısından değerlendirilerek çeşitlere ayrılmıştır. Buna göre üç çeşit ortaklık sözkonusudur:

- İş, alışveriş, turizm, kış sporları merkezi, toplu konut, tatil sitesi ve otel gibi belirli bir projeyi gerçekleştirmek amacıyla kurulmuş süreli kurulan GMYO'lar,
- Turizm, sağlık, konut gibi belirli alanlarda yatırım yapmak amacıyla süreli veya süresiz kurulan GMYO'lar,
- Amaçlarında belirli bir proje ya da alan sınırlaması olmaksızın, yani genel amaçlı ve süreli veya süresiz kurulan GMYO'lar.

Bu çeşitlerden biri tercih edilecek ve seçilen çeşit ortaklık ana sözleşmesinde açıkça belirtilecektir. Seçilerek ana sözleşmeye yazılmış olan ortaklık çeşidinin daha sonra değiştirilmek istenmesi halinde, Ticaret Kanunu 385 vd. hükümleri uyarınca ana sözleşme değişikliği yapmak gerekmektedir [5].

Diğer taraftan GMYO'lar stratejik açıdan da sınıflandırılmaktadır:

- Değer Tipi GMYO
  - Geliştirme projelerine yatırımları ağırlıklı olan,
  - Portföy riski projelere bağlı olarak değişken olan,
  - Daha fazla risk alarak süratle büyümeyi hedefleyen,
  - Hisse senedinde değer artış kazançları önemli olan.
- Büyüme Tipi GMYO
  - Kira benzeri sabit gelirleri ağırlıklı olan,
  - Portföy riski göreceli olarak düşük olan,
  - Muhafazakar olarak istikrarlı bir büyüme hedefleyen,
  - Hisse senedinde temettürler önemli olan [4].

### **3.3.5 GMYO Faaliyetlerinin Kapsamı**

GMYO'lar aşağıda belirtilen kapsamda faaliyet gösterirler (Tebliğ Madde 23) :

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

- (d) Portföy dışından danışmanlık hizmeti alınması suretiyle yönetiliyorsa ilgili kuruluşların çalışmalarını izlemek,
- (e) Kendilerine yüklenilen diğer görevleri ve yürütülmesine izin verilen diğer faaliyetleri gerçekleştirmek [13].

GMYO'ların yapamayacakları işler ise aşağıda (Tebliğ Madde 24) sıralanmıştır:

- (a) Bankalar Kanunu'nda tanımlandığı üzere mevduat toplayamazlar ve mevduat toplama sonucunu verecek iş ve işlemler yapamazlar.
- (b) Ticari, sınai, veya zirai faaliyetlerde bulunamazlar,
- (c) İzin verilen yatırım alanları ile sınırlı olmak üzere kendi adına portföy işletmeciliği faaliyeti dışında sermaye piyasası faaliyetinde bulunamazlar.
- (d) Hiçbir şekilde gayrimenkullerin inşaat işlerini kendileri üstlenemez, bu amaçla personel ve ekipman edinemezler. Ancak yürütülen projelerin kontrol işleri dahili olarak yürütülecekse bu amaçla istihdam edilen personel kapsam dışındadır.
- (e) 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 gayrimenkullere yapılan yöneticilik görevi işletme faaliyeti kapsamında değerlendirilemez.
- (f) 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 [12].

Tebliğ'de belirtildiği üzere GMYO'lar aktiflerinde makine, ekipman ve personel (inşaat işçileri) bulunduramazlar. Yani özetle inşaat yapamazlar, proje yürütemezler. Ancak bu GMYO'ların projelere yatırım yapmasını engellemez, GMYO'lar inşaatını başka şirketlerin gerçekleştirdiği projelere finansman sağlayabilirler.

Bunun yanında bir inşaat şirketi mevcut faaliyetlerinden vazgeçerek GMYO'ya dönüşebilmektedir. Bu durumda şirketin aktifindeki inşaat faaliyetleri ile ilgili kalemleri

boşaltması ve varsa yatırım teşvikleri ve buna benzer yatırım kolaylıklarından vazgeçmesi gerekmektedir. Uygulamada faaliyetlerini devam ettiren bir inşaat şirketinin GMYO'ya dönüşmesi belirtilen nedenlerle oldukça güç olacak ve muhtemelen amacı inşaat faaliyetini finanse etmek olan şirket sahiplerince istenmeyecektir. Bu durumdaki inşaat şirketleri için, inşaat projelerini satabilecekleri ayrı bir GMYO kurmak daha akla yakın bir çözüm olacaktır. İnşaatçı şirket olarak projelerini GMYO'ya satarak inşaatın finansman yükünden kurtulmuş olacaklar, ikinci aşamada ortağı oldukları GMYO'nun hisse senetlerini halka satarak koydukları ortaklık payını geri alabileceklerdir [10].

### **3.3.6 GMYO Yönetimine İlişkin Esaslar**

#### **3.3.6.1 GMYO Organizasyonu**

GMYO organizasyonu üç ana departmandan oluşmaktadır. Bunlar pazarlama ve satış, halka ilişkiler ve reklam faaliyetlerini yürütmekle sorumlu pazarlama departmanı, araştırma, proje geliştirme ve değerlendirme faaliyetlerinden sorumlu yatırım departmanı ve muhasebe, finansman ve idari işlerin yürütüldüğü mali ve idari işler departmanıdır.

GMYO'lar genellikle az sayıda personel ile çekirdek kadrolar oluştururlar ve dışarıdan danışmanlık şirketlerinin hizmetlerinden yararlanırlar. Faaliyetlerin içerden yürütülmesi veya outsource (danışmanlık hizmeti ile dışarda bırakılması) edilmesi esasına göre dört ayrı organizasyon tipi bulunmaktadır. Bunlar:

- Çekirdek Organizasyonlar: Yalnızca muhasebe, finans personelinin yer aldığı, bunun dışında gayrimenkul inşaat, kontrol, pazarlama, reklam, PR vb. tüm fonksiyonların "outsource" edildiği Örgütlenme tipidir.
- Dual Organizasyonlar: İnşaat, kontrol ve buna benzer teknik ve mühendislik işlerinin dışarda bırakıldığı, buna karşın finansman, pazarlama, PR vb. faaliyetlerin içerden yürütüldüğü örgütlerdir.
- İçerden Organizasyonlar: Fiili inşaat hariç kontrol dahil tüm şirket fonksiyonlarının dahil edildiği çok personelli ve büyük bir örgütlenme tipidir.
- Hbrid Organizasyonlar: İçinde yer alan grubun yapısına göre inşaat dışında örneğin pazarlama gibi bazı fonksiyonların dışarda bırakıldığı örgütlenme tipidir [4].

### **3.3.6.2 Genel Müdür**

Tebliğ'in 19. maddesi uyarınca, ortaklıkta genel müdür olarak görev yapacak kişilerin:

Ekonomi, finans, işletme, hukuk, inşaat, mimarlık veya benzer alanlarda eğitim veren dört yıllık yüksek öğrenim kurumlarından mezun olmuş olması ve gayrimenkul yatırımları ile yakından ilgili olan hukuk, inşaat ve finans gibi alanlarda en az beş yıllık tecrübeye sahip olması şartı aranır. Yalnızca gayrimenkul alım satımı ile uğraşmak bu alanda edinilmiş tecrübe sayılmaz [12].

### **3.3.6.3 Yönetim Kurulu Üye ve Denetçilerinin Nitelikleri**

Ortaklıklarda görev alacak yönetim kurulu üyelerinin ve denetçilerin:

- Müflis olmamaları ve zimmet, ihtilas, irtikap, rüşvet, emniyeti suistimal, sahtecilik, hırsızlık, dolandırıcılık, istihsal kaçakçılığı hariç kaçakçılık gibi yüzkızartıcı suçlardan dolayı veya Kanun'a muhalefetten dolayı hüküm giymemiş olduklarını yetkili adli mercilerden belgelendirmeleri,
- Sermaye piyasası faaliyetlerine ilişkin Kurul düzenlemeleri çerçevesinde faaliyet izinlerinden biri veya birkaçı, sürekli veya geçici olarak kaldırılmış veya Borsa üyeliğinden geçici veya sürekli olarak çıkarılmış kuruluşlarda bu müeyyideyi gerektiren olayda sorumluluğu tespit edilmiş kişilerden olmamaları ,
- Gayrimenkul geliştirme, inşaat mühendisliği, mimarlık, ekonomi, işletme, hukuk, finans veya benzeri alanlarda eğitim veren dört yıllık yüksek öğrenim kurumlarından mezun olmuş olmaları,
- Ortaklığın faaliyet konusunu yakından ilgilendiren hukuk, inşaat ve finans gibi alanlarda en az üç yıllık tecrübeye sahip olmaları şartı aranır. Yalnızca gayrimenkul alım satım işi ile uğraşmak bu alanda edinilmiş tecrübe sayılmaz.

Yönetim kurulu üyeleri en fazla bir yıl için seçilebilirler, ancak tekrar seçilmelerine bir engel yoktur [12].

#### **3.3.6.4 Yönetim Kurulunun Oluşumu**

Yönetim ve denetim kurulu, TTK'nın ilgili maddeleri uyarınca seçilir ve görev yapar. Ancak, yönetim kurulunda görev alacak üyelerin çoğunluğunun Türkiye Cumhuriyeti vatandaşı olması ve en az 1/3'ünün ;

- Lider girişimciden,
- Lider girişimcinin %10 dan fazla paya veya bu oranda oy hakkına sahip olduğu şirketlerden,
- Ortaklıkta %10 veya üzerinde pay sahibi veya bu oranda oy hakkı olan diğer ortaklardan,
- Ortaklıkta yönetim kuruluna aday gösterme imtiyazını içeren pay sahibi ortaklardan
- Danışmanlık hizmeti alınan şirketten,
- İşletmeci şirketlerden,
- Ortaklıkta %10 veya üzerinde pay sahibi veya bu oranda oy hakkı olan diğer ortakların, ortaklıkta yönetim kuruluna aday gösterme imtiyazını içeren pay sahibi ortakların %10'dan fazla paya veya bu oranda oy hakkına sahip olduğu şirketlerden,

Tebliğ'de tanımlanan anlamda bağımsız olması ve bu hususa ortaklık esas sözleşmesinde açıkça yer verilmesi zorunludur.

#### **3.3.7 GMYO'larda Proje Geliştirme ve Portföy Çeşitlendirmenin Esasları**

##### **3.3.7.1 Proje Geliştirme Safhası**

Proje geliştirme safhasında yapılan çalışmalar özetle aşağıda sıralanmıştır:

- Ön Hazırlık: Yatırım fikrinin geliştirilmesi, ön fizibilite etüdü yapılması, talep ölçümleri, pazar araştırmaları ve finans araştırması proje geliştirme sürecinin bu evresinde ele alınan konu başlıklarıdır.

- İmar Düzenlemeleri: Mevcut imar durum tespiti, harita çıkarma işlemleri, Belediye Encümeni onayı, Kadastro işlemleri, yeni çap krokisi ve imar durum belgesinin alınması.
- Proje Uygulama: Ön fizibilite değerlendirmesi, arsanın satın alınması ve finansman temini.
- Projelendirme: Zemin haritası, ÇED değerlendirmesi, mimari proje tasarımı, statik, mekanik ve elektrik tasarım projeleri, zemin etüdlerinin yapılması ve arazinin inşaat için düzenlenmesi.
- Proje Onayı: Tasarım projelerinin ilgili meslek odalarında onaylatılması, yapı ruhsatı için Belediye'ye başvurulması, inşaat harçlarının ödenmesi, TUS onayı yada yapı denetimi firmasının seçilmesi, tapu kaydı yazısının alınması, Belediye'nin yerinde tespiti, yapı ruhsatının alınması.
- İhale Çalışmaları: İhale türünün (kapalı zarf, açık artırma vb.) ve sözleşme tipinin (maliyet+kar, birim fiyat, götürü bedelli gibi) belirlenmesi ve ihale dökümanlarının hazırlanması ( ihale şartnamesi, mahal listeleri, zemin raporu, inşaat sözleşmesi, özel teknik ve idari şartnameler, uygulama projeleri ).
- Kontrol Teşkilatı: Yüklenici firmanın hedeflenen kalite, maliyet ve sürede projeyi gerçekleştirip gerçekleştirmediğini kontrol etmek ve gerekli önlemleri almak amacıyla proje alanında kontrol teşkilatı oluşturulur. Bu hizmeti GMYO adına danışman firma ya da GMYO'nun kendi organizasyonundan seçilen personel de gerçekleştirebilir.
- Diğer Onaylar: İşçi sigorta sicil no SSK onayı, Belediye'den toprak vizesi alınması, subasman seviyesinde temel üstü ruhsatının alınması, kaba inşaat safhasında ısı yalıtım vizesinin alınması.
- Tapu İşleri: Tamamlanan projelerin belediye onayı, tapu harcı ödemesi ve kat mülkiyeti tapusunun alınması [4].

### 3.3.7.2 Proje Yönetimi

Tebliğe göre projegeliştirme faaliyetleri ile ilgili aşağıdaki kısıtlamalar getirilmiştir:

- İnşaat işleri üstlenilmez.

- Yürütülen projelerin ödemelerinin takibi üstlenilir.
- Proje konsept geliştirme ve pazar araştırması üstlenilir/üstlenilmez. (GMYO bu faaliyetleri kendisi üstlenebildiği gibi dışarıdan danışman firma da kullanabilir.)
- Proje fizibilitesi üstlenilir.
- Projenin mimari ve teknik tasarımı üstlenilir/üstlenilmez.
- Bağımsız proje yönetimi şirketi kullanılır/kullanılmaz.
- Şirket içi şantiye kontrol ekibi kullanılır/kullanılmaz.
- Proje yasal prosedürlerinin takibi yapılır.
- Projelerin satışı üstlenilir/üstlenilmez [4].

### **3.3.7.3 Fizibilite Kapsamı**

Geliştirilecek projelerin fizibilitesi kapsamında:

- Fiziki yapının uygunluğu,
- Hukuksal yapının uygunluğu,
- Finansal yapının uygunluğu

tetkik edilir. Bu amaçla aşağıdaki analizler yapılır:

- Bölge ve Şehir Analizi: Büyüme trendi, nüfus, gelir düzeyi, kültürel yapı, alışkanlıklar, ulaşım.
- Lokasyon ve Arazi Analizi: Topoğrafya, toprak yapısı, büyüklük, altyapı, imar durumu, mesafe, çevre.
- Pazar Analizi: Talep ve arz yapısı, boşluk oranları, gelişme trendi, mevcut rayiçler, emsaller.

- Finansman ve Nakit Akışı Analizi: DCF, NPV,IRR, Vergiler, borç ihtiyacı, geri ödeme süresi, tamamlanma süresi [4].

#### **3.3.7.4 Yatırımın Riskleri**

Yatırım ile ilgili karşılaşılabilecek riskler aşağıda gruplandırılmıştır:

- Proje bazında karşılaşılabilecek riskler,  
Finansman / Pazarlama / Yönetim / Kiracı Riski
- Şirket bazında karşılaşılabilecek riskler,  
Yönetim riski / Finansman riski / Grup ilişkileri riski
- Ülke bazında karşılaşılabilecek riskler,  
Politik istikrar riski / Uluslararası hareketler riski
- Ekonomik ortamdan kaynaklanabilecek riskler,  
Kur riski / Faiz oranı riski / Enflasyon riski

#### **3.3.7.5 Portföy Çeşitlendirmesi**

Ortaklıkların portföy çeşitlendirmesine giderken gözönüne alınması gereken kısıtlar şöyle sıralanmaktadır;

- Genel amaçlı gayrimenkul yatırım ortaklıklarının portföyünün en az 3 farklı gayrimenkul ve/veya gayrimenkul projesinden oluşması zorunludur ve sermaye piyasası araçları bu sınırlamaya dahil edilmez,
- Portföye alınacak gayrimenkul veya gayrimenkul projelerinin herbirinin portföydeki ağırlığı %10'dan daha aşağı olamaz. Ancak asgari gayrimenkul veya gayrimenkul projesi sayısının üzerindeki çeşitlendirmelerde bu oran aranmaz,
- Belirli alanlarda faaliyet göstermek veya belirli projelere yatırım yapmak üzere kurulan ortaklıkların portföylerinin en az %75'inin, unvanlarında ve/veya esas sözleşmelerinde belirtilen varlıklardan oluşması zorunludur [4].

Ortaklıkların, portföylerini uzun vadeli yönetmeleri esastır. Yatırım yapılmasından itibaren bir yıl geçmeden portföyden satışı yapılan varlıkların toplam değeri, varlığın satışına ilişkin yönetim kurulu kararının alındığı tarihte, ortaklığın son bir yıl içerisinde yatırım yaptığı varlıkların portföy değerinin %25'ini aşamaz. Yukarıdaki hesaplamaya sermaye piyasası araçları dahil edilmez ancak satış vaadi sözleşmeleri de satışlar gibi dikkate alınır [12].

#### **3.3.7.6 Portföy Sınırlandırmaları**

GYO'lar gayrimenkul sertifikalarına, konut kredileri karşılığında ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetlere ve bunlara benzer nitelikte oldukları Kurulca kabul edilen menkul kıymetlere en çok portföy değerlerinin %20 si oranında yatırım yapabilirler,

Diğer sermaye piyasası araçlarına ve ters repo işlemine portföy değerinin en çok %10'u oranında yatırım yapabilirler. Ancak portföye alınan varlıkların veya projelerin maliyetlerine ilişkin bedel ödemeleri belirli hakedişler karşılığında veya taksitler halinde yapılıyorsa, ödemelere karşılık gelen nakit fazlaları ters repo, vadeli veya vadesiz mevduat, hisse senedi, devlet tahvili, hazine bonosu, tahvil, finansman bonosu, yatırım fonu katılma belgesi veya benzeri menkul kıymetler vasıtasıyla değerlendirilebilir. Bu takdirde bu bentte belirtilen sınırlama uygulanmaz.

Portföyde bulunan ve alımından itibaren bir yıl geçmesine rağmen üzerlerinde proje geliştirilmesine yönelik herhangi bir tasarrufta bulunulmayan arsa ve arazilerin oranı portföy değerinin %10' unu aşamaz [12].

#### **3.3.7.7 Borçlanma İmkânı**

GYO'lar çıkarılmış sermayelerinin altı katına kadar sermaye piyasalarında borçlanma senedi ihraç edebilirler. SPK tarafından borçlanma senedi ihraç edilmesine izin verilmiştir. Kredi kuruluşları ve bankalardan da çıkarılmış sermayenin iki katına kadar borçlanabilmektedirler. Ayrıca varlığa dayalı menkul kıymet ihracına da izin verilmiştir.

#### **3.3.7.8 Kaldıraç Kullanımı ve Etkisi**

Borçlanma temel bir fon kaynağıdır, eğer yatırımın beklenen getirisi kullanılacak fonun maliyetinden büyük ise kaldıraç kullanılabilir. Yatırımın getiri oranı ile fon maliyeti

arasındaki farka “spread” denir. Büyük yatırımlarda küçük bir spread bile özkaynak getirisinde büyük bir katkı sağlayabilir. Kaldıraç kullanmanın bir önemli avantajı da borç faizlerinin vergiden düşülebilmesidir. Kullanılan kaldıraç, Borç/Özkaynak veya Borç/Yatırım Değeri rasyoları ile ölçülebilir. Ödeme yeterliliği Faaliyet Geliri/ Borç Servisi rasyosu ile ölçülür. Optimum kaldıraç miktarı; kullanılacak ek bir birim borcun maliyetinin o borcun sağlayacağı ek getiriye eşit olduğu seviyedir. Bundan fazla kaldıraç kullanımı beklenen getiriye düşürür [4].

Kaldıraçın etkisi aşağıdaki Tablo 3.1’de rakamsal olarak açıklanmıştır.

**Tablo 3.1: Kaldıraç Kullanımı ve Etkisi**

| DEĞERLER                   | 0 Borç     | 1.000.000 \$ Borç | 1.200.000 \$ Borç |
|----------------------------|------------|-------------------|-------------------|
| Net Faaliyet Geliri        | 210.000    | 210.000           | 210.000           |
| Borç Servisi (-)           | 0          | 107.964           | 129.564           |
| VÖ Nakit Akışı             | 210.000    | 102.036           | 80.436            |
| Alış Bedeli                | 1.5000.000 | 1.500.000         | 1.500.000         |
| Alınan Borç (-)            | 0          | 1.000.000         | 1.200.000         |
| Kullanılan Özkaynak        | 1.500.000  | 500.000           | 300.000           |
| RASYOLAR                   |            |                   |                   |
| Borç Servisi / Borç        | 0          | 0.108             | 0.108             |
| Net Faal. Geliri / Maliyet | 0.140      | 0.140             | 0.140             |
| VÖ Nakit Girişi / Özkaynak | 0.140      | 0.204             | 0.268             |

### 3.3.8 GMYO’ların Vergilendirilmesi

GMYO’ların kuruluşunu teşvik etmek ve gelişmesini sağlamak üzere, vergi kanunlarında çeşitli avantajlar sağlayan hükümler konulmuştur. Bu avantajlar, başta

kurumlar vergisi, gelir vergisi, emlak vergisi ve katma değer vergisi olmak üzere pek çok vergiyi kapsamaktadır.

Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 8.maddesinin 4 no'lu bendinin (d) alt bendi uyarınca, dar mükellefiyete tabi kurumlar dahil, gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve fonların kazançları kurumlar vergisinden istisna edilmiştir. Gelir Vergisi Kanunu'nun 94.maddesinin 6-a/i bendine göre ise dağıtılın veya dağıtılmasın kurumlar vergisinden istisna edilen GMYO kazançları stopaja tabi tutulacaktır. Ancak 93/5148 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile stopaj oranı "0" (sıfır) olarak belirlenmiştir. Buna göre GMYO kurum kazançları üzerindeki vergi yükü sıfırdır. Kurum kazançları üzerindeki vergi yükünün asgari %33 olduğu, stopaj oranına göre bu yükün daha da artacağı düşünülürse GMYO'ların önemli bir vergi avantajına sahip oldukları anlaşılabacaktır. Bu şekilde devlet, halka açık bir şirketin gayrimenkul yatırımı yapmasını vergisel açıdan destekleyerek, yüksek gayrimenkul rantlarından küçük yatırımcıların da yararlanmalarını temin etmek istemiştir.

GMYO'lara ilişkin kurumlar vergisi istisnası, kuruluşun veya GMYO'ya dönüşümün Ticaret Sicili'ne tescil ve Ticaret Sicili Gazetesi'nde yayınlanması ile başlar. İstisnanın uygulanması için halka açılma ve hisse senetlerinin borsaya kotasyonu şart değildir.

Gelir Vergisi Kanunu'nun geçici 27.maddesi ile gerçek kişilere tanınmış olan istisna (31.12.1999 tarihine kadar GMYO kar payı gelirlerinin vergiden istisna olduğuna dair) 1998 sonunda kaldırılmıştır. 1.1.1999 yılından itibaren GMYO kar payı elde eden gerçek kişiler, Gelir Vergisi Kanunu'nun mükerrer 75.maddesi uyarınca, bu gelirlerin üzerinden 1/3 oranında vergi alacağı hesaplamışlar, vergi alacağı dahil tutarı 1999 yılı için öngörülen haddi aşması halinde yıllık beyanname ile bu gelirlerini beyan etmişlerdir. Beyan edilen kar payı üzerinden hesaplanan vergiden vergi alacağı düşüldükten sonra kalan kısım vergi dairesine ödenmiştir.

4369 sayılı Kanun öncesinde, Gelir Vergisi Kanunu'nun geçici 27.maddesi çerçevesinde 1999 yılı sonuna kadar vergiden istisna edilen değer artışı kazançları (yetkili bankalar ve aracı kurumlar aracılığı ile elden çıkarılması halinde), Gelir Vergisi Kanunu'nun 80.maddesi çerçevesinde 1.1.1999 tarihinden itibaren, 1999 yılı için 3.5 milyar TL'yi geçmesi halinde beyana tabi hale gelmiştir.

Ancak 4444 sayılı yasa ile getirilen ve 1999-2002 yılları arasında uygulanacak Gelir Vergisi Kanunu'nun geçici 56.maddesi uyarınca 3 aydan fazla elde tutulduktan sonra elden çıkarılan GMYO hisse senetlerinin değer artış kazançları vergiye tabi olmayacaktır. Bunun yanısıra, enflasyondan arındırma veya Gelir Vergisi Kanunu'nun geçici 56.maddesinde belirtildiği şekilde, maliyet bedelinin iktisap tarihinden elden çıkarma tarihine kadar DİE tarafından açıklanan toptan eşya fiyat endeksi oranında artırılarak dikkate alınması imkanları söz konusudur.

Dar mükellef kişiler içinse, gelirin yalnızca hisse senedi alım satım kazancından ibaret olması halinde beyanname verilmeyeceği Kanun'un 86.maddesi 2.bendinde düzenlenmiştir.

4369 sayılı Kanun sonrasında, tam ve dar mükellef kurumlar için, GMYO kar payları ticari kazanç olarak beyan edilerek vergilendirilecektir. Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 8.maddesinin 6.bendinde yer alan ve GMYO kar paylarını istisna tutan hüküm 4369 sayılı Kanun'la kaldırılmış ve aynı maddenin 1.bendinin parantez içi hükmü ise GMYO kar paylarını iştirak kazançları istisnasından hariç tutulacak şekilde düzenlenmiştir. Bu şekilde GMYO kar paylarının iştirak kazancı istisnası yoktur. Keza Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 24.maddesi çerçevesinde GMYO kar payı gelirleri beyannameye dahil edilecektir. Bu çerçevede bir ticari işletmeye dahil GMYO kar payı kazançları alelade bir hasılat gibi vergiye tabidir. Bu durumda GMYO'lardan kar payı elde eden tam mükellef kurumların elde ettikleri kar payı gelirleri üzerinden vergi ödemeleri gerekmektedir. Ancak, fon veya ortaklık bünyesinde tevkif suretiyle ödenen vergiler KVK 44.maddesi hükmüne göre hesaplanan kurumlar vergisinden mahsup edilecektir.

Ayrıca, 4369 sayılı yasa ile değişik Vergi Usul Kanunu'nun 279.maddesi uyarınca, GMYO hisse senetleri ile fon portföyünün en az %51'i Türkiye'de kurulmuş bulunan şirketlerin hisse senetlerinden oluşan yatırım fonu katılma belgeleri alış bedeli ile değerlendirilecektir. Hisse senetleri 4369 sayılı yasadaki önce de alış bedeli ile değerlendirilmekteydi. Değişiklik %51'i hisse senetlerinden oluşan yatırım fonu katılma belgelerinin de alış bedeli ile değerlendirileceği hükmünün getirilmiş olmasıdır. Bu durum kurumlara, GMYO hisse senedi bulundururken değerlendirme yolu ile bir vergi erteleme imkanı tanımaktadır. Çünkü, yukarıda sayılan ve alış bedeli ile değerlendirileceği belirtilen fonlar ve hisse senetleri dışında kalan diğer menkul kıymetler rayiç bedel ile

değerleneceğinden, alış bedeli ile değerlendirme yapmak vergi erteleme imkanı sağlamaktadır.

GYO'lar ticari faaliyetlerinden dolayı katma değer vergisi mükellefidir. Ancak GYO'ların menkul kıymet teslimleri için Katma Değer Vergisi Kanunu'nun 17.maddesinin 4.fıkrasının (g) bendi çerçevesinde KDV ödemeleri söz konusu değildir. GYO'ların bina, arsa ve arazi yatırımları çerçevesindeki teslimleri ise %17 oranında KDV'ye tabidir [5].

### **3.3.9 GYO'ların Ekspertiz Şirketlere Yaptırdıkları Değerleme Çalışmaları**

#### **3.3.9.1 Değerleme Gerektiren İşlemler**

GYO'lar Kurul'ca listeye alınmış ve Tebliğ'in 39. maddesinde sayılan nitelikleri haiz bir ekspertiz şirketine, işleme konu olan varlıkların ve hakların değerlerini ve rayiç kira bedellerini tespit ettirmekle yükümlüdürler;

- Portföyde yer alan gayrimenkullerin, hakların ve gayrimenkule dayalı projelerin alım veya satımı,
- Portföyde yer alan gayrimenkullerin kiraya verilmesi,
- Kiraya verilmek üzere gayrimenkul kiralınması,
- Portföyde yer alan gayrimenkullerden kiraya verilenlerin kira sözleşmelerinin yenilenmesi veya uzatılması,
- Gayrimenkul ipoteki kabul edilmesi,
- Gayrimenkule dayalı projelerin inşaatına başlanabilmesi için, yasal prosedüre uyulduğunun ve gerekli belgelerin tam ve doğru olarak mevcut olduğunun tespit edilmesi,
- Ortaklık portföyünde yer alan ve yıl içerisinde herhangi bir nedenle rayiç değeri tespit edilmemiş olan varlıkların yıl sonu değerlerinin tespiti [12].

### **3.3.9.2 Ekspertiz Şirketinin Seçimi**

Değer tespiti yapacak olan ekspertiz şirketlerinin;

- Kurul'ca listeye alınmış olması,
- Tebliğ'in 21. maddesinin (a) bendinde sayılan taraflardan, yine bu Tebliğ'in 4. maddesinin (g) bendi anlamında bağımsız olması,

gerekir. Ancak yurt dışında gayrimenkul alım satım işlemlerinde Kurul'ca listeye alınmış olma şartı aranmaz. Kurul'ca listeye alınan değerlendirme yapmaya yetkili ekspertiz şirketleri Tebliğ'in 5 numaralı ekinde;

Gayrimenkul Ekspertiz ve Değerlendirme A.Ş.

Vakıf Gayrimenkul Ekspertiz ve Değerlendirme A.Ş.

olarak belirtilmiştir [12].

### **3.3.9.3 Ekspertiz Raporlarında Uyulacak Hususlar**

Ekspertiz şirketlerince hazırlanacak rayiç değer raporlarında değerlendirme sonucu döviz cinsinden ifade ediliyor olsa dahi ilgili varlığın Türk Lirası cinsinden değerinin yer alması zorunludur. Projeler söz konusu ise, projenin rapor tarihi itibarıyla bitirilmiş olması varsayımı ile Türk Lirası cinsinden değerine ve rapor tarihi itibarıyla tamamlanmış kısmının Türk Lirası cinsinden değerine yer verilir.

Ekspertiz şirketlerince hazırlanan raporlarda döviz cinsinden ifade edilen rayiç değerlerin rapor tarihinden sonra cari döviz kurlarına göre düzeltilerek kamuya açıklanması mümkün değildir [12].

### **3.3.9.4 Ekspertiz Değerinin Kullanılması**

Varlıkların ve hakların rayiç değerlerinin tespiti her yıl sonu itibarıyla yapılır. Yıl sonu rayiç değer tespit işlemi son üç ay içerisinde herhangi bir şekilde ekspertizi yapılan varlıklar için ihtiyaridir. Ortaklık gerek duyduğunda portföyünün rayiç değerini tespit ettirerek ortaklığın net aktif değerini kamuya açıklayabilir.

Kurul düzenlemeleri çerçevesinde düzenlenecek mali tablolarda portföydeki varlıklar maliyet bedelleri ile gösterilir ancak en son ekspertiz değerleri bilanço dipnotlarında açıklanır.

Ortaklık portföyündeki varlıklar uzun süreli olarak kiralama anlaşmasına konu edilebilir. Ancak bu durumda sözleşmede yazılı kira bedellerinin en geç beş yılda bir tespit edilen rayiç değerler üzerinden yenilenmesi zorunludur.

Ortaklığın yapacağı portföye alım işlemleri tespit edilen ekspertiz değerinden yüksek, yapacağı portföyden satış işlemleri ve kiralamalar tespit edilen ekspertiz değerinden düşük olamaz. Kira bedelinin yenileneceği dönemlerde belirlenecek kira bedellerinin, ekspertiz şirketince tespit edilecek kira rayicinden az olamayacağı hükmünün kira sözleşmelerinde yer alması zorunludur [12].

#### **3.3.9.5 Yabancıların Değerlemesi ve Karşılaştırmalı Değerleme**

Yabancı şirketleri tarafından yapılan değerlendirme aşağıda özetlenmiştir:

Tamamlanmış Değer: Ünite Adeti \* Ünite Satış Rayici

(-) İnşaat Maliyeti: Doğrudan İnşaat Maliyeti

(-) Diğer Giderler: Üretim ile ilgili maliyet ve komisyonlar

(-) Pazarlama Giderleri: Satış ve reklam maliyetleri

(-) Finansman Giderleri: Borç faizleri

(-) Toplam Maliyetler

(-) Geliştirme Karı = Projenin değerinin belirli bir yüzdesi

(=) Bakiye Arazi Değeri: Bakiye arazi değeri, çıplak arsanın üzerinde geliştirilmesi düşünülen projenin bitmiş değerinin ve maliyetlerinin arsanın çıplak değerine yansıtılmasıdır. Projesi olmayan arsanın çıplak satış değeri bulunan bakiye arazi değerinin altında olacaktır [4].

Villa Adedi = 10, Villa Değeri = 100.000\$, Villa Maliyeti = 40.000\$, Diğer Giderler = 20.000\$, Pazarlama Giderleri = 60.000\$, Proje Geliştirme Karı = %25, Arsa Fiyatı =

100.000 \$, yatırım Süresi = 1 yıl ve İskonto = %0 değerleri kullanılarak Tablo 3.2'de karşılatılmıştır.

**Tablo 3.2 : Karşılaştırmalı Değerleme**

| <b>YASAL SPK EKSPERTİZİ</b> | <b>YABANCI EKSPERTİZİ</b>     | <b>FİNANSCI DEĞERLEMESİ</b> |
|-----------------------------|-------------------------------|-----------------------------|
| Proje Değeri = 10*100.000   | Pro. Deg. = 10*100.000        | Proje NBD = 1.000.000 \$    |
| Proje Değeri = 1.000.000 \$ | Pro. Deg. = 1.000.000 \$      | İnş Maly. NBD = 400.000 \$  |
|                             | (-) İns. Maly. = 10*40.000 \$ | Diğ. Gid. NBD = 20.000 \$   |
| Arsa Değeri = 100.000 \$    | (-) Diğer Gid. = 20.000 \$    | Fin Gid. NBD = 0            |
|                             | (-) Paz. Gid. = 60.000 \$     | Paz. Gid. NBD = 60.000 \$   |
|                             | (-) Gel. Karı = 250.000 \$    | Arsa NBD = 100.000 \$       |
|                             | Bak. Arsa Değeri=270.000 \$   | Proje NBD = 420.000 \$      |

### **3.3.10 GMYO'ların Kuruluşu**

GMYO'lar ani usulde kurulabilirler. Bunun yanında önceden kurulmuş olan ortaklıklar esas sözleşmelerini Kanun ve Tebliğ hükümlerine uygun olarak değiştirerek gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşebilirler. Kuruluş ve dönüşümle ilgili aşamalar aşağıda açıklanmıştır.

#### **3.3.10.1 Ani Kuruluşun Aşamaları**

Ani kuruluşta halka açılma öncesinde şirketin yatırım portföyü, kurucu ortakların koydukları başlangıç sermayesi ile oluşturulmaktadır. Ani kuruluşun aşamaları aşağıda açıklanmıştır.

#### **3.3.10.2 Ani Kuruluşta Ana Sözleşmenin Hazırlanması, İmzalanması ve Onay**

Emredici düzenlemelere uygun bir ana sözleşmenin hazırlanması, tüm kurucularca imzalanması ve imzaların noterce onaylanması, ani kuruluşun ilk aşamasıdır. GMYO kuruluşlarında SPK tarafından yakın tarihlerde hazırlanan örnek ana sözleşme metni

kullanılmaya başlanmıştır. Ancak, örnek ana sözleşme uygulamasına GMYO'lar yönünden tamamen sadık kalınması, açık bir kanuni düzenlemenin getirdiği bir zorunluluk değildir.

Türk Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanunu'na göre ana sözleşmenin zorunlu içeriğini şu unsurlar oluşturmaktadır:

- Ortaklığın ticaret ünvanı ve merkezi
- Ortaklığın amacı ile konusunu oluşturan işlemlerin türü ve niteliği
- Ortaklığın kayıtlı sermayeli olduğu, başlangıç sermayesi, hisselerin sayısı, itibari değeri ve türü
- İlk yönetim kurulu üyeleri ile denetçilerin ad-soyadları, ikametgah ve vatandaşlıkları
- Genel kurulların toplantıya çağrı şekli, toplantıların zamanı, görüşme, oy ve kararlara ilişkin hususlar
- Ortaklığa ilişkin ilanların ne şekilde yapılacağı
- Kurucuların imzaları, ad ve soyadları, adresleri, vatandaşlıkları
- Birinci temettü oranı.

#### **3.3.10.3 Ani Kuruluşta Sermaye Piyasası Kurulu'nun Uygun Görüşü**

Ana sözleşmenin kurucularca imzalanması ve imzaların noterce onaylanmasından sonra, GMYO Tebliği'nin 1 no'lu ekinde gösterilen belgelerle birlikte Kurul'a başvurulur. Kanun ve Tebliğ hükümler çerçevesinde inceleme yapan Kurul bir aykırılık görmez ise kuruluşun uygun olduğuna dair görüş verir [5].

#### **3.3.10.4 Ani Kuruluşta Sanayi ve Ticaret Bakanlığı İzni**

Anonim ortaklıkların kuruluşu, izne tabi bir işlemdir (TK 273,280). SPK'dan uygun görüş alındıktan sonra gerekli belgelerle birlikte Bakanlık Merkez Teşkilatı'na başvurulur.

### **3.3.10.5 Ani Kuruluşda Tescil ve İlan**

Bakanlık izninin verildiği tarihten itibaren onbeş gün içinde, ortaklık merkezinin bulunduğu yerin Ticaret Sicili Memurluğu'na başvurularak tescil yaptırılır. Ortaklık tescil ile tüzel kişilik kazanır.

Lider girişimci olmasının önemli bir sonucu, hisse senetlerinin türü ve devri hususunda ortaya çıkmaktadır. Ortaklık ana sözleşmesinde lider girişimci sıfatıyla yer alan ortak veya ortaklara, asgari sermaye paylarını temsilen verilecek hisse senetleri ancak nama yazılı olabilir.

### **3.3.10.6 Dönüşüm Yolu ve Aşamaları**

Mevcut bir anonim ortaklığın GMYO'ya dönüşmesi, TK 385-390 hükümleri çerçevesinde bir ana sözleşme değişikliği gerektirir. Ayrıca genel kurulların kararına da ihtiyaç vardır. Dönüşüm yolu aşamaları ve ani kuruluştan farklılıkları aşağıda açıklanmıştır.

### **3.3.10.7 Dönüşümde Ana Sözleşme Değişikliği Metni Hazırlanması**

Kendiliğinden veya genel kurulun direktifi üzerine yönetim kurulu değişiklik teklifini karara bağlar. Ana sözleşmenin değiştirilecek maddeleri yeni şekilleriyle birlikte, emredici hükümlere uygun olarak hazırlanır.

### **3.3.10.8 Dönüşümde Sermaye Piyasası Kurulu'nun Uygun Görüşü**

Tebliğ'in 9.maddesi uyarınca uygun görüş alınmalıdır.

### **3.3.10.9 Dönüşümde Sanayi ve Ticaret Bakanlığı İzni**

Kuruluşta olduğu gibi, TK 386 uyarınca ana sözleşme değişikliklerinde de izin gerektiğinden, Bakanlığın 1995/1 tebliği'nde öngörülen belgelerle başvurularak izin alınır.

### **3.3.10.10 Dönüşümde Genel Kurul Kararları**

Değişiklik genel kurulca karara bağlanacağı için, yönetim kurulunca çağrı yapılır ve genel kurul toplanarak karar alır.GMYO Tebliği'nin 9.maddesine göre, genel kurulca

karar alınmasından sonra gerekirse TK 389'a uyarınca imtiyazlı pay sahipleri kurulu toplantıya çağrılacaktır. Bir başka deyişle, haklarının zarar görmesi koşuluna bağlı olarak mevcut imtiyazlı pay sahiplerinden onay alınması gerekecektir [5].

#### **3.3.10.11 Dönüşümde Tescil ve Onay**

Ana sözleşme değişikliği karara bağlandıktan itibaren onbeş gün içinde, ortaklık merkezinin ve merkezinin bulunduğu yerlerde ticaret siciline tescil yaptırılır [5].

#### **3.3.11 GMYO Hisse Senetlerinin Halka Arzı**

Normal anonim ortaklıklarından farklı olarak, kuruluş veya dönüşüm yoluyla oluşan GMYO'ların doğrudan doğruya faaliyete başlamaları mümkün değildir. Kuruluş veya dönüşümün tamamlanması ile ortaklığın faaliyete geçmesi birbirinden ayrılmıştır. GMYO'ların faaliyete geçebilmeleri için bazı şartların ve aşamaların gerçekleştirilmesi gerekmektedir [5].

##### **3.3.11.1 Gerekli Ön Şartları Sağlama**

Tebliğ'in 10.maddesine göre kuruluş veya dönüşümün tescilinden itibaren bir yıllık süre içerisinde ortaklık faaliyetlerinin yürütülebilmesi için gerekli mekan ve donanım ile personelin sağlanması ve organizasyonun kurulması gerekir. Ayrıca; kaynakların zorunlu giderler dışında kalan kısmı ile ortaklık portföyünün oluşturulması öngörülmüştür [5].

##### **3.3.11.2 Portföy İşletmeciliği İzni Alma ve Kayda Alınma**

Yine Tebliğ'in 10.maddesine göre, kuruluş veya dönüşümün tescilinden itibaren bir yıllık süre içinde ayrıca, halka arz edilecek hisse senetlerinin kayda alınması için Sermaye Piyasası Kurulu'na başvuruda bulunmak zorunludur. Bu süre içinde Kurul'a başvurmayan ve gerekli koşulları sağlamadığı için başvurusu Kurul'ca uygun görülmeyen ortaklıkların gayrimenkul yatırım ortaklığı olarak faaliyette bulunma hakları ortadan kalkar.

Ortaklıklar, bir yıllık sürenin bitiminden veya Kurul'un olumsuz görüşünün kendilerine bildirildiği tarihten itibaren en geç 3 ay içerisinde, ana sözleşme hükümlerini değiştirmek

ve kayıtlı sermaye sisteminden çıkmak üzere Kurul'a başvurmakla yükümlüdürler. Bu ana sözleşme değişikliğini yapmayan ortaklıklar, TK'nın 434.maddesinin birinci fıkrasının 2 ve 6 no'lu bentleri gereğince münfesi sayılırlar. Ancak Kurul, hisse senetlerinin ihraç edileceği piyasalarda önemli olumsuzluklar ortaya çıkması halinde, ortaklığın başvuruda bulunması üzerine bir yıllık süreyi uzatma yetkisine sahiptir.

Tebliğ'de getirilmiş olan en geç üç ay içinde kayıtlı sermaye sisteminden çıkmak üzere başvuru yükümü yerinde bulunmamaktadır. Çünkü kayıtlı sermaye, yatırım ortaklıkları için zorunlu olmakla birlikte, diğer halka açık anonim ortaklıkların da yararlanabileceği bir sistemdir. Halka açık anonim ortaklıkların sisteme giriş ve çıkışları kural olara ihtiyari niteliktedir. Bu nedenle, kayıtlı sermayeden yararlanmak için SPKn'nun 12.maddesine göre gerekli koşullara sahip bir ortaklık, gayrimenkul yatırım ortaklığı olarak faaliyetine başlayamasa bile işletme konusunu değiştirmesine rağmen kayıtlı sermaye içinde kalabilir. Bu husus, büyük ölçüde ortaklığın takdiri ve arzusuna bağlıdır.

Kurul; ortaklığın portföy işletmeciliği faaliyet izni (SPKn 31) başvurusunu, hisse senetlerinin kayda alınması (SPKn 4) başvurusu ile birlikte değerlendirilir (SPKn 12/I). Ancak gerçekte burada farklı gerekçe ve yöntemlerle yapılacak iki ayrı inceleme sözkonusudur [5].

#### **3.3.11.3 Portföy İşletmeciliği İzni**

SPKn 30.maddesi uyarınca sermaye piyasası faaliyetlerinden olan portföy işletmeciliği, Kurul'un iznine bağlıdır (SPKn 31). İznin verilemesinde esas olarak ortaklığın faaliyetlerini yürütmeye elverişli bir mekana, donanımına, personele ve organizasyona sahip olup olmadığı araştırılır. Tebliğ'in 12.maddesinin I.bendine göre araştırma sonucunda, ortaklığın portföy işletmeciliği faaliyetini yürütebileceği kanısına varılırsa bir yetki belgesi düzenlenir ve ortaklığa verilir (SPKn 31).

#### **3.3.11.4 Kurul Kaydına Alınma**

İhraç veya halka arz edilecek hisse senetlerinin (ve diğer sermaye piyasası araçlarının) Kurul'a kaydettirilmesi kural olarak zorunludur (SPKn 4). Kayda alınmanın amacı, sermaye piyasası araçlarının halka arzında kamuyu aydınlatmaktır.

Kayda alınma talebiyle yapılan başvuruyu Kurul; izahname ve sirkülerin ortaklık ve halka arz edilecek hisse senetlerine ilişkin mevzuatta öngörülen bilgileri içerip içermediğini dikkate alarak, kamunun aydınlatılması çerçevesinde inceler. İncelemeler sonucunda, açıklamaların yeterli olmadığı ve gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmayarak halkın istismarına yol açacağı sonucuna varılırsa, gerekçe gösterilerek talep reddedilir. Uygun görüldüğü takdirde ise senetler kayda alınır (SPKn 5, Tebliğ 12/II).

Ortaklık hisse senetlerinin kayda alınmasından önce, satışı yapılacak senetlerin ihraç değerleri üzerinden SPKn 28.maddesine göre belirlenen ücret TC.Merkez Bankası Ankara Şubesi'nde Kurul adına açılmış hesaba peşin olarak yatırılır (Tebliğ 45, S.I.N.26 Teb.16/II).

Tebliğ'in 12.maddesinin 3.bendine göre Kurul kaydına alınma, ihraç edilen hisse senetlerinin ve ortaklığın kurul veya kamuca tekeffülü anlamına gelmez ve reklam amacı ile kullanılmaz.

#### **3.3.11.5 İzin ve Kayda Alınma Esaslarına Aykırılık**

İzin alınmaksızın sermaye piyasası faaliyetinde (portföy işletmeciliğinde) bulunulması veya ihraç/halka arz edilecek sermaye piyasası araçlarının Kurul'a kaydettirilmemesi yaptırıma bağlanmıştır.

#### **3.3.11.6 Halka Arz ve Borsa'da Kotasyon**

Halka arzın şekli ve satış, SPKn'nın 6-10 maddeleri arasında düzenlenmiştir. Bu esaslar çerçevesinde Kurul tarafından çıkarılmış olan Sayı:1, No:26 sayılı Tebliğ'de de kayda alma ve satışa ilişkin düzenlemeler yapılmıştır. Ayrıca halka satış yöntemlerini gösteren Sayı:VIII, No:22 sayılı Tebliğ hükümlerine de uymak gerekmektedir. Nitekim GMYO Tebliğ'inin 11.maddesinin ilk cümlesinde ortaklık hisse senetlerinin halka arzında, Kurul'un hisse senetlerinin halka arzına ve satış yöntemlerine uyulur denilmiştir.

#### **3.3.11.7 Aracı Kuruluş ile Sözleşme Yapma Zorunluluğu**

Tebliğ'in 11.maddesi uyarınca, hisse senetlerinin halka arz edilmesine ilişkin başvurunun, Kurul'ca yetkilendirilmiş bir aracı kuruluş tarafından yapılması

gerekmektedir. Aracı kuruluş kavramı, SPKn 34.maddesi uyarınca faaliyet izni almış aracı kurumlar ile bankaları kapsar (Sayı:I, No:26 sayılı tebliğ). Şu halde; öncelikle ortaklık hisse senetlerini halka arz edecek aracı kuruluş ile bir aracılık sözleşmesi yapılmalıdır.

Hisse senetlerinin kayda alınmasından önce belirli bir fiyat aralığından yatırımcıların olası talepleri, talepte bulunanlar için herhangi bir yükümlülük ve bağlayıcılık oluşturmaksızın, aracı kuruluş tarafından toplanabilir. Ön talep toplama denilen bu yöntem seçilirse, Sayı No:I, No:26 sayılı Tebliğ'in 13-16 maddelerine uyulması gerekir.

#### **3.3.11.8 Halka Arz Edilecek Hisse Senetlerinin Karşılanması**

TK'dan farklı olarak, SPKn ile ortaklık paylarının senede bağlanması zorunluluğunun getirilmiştir. GMYO'nun halka arz edilecek senetleri üç yoldan karşılanabilir:

- Mevcut hisse senetlerinin halka arzı
- Sermaye artırılarak ihraç edilecek yeni senetlerin halka arzı
- Yukarıdaki yolların ikisine birden başvurulması.

#### **3.3.11.9 İzahnamenin Tescili ve İlanı**

Hisse senetlerinin kayda alınmasından sonra, Kurul'ca onaylanmış izahname, kayıt belgesi tarihinden itibaren onbeş gün içinde ortaklığın kayıtlı olduğu Ticaret Sicili'ne tescil ve ilan ettirilir.

#### **3.3.11.10 Tasarruf Sahipleri İçin Sirküler İlanı ve Satış**

İzahnamenin tescilinden itibaren onbeş gün içinde sirküler yayımlanır ve senetler satışa sunulur. Yeni pay alma hakları kullanımından sonra kalan payların halka arz süresi otuz günden fazla olamaz, Kurul bu süreyi uzatabilir (sayı:I, No:26 Tebliğ 20/son).

Tasarruf sahiplerine satış işlemleri, sayı VIII. no:22 Tebliği, 3.madde çerçevesinde; talep toplama yöntemi, talep toplamaksızın satış yöntemi veya Borsa'da satış yöntemlerinden biri seçilerek yapılabilir.

#### **3.3.11.11 Tescil-İlan ve Kurul'a Bildirim**

Sermaye artırımını yoluyla halka arz gerçekleştirilmiş ise, satış süresinin bitmesini izleyen altı işgünü içinde satılamayan senetlerin iptal ettirilmesi gerekir. Gerçekleştirilen satış tutarına ilişkin belgeler ve yönetim kurulu kararı ile tescile dayanak olacak belge almak amacıyla Kurul'a başvurulur. Kurul'dan alınan belge ile on gün içinde tescil yaptırılır, ayrıca ilan da gerekir.

Halka arz edilen hisse senetleri, ister mevcutlardan veya artırım sonucunda, isterse her iki yola birlikte başvurulması ile karşılsın, mutlaka Kurul'a bildirim gerekir. Hangi bilgi ve belgelerin hangi süre içinde Kurul'a iletileceği GMYO Tebliği madde 13 ile Sayı:1, No:26 sayılı Tebliğ madde 29 ve 32'de belirtilmiştir [5].

#### **3.3.11.12 Borsaya Kotasyon**

Satış süresinin bitimini izleyen onbeş gün içinde, çıkarılan senetlerin Borsa kotuna alınması için gerekli belgeyi almak üzere Kurul'a başvurulur. Söz konusu belgenin alınmasından itibaren onbeş gün içinde de, ortaklık hisse senetlerinin kote edilmesi amacıyla Borsa'ya başvurulması zorunludur

#### **3.3.12 GMYO'larda Bilgi Akışı ve Kamuyu Aydınlatma**

##### **3.3.12.1 Portföy Değeri Tablosu**

Ortaklıklar, aylık dönemler itibarıyla portföylerindeki varlıklara ve bunların maliyet bedelleri ile en son tarihli ekspertiz raporunda belirtilen rayiç değerlerine ilişkin olarak örneği verilen tabloyu düzenlemek ve ay sonunu takip eden altı işgünü içerisinde Kurul'a ve ortaklık hisse senetlerinin işlem gördüğü Borsa'ya göndermek zorundadırlar.

##### **3.3.12.2 Diğer Yükümlölükler**

Ortaklıklar, Kurul'un özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde kamuya duyurmakla yükümlü oldukları hususlara ek olarak;

- Hükümleri uyarınca veya ihtiyari olarak hazırlanan ekspertiz raporlarını, kendilerine teslimini,

- Portföyün %10 unu aşan alım satımlarını, kararın alınmasını,
- Hazırlanacak portföy değeri tablosunu ay sonunu,
- Kurul düzenlemeleri çerçevesinde hazırlanacak bağımsız denetim raporu ve mali tabloları hazırlanmasını,
- Yıllık faaliyet raporunu hazırlanmasını,
- Her tür ilan ve reklamın yayınlandığı gazetelerin birer nüshasını yayımı,

takip eden altı iş günü içinde Kurul'a göndermek zorundadırlar.

Yukarıda belirtilen hususlara ek olarak, Tebliğ'in 21 inci maddesi çerçevesinde kamuya duyurulması gereken nitelikteki yönetim kurulu kararlarının en seri haberleşme vasıtasıyla en geç izleyen iş günü saat 9.00'a kadar Kurul'a ve hisse senetlerinin işlem gördüğü Borsa'ya gönderilmesi ve yapılacak ilk genel kurul toplantısının gündemine alınarak ortaklara bilgi verilmesi şarttır. Bu maddenin portföy değeri tablosunu, bağımsız denetim raporu ve mali tabloları ve yıllık faaliyet raporunu talep etmeleri halinde ortaklara da gönderilir. Ayrıca, ortaklığın gözetim ve denetimine yönelik olarak Kurul'ca talep edilebilecek her tür bilgi ve belgenin Kurul'ca belirlenecek süre içerisinde gönderilmesi zorunludur.

### **3.3.13 GMYO'ların Genel Olarak Yatırımcılara Sağladığı Üstünlükler**

Gayrimenkul yatırımcıları, GMYO'lar sayesinde diğer gayrimenkul araçlarıyla elde edemedikleri üç önemli üstünlüğe sahip olmuşlardır.

#### **3.3.13.1 Likidite**

GMYO'ların yatırım piyasasına girmesiyle yatırımcılar, çeşitlendirilmiş gayrimenkul portföylerinden alım satım işlemlerini hızlı bir şekilde yapabilir hale gelmişlerdir. Böylece gayrimenkul yatırımcılarının önünde büyük bir engel olan likidite sorunu ortadan kalkmış oldu.

### 2.13.2 Güvenilirlik

Gayrimenkul her zaman için güvenilir bir yatırım aracı olmuştur .Gayrimenkul hem uzun ömürlü bir fiziksel varlıktır hem de sürekli bir gelir kaynağı oluşturur. GMYO'ların devreye girmesiyle küçük yatırımcılar için gayrimenkul yatırımlarının güvenilirliği daha da artmıştır. Ayrıca portföyün profesyonel yöneticiler tarafından yönetiliyor olması, riski minimum düzeye indirmek için yapılan çeşitlendirmeler GMYO yatırımlarının güvenilirliğini arttıran unsurlardır. GMYO'lar sahip oldukları düşük borçlanma seviyesi ile finansal anlamda çok daha güvenlidir. Bunun yanında bilgiye kolay ulaşılabilme özelliği de GMYO'ların güvenilirliğini arttırmaktadır. Halka açık olan GMYO'lar sayesinde şirket ve gayrimenkuller, yönetim ve iş planı, gayrimenkul piyasası ve beklentiler konularda tam bir bilgi akışı sağlanmıştır:

### 3.3.13.3 Performans

GMYO'lar ABD'de başlangıcından beri diğer yatırım araçlarıyla rekabet eden bir yatırım performansı göstermişlerdir. Her yıl vergilendirilebilir gelirlerinin neredeyse tamamını dağıttıkları için, GMYO'ların toplam getirilerinin büyük bir kısmını temettüler oluşturmaktadır.

GMYO piyasa performansı, son yıllarda ve uzun vadede, Russell 2000 endeksi ile kıyaslanabilir hale gelmiş ve doğrudan yapılan gayrimenkul yatırımlarının ve sabit faizli borçlanma araçları üzerinde bir kazanç sağlamıştır.

GMYO'lar 90'lı yıllarda benzeri görülmemiş bir büyüme göstermiştir ve tahminen önümüzdeki yüzyılda da gayrimenkul yatırıma, finansmanına ve işletmesine yön vermeye devam edecektir.

Türkiye'de ise henüz yeni gelişmekte olan bir sektör olduğundan tam anlamıyla beklenen performansı gösterememişlerdir [5].

## **4. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARINDA GELİŞTİRME PROJELERİ'NİN ANALİZİ VE YAPILABİLİRLİK ETÜDLERİ**

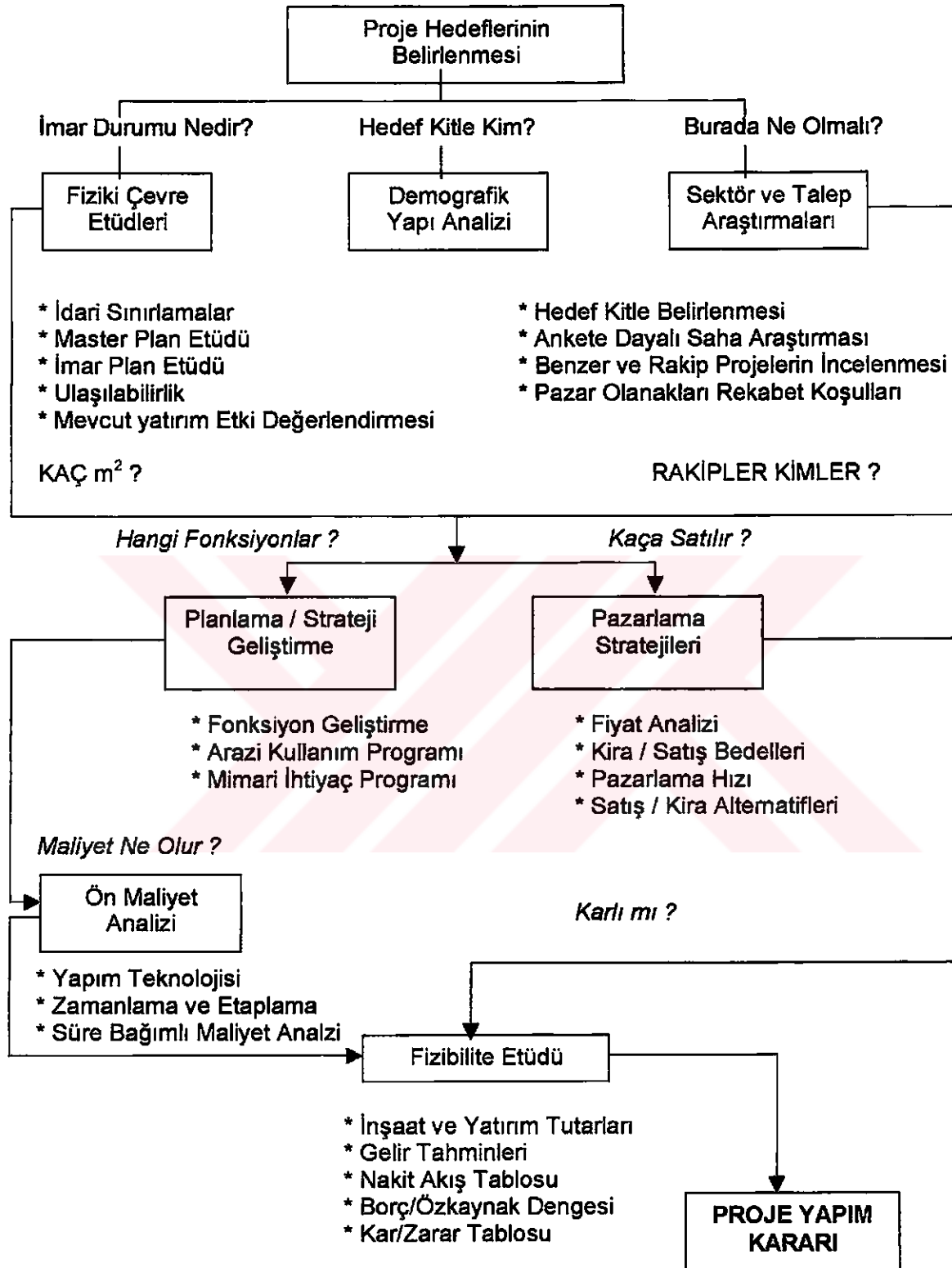
### **4.1 Proje Olanaklarının Etüdü ve Proje Fikrinin Doğuşu**

Proje çalışmaları, yatırım olanaklarının araştırılıp proje fikirlerinin derlendiği, değerlendirildiği ve ön elemeye tabi tutulduğu "proje oluşturma" aşaması ile başlar. Bu aşamada ileride tekrar değerlendirmeye tabi tutulacak projeler seçilerek listelenir. Proje listelerinin ve kabaca tahmin edilmiş maliyetlerinin yer aldığı çalışmaya "proje olanakları etüdü" denir. Olanak etüdları taslak niteliğinde olup ayrıntılı analizlerden çok, tahminlere dayanırlar. Maliyetler, donanım satıcısı kuruluşlardan değil, karşılaştırılabilir ve halen uygulanmakta olan ya da geçmişte gerçekleştirilmiş projelerden alınarak ve çeşitli indeksler kullanarak tahmin edilir. Bunun nedeni, bir yatırım olanağının göze çarpan gerçeklerinin çabuk ve maliyeti yüksek olmayacak biçimde saptanmasıdır.

Olanak etüdü, "genel olanak etüdü" ya da "spesifik proje etüdü" şeklinde olabilir. Genel olanak etüdü bölgesel, sektör ya da alt sektör ve kaynak bazında olmak üzere üç değişik şekilde hazırlanabilir.

Proje fikirlerini belirlemek, maliyetlerini kabaca tahmin etmek ve ön elemeye tabi tutmak proje oluşturma aşamasının en önemli bölümünü oluşturur. Bu aşamada oluşturulan seçenekler ve alınan kararla başlanan süreç, projelerin son çıktılarını üzerinde kaçınılmaz etkiler yaparlar. Proje fikrinin doğusundan yapımların alınmasına kadar geçen süreç Şekil 4.1'de gösterilmektedir.

Firma planlarında yer alan amaçlara ulaşabilmek için gereken yatırım kararlarının doğru alınabilmesi, bu aşamada oluşturulan seçeneklerin olabildiğince geniş tutulmasına bağlıdır. Fakat genelde, geliştirilen seçeneklerin kısıtlı olması nedeniyle daha pahalı ya da amaca ulaşmayı engelleyen çözümlere razı olunmaktadır. Proje planlama sürecinin çalışmaya başlamasıyla birlikte bu aşamada kaçınılan fırsatları bir daha yakalamak zordur.



Şekil 4.1: Proje Yapım Kararı İş Akış Şeması

Yatırım projesi fikrinin oluşturulmasında ve "proje olanakları etüdü"nün hazırlanmasında yararlanılabilecek kaynaklar şu şekilde özetlenebilir:

- Firma Plan ve Stratejileri,
- Sektör araştırmaları,
- Bölgesel araştırmalar,
- Pazar araştırmaları,
- Kaynak araştırmaları,
- Uluslararası karşılaştırmalar,
- Eski projeler,
- Diğer beklenmeyen kaynaklar.

Proje fikrinin çıkış noktası, bir yatırımcı olabileceği gibi, GMYO araştırma-geliştirme departmanı veya bir birey de olabilir. Karşılıklı fikir alışverişi sonrasında oluşan proje fikrinin ön incelemesi, yatırımcı firmanın proje hazırlama birimi tarafından yapılır.

Ön eleme, genelde kişi ya da kuruluşların ortaya koyduğu fikirleri biraz daha gözden geçirme ve netleştirme amacını taşıyan ve ön bilgilere dayanan öznel bir değerlendirme olup, olası fikirler içinden umut verenleri ön plana çıkarmayı hedeflemektedir. Bu nedenle ön eleme, başarılı olma umudu verebilen fikirleri bir proje çalışması aşamasına indirgeme faaliyeti olarak tanımlanabilir [6,7,14].

#### **4.2. Gayrimenkul Geliştirme Projeleri Ön Yapılabilirlik ve Yapılabilirlik Etüdları**

Proje fikirlerinin belirlenmesi ve ön elemeye tabi tutulmasından sonra kapsamlı ve ayrıntılı bir proje çalışması (yapılabilirlik etüdü) başlatılır. Ancak ayrıntılı yapılabilirlik etüdünün hazırlanmasına geçmeden önce bir ön yapılabilirlik çalışması yapmak gerekir.

Proje olanağı etüdü gözönüne alınarak bir yapılabilirlik etüdü yapılmışsa, ön yapılabilirlik aşamasından vazgeçilebilir. Sektör ya da kaynak olanakları etüdü,

yapılabilirlik aşamasına geçilmesini ya da projeden vazgeçilmesini sağlayacak yeterlilikte bilgi içerdiğinde de, bazen ön yapılabilirlik aşaması atlanabilir.

Yapılabilirlik etüdü yatırımcının ne üreteceğini, nereye satacağını, nasıl üreteceğini, ne kadarlık bir yatırım yapacağını, yatırımı nereye yapacağını ve ne kazanacağını gösteren bir rapordur. Yapılabilirlik etüdüleri, kesin yatırım kararının verilmesinden ve uygulama (kesin) projelerinin hazırlanmasından önce yapılan ve projelerin teknik, ticari, finansal, ekonomik, sosyal ve kurumsal yapılabilirliklerini analiz eden kapsamlı bir çalışmadır.

Yapılabilirlik etüdü ya da diğer bir deyişle proje hazırlaması, ticari, finansal ve ekonomik analiz gereksinimlerine uyacak biçimde olmalıdır. Çoğu kez yapılabilirlik etüdü aşamasında proje finansmanının olduğu varsayılır, finansal etkiler böylece hesaplanır ve toplam yatırım maliyetine katılır. Ancak, projede kredi kullanımı ve benzeri dış finansman kaynaklarından da yararlanılacaksa, bunun getireceği ek maliyetler de hesaplanıp proje giderlerine dahil edilmelidir.

Projeden kaynaklanan ticari ve ekonomik fayda ve maliyetlerin nihai tahminlerine dayalı olarak hazırlanan etüdüler, yatırımcı kuruluş açısından karlılık hesaplarını da kapsar. Yatırım maliyetlerinin nihai tahminleri ve bunu izleyen ticari ve ekonomik karlılık hesaplarının anlamlı olabilmesi için, proje kapsamının, hiç bir önemli unsur ve maliyeti dışarda bırakmayacak şekilde, açık olarak tanımlanmış olması gerekmektedir.

"Yapılabilirlik etüdü" genel olarak dört temel amaç ile hazırlanır.

- Kendi kaynaklarını etkin olarak kullanmak amacıyla yatırım kararını verecek olanlar yapılabilirlik etüdüne ihtiyaç duyarlar.
- Devlet çeşitli sektörlerde özel kesim yatırımlarını teşvik etmek ve desteklemek amacı ile yatırım teşvikleri ve krediler verir. Bu teşvik ve kredilerden yararlanmak isteyen özel firmaların projeleri için devletçe yapılabilirlik etüdü istenir.
- Yatırım yapacak kuruluşlar, yatırımı gerçekleştirmek için eğer bir finansman kuruluşundan dış finansman (kredi) talebinde bulunuyorlarsa, talep edilen borcun ve faizinin zamanında ödenip ödenmeyeceğinden emin olmak için finansman kuruluşları tarafından da yapılabilirlik etüdü istenir.

- Yapılabilirlik etüdü projenin uygulanması aşamasında karşılaşılabilecek olası güçlükleri önceden görmek ve gerekli önlemleri almak için gerekir.

Proje hazırlama aşamasında hazırlanan ön-yapılabilirlik etüdünün ön analizi sonucunda seçilen projeler, yapılabilirlik etüdü sırasında daha ayrıntılı olarak incelenmek üzere analiz edilirler.

Proje ya da yaygın kullanımı ile yapılabilirlik (fizibilite) etüdünün hazırlanması, projecilikte yaşamsal bir öneme sahiptir. İyi hazırlanmamış ve sağlıklı verilere dayanmayan bir proje, proje planlaması, yani yatırım kararının alınması aşamasında, en gelişkin yöntemler ile analiz edilse bile sonuç anlamlı olmayacaktır. Hazırlık sürecinin bütün önemli aşamalarında projenin yapılabilirliği konusunda yeni analizler yapma şansı vardır.

Yapılabilirlik etüdünün başarılı bir biçimde hazırlanması, yalnızca analiz aşamasında önemli olmakla kalmayıp aynı zamanda projenin uygulama aşamasında da kilit bir rol oynamaktadır. Proje uygulamasını yönlendirecek olan ana çizgiler proje yapılabilirlik etüdü hazırlama aşamasında belirginleşir. Bu çerçevede, proje hazırlama sürecine özel bir önem verilmeli ve sonradan giderilmesi mümkün olmayacak veya son derece pahalıya mal olacak hataları ortadan kaldıracak şekilde bir hazırlık yapılmalıdır. Özellikle gelişmekte olan ülkeler bu aşamaya yeterince kaynak ve zaman ayırmamakta, bunun ortaya çıkardığı sıkıntıları ise uygulama sürecinde yaşamaktadırlar [14,16].

#### **4.2.1 Proje İle İlgili Genel Bilgiler**

Bu bölüm, proje ile ilgili temel bazı bilgilerin ilk bakışta edinilebilmesine yönelik olarak hazırlanır. Yapılabilirlik çalışmasının özet göstergeleri, proje sorumlusu kuruluş vb. genel bilgiler bu bölümde almaktadır.

#### **4.2.2 Projenin Tanımı ve Kapsamı**

Projenin tanımı ve kapsamı ile ilgili bölümde projenin hedefleri ortaya konur. Hangi gayrimenkulün geliştirileceği, bunların tipleri, fonksiyonları ve miktarları, hangi kuruluş tarafından gerçekleştirileceği, projenin ne zaman hizmete gireceği ayrıntılı olarak açıklanır. Birçok proje iyi tanımlanmadığı için veya hedefleri başlangıçta iyi

saptanmadığı için başarısız olmuştur. Yapılacak fizibilite çalışmaları neticesinde projenin kapsamında çeşitli değişiklikler söz konusu olabilir.

Bu bölümde yer alacak bilgiler şu şekilde özetlenebilir:

- Proje sahibi kuruluş ve görev tanımı,
- Geliştirilecek proje ve fonksiyonlarının tanımı, inşaa edilecek miktar, uygulama programı,
- Projenin amacı ve hedef aldığı bölge ya da kitle,
- Projenin kapsamı,
- Projenin gerekçesi ; pazara yakınlık, belirli bir ihtiyacı karşılama, hammaddeye yakınlık, plan-program ilişkisi vb.,
- Projenin tarihçesi,
- Proje öncesi etüdler ve bunların maliyeti.

#### **4.2.3 Piyasa Araştırması**

Piyasa araştırması temel olarak iç ve dış piyasalarda bir ürüne (hizmete) olan talebi, bu talebin bileşimini ve projenin ekonomik ömrü boyunca bu konudaki muhtemel değişimi belirleme çabasıdır. Her proje bir ihtiyacı karşılamaya yönelik olarak tasarlanır. Projecilikte bu ihtiyacın ifadesi taleptir. Talep, projenin temel dayanak noktası, gerekçesinin ve hedefinin somut göstergesidir. Bu nedenle, talebin olduğu piyasanın ileriye yönelik olarak sağlıklı analiz edilmesi, talebin büyüklüğü, bileşimi, etkilendiği faktörler, vb. hususların doğru ölçülmesi şarttır. Bu yapılmadığı zaman projeden beklenen faydanın sağlıklı bir şekilde tahmin edilmesi mümkün değildir. Piyasa araştırmasıyla ulaşılan sonuçlar projenin gelecekteki nakit akımlarını etkilemenin yanı sıra, proje ölçeğinin seçiminde ve geliştirilecek gayrimenkul birimlerinin belirlenmesinde de önem taşır. Özellikle farklılaştırılmış bir gayrimenkul piyasaya sunarken piyasa araştırması büyük önem kazanır.

Piyasa araştırmalarında nüfus, kişi başına gelir, gelirin dağılımı gibi birçok sosyo-ekonomik göstergenin yanı sıra, üretilecek ürünün veya ikame ürünlerin dış ticareti, ana

girdilere ilişkin bilgiler ile tüketici davranışları konularında veriler derlenerek kullanılır. Projenin özelliklerine ve veri teminindeki kolaylıklara bağlı olarak her proje için gerekli veri seti farklılaşabilir.

Genel olarak bir piyasa araştırmasının başlıca aşağıdaki unsurları içermesi beklenir;

- İnşaatı gerçekleştirilecek gayrimenkullerin tanımlanması (özellikleri)
- Gayrimenkulün kalitesi ile ilgili standartlar
- Dış ticarete ilişkin düzenlemeler (gümrük tarifesi, kota vb.)
- Üretim, tüketim, ithalat, ihracat ve fiyat istatistikleri
- Talebin kaynağı ve bileşimi (tüketim alanları)
- Tüketicilerin satın alma alışkanlıkları (alış-veriş yöntemi, mevsimsel dalgalanmalar)
- Pazarlama yöntemleri
- Rekabet durumu
- Üretim, tüketim, ithalat, ihracat ve fiyat projeksiyonları
- Projenin hedeflediği pazar payı
- Fiyatlandırma politikası
- Satış artırma koşulları

Belirsizlik nedeni ile yapılabilecek hataları en aza indirebilmek için duyarlılık analizlerine başvurulmalıdır. Özellikle esnek ve kolayca değişebilir bir talep yapısına sahip bölgelerde tasarım/inşaat teknolojileri ve imalat sürecinin organizasyonu bu durum dikkate alınarak seçilmelidir.

#### **4.2.4 Hammadde Etüdü**

Bu bölümde, inşaa edilecek gayrimenkulün işletmeye açılması planlanıyorsa kullanılacak hammadde ve yardımcı girdiler irdelenir. Hammadde ve yardımcı girdilerin

başlıca dayanakları talep analizi, teknoloji seçimi, üretim programı ve bunlardan üretilen tesis kapasitesidir.

Bu kalemlerin getireceği maliyetlerin ve darboğazların hesaplanması fizibilite çalışmasının önemli bir bölümünü oluşturur. Burada yapılacak hatalar projenin toplam maliyetinin ve işletme dönemi girdilerinin yanlış hesaplanmasına yol açar. Yapılacak bir girdi etüdü ile tesisin ihtiyaç duyacağı girdiler ve bu konuda ortaya çıkabilecek darboğazlar belirlenmelidir. Bu bölümde hesaplanan maliyetler toplam üretim maliyeti tablosuna (işletme giderleri tablosu) aktarılır.

Girdi etüdü yapılırken fiyatlar ve maliyetler gibi unsurlar dikkatle irdelenmelidir. İthal girdilerde gümrük koşulları ele alınmalıdır. Ayrıca alternatif girdiler arasında değerlendirme yapılarak tesis için maliyet ve sağlanabilirlik açılarından en uygun girdi seti oluşturulmalıdır.

#### 4.2.5 Yer Seçimi

Kuruluş bölgesi ve yeri seçimi bir projenin en stratejik kararlarından biridir. Kuruluş yeri seçimi sadece ticari açıdan önemli olmakla kalmamakta; gelir dağılımı, bölgesel gelişmişlik farklarını etkileme, birbirleri ile ilişkili gayrimenkul projelerinin aynı mekanda toplanması sonucunda oluşacak dışsallıklar, çevresel faktörler ile teşvik tedbirlerinden faydalanabilme gibi boyutları içermektedir.

Yatırım maliyetleri, işletmenin girdi ve çıktıları, taşıma giderleri, yatırımları özendirme politikaları, inşaat ve enerji giderleri gibi birçok konu işletmenin kuruluş yerine bağlı olarak değişirler.

Bölge seçimi olabildiğince geniş bir coğrafi alan gözönünde bulundurularak yapılmalı ve seçenekler arasında en uygunu belirlenmelidir. Bölge belirlendikten sonra yapılacak olan yer seçiminde ise arazi ve çevre koşulları (altyapı, sosyo-ekonomik ve kültürel çevre) ve arazi maliyeti (arazi hazırlama ve geliştirme dahil) dikkate alınmalıdır. Bütün bu çalışmalar gerçekleştirilirken yapılacak yatırımın özellikleri gözönünde bulundurulmalıdır. Çeşitli seçenekler arasından optimum yer seçilirken doğrusal programlama tekniklerine başvurmak mümkündür. Ancak piyasa araştırması daha doğru sonuçlar vermektedir [15].

#### 4.2.6 Kapasite Seçimi

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, ilgili mevzuat uyarınca gerekli tüm izinleri alınmış, projesi hazır ve onaylanmış, inşaata başlanması için yasal gerekliliği olan tüm belgelerinin tam ve doğru olarak mevcut olduğu bağımsız ekspertiz şirketleri tarafından onaylanmış gayrimenkule dayalı projelere, projenin her aşamasında gayrimenkul geliştirme karı veya kira geliri elde etmek amacıyla mülkiyetlerini edinmek veya üst hakkı tesis ettirmek suretiyle yatırım yapabilirler. Geliştirilecek proje otel, hastahane veya buna benzer işletme geliri sözkonusu olan gayrimenkul ise ciro oranı, net işletme karı ve toplam işletme giderinin hesaplanması amacıyla fizibilite raporunda optimum kapasite seçimi önem taşımaktadır. İşletme faaliyeti yasaklanmış olan gayrimenkul yatırım ortaklığı, işletmeci firmaya devredeceği tesisin optimum kapasitesinin belirlenmesi konusunda çalışmalar yapmak zorundadır. Buradan elde edeceği sonuçlar proje karlılığını doğrudan etkileyecektir.

Kapasite genel olarak, bir işletmenin elindeki üretim faktörlerini en akılcı biçimde kullanarak, belirli bir zaman dilimi içinde yapabileceği üretim miktarıdır. Maksimum teorik kapasite, gerçekleştirilebilir normal kapasite, fiili kapasite gibi birçok değer fizibiliteye esas teşkil edebilir ancak bunlardan belirli bir amacı (maksimum karlılık, minimum birim maliyet, vb.) gerçekleştirmede gerekli üretim miktarı olan optimum kapasite değerinin kullanılması tercih edilmelidir.

Proje açısından en doğru kapasitenin seçilmesi için değerlendirilmesi gereken temel bazı konular aşağıda sıralanmıştır.

- \* Talep ve Teknoloji : Cari talep hacmi küçük olmasına karşılık yıllık talep artış hızları yüksek ise kapasiteyi büyük seçmek daha anlamlı olacaktır.
- \* Finansman Olanakları : Özkaynak veya kredi bulma bakımından güçlü olan yatırımcılar için alternatif kapasiteler daha fazladır.
- \* Hammadde ve Nitelikli İşgücü : Özellikle gelişmekte olan ülkelerde büyük ölçekli tesislerin ihtiyaç duyacağı nitelikli yönetici eksikliği küçük ölçekli tesisler lehine bir durum oluşturabilir. Değişik bölgelere dağılmış bulunan hammadde kaynaklarını tek bir yere kurulacak büyük bir tesise taşımanın maliyeti çok yüksek olabilir.

\* Altyapı, Yan Sanayiler ve Sektörel Denge : Bütün bu hususlarda ülke koşulları dikkate alınmadan saptanacak bir proje kapasitesi çok yüksek veya çok düşük olabilecektir.

Proje için en doğru kapasitenin ilk kuruluş aşamasında saptanabilmesi, ilerde gider artırıcı tevsî yatırımlarına gitmek ya da ölçek ekonomilerinden yararlanamayan verimsiz bir işletmeyi yapay önlemlerle yaşatmaya çalışmak külfetini ortadan kaldıracaktır. Dışa açık bir ekonomik yapıda, uluslararası piyasalarda rekabet gücü sağlayacak kapasitelerde üretim yapmak şarttır. Proje değerlendirme konumunda bulunan kişilerin öncelikle incelemeleri gereken hususların arasında proje için öngörülen kapasite gelmelidir. Bu konu, bütün projenin karlılığını bazen de bütün olarak bir sektörün rekabet gücünü belirliyecek önemdedir.

Belli bir kapasitenin altında olan tesisler (ölçeğe göre artan getiri koşullarında) rekabet şansı elde edemezler. Her sektör için belli bir minimum ekonomik büyüklük bulunmaktadır. Bu büyüklük teknolojik gelişmelere ve piyasa koşullarına bağlı olarak zaman içinde değişmektedir. Proje hazırlıkları yapılırken minimum ekonomik ölçek önemle dikkate alınmalıdır (Otel ve hastahane projeleri için yatak kapasitesi gibi) [14].

#### **4.2.7 Teknoloji Seçimi ve Mühendislik**

Bu bölüm kapsamında gerçekleştirilen çalışmalar şu şekilde özetlenebilir:

- Alternatif teknolojilerin değerlendirilmesi ve en uygun olanının seçilmesi;
- Teknolojik bilgi ihtiyacının, ne şekilde sağlanacağını ve maliyetinin belirlenmesi;
- Yerleşme planının ve temel mühendislik tasarımlarının yapılması;
- İnşaat işleri ihtiyacının ve maliyetinin belirlenmesi;

Teknoloji seçimi, kapasite ve yer seçimi gibi bir defada alınan ve projenin bütün ömrü boyunca etkili olan kararlardan biridir. Bu bölümde alternatif teknolojiler irdelenmeli, seçilen teknoloji ve seçime temel olan gerekçeler ayrıntıları ile açıklanmalıdır. (Betonarme, çelik, ahşap vb.)

Teknoloji seçenekleri sektörel olarak ve sermaye gücüne göre değişmektedir. Belli alanlarda teknoloji standart hale gelmiştir ve çok fazla alternatif yoktur. Bu alanlarda

teknoloji seçimi görece olarak kolaydır. Ancak diğer bazı alanlarda teknolojik seçenekler geniş ve görece olarak daha değişkendir. Fizibilite çalışmasında proje için alternatif teknoloji olanakları değerlendirildiği gibi geleceğe dönük eğilimler de analiz edilmelidir.

Bu çalışmalar sırasında en önemli konulardan biri dünyada yaşanan gelişmeler ile ülke koşulları arasında denge kuracak bir perspektife sahip olmaktır. Örneğin, döviz darboğazı yaşanan dönemlerde yerli girdi kullanan teknolojiler tercih edilebilir.

Gelişmekte olan ülkelerin en önemli açmazlarından biri teknolojik olarak geri olmaları ve geriliği ortadan kaldıracak araştırma geliştirme faaliyetlerini sürdürecek kaynakları ayıramamalarıdır. Sonuçta teknoloji transferi kaçınılmaz olmaktadır. Proje hazırlıklarında yeni bir teknolojinin transferi sözkonusu ise bunun sağlayacağı dışsal ekonomiler değerlendirilmelidir. Özellikle çelik ve ahşap konutların imalatı yurtdışında faaliyet göstermekte olan firmaların distribütörlüğünü yapmakta olan firmalar tarafından gerçekleştirilmekte, malzemeler çoğunlukla ithal edilmektedir [20].

#### **4.2.8 Firma Organizasyonu ve İnsan Kaynakları**

Kurulacak şirketin veya işletmenin büyüklüğüne göre değişen sayılarda organizasyon birimi ve bunların gerektirdiği işgücü ile diğer gider kalemleri genel giderleri oluşturur. Örgüt planlaması sonucunda genel giderlerin hesaplanması gerçekleştirilir. Genel giderler ise proje karlılığını belirlemede temel unsurlardan biridir.

Yapılacak işgücü tahminleri sonucunda iki temel işlev gerçekleşmiş olur; bu kapsamda işgücü maliyetleri hesaplanır ve gereken personel ile proje bölgesinde mevcut personel karşılaştırılarak eğitim gereksinimi saptanır. Eğitim ihtiyacı hesaplanırken dikkat edilmesi gereken noktaların başında eğitim programları ile projenin somut ihtiyaçları arasında sıkı bir bağlantı kurulması gelir. Amaç genel bir eğitim değil, mevcut insan kaynağının proje ile bağlantılı eksikliklerini gidermeye dönük sınırlı bir eğitimidir. Personel alımı ve eğitimi yerine, proje yönetim hizmetleri, pazarlama faaliyetleri, ilan, reklam vb. faaliyetleri yürütmek üzere danışmanlık şirketleri kullanılabilir.

Gerek üretim öncesi dönem, gerekse işletme dönemi için işgücü planlaması yapma gereği vardır. Bu planlama esnasında yabancı uzman ihtiyacı gibi konular da değerlendirilir. İşletme dönemi için yapılan işgücü planlaması işletme giderlerini hesaplamaya yöneliktir. Gayrimenkul yatırım ortaklığı olarak işletme fiilen

gerçekleştirilmeyeceği, işletmeci firmaya devredileceği için genel öngörüler yeterli olacaktır.

#### **4.2.9 Yatırım Tutarının Hesaplanması**

Projenin gerçekleştirilmesi ile ilgili maliyetler bu aşamada ele alınır ve tahminler yapılır. Projenin maliyeti her zaman önemli bir fizibilite ve yatırım faktörüdür. Bir arazi üzerinde yeni bir geliştirme sözkonusu ise geliştirme maliyeti tahmini yapılır. Bir projenin geliştirilmesinin maliyet tahminleri araziye, gerekli altyapıyı ve arazi üzerinde planlanan geliştirmeleri kapsamaktadır [14]

Sabit sermaye, bir yatırım projesinin inşaat ve pazarlaması için gereken kaynaklardan oluşur. Buna karşılık işletme sermayesi projeyi tümüyle ya da kısmen işletmek için gereken kaynaklardan oluşur. Proje maliyetinden söz edilirken genel olarak sabit sermaye yatırımları anlaşılmakta, projenin aktif hale getirilmesinde vazgeçilmez rolü bulunan işletme sermayesi konusu ise ihmal edilmektedir. Bu ihmal sonucunda projenin işletimi aşamasında önemli sorunlar doğabilmektedir. GMYO'lar işletme faaliyetinde bulunamazlar. Ancak geliştirdikleri gayrimenkul projelerini işletmeci firmaya devrederek işletme geliri elde edebilirler. Bu nedenle projenin tamamlanması durumunda elde edecekleri işletme gelirlerinin hesaplanabilmesi amacıyla işletme dönemi gelir ve giderlerinin hesaplanmasıyla ilgili analizler yaparlar.

Yatırımın maliyetini hesaplarken dikkate alınan ve yatırım tutarını oluşturan kalemler aşağıda kısaca açıklanmıştır.

- **Etüd Giderleri :** Etüd işleri olarak adlandırılan yatırım öncesi hazırlık çalışmaları ile ilgili giderlerdir. Bunlar; olanak etüdü, ön-yapılabilirlik etüdü, yapılabilirlik etüdü, ana plan ve benzeri destek çalışmaları, proje hazırlanması ve planlanması ile ilgili danışmanlık hizmetleri vb. konularda yapılan harcamalardan oluşur.
- **Arazi Bedeli :** İşletmenin üzerine kurulacağı arazinin satın alma bedeli ve satın almaya ilişkin vergi, resim, harç vb. giderler bu bölümde gösterilmelidir.
- **Arazi Düzenlemesi :** Arazide gerekli kazı ve dolgu işleri (temel kazıları ve dolguları hariç), varsa arazideki yapı ve temellerin yıkımı ve temizlenmesi, geliştirilecek projedeki binaların yerini düzeltme, yüzey suyunu boşaltma, bataklık kurutma, dere

yollarının değiştirilmesi vb. işlere ilişkin "İnşaat İşleri Giderleri" kapsamında yer almayan maliyet bedelleri tahminlerini kapsar.

- **Geoteknik-Jeolojik Etüdler:** Geoteknik etüd raporu hazırlamak üzere sahada gerekli sondaj ve incelemeleri yapan uzman ekibe yapılacak ödemeleri kapsar. Topoğrafik yapıyla ilgili ayrıca çalışmalar (arazinin kot durumunun belirlenmesi) yapılması gerekiyorsa bu ekip için ayrılan bütçe de bu bölümde gösterilir.
- **Tasarım Giderleri:** Mimari, mekanik, elektrik ve statik tasarım projelerinin hazırlanması ve uygulama aşamasında revizyonları gerçekleştirecek olan tasarım ekibi için yapılacak ödemeler bu bölümde gösterilmelidir.
- **Mühendislik ve Proje Giderleri :** Genellikle, yapıma geçilmeden önce (yatırım kararı alınıp projenin ihale edilmesinden sonra) başlayan ve deneme işletmesi dönemine kadar süren (ayrıntılı süreç tasarımı, makina ve donanım şartnamelerinin hazırlanması, bina keşiflerinin yapımı, yerleşim planları ve uygulama projelerinin hazırlanması vb.) mühendislik hizmetleri için yapılan ödemelerdir. Bu tür hizmetler kuruluşun uzman personeli tarafından yapılabilir veya özel danışmanlık firmalarından sağlanabilir.
- **Hazırlık Yapıları :** şantiye binası, şantiye elektriğinin ve suyunun bağlanması, depo, çevreleme tesisleri (it vb.) gibi yapılar için harcanan giderlerden oluşur.
- **Ruhsat Alınması ve Plan-Proje Onayı:** Tasarım projelerinin ilgili meslek odalarına onaylatılması sırasında ödenecek harçlar, Belediye'ye ödenecek ruhsat harçları ve teknik uygulama sorumluları ( yapı denetimi firmasının öngörölmediği bölgelerde) için ödenecek maaşlar ile ilgili giderler bu bölümde planlanır.
- **Proje Yönetimi :** Kontrollük görevini üstlenen danışman firma ya da GMYO'nun kendi organizasyonu içerisinde oluşturduğu ekip için yapılacak harcamalar bu bölümde gösterilir. Bunlara şantiyede oluşturulacak kontrol teşkilatının mobilizasyon giderleri de dahildir. Yapı denetimi firması için öngörülen maliyetler de bu bölümde yer almaktadır.
- **İnşaat İşleri Giderleri:** Bu bölümün doğru bir şekilde tahmini için inşaat işleri, kaba inşaat, ince inşaat, mekanik tesisat, elektrik tesisatı, altyapı işleri, antma tesisi, trafo

merkezi, arazi güçlüğü, çevre düzenleme ve diğer inşaat işleri gibi bölümlere ayrılarak incelenmelidir. Ancak, yatırım projelerinin hazırlanması aşamasında tasarım ve mühendislik projelerinin çoğu kez hazırlanmamış olması ya da bunlar üzerindeki maliyet saptamalarının çok zaman ve para isteyen işler olması nedeniyle başlangıçta inşaat maliyetleri kestirme bir takım yöntemlerle de tahmin edilebilmektedir.

- Genel Giderler : İletişim giderleri, fotokopi, kırtasiye, iç ve dış seyahat giderleri, taşıt giderleri, proje uygulaması ile ilgili genel giderler (kuruluş giderleri, keşif ve şartname hazırlanması, ihale yapılması ile ilgili giderler gibi kalemleri içerir.
- Beklenmeyen Giderler : Bazı önemli giderlerin unutulması, fiziksel harcamaların tahmininde yapılan hatalar ve beklenmeyen fiyat artışları (genel enflasyon dışında) gibi nedenlerle proje maliyetinde ortaya çıkabilecek, önceden kestirilemeyen artışları karşılamak için yatırım dönemi faizleri dışındaki sabit sermaye tutarının belli bir oranı olarak öngörülür. Beklenen fiyat artışları, enflasyon ve devaluasyon (kur farkları) gibi nedenlerle oluşan nominal maliyet artışları “enflasyon ortamında proje analizi” kapsamında ele alınmalıdır.
- Pazarlama Giderleri : Pazarlama maliyet tahminlerinin çoğu deneyimle ve gelecekteki trendlerin projeksiyonuna bağlıdır. Fiyatı ve satış miktarını etkileyen bütün unsurlar (pazarlama organizasyonu ve becerisi dahil) analiz edilerek geleceğe dönük gerçekçi tahminler yapılmalı ve satış gelirleri bu tahminlere dayalı olarak üretilmelidir. Daha önce sözü edilen piyasa araştırmasının sonuçları bu çerçevede büyük önem kazanır. Fiyatlandırma stratejisi, fiyat farklılaştırma imkanları, v.b konular bu çerçevede ele alınır. Bu faaliyetlerle ilgili harcamalar da bu bölümde gösterilir.
- İşletme Giderleri : Üretilecek mal ya da hizmetler için yapılacak harcamalar ile bunların satışlarından sağlanacak gelirlerin karşılaştırılması sonunda olumlu bir kalıntıyı elde etmek, yani kar sağlamak, yatırım kararının hemen hemen tek amacıdır. Onun için, işletme dönemi giderlerinin proje aşamasında çok titiz bir şekilde incelenmesi, tahmin edilmesi ve hesaplanması gerekmektedir.

Ayrıca, değişik kapasite kullanım oranlarında yapılacak hesaplamalar sonucunda işletmenin hangi kapasite kullanım düzeyinde giderlerini gelirleri ile eşitlediği ortaya

konabilir. Bu eşitliği sağlayan kapasite kullanım oranına başabaş noktası ya da kara geçiş noktası denir.

- Yatırım Dönemi Faizleri : İmalat döneminde kullanılacak kredilerin faizleri de proje maliyetine eklenmektedir.

#### **4.2.9.1 Avan (Ön) Proje Evresinde Geliştirme Projesi Maliyetinin Hesaplanması**

Amaç, avan proje aşamasında maliyet hesabını en doğru şekilde yaparak yatırım miktarını belirlemek ve alternatif projeler arasında bir seçim yapabilmektir. Bina yapımının ön projelendirme evresinde maliyet hesabı yapılması ile, yatırım miktarının belirlenmesi, yatırım için ayrılacak finansmanın yeterli olup olmadığı veya ayrılacak finansman miktarının belirlenmesi mümkün olmaktadır. Bina maliyet modelinin görevi tüm tasarımın ya da tasarımın bir elemanının maliyetini tahmin etmek ya da bir tasarım değişkeninin maliyete etkisinin hesaplanması olabilmektedir.

Herbir aşamada yapılabilen maliyet hesapları, proje enformasyonu verisinin derecesine bağlı olarak farklı yöntemlere sahiptir. Yani maliyet hesaplama faaliyeti, projelendirme aşamalarına bağlıdır ve proje enformasyonuna bağlı olarak her aşamada ayrı bir maliyet hesap yöntemi kullanılır. Ancak bu evrede kullanılan her maliyet hesap yönteminin ortak noktası, inşaat ve kullanım ekonomikliğinin yaratılma çabalarının en etkili biçimde kullanılmasıdır.

Burada avan (ön) proje evresinde imatlara dayalı bina maliyet hesabı için geliştirilen yöntemlerden bahsedilecektir. Avan proje aşamasında kullanılan bina maliyeti hesaplama modelleri; birim yöntem, küp yöntemi, alan yöntemi, kat kabağı yöntemi, regresyon analizi ve elemanlara dayanan maliyet hesabıdır. Bu yöntemlerin tanımı ve avan proje düzeyinde kullanılabilirliği aşağıda açıklanmaktadır.

- Birim Yöntem

Birim yöntem maliyeti, binanın karakteristik işlevini yansıtan bir eleman ya da kullanıcı cinsinden ifade etmeye yöneliktir. Ön karar evresinde kullanılabilen yöntem bir binanın maliyeti ile barındırdığı fonksiyonel birimlerin sayısı arasındaki ilişkiye dayanır. Bu evredeki maliyet tahmini için seçilen birim (Hastahaneler için yatak, otoparklar için araç, okullar için öğrenci sayısı, tiyatro-sinema için koltuk sayısı vb.) birim fiyat ile çarpılarak

bir maliyet hesabı yapılır. Birim fiyatı belirlemek için aynı türden daha önce yapılmış olan binaların analizi ve güncelleştirilmiş değerleri gerekir.

Fiziksel yapıya ait herhangi bir bilgi içermemesi, yalnızca eleman-kışı ve maliyet arasında bağ kurması yöntemin dezavantajlarından biridir. Karşılaştırılan binalar arasındaki piyasa koşulu, biçim, yapı kalitesi, tesisat, zemin gibi farklılıklardan dolayı bu yöntemle doğru bir hesap yapılması oldukça zordur. Diğer taraftan alternatif projeler arasından yapılacak seçim için uygun değildir. Aynı birim sayısına sahip binaların maliyetleri bu yöntem sonucu aynı çıkmaktadır. Gerçekte ise binalar arasındaki fiziksel farklılıklar (plan biçimi, malzeme kalitesi vb.) nedeniyle bina maliyetleri farklıdır. Yöntem süratle uygulanabilme özelliğine sahip olmakla birlikte kesin olmaktan uzaktır.

- **Küp Yöntemi**

Bina maliyetinin yapı hacmine oranı olarak tanımlanan metreküp maliyet, yükseklik faktörünün de maliyete katılması sonucu ortaya çıkmıştır. Küp yönteminde bina maliyeti, bina hacminin, hacim başına bulunan ( $TL/m^3$ ) birim fiyat ile çarpılması sonucu bulunur.

Binanın hacim olarak değerlendirildiği küp yönteminde birim fiyatların iyi bilinmesi gerekir. Farklı cinsteki binaların birim fiyatları büyük farklılıklar gösterir. Dış duvar/döşeme alanı oranı kullanılan tesisat ve bitirme malzemeleri kalitesi, farklılık gösteren aynı cins binalar arasında dahi önemli maliyet farklı oluşmaktadır. Binanın hacmine oranla duvar payının büyük olması, metreküp başına maliyeti artırır.

Binanın özelliklerine bağlı olarak birim fiyatının belirlenmesi oldukça zordur. Aynı yapı hacmine sahip binaların maliyetini eşit veren yöntem ile avan proje aşamasında hesap yapılabilmesine karşın, gerçekte farklı maliyeti olan alternatif projeler arasında seçim yapılamaz.

- **Alan Yöntemi**

Toplam maliyetin bina alanına bağlı olarak hesaplanmasına yönelik bir modeldir. Ön proje aşamasında kullanılan yöntem  $m^2$  başına birim fiyatla çarpılması sonucu toplam bina maliyetinin hesaplanması esasına dayanır.

Alan kavramı genellikle yatay izdüşümde belirlenen kat alanları toplamıdır. Bu nedenle içinde üçüncü boyuta ait özellikler bulunmamaktadır. Bu da bina kabuğunda oluşan değişiklikler ve farklı malzeme girdilerinden dolayı denetlenemeyen bir takım maliyet sapmalarının oluşmasına neden olmaktadır. İnşaat yeri ve koşulları, inşaat yöntemleri, malzemeler, dış yüzey kalitesi, tesisat özellikleri ve kalitesi gibi bir dizi değişkene dağıtım yapılması gerektiğinden dolayı mevcut binaların bilinen fiyatları değerlendirilerek m<sup>2</sup> birim fiyatının oluşturulması zordur. Bu nedenle avan proje evresinde maliyet hesabı yapılacak aynı alana sahip iki binanın bu yöntem sonucu maliyeti farklı olmasına rağmen eşit olacağından dolayı projeler arasında seçim yapılamaz.

- Kat Kabuğu Yöntemi

Bu yöntem, binanın dış duvarlarının, kat döşemelerinin ve çatı döşemesinin alanlarının belli katsayılarla çarpılarak, sonuçta bulunan değerlerin toplamının kabuk alanı olarak kabul edilmesi esasına dayanır. Birim maliyet ise maliyetin bu alana bölünmesi ile belirlenmektedir.

Yöntem, plan biçimi, kat yükseklikleri ve yapının tüm yüksekliğini hesaba kattığından diğer modellerden daha başarılıdır. Ancak, tüm duvar, döşeme ve çatının tek tek ölçüldükten sonra ayrı katsayılarla çarpılarak bina kabuğu cinsinden bir maliyet değerine ulaşılması yöntemin eleştirilere hedef olmasına neden olmaktadır.

- Regresyon Analizi

Regresyon analizi, bir binanın yüksekliği ve yapısı gibi bir ya da daha fazla elemana ait verileri kullanarak bir değişkenin maliyetini tahmin eden bir yöntemdir ve hata payı tahmin işlemi ölçüsü içinde yer alır. Yöntem basit olarak, verinin bir doğru üzerinde hesaplanan iki değişken arasındaki bağlantıyı tanımlaması şeklinde ifade edilmektedir.

Yöntemin sakıncası yanlış değişken seçimi yapılabilmesidir. Maliyet ile çok sıkı ilişkisi bulunan değişkenler seçilmelidir. Birbirleri ile çok basit ilişkili olan değişkenlerin seçilmesi yanlış sonuç vermektedir. Yöntemin bir diğer sakıncası maliyete ilişkin bilgilerin güncelleştirilmesi gereğidir. Doğru sonuç alınabilmesi için maliyet bilgilerinin güncel değerleri bulunmalıdır.

- **Elemanlara Dayalı Maliyet Hesabı**

Elemanlara dayalı maliyet hesabı yöntemi, bina üretim sürecinin tasarlama evresinin tüm aşamalarında, bina maliyetinin planlaması ve kontrolü için kullanılan bir yöntemdir. Elemanlara dayalı maliyet hesabı yapılabilmesi için yapım birimlerine dayalı olarak birim maliyetlerin hesaplanması ve eleman başlıkları altında toplanması ile mümkündür.

Elemanlara dayalı maliyet karşılaştırması iki yolla yapılır:

- Birinci yöntemde, elemanların birim miktarları proje üzerinden ölçülür. Projenin eleman miktarı, elemanın birim fiyatı ile çarpılarak, eleman maliyetleri belirlenir. Daha sonra eleman maliyeti projenin toplam kat alanına bölünerek, elemanın m<sup>2</sup> döşeme alanı başına maliyeti bulunur.
- İkinci yöntem oranlamadır. Tasarlanmakta olan projenin, birinci yöntemle eleman alanının bina alanlarına oranını belirleyen kat sayıları saptanır. Elemanların m<sup>2</sup> maliyetindeki katkıları, bu katsayıların birbirlerine oranı, elemanın m<sup>2</sup> döşeme alanı başına maliyeti ile çarpılır. Elde edilen sonuç toplam döşeme alanı ile çarpılarak toplam bina maliyeti elde edilir.

Ülkemizde bina elemanlarının birim fiyatlarına ilişkin yeterli veri bulunmamaktadır. Elemanların alt açılımlarının farklılaşması, birim fiyatlarının değişmesine neden olmaktadır. Bu nedenle karşılaştırılan binalara ait katsayıların maliyet hesabı yapılan proje için kullanılması doğru sonuç vermemektedir.

Avan projeler detaylı bilgi içermez. Proje üzerinde özellikle yapım birimlerine ait yeterli bilgi yoktur. Ancak maliyet hesabı yapan mühendis ya da mimarın uygulama projesi evresinde verdiği kararların avan proje düzeyinde alınabileceği daha önce belirtilmişti. Ayrıca yöntemlerin avan proje düzeyinde geliştirilmesi nedeniyle, bu evrede sahip olunan bilgi tatmin edici düzeydedir.

Bina maliyeti hesabının, yatırım kararlarını yönlendirdiği düşünülürse bina maliyetinin, bina fikrinin ortaya çıkmasıyla birlikte ele alınması zorunludur. Aynı zamanda bina maliyetinin hesabı sonucu yatırım miktarı belirlenir ve alternatif projeler arasında seçim yapılması mümkün olur [17].

#### 4.2.9.2 İnşaat Süresini Etkileyen Faktörler ve Süre Tahmini

İnşaat sektöründe inşaat süresi, sezgisel olarak tahmin edilmektedir. Bu tür bir tahminin güvenilirliği de planlama mühendisinin becerisine ve geçmiş tecrübesine bağlı olmaktadır. Proje süresinin tahmininin doğru yapılması ve inşaatın zamanında teslim edilmesi konusu ile ilgili araştırmalar sonucunda kişisel tecrübenin ağırlığını en aza indirebilmek için çeşitli modeller geliştirilmiş ve bunun yanı sıra inşaat süresini etkileyen faktörler belirlenmeye çalışılmıştır.

Başarının anahtarı olan süre faktörü, özellikle Türkiye gibi ekonomik piyasanın değişken olduğu pek çok ülkede inşaat maliyetini önemli derecede etkilemektedir. Fizibilite analizini yapan kişinin inşaat süresi tahmini yaparken gözönüne alması gereken faktörler aşağıda sıralanmıştır. Benzer proje karşılaştırmaları ile tahmin edilen inşaat süresinin aşağıdaki faktörler doğrultusunda revize edilmesi gerekmektedir. İnşaat süresini etkileyen faktörler:

- İhale faktörü

Davet usulü ihale, herkesin dilediği gibi katılamadığı, katılımcıların ihale öncesi çeşitli incelemeler sonucunda seçtiği bir ihale biçimidir. İhale yapılmadan önce, ihaleye katılacaklar belirlenir ve ihaleye davet edilirler. Bu şekilde ihalede seçilecek olan firma, yapılacak işe uygun özellikteki firmalar arasından seçilmiş olur. İşe uygun özellikteki bu firma da inşaatın kısa sürede bitmesini sağlayacak özelliklere sahip olduğundan inşaat süresini olumlu yönde etkiler.

- İnşaat bitiş tarihinin tespiti ve cezai yaptırımlar faktörü

İnşaat başlamadan önce inşaatın bitiş tarihinin tespit edilmesi ve inşaatın gecikmesi durumunda cezai yaptırımların uygulanması, inşaat firmalarını inşaatın gecikmemesi için gerekli önlemler almaya teşvik edecektir. İnşaatın süresi kontrolü ile ilgili her türlü denetim, firma tarafından sağlanacak ve gerekli iş plan ve programları yapılacaktır. Bu programlı çalışma da inşaat süresini olumlu yönde etkileyecektir.

- Proje büyüklüğü faktörü

Proje büyüklüğü; yüklenicinin kapasitesini, binanın inşa sistemini, kullanılacak malzemenin seçimini ve tedarik metodunu, işçi kapasitesini, kullanılacak teknoloji

kapasitesini önemli ölçüde etkilemektedir. Ancak proje büyüklüğü, inşaat süresini etkileyen önemli faktör olarak belirlenmiş olsa da, inşaat yönetim planlaması ve kontrol mekanizması kadar önemli değildir. Çünkü proje büyüklüğünün neden olduğu bir takım problemler iyi bir inşaat yönetim ve proje ekibi tarafından çok rahatlıkla çözümlenecektir.

- Çevre faktörü

Inşaat, projenin gerçekleştiği çevreden önemli derecede etkilenmektedir. Projenin gerçekleşeceği çevre şartlarının iyi tanımlanması ve çevre koşulları ile ilgili tespitlerin gerçekçi olarak gözden geçirilmesi inşaat süresini etkileyen önemli faktörlerden biridir. (Sidwel)

- Yatırımcı tecrübesi faktörü

Projeye yatırım yapan GMYO inşaat ile ilgili her türlü kararı ne kadar çabuk alırsa, bina ekibi de inşaat ile ilgili özel ihtiyaçları o kadar çabuk tanımlar ve inşaat süresi olumlu etkilenir. Bu nedenle, yatırımcının tecrübesi inşaat süresini etkileyen önemli faktörlerden biri olarak belirlenmiştir.

- Yönetimsel kontrol yeterliliği faktörü

Tecrübeli ve yetenekli bir ekip komplike bir proje ile kolaylıkla başa çıkabilir. Dolayısıyla proje ne kadar karmaşık olsa da başarılı bir ekip ile problemler kısa sürede çözülecek ve inşaat süresince çıkabilecek olan aksaklıklar kısa zamanda çözümlenecektir.

- Tasarım ekibinin etkinliği

Uygulama sırasında projede yapılabilecek olası revizyonlarda tasarım ekibinin etkinliği ön plana çıkmaktadır. Gerekli revizyonların zamanında yapılması ve kararların tasarım ekibi tarafından onaylanması inşaat süresini etkilemektedir.

Görülüyorki projenin başlangıç aşamasında belirlenen inşaat süresi; işverenin zaman sınırlarına, mimarın takdirine, mühendisin uygulayacağı kurallara, planlama bölümünün programlarına ve genellikle de taraflar arasındaki karşılıklı pazarlıklar gibi pek çok faktörden etkilenmektedir. Sonuç olarak, her bir inşaat projesi tektir. Bunun nedeni en

başta proje dizaynı olmakla birlikte, arsa faktörleri, şantiye şartları, çalışan ekiplerin karakterleri ve bunun gibi pek çok değişkendir [18].

#### **4.2.10 Proje Uygulama (Termin) Planı**

Proje uygulamasında yatırım döneminin çeşitli evreleri için gerçekçi programlar hazırlanmalıdır. Her projede uygulama bir zaman ölçeğine bağlı olduğundan bu yapılabirlik etüdünün vazgeçilmez bir bölümüdür.

Projeler belirli amaçlara ulaşmak için belirli bir zaman diliminde planlanırlar. Zamanlama faktörünün planlanması proje başarısında yaşamsal bir öneme sahiptir. Projenin bütünü içinde yapılması gereken birçok işin belli bir zaman diliminde birbiriyle uyumlu bir şekilde yürütülmesi gereklidir. Proje kapsamında bulunan değişik işleri bir zincirin değişik halkaları gibi düşünürsek bütün halkaların bileşimi toplam proje süresini vermektedir. Amaç, bütünlüğü bozmadan mümkün olan en uygun şekilde yapılacak işlerin zamanlamasını programlamaktır.

Proje uygulama programı (termin planı) genel olarak mühendislik, satınalma, sevkiyat, inşaat, montaj ve deneme işletmelerini kapsar. Yatırım kararı ile inşaatın başlaması arasında uzun zaman geçebileceği olasılığı unutulmamalıdır. Bu dönem teklif toplama, teklifleri değerlendirme, teknoloji konusunda son görüşmeler ve sözleşmelerin yapılmasından oluşur ve projeye bağlı olarak bir yıla kadar uzayabilir.

Uygulama programının hazırlanması aşağıdaki işlemlerden oluşur;

- Projenin tamamlanması için yapılması gereken bütün işlerin (şantiye içi ve dışı) türleri itibariyle belirlenmesi,
- Yapılması gereken işlerin mantıksal sıranın belirlenmesi ,
- Bütün iş kalemleri için gereken sürelerin tek tek belirlenmesi ve zamanlamanın yapılması,
- Her işin bitirilmesi için gereken kaynakların belirlenmesi ve maliyetlerinin çıkarılması,

- Uygulama evresi boyunca gerekli olan fonların aksamadan sağlanacağını gösteren uygulama bütçesinin ve nakit akımının hazırlanması ,
- Uygulama planı ve bütçesi hazırlamasında kullanılan ve gelişmelere bağlı olarak güncelleştirilecek olan veri setinin hazırlanması.

Hazırlanan program genellikle aşağıdaki aşamalar ile uygulamaya konur:

- Uygulama ekibinin (proje yönetimi) atanması ,
- Şirket ya da ortaklık kurulması vb. yasal işlemlerin tamamlanması ,
- Yetkili devlet birimlerinden gereken onayların alınması (sarı ihale yetkisi, teşvik belgesi, proje ruhsatı vb.) ,
- Finansal planlama ve finansman temini (kredi işlemleri vb.) ,
- Proje yönetimi ve organizasyonun oluşturulması (şantiye personelinin istihdamı vb.),
- Teknolojinin sağlanmasına ilişkin işlemlerin tamamlanması ,
- Ayrıntılı mühendislik çalışmalarının tamamlanması ve uygulama projelerinin hazırlanması ,
- İhale belgelerinin hazırlanması, ihaleye çıkma, teklifleri toplama ve değerlendirme ,
- Arazinin temin edilmesi,
- İnşaat işleri,
- Deneme ve işletmeye alma çalışmaları ,
- Projenin tanıtılması.

Proje programlanması için çeşitli yöntemler vardır. En bilinen ve kolay yöntem çubuk diyagramı ya da Gantt çizelgeleridir. Buna göre; proje uygulaması çeşitli etkinlik alanlarına bölünür ve her biri için süresi gösterilir. Böylece her bir etkinliğin başlangıç zamanı ya da belirli kararların alınacağı tarihler saptanır. Hazırlanması kolay olan bu çizelgeler her projeye uygulanabilir. Birbiriyle ilişkili ve birbirini izleyen pek çok

etkinlikten oluşan karmaşık bir projede çubuk çizelge uygun olmayabilir ve “şebeke analizi” olarak isimlendirilen PERT (Project Evaluation and Review Technique) ya da CPM (Critical Path Method) gibi yöntemler gerekebilir. PERT yöntemi, kutucuklar içinde gösterilen çeşitli etkinlikleri zaman boyutuyla ele alıp görsel bir şekilde sunarken, CPM yöntemi bu işleme maliyet unsurunu da ekleyerek alternatif yollardan maliyeti en az olanı tercih etmeyi kolaylaştırır [14].

#### **4.2.11 Projenin Finansmanı ve Finansal Analiz**

Çoğu kez fizibilite raporları hazırlanırken projenin finansmanının hazır olduğu var sayılır. Oysa kaynak kısıtı projenin kapasitesini ve teknolojik tercih gibi birçok önemli boyutunu etkileyen bir unsurdur. Bu konuda yaşanan diğer bir sorun ise gerçekçi olmayan finansman ihtiyacı tahminleridir. Yatırım ve üretim maliyetlerinin düşük, satış gelirlerinin ise yüksek alınması durumunda projenin ihtiyaç duyacağı finansman miktarı olduğundan daha az görünmekte, sonuçta ise proje finansmanında zorluklar ile karşılaşmakta, artan finansman gereği nedeniyle de projenin karlılığı ortadan kalkmaktadır. Bu nedenle projenin finansman ihtiyaçlarının gerçekçi bir şekilde saptanması ve değişik finansman kaynakları arasından en uygun olanlarının seçilmesi önem taşımaktadır.

Finansman planlamasının son şeklinin verildiği bölüm kapsamında yapılan çalışmalar şu şekilde özetlenebilir:

- Finansman tablolarının hazırlanması
- Finansman ihtiyacının belirlenmesi
- Finansal planlamanın yapılması
- Finansman kaynaklarının belirlenmesi
- Finansman giderlerinin belirlenmesi
- Sermaye maliyetinin belirlenmesi
- Finansman kaynaklarının analizi
- Finansal oranlar analizi

Hem finansman ihtiyacının belirlenerek finansal planlamanın yapılabilmesi, hem de finansal analiz için hazırlanması gereken finansman tabloları; finansal nakit akım tablosu (ya da finansman ihtiyacı ve kaynakları tablosu), net gelir-gider tablosu ve proforma bilançodan oluşmaktadır.

Proje finansmanı planlanırken öncelikle ele alınması gereken konulardan biri özkaynak/borç dengesinin kurulmasıdır. Borçlanma imkanları ise uzun vadeli ve kısa vadeli olmak üzere iki kalemde değerlendirilmelidir. Sanayi projelerinde genellikle ilk yatırım maliyetleri özkaynak ve uzun vadeli ticari banka kredileri kullanılmak suretiyle karşılanmaktadır. Ancak, özkaynak ve ticari banka kredisi dışında da birçok finansman alternatifi bulunmaktadır. Şirketin doğrudan tahvil ihraç etmesi, ulusal veya uluslararası resmi finans kurumlarından borçlanma gibi diğer alternatifler de değerlendirilerek en uygun koşulları sağlayan mali yapı oluşturulmaya çalışılmalıdır.

Gerçekte bir finansal enstrüman olarak değerlendirilen Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, şirketin halka arz edilmesi ve sermaye artırımına gidilmesi suretiyle geliştirilecek proje için gerekli kaynak hisse senedi satışından, kuruluş sermayesinden ve banka kredilerinden sağlanabilmektedir.

Geliştirilecek projelerin borç ödeme planı önceden saptanmalıdır. Nakit akımı tablosuna bağlı olarak yapılacak planlamada gerçekçi davranılmaması halinde proje finansman darboğazına girebilecektir. Projelerin ihtiyaç duyacağı finansman ihtiyacı şirketin halka arzı sırasında sermaye artırım miktarını belirleyecektir. Düşük olarak gösterilen maliyetler ya da riskler gözönüne alınmaksızın hazırlanan gelir tabloları, daha sonra projenin başarısızlığına neden olabilmektedir.

Projenin finansmanı için yalnızca finansman kaynakları bulmak yeterli değildir. Fonların projeye akışının zamanlaması, yatırım harcamaları, üretim giderleri ve diğer harcamaların dışarıya akışı ile senkronize edilmelidir. Bu yapılmadığı takdirde, boşa kalan fonların sonucu olarak faiz gelirlerinde önemli kayıplara uğranabileceği gibi karşılaşılabilecek mali darboğaz sonucu proje uygulamasında gecikmeler de söz konusu olabilir. Kısacası, projenin başarısı için finansman akışının iyi izlenmesi, düzenlenmesi ve birbirleri ile ilişkilendirilmesi gerekmektedir [14].

### **4.3. Gayrimenkul Geliştirme Projelerinin Analizi ve Alternatif Projeler Arasından Seçim Yapılması**

#### **4.3.1 Proje Analizi (Yatırım Öncesi)**

Yapılabilirlik etüdü hazırlama süreci kendi içinde bir proje analizi boyutu taşımaktadır. Hazırlanan nakit akımı tabloları ve diğer veriler kullanılarak proje için çeşitli ticari, ekonomik ve sosyal analizler ile çevresel etki analizleri bu kısımda ele alınır. Hazırlık esnasında yapılan çeşitli anahtar varsayımlar bu bölümde duyarlılık analizleri ile test edilerek projenin başarı şansı belirlenmeye çalışılır. Bu bölümün temel amacı karar alıcıyı projenin yapılabilir olup olmadığı hususunda ikna etmektir.

Yapılabilirlik etüdü hazırlama ve yatırım kararı verme aşamalarında gerçekleştirilen proje analiz çalışmaları sırasında aşağıda açıklanan tekniklerin hepsinin birden uygulanması mümkün ve gerekli olmayabilir. Çünkü, bu tekniklerin bir kısmı diğerlerine alternatif olarak geliştirilmiştir. Örneğin proje faydalarını ölçmenin mümkün olmadığı durumlarda, fayda-maliyet analizini uygulamak mümkün olamadığı için maliyet-etkinlik analizi kullanılmaktadır.

##### **4.3.1.1 Teknik Analiz**

Teknik analiz bir çok ekonomik ve teknik kapsamlı çalışmanın yerine getirilmesini gerektirmesine karşılık, temelde pazara sunulacak olan ürün ya da hizmetin üretiminin teknik olarak mümkün olup olmadığını irdelemek amacıyla yapılır. Teknik analizde projenin daha çok mühendislik boyutu ön plana çıkar. Bu aşamada ele alınan ve analiz edilen konular, teknik tasarım, ölçek, yer, zamanlama ve seçilen teknoloji paketi olarak özetlenebilir. Analiz aşamasında sorulması gereken temel sorular şunlardır:

- Konunun gerektirdiği bütün teknolojik ayrıntılar ele alınmış mı ?
- Konuyla ilgili bütün teknoloji seçenekleri dikkate alınmış mı ?
- Alternatif çözümler, maliyet, fayda, hammadde ihtiyacı yönünden karşılaştırılmış mı?
- Seçilen teknoloji, ülkenin, sektörün ve/veya bölgenin yapısına “uygun” mu ?

- Seçilen teknoloji ülkenin bilim ve teknoloji kapasitesini geliştiriyor mu ?
- Seçilen teknoloji ticari ölçekte uygulanmış ve başarılı sonuçlar elde edilmiş mi ?

Yukarıdaki soruların yanıtlanabilmesi için teknik analiz sırasında incelenmesi gereken konular şunlardır:

- Ürünün teknik özellikleri ve kalite standartları.
- Kuruluş yerinin seçimi.
- Projenin ekonomik ömrü.
- Üretim süreci ve alternatif teknolojiler.
- Teknoloji seçimi ve gerekçesi.
- Mevcut ve ihtiyaç duyulan altyapı hizmetleri (su, elektrik, ulaşım vb.).
- Yerleşim düzeni.
- Hammadde ve diğer yardımcı maddelerin bulunabilirliği.
- İnşaat ve montaj programı (yatırım uygulama programı).
- Üretim-Satış (Pazarlama) Programı.

#### **4.3.1.2 Ticari Analiz**

#### **4.3.1.3 Ticari, Ekonomik ve Sosyal Analizin Karşılaştırılması**

Projelerin ticari, ekonomik ve sosyal açıdan analizi sırasında iki temel akım incelenir. Bunlar, proje hazırlama aşamasında minimize edilmeye çalışılan maliyetler ve maksimize edilmeye çalışılan faydalardır. Proje analizi, "bir yatırımın yaratacağı faydaları ve yol açacağı maliyetleri karşılaştırarak yatırım teklifinin çekici, yani yapılabilir olup olmadığının ortaya çıkarılması ve çeşitli yatırım tekliflerinin fayda ve maliyetlerini karşılaştırarak bunlar arasında öncelik sıralamasının belirlenmesidir" biçiminde tanımlanabilir.

Projenin yatırım dönemi ve ekonomik ömrü süresince ortaya çıkan fayda ve maliyetlerin bir referans yılına, genellikle yatırımın başlangıç yılı, indirgenerek karşılaştırılması esasına dayanan bu yöntem genel olarak "fayda-maliyet analizi" denilmektedir.

Projelerin ticari, ekonomik ve sosyal açıdan analizi sırasında kullanılan ve indirgeme tekniğine dayanan temel analiz ölçütleri şunlardır:

- Net Bugünkü Değer (NBV)
- İç Karlılık Oranı (IRR)
- Fayda-Maliyet Oranı (F/M)
- Geri Ödeme Süresi

Net bugünkü değer ile iç karlılık oranı, indirgeme tekniğine dayanan ölçütlerin en sık kullanılanlarıdır. İndirgeme tekniğinin temel özelliği, paranın zaman değerini dikkate almasıdır. Bu tekniğin uygulanabilmesi için, ilk olarak, "İndirgenmiş Nakit Akımı Tablosu" hazırlanır. Ekonomik ve/veya sosyal analiz için hazırlanan nakit akımı tablosu ise, fayda ve maliyetlerin tanım, kapsam ve fiyatlandırılmasındaki farklılık nedeniyle "İndirgenmiş Kaynak Akımı Tablosu" olarak adlandırılır.

İndirgeme tekniği, nakit akım tablosunu oluşturan yıllık nakit akımlarının (nakit girişleri ve nakit çıkışları) bugünkü değerinin bulunarak indirgenmiş net nakit akımının elde edilmesi esasına dayanır. İndirgenmiş net nakit akımının elde edilebilmesi için, önce her yılın maliyeti gelirden çıkarılarak net nakit akımı elde edilir. Daha sonra belirli bir indirgeme oranı kullanılarak her yıl için ayrı ayrı indirgenen net nakit akımları bulunur. Bunların toplamı, projenin "Net Bugünkü Değeri"ni oluşturur. Net bugünkü değeri sıfıra eşit kılan faiz oranına "İç Karlılık Oranı" denmektedir [25].

Fiyatların göreceli yapısının değişmediği varsayımı ile enflasyonu (fiyat artışlarını) göz önüne almayan geleneksel tekniklerin aksine, "enflasyon ortamında proje analizi" göreceli fiyat artışlarını da hesaba katarak bu konudaki riski gidermeye çalışır.

Projeyi yatırımcı kuruluş açısından ele alan ticari analizde, ticari karlılığın maksimize edilmesi, tek amaçtır. Ticari analizde fayda ve maliyetler, piyasa fiyatları ile hesaplanır. Fayda ve maliyetlerin gerçek değerini yansıttığı kabul edilen piyasa fiyatları, analizde

hiçbir düzeltme yapılmadan kullanılır. Ticari analizde dolaylı ve dışsal etkiler hesaba katılmaz.

#### 4.3.1.4 İndirgeme Oranının Seçimi

Gelecekteki faydaların ve maliyetlerin bugünkü değerlerinin bulunmasında kullanılan indirgeme oranının seçimi, hem ticari hem de ulusal açıdan fayda-maliyet analizlerinin en can alıcı noktasını oluşturur. Çünkü indirgeme oranı, yatırımcının ya da toplumun tüketmekten vazgeçip projeye bağladığı kaynağın maliyetini; diğer bir deyişle, projeye elde edilmesi gereken en düşük kazanç oranını gösterir.

Sermayenin fırsat maliyeti ya da paranın zaman değeri olarak tanımlanan indirgeme oranına, iskonto oranı da denilmektedir.

Yatırım kararı verilmesinde kullanılan net bugünkü değer, seçilen indirgeme oranına bağlı olarak değişir. İndirgeme oranı büyüdükçe yatırımın net bugünkü değeri azalmaktadır. İndirgeme oranının iyi belirlenmesi, yatırım kararının tutarlı olmasını ve ticari açıdan zarar edilmemesini sağlar.

İndirgeme oranı ya da diğer deyişle sermaye maliyetinin belirlenmesinde, ilk önce projede kullanılan farklı sermaye kaynaklarının maliyetleri tek tek bulunur. Daha sonra bu kaynakların toplam içindeki payları kullanılarak sermaye maliyetlerinin ağırlıklı ortalaması hesaplanır. Bulunan ortalama değer, indirgeme oranı olarak kullanılır.

Projede kullanılan kaynak bileşimine bağlı olarak değişebilen indirgeme oranı, hangi amaçla kullanılacağına bağlı olarak da değişir. Yatırımcı kuruluşlar açısından yapılan ticari analizde kullanılan indirgeme oranı, ekonomik ve sosyal analizde kullanılan oranlardan farklıdır. Eğer proje analizi sabit fiyatlarla gerçekleştiriliyorsa, indirgeme oranı, enflasyon beklentisi etkisinden arındırılmış kaynak maliyetleri, yani gerçek maliyetler (gerçek indirgeme oranı) kullanılarak hesaplanır. Gerçek indirgeme oranı aşağıdaki formül ile hesaplanır.

$$\text{Gerçek İndirgeme Oranı, } i = (1 + k) / (1 + P) - 1 \quad (4.1)$$

Burada; k nominal indirgeme oranını, P ise ortalama fiyat artış oranını (beklenen enflasyonu) gösterir.

İndirgeme oranı yatırımların analiz ediliş biçimine ve kullanılan hesap birimine bağlı olarak da değişmektedir. Yatırımcı kuruluş açısından fırsat maliyetini yansıttığı için ticari analizde indirgeme oranı olarak kullanılan piyasa faiz oranı, ulusal fayda-maliyet analizlerinde kullanılması gereken yatırımın sosyal fırsat maliyetinden farklıdır. Tam rekabetçi piyasalarda bile, piyasa faiz oranı sosyal indirgeme oranını karşılamaz. Çünkü özel tasarruf sahipleri, yatırımlarının gelecek kuşaklar üzerindeki etkilerini göz önünde bulundurmazlar. Bu nedenle sosyal zaman tercihleri kişisel zaman tercihlerinden farklıdır. Sermaye piyasasının işlemediği eksik rekabet piyasasında, zaman tercihleri (özel ya da sosyal) ile sermayenin fırsat maliyeti arasında da farklılaşma oluşur.

#### 4.3.1.5 Paranın Zaman Değerini Dikkate Alan Temel Analiz Ölçütleri

Proje analiz ölçütleri, projelerin ticari, ekonomik ve/veya sosyal açıdan ortaya çıkan (hesaplanan) fayda ve maliyetlerinin karşılaştırılması amacıyla kullanılan matematiksel tekniklerdir.

##### - Net Bugünkü Değer (NBV)

Proje analizinde en çok kullanılan yöntemlerden biri olan Net Bugünkü Değer (NPV) yöntemi bir projenin ekonomik ömrü boyunca sağlayacağı net nakit girişlerinin ve yatırım giderlerinin önceden kabul edilmiş belli bir indirgeme oranı ile bugüne indirgenen değerleri arasındaki farktır.

Bir projenin bu yöntemle göre kabul edilebilmesi için net bugünkü değer sıfıra eşit veya büyük olması gerekmektedir. Alternatif projelerin seçiminde ise net bugünkü değeri en büyük olan projeye (sıfıra eşit veya büyük olmak kaydıyla) öncelik verilir.

Bir projeye ait NPV şu formülle hesaplanır:

$$NBD = \sum_{t=0}^{m+n} \frac{NNG_t}{(1+i)^t} - \sum_{t=0}^m \frac{S_t}{(1+i)^t} \quad (4.2)$$

Burada;

$NNG_t$  = t yılındaki net nakit girişini (artık değer hariç),

$I_t$  : t yılındaki yatırım tutarını,

n : tesisin ekonomik ömrünü,

m : projenin inşaa süresini,

i : indirgeme oranını,

S : tesisin ekonomik ömrü sonundaki (varsa) artık değerini göstermektedir.

Projenin ekonomik ömrünün tamamını hesaba katması ve paranın zaman değerini dikkate alması yöntemin en önemli faydasıdır. Ancak, yöntem büyük projeler lehine bir analize yol açmaktadır. Diğer taraftan, NPV yönteminde i'nin değeri, diğer bir ifade ile yıllık yatırım harcaması ile nakit girişlerinin bugüne indirgenmesinde kullanılan indirgeme oranının değeri, elde edilecek sonucu oldukça etkilemektedir. Bu oranın yüksek ya da düşük saptanması bir projenin red veya kabulüne veya alternatif projeler arasındaki sıralamaya etki edebilir. Bu itibarla seçilecek indirgeme oranı analizin sonucu açısından son derece önemlidir.

İndirgeme oranının, öz sermayenin alternatif kullanımından ortaya çıkabilecek fırsat maliyetini yansıtması gerekmektedir. Yatırımın kredi ile finansmanında indirgeme oranı olarak bu krediye ödenecek faiz oranı alınmalıdır. Projenin finansmanında hem kredi hem de özkaynaklardan yararlanılıyorsa, indirgeme oranı olarak bu kaynakların maliyetlerinin kaynak kullanım oranları ile ağırlıklandırılmış ortalamasının kullanılması gerekir.

İndirgeme oranı konusunda bir diğer önemli nokta ise analizde nominal ya da reel indirgeme oranının kullanılması, bir başka ifadeyle analiz sabit fiyatlarla yapıldığına göre indirgeme oranının enflasyon etkisinden arındırılmış olması gereğidir.

#### - İç Verim Oranı (IRR)

İç Karlılık Oranı, bir projenin ekonomik ömrü boyunca sağlayacağı net nakit girişlerinin bugünkü değerini yatırım harcamalarının bugünkü değerine eşitleyen indirgeme oranıdır. Diğer bir ifadeyle bir projenin net bugünkü değerini sıfıra eşit kılan indirgeme oranıdır.

Bu tanıma göre iç karlılık oranı, aşağıdaki formülle hesaplanır.

$$\sum_{t=m+1}^{m+n} \frac{NNG_t}{(1+i_r)^t} = \sum_{t=0}^m \frac{I_t}{(1+i_r)^t} \quad (4.3)$$

Burada;

$NNG_t$  : t yılındaki net nakit girişini (artık değer dahil),

$I_t$  : t yılındaki yatırım tutarını,

$n$  : tesisin ekonomik ömrünü,

$m$  : projenin inşaa süresini,

$i_r$  : iç karlılık oranını göstermektedir.

Bu yöntemle göre bir projenin kabul edilebilmesi için hesaplanan iç karlılık oranının ( $i_r$ ) yatırımcının kabul ettiği asgari indirgeme oranından büyük olması gerekmektedir. Alternatif projeler arasındaki bir seçimde ise iç karlılık oranı en büyük olan projeye öncelik verilir.

İç karlılık oranının hesaplanması diğer yöntemlerin yanında kısmen zordur. Deneme yanılma yoluyla sonuca gidilebilir. Bu amaçla başlangıçta makul bir indirgeme oranı ile NPV bulunur. Eğer bu NPV pozitif ise, NPV negatif olacak büyüklükte bir indirgeme oranı ile tekrar NPV bulunur. Başlangıçta kullanılan indirgeme oranı ile NPV negatif ise NPV'yi pozitif yapabilecek bir indirgeme oranı ile pozitif NPV elde edilir. İç karlılık oranı ( $i_r$ ) NPV'yi pozitif yapan indirgeme oranından büyük, negatif yapan indirgeme oranından ise küçüktür ( $i_p < i_r < i_n$ ). Bu aşamadan sonra gerçeğe çok yakın iç karlılık oranı aşağıdaki formülle hesaplanır.

$$i_r = i_p + \frac{NPV_p (i_n - i_p)}{(NPV_p + NPV_n)} \quad (4.4)$$

Burada;

$i_r$  : iç karlılık oranını,

$i_p$  : NPV'i pozitif yapan indirgeme oranını,

$i_n$  : NPV'i negatif yapan indirgeme oranını,

$NPV_p$  : pozitif NPV'i,

$NPV_n$  : negatif NPV'i (mutlak değer, - işareti dikkate alınmadan) göstermektedir.

Yukarıda verilen formülle iç karlılık oranının mümkün olduğu ölçüde doğru hesaplanabilmesi için pozitif ve negatif net bugünkü değerlerin sıfıra, diğer bir ifadeyle birbirlerine çok yakın olmaları gerekmektedir. Bu amaçla hesaplamada kullanılacak indirgeme oranlarının birbirlerine çok yakın, örneğin, % 5'ten daha fazla uzak olmaması gerekir.

Karar verici için yatırımın asgari karlılığı olan bu rakam yeteri kadar büyükse proje kabul edilecek, aksi durumunda reddedilecektir. Burada kıstas olarak alınabilecek ölçü yatırımcıdan yatırımcıya fark edebilecek olmasına rağmen, en azından yatırımcının kaynak kullanım maliyeti olabilir.

#### - Geri Ödeme Süresi

Geri Ödeme Süresi, bir projenin net kar (vergiden sonraki) ve amortismanlar toplamından oluşan nakit girişleri yoluyla toplam yatırım tutarının tamamen geri ödenmesi için gerekli olan süredir. Yöntem, yatırımcının kabul ettiği asgari bir geri ödeme süresiyle söz konusu projenin geri ödeme süresinin karşılaştırılması yoluyla projenin red veya kabulü, alternatif projeler arasında bir seçim yapıldığında ise geri ödeme süresi en kısa olan projeye öncelik verilmesi hususlarında analizciye yardımcı olur.

Tek bir projenin değerlendirildiği durumlarda karar verici hesaplanan geri ödeme süresinin kendi kabul ettiği süreden kısa olması durumunda projeyi kabul edecek, aksi durumunda projeyi uygulamaya geçirmeyecektir. Kıstas olarak alınacak geri ödeme süresi farklı sektörler ve aynı sektördeki farklı karakteristiklere sahip projeler için değişiklik gösterir. Bu nedenle, geri ödeme süresinin belirlenmesinde genellikle aynı sektörde benzer karakteristiklere sahip daha önceden yapılmış uygulamaların dikkate

alınmasında fayda vardır. Birden fazla proje arasında seçim yapılacak ise geri ödeme süresi en kısa olan projeye öncelik verilir.

Uygulamasının ve anlaşılmasının oldukça kolay olması geri ödeme süresi yönteminin en önemli avantajıdır. Ancak yöntemin oldukça önemli bazı dezavantajları da vardır. Özellikle yöntem projelerin ekonomik ömürlerini ve geri ödeme süresinden sonraki net nakit girişlerini dikkate almamaktadır. Bu nedenle, ekonomik ömürleri ve kara geçme zamanlamaları farklı projelerde yanıltıcı sonuçlar verebilir. Ayrıca uzun ekonomik ömürlü büyük projelere öncelik verilmesi imkanını ortadan kaldırmaktadır.

Yanıltıcı sonuçlar verebilmesine rağmen yatırımcı için likiditenin önem kazandığı durumlarda ve ekonomik ömürleri çok farklı olmayan karlılık oranları yaklaşık projelerin sıralanmasında oldukça duyarlı bir analiz yöntemidir.

#### 4.3.1.6 Temel Ölçütlerin Birlikte İncelenmesi

Net Bugünkü Değer, İç Karlılık Oranı ve Fayda/Maliyet Oranı yöntemlerinin üçü de projelerin ekonomik ömürlerini dikkate alarak fayda ve maliyetlerin bu günkü değer ile ifade edilmesi ve karşılaştırılması ilkesine dayanmaktadır. Aralarındaki temel fark Net Bugünkü Değer ve Fayda/Maliyet Oranı yöntemlerinde fayda ve maliyetlerin belli bir indirgeme oranı ( $i$ ) kullanılarak bugüne indirgenmesine karşılık, İç Karlılık Oranı yönteminde yatırımın karlılığını gösteren  $i_r$  değerinin hesaplama sonucu ortaya çıkmasıdır.

Analiz yapılacak bir projede analiz amacıyla kullanılan belli bir indirgeme oranı ( $i$ ) ile iç karlılık oranı ( $i_r$ ) arasında ve dolayısıyla Net Bugünkü Değer, İç Karlılık Oranı ve Fayda/Maliyet Oranı arasında aşağıda verilen ilişki mevcuttur.

1-  $i < i_r$  , NPV > 0, F/M Oranı > 1 (kabul),

2-  $i = i_r$  , NPV = 0, F/M Oranı =1 (kabul veya red sınırında),

3-  $i > i_r$  , NPV < 0, F/M Oranı <1 (red).

Bu ilişkiler nedeniyle, tek bir projenin değerlendirilmesinde hangi yöntem kullanılırsa kullanılsın aynı analiz sonucuna ulaşılabilecektir. Diğer bir ifadeyle her üç yöntemle de söz konusu tek proje red veya kabul edilecektir. Ancak, iki ya da daha fazla proje arasında

bir seçim yapılacaksa NPV ve İç Karlılık Oranı her zaman aynı analiz sonucunu vermeyebilir. Gerçekten bazı durumlarda iki projeden birisinin iç karlılık oranı yüksek, diğerinin ise Net Bugünkü Değeri yüksek olabilir. Böyle bir durumda, eğer projeler birbirlerinden bağımsız projeler ise ve finansman kısıtı yok ise Net Bugünkü Değerleri sıfırdan büyük ve/veya İç Karlılık Oranları kabul edilen asgari orandan büyük olmak kaydıyla her iki proje de uygulamaya konulabilir. Ancak projeler karşılıklı olarak birbirini dışlayan (mutually exclusive) projeler ise diğer bir ifadeyle ya biri ya diğeri uygulamaya konulacak ise veya bağımsız projelerden finansman kısıtı nedeniyle sadece biri uygulamaya konulabilecek projelerin nakit akımlarının farklarını sıfıra eşitleyen oran (farkların iç karlılık oranı) dikkate alınarak karar verilmelidir. Marjinal İç Karlılık Oranı olarak da adlandırılan bu oran, iki proje farkının NPV'ni sıfıra eşitler.

#### **4.3.1.7 Başabaş Noktası Analizi**

Başabaş Noktası (BBN) ya da Kara Geçiş Noktası (KGN) Analizi bir projenin işletme aşamasına geçtikten sonra toplam satış tutarı ile toplam giderlerinin birbirlerine eşit olduğu satış tutarı, satış miktarı ya da kapasite kullanım oranını (başabaş noktası satış tutarı, başabaş noktası satış miktarı ya da başabaş noktası kapasite kullanım oranı) bulmak için kullanılan bir tekniktir. Esas itibarıyla imalat sektörü yatırımları için uygulanabilen bir teknik olup, sabit giderler, değişken giderler ve kar arasındaki ilişkinin incelenmesinde kullanılmaktadır.

Bir projenin zarar etmemesi için minimum kapasite kullanımı ile satış tutarını veren başabaş noktası, ne kadar küçükse projenin zarar etme ihtimali o kadar azdır. Diğer bir ifadeyle, tam kapasitede çalışması planlanan bir projede başabaş noktası tam kapasiteye yakınsa projenin zarar etme ihtimali o kadar büyüktür. Başabaş noktasının tam kapasiteden daha büyük olması durumunda ise projenin kar yapma ihtimali yoktur.

#### **4.3.1.8 Belirsizlik ve Risk Analizi**

Bir proje hazırlama ve analiz süreci, incelenen projenin ekonomik ömrü dikkate alınarak hemen hemen tümüyle geleceğe yönelik tahminlerden oluşan parametrelerle yerine getirilir. Genel olarak yatırım giderleri (inşaat, makina-donanım vb.), işletme giderleri (ücretler, hammadde, enerji giderleri vb.) ve işletme gelirleri (üretilen mal veya hizmetin satışı gibi) olarak üç ana başlık altında toplanabilecek bu parametrelere ait değerler ile

indirgeme oranının büyüklüğü, proje hazırlama ve analiz sonuçlarını büyük ölçüde etkiler. Bu değişkenlerin büyüklüğünün saptanmasında yapılan hata, kullanılan değişkenin proje üzerindeki etkisinin büyüklüğüne bağlı olarak, reddedilmesi gereken bir projenin analiz neticesinde kabulüne ve dolayısıyla oldukça büyük kayıplara yol açabilir.

Geleceğe yönelik belirsizliklerden kaynaklanan bu tür bir sonuca eldeki imkanlar ölçüsünde meydan vermemek için, ileride değişmesi muhtemel ve etkisi büyük olabilecek değişkenlerin alabileceği değerler göz önünde bulundurularak, proje analizinin yeniden yapılması ve sonuçlara göre son kararın verilmesi gerekmektedir. Bu amaçla en yaygın olarak kullanılan iki teknik Duyarlılık Analizi ve Olasılık Analizidir. Fiyat artışlarından kaynaklanan riski analiz edebilmek için uygulanan "Enflasyon Ortamında Proje Analizi" tekniği de bu kapsamdadır.

- Duyarlılık Analizi

Duyarlılık analizi birim satış fiyatı, satış tutarı, ana girdi maliyetleri, projenin termini veya faiz oranı (indirgeme oranı) gibi herhangi bir değişkende olabilecek olası değişmelerin, diğerleri sabit kalmak kaydıyla, analize esas alınan ölçüt (Net Bugünkü Değer, İç Karlılık Oranı, Geri Ödeme Süresi, Katma Değer Etkisi, Kara Geçiş Analizi vb. herhangi bir ölçüt) üzerindeki etkisini görebilmek için yapılır.

Analizi yapan, kullandığı parametrelerden hata veya değişmesi olasılığı olan ve aynı zamanda seçmiş olduğu analiz ölçütünü (örneğin Net Bugünkü Değer) önemli oranda etkileyebilecek birini (mesela birim satış fiyatı) seçer. Daha sonra bu değişkenin alabileceği en kötü ve en iyi değerlerle projenin NPV'ini yeniden hesaplar. Değişkenin en kötü, en iyi ve ortalama değeriyle (bunu başlangıçta kullanılan değer olarak düşünebiliriz) hesaplanan üç NPV büyüklüğünü gözönünde bulundurarak proje analizi ile ulaşılan sonucu irdeler.

- Olasılık Analizi

Duyarlılık analizi proje kapsamında yer alan değişkenlerin proje karlılığını nasıl ve ne derecede etkilediğini inceleyerek kritik olan değişkenleri belirlemeyi amaçlar. Ancak duyarlılık analizi her değişkenin olası değişme aralığını ve bu aralık içindeki her değerın olasılığını göstermez. Bunları belirlemek olasılık analizinin temel amacıdır. Yani olasılık

analizi her değişkenin olası değişme aralığını ve bu aralık içindeki her değerin ortaya çıkma olasılığını ya da diğer bir deyişle, söz konusu olan her değişkenin olasılık dağılımını belirleme amacı taşır.

Proje kapsamında yer alan her değişken için bir olasılık dağılımı belirlemek çok zaman alıcı ve gereksiz bir işlemdir. Duyarlılık analizi ile kritik olduğu belirlenen değişkenlerin olasılık dağılımlarının belirlenmesi daha pratik bir yoldur. Bir değişkenin olasılık dağılımının belirlenebilmesi için, öncelikle o değişkene ilişkin sağlanabilen tüm bilgilerin bulunması gerekir. Değişkenlerin olasılık dağılımları ancak bu bilgilere dayalı olarak belirlenebilir.

#### **4.3.1.9 Maliyet Etkinlik Analizi**

Yatırım projelerinin ticari açıdan analiz edilmesinde kullanılan temel yaklaşım, projelerin mümkün olduğu ölçüde parasal olarak ifade edilen fayda ve maliyetlerinin karşılaştırılması ve öncelik sıralaması amacıyla bazı matematiksel teknikler kullanılması esasına dayanır. Diğer bir ifadeyle, NPV, IRR, Katma Değer veya İstihdam Etkisi gibi ölçütler ancak projenin fayda ve maliyetlerinin parasal olarak ifade edilebilmesi durumlarında kullanılabilirler.

Projenin yaratacağı faydaların ölçülemediği ya da ölçmeye çalışmanın doğru kabul edilmediği durumlarda, "maliyet-etkinlik analizi" kullanılır. Bu teknik, daha çok temel ihtiyaçları karşılama amacına yönelik olan sosyal sektör projelerinin analizinde uygulanır. Maliyet-etkinlik analizi, sosyal tercihleri yansıtan hedef düzeylere erişmek amacıyla hazırlanan alternatif projeler arasından indirgenmiş toplam maliyeti (yatırım tutarı ile diğer proje giderlerinin toplamı) en düşük olanı, yani en ucuz olan çözümü bulmaya yönelik analiz tekniğidir. Proje maliyeti ve giderleri hesaplanırken bu teknikde de gölge fiyatlar kullanılır.

#### **4.3.1.10 Finansal Analiz**

Ticari karlılık analizi sonucunda karlı olduğu saptanan projenin işleyişini finansal açıdan da sürdürüp sürdüremeyeceğinin incelenmesi gerekir. Çünkü, karlılık analizinde kullanılan nakit akımları bir projenin işleyişini etkileyen tüm nakit giriş ve çıkışlarını göstermez. Örneğin; borç anaparalarının, kar paylarının ve sigorta primlerinin ödenmesi, fiyat artışları, birikmiş fonların değerlendirilmesinden elde edilen faiz gelirleri

ve benzeri nakit giriş-çıkışı oluşturan konular ticari karlılık analizinde kullanılan nakit akım tablolarında yer almaz.

Finansal analizin amaçları şu şekilde sıralanabilir:

- Projenin finansal planlamasının incelenerek varsa ek finansman ihtiyacının saptanması,
- Finansman kaynaklarının neler olduğunun, yeterli olup olmadığının ve elde edilebilirliğinin gerçekçi olup olmadığının belirlenmesi,
- Finansman kaynaklarının risklerinin, maliyetlerinin ve projeye getirdikleri yükün belirlenmesi,
- Değişik finansman kaynakları arasında en uygun olanların seçilmesi,
- Projeyi yürütecek olan kuruluş ve/veya öz kaynaklarını bu projeye yatıran ortakların finansal durumunun incelenmesi,
- Projenin finansal açıdan yürütülebilir olup olmadığının belirlenmesi ve nasıl bir likiditeye sahip olacağının görülmesi,
- Beklenmeyen maliyet artışlarının karşılanıp karşılanamayacağını belirlenmesi.

Projenin finansal açıdan sürdürülebilir olup olmadığının belirlenmesi ile kastedilen; projenin gelecekte yaratacağı kaynakların çeşitli amaçlarla yapılacak ödeme ve kullanımlar için yeterli olup olmadığının, yani nakit dengesindeki eksiklik ve fazlalıkların belirlenmesi suretiyle projenin finansal yükümlülüklerini yerine getirip getiremeyeceğinin saptanmasıdır.

Finansal analiz işlemi şu adımlardan oluşur.

- Finansal tabloların hazırlanması,
- Finansal tablolar yardımıyla varsa ek finansman ihtiyacının belirlenmesi,
- Projenin finansman kaynaklarının ve maliyetlerinin analiz edilmesi,

- Finansal tablolara dayalı olarak proje başarısını etkileyecek önlemlerin belirlenmesi, Projenin finansal yeterliğini saptamakta kullanılacak ölçütlerin (finansal oranlar) belirlenmesi,
- Finansal risklerin değerlendirilmesi.

#### **4.3.1.11 Finansal Tablolar Analizi**

Projenin ya da kuruluşun finansman ihtiyacını ve sermaye yapısını belirlemek üzere hazırlanan finansal (mali) tablolar şunlardır:

- Finansal Nakit Akım Tablosu ya da Finansman İhtiyacı ve Kaynakları Tablosu
- Net Gelir-Gider Tablosu
- Proforma Bilanço

Projelerin yapılabirlik etüdleri hazırlanırken daha çok yatırım dönemi üzerinde yoğunlaşmakta ve işletme dönemi genellikle gözardı edilmektedir. Finansman planlaması için hazırlanan Finansal Nakit Akım Tablosu ya da Finansman İhtiyacı ve Kaynakları Tablosu projenin yatırım dönemi dahil tüm yaşam süresi boyunca görülen nakit girişlerini (fon kaynakları) ve nakit çıkışlarını belirterek projenin nakit ya da fon dengesini gösterir. Net nakit akımının nadiren açık verdiği (negatif olduğu) ve amaçları ile sonuçları bakımından aynı olan bu iki tablo, likidite analizi için kullanılır. Her iki tablonun nakit akımları ya fiyat artışları dikkate alınarak hesaplanır ya da fiyat artışları (kur farkları dahil) ayrı bir satır olarak gösterilir. Fiyat artışları ekonominin genel yapısı, enflasyon eğilimi ve sektörün genel yapısı dikkate alınarak belirlenir.

Görelî olarak büyük olan projelerde bütün finansal tabloların hazırlanması gerekir. Çünkü likidite, verimlilik ya da karlılık ile ilgili finansal oranların bazıları bilanço, bazıları ise gelir-gider tablosu yardımıyla hesaplanır.

#### **4.3.1.12 Finansman Kaynaklarının Analizi**

Bu inceleme, proje maliyetlerinin de kabaca tahmin edildiği proje olanakları etüdü ya da ön-yapılabirlik etüdü hazırlanması sırasında yapılabilir. Finansman kaynaklarının analizinde incelenmesi gereken, öngörülen finansman kaynağının (teklif edilen) ya da

varsa anlaşması yapılmış olan finansman kaynağının projeye getirdiği ek yüklerin ve gerçek maliyetinin, yani "etkin faiz oranı"nın hesaplanmasıdır. Bunun yapılabilmesi için, önce önerilen finansman teklifinin oluşturduğu gizli ve açık olan bütün fayda ve maliyetler, diğer bir ifadeyle nakit giriş ve çıkışları belirlenir ve finansman paketinin kendi nakit akımı oluşturulur. Hesaplanan net nakit akımından yararlanılarak bulunan iç karlılık oranı finansman teklifinin gerçek maliyetine, yani etkin faiz oranına eşittir.

#### 4.3.1.13 Finansal Oranlar Analizi

Gerek işletmelerin gerekse projelerin finansal başarılarının ölçülüp yorumlanmasında en yoğun bir şekilde kullanılan finansal analiz tekniği finansal oranlardır. Finansal analizde genellikle bilinen oranlardan yararlanılır. Bunlar finansman planlaması için hazırlanan proforma bilanço, net gelir-gider tablosu ve nakit akım tablosu (ya da finansman tablosu) verilerinden çıkarılır. Finansal yeterliliği ve başarıyı ölçmekte kullanılan bu oranları, likidite, kaldıraç, faaliyet ve karlılık oranları olmak üzere dört ana grupta toplamak mümkündür. Değişik oran grupları ile projenin ya da işletmenin belli bir döneme ait finansal durum analizi yapılır. Oranların tek bir değişken olması nedeniyle projedeki diğer değişimleri yansıtmayacağı unutulmamalıdır. Bu nedenle tek bir orana bakılarak proje ya da işletme hakkında bir genelleme yapılmamalıdır.

Likidite Oranları :

$$\text{Cari Oran} = \text{Dönen Varlıklar} / \text{Kısa Vadeli Borçlar}$$

$$\text{Asit Test Oranı (Çabuk Oran)} = (\text{Dönen Varlıklar} - \text{Stoklar}) / \text{Kısa Vadeli Borçlar}$$

Kaldıraç Oranları :

$$\text{Borç-Özkaynak Oranı} = \text{Uzun Vadeli Borçlar} / \text{Özkaynaklar}$$

$$\text{Toplam Borç-Toplam Varlıklar Oranı} = \text{Toplam Borç} / \text{Toplam Varlıklar}$$

$$\text{Finansman oranı} = \text{Özkaynaklar (Özsermaye)} / \text{Toplam Borçlar}$$

$$\text{Borç Ödeme Gücü} = (\text{Faiz ve Vergiden Önceki Kazanç}) / \text{Faiz ve Anapara Ödemeleri}$$

**Faaliyet Oranları :**

$$\text{Alacakların Devir Hızı} = \frac{\text{Kredili Satışlar (ya da Net Satışlar)}}{\text{Ortalama Ticari Alacaklar}}$$

$$\text{Stok Devir Hızı} = \frac{\text{Satışların Maliyeti}}{\text{Ortalama Stoklar}}$$

$$\text{Dönen Varlıklar Devir Hızı} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Dönen Varlıklar}}$$

$$\text{Toplam Varlıklar Devir Hızı} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Toplam Varlıklar}}$$

**Karlılık Oranları :**

$$\text{Brüt Kar Marjı (Oranı)} = \frac{\text{Brüt Satış Karı}}{\text{Net Satışlar}}$$

$$\text{Net Kar Marjı (Oranı)} = \frac{\text{Net Kar (vergi sonrası)}}{\text{Net Satışlar}}$$

$$\text{Toplam Varlıkların Karlılığı} = \frac{\text{Net Kar}}{\text{Toplam Varlıklar}}$$

$$\text{Özsermaye Karlılığı} = \frac{\text{Net Kar}}{\text{Özsermaye}}$$

**4.3.1.14 Kurumsal Analiz**

Son zamanlarda önem kazanan kurumsal analiz, proje çalışmasına önemli bir boyut getirmektedir. Kurumsal analiz zor bir çalışmadır. Çünkü, genel olarak öznel (subjektif) bilgilere ve öznel değerlendirmeye dayanan bu tekniğin yerleşmiş standartları ve ölçütleri bulunmamaktadır. Bu analizde yanıtı aranan temel sorular şunlardır:

- Projenin etkin ve başarılı bir şekilde uygulanması için özel bir kurumsal düzenleme gerekiyor mu, gerekiyorsa buna ilişkin bir düzenleme getiriliyor mu?
- Projenin finansmanı mevcut bir kuruluş tarafından mı, yoksa yeni oluşturulacak bir organizasyon tarafından mı üstlenilmektedir?
- Yerli ya da yabancı ortaklık var mıdır?
- Projenin uygulaması, proje sahibi kuruluş tarafından mı, yoksa bir başka kuruluş tarafından mı organize edilecektir?
- “Proje yönetimi” ne şekilde organize edilmekte ve kimlerden oluşmaktadır?

- Proje uygulaması sırasında yabancı kişi ya da kuruluşların danışmanlığına ihtiyaç var mıdır?
- Proje tamamlandıktan sonra hangi kuruluş tarafından ve ne şekilde işletilecektir?
- Tesisi çalıştıracak ve/veya sonuçlarından yararlanacak kişiler için herhangi bir eğitim söz konusu mudur?

Kurumsal analizle yukarıdaki ve benzeri sorulara yanıt aranarak projenin uygulanması sırasında darboğaz oluşturabilecek organizasyona ilişkin sorunların öngörülmesi, analizi ve mümkünse belli bir takvim çerçevesinde çözümlenmesinin planlanması amaçlanır.

#### **4.3.1.15 Çevresel Etki Değerlendirmesi (ÇED) Raporları**

Belirli bir amaç için tasarımılanan projelerin, istenmediği halde ekonomik ve sosyal yaşam üzerinde önemli değişikliklere neden olan çevresel etkileri de vardır.

Genellikle olumsuz olan bu etkiler, "çevresel analiz" kapsamında gerçekleştirilen "Çevresel Etki Değerlendirmesi-ÇED" ile belirlenir. Çevresel analiz, tıpkı teknik, ticari, ekonomik ve sosyal analiz gibi proje hazırlamanın (yapılabilirlik etüdünün) ayrılmaz bir parçası olup bu analizlerle yakından ilişkilidir. Proje yerinin ve teknolojinin seçimi ile süreç tasarımı sırasında oldukça etkili olan ÇED bulguları, proje hazırlama ve analiz çalışmalarında bütün yönleriyle ele alınır. Ayrıca, çevresel etkilerin neden olduğu fayda ve zararlar (maliyetler), mümkün olduğunca parasal olarak (ekonomik fiyatlarla) belirlenerek fayda-maliyet analizine dahil edilirler. Çevreye etkilerin yasal sınırlar içine çekilebilmesi için alınacak önlemin maliyeti, ticari bir maliyet yarattığı için, ticari analize dahil edilir.

Eğer bir projenin çevreye geri döndürülemez bir şekilde zararlı etkileri oluyorsa, bu etkilerin saptanabilmesi için ÇED gerekir. Normal olarak yapılabilirlik etüdünün bir parçası olan ÇED, bağımsız olarak uzmanlarca hazırlanıyorsa, bu uzmanlar yapılabilirlik etüdünü hazırlayan ekiple yakın ilişki içinde olmalıdırlar. ÇED ve çevresel analiz kapsamında yapılması gereken çalışmalar şunlardır:

- Mevcut çevresel koşulların belirlenmesi,
- Çevresel etkilerin saptanmasına ilişkin yöntem ve araçların belirlenmesi,
- Olası çevresel (doğrudan ve dolaylı) etkilerin belirlenmesi,
- Çevresel etkilerle ilgili standartların belirlenmesi,
- Etkilerin dönemsel dağılımının (yatırım ve işletme dönemleri) belirlenmesi,
- Analiz ölçütlerinin nicelik ve nitelik olarak belirlenmesi,
- Alternatif proje, yer, teknoloji ve tasarımların çevresel etkiler, maliyet ve diğer koşullar açısından karşılaştırılması,
- Çevreye verilen zararın önleyici, azaltıcı ya da tazmin edici önlemlerin belirlenmesi,
- Çevresel yönetimin ve bu amaçla istihdam edilecek personel eğitiminin nasıl olacağını belirlenmesi,
- Çevresel izleme yönteminin belirlenmesi,
- Önleyici ya da azaltıcı tedbirler, çevresel yönetim amacıyla personel istihdam etme, eğitim ve izleme ile ilgili alternatif yatırım maliyetleri ve işletme giderlerinin belirlenmesi,

Çevresel analiz ile belirlenen olumsuz etkilerin yönetmeliklerle ve/veya bilimsel esaslara göre kabul edilebilir olarak belirlenen sınırlara (fiziksel) uyarak önlenmesi ya da çevreye zarar vermeyecek ölçüde en aza indirilmesi amacıyla alınabilecek alternatif önlemler değerlendirilmelidir. Seçilen önlemin maliyeti ile buna rağmen giderilemeyen etkilere ilişkin tüm fayda ve maliyetler parasal olarak belirlenerek ekonomik ve sosyal analize dahil edilmelidir.

#### **4.3.2 Proje Seçimi ve Yatırım Programının Hazırlanması**

Ön elemelerde, bazı projeler yapılabilir nitelikte bulunup derecelendirilir. Diğer projeler ise elenir. Tek tek yapılabilir bulunarak ön elemenden geçen ve derecelendirilen projelerden

bazıları seçilerek “Portföy”e dahil edilir. Diğerleri ise ertelenir ya da reddedilir. Çünkü, tek tek yapılabilir olan projelerden bazıları, kısıtlı kaynaklar çerçevesinde hem yürüyen projelerle, hem de kendi aralarında topluca ele alındığında yapılabilir ve tutarlı olmayabilir.

Şüphesiz her firmada öncelikli projeler vardır. Ancak portföyün hazırlanması sırasında genel olarak yapılan hata, bu tip projelerin portföye dahil edilmemesi değil, aksine bu ve benzeri projelerden mevcut kaynakların imkan vereceğinden fazlasının aynı anda portföye alınıp gerçekleştirilmek istenmesidir. Portföye olması gerekenden fazla proje dahil edildiğinde bütün projeler yavaşlamaktadır. Bu durum projelerin zamanında bitirilmesini engellediği gibi, proje maliyetlerinin artmasına neden olmaktadır.

#### **4.4 Gayrimenkul Geliştirme Projelerinin Uygulanması, İzleme ve Değerlendirme**

##### **4.4.1 Proje Uygulaması**

Proje uygulaması aşamasında etüd-projesi tamamlanıp belirli bir ödenekle yapım projesi olarak portföye alınan projeler için ayrılan finansal kaynaklar, GMYO tarafından somut olarak elde edilir, harcanır ve yatırım projesi fiziksel olarak gerçekleştirilir. Birçok eylemi kapsayan bu aşamanın başarısı, projelerin daha önceki aşamalarda doğru olarak hazırlanması, analiz edilmesi ve seçilmesine bağlıdır. Proje yönetim ve kontrol teşkilatının uygulama aşamasında, projenin hedeflenen sürede, maliyetde ve kalitede sonuçlandırılabilmesi için etkin bir şekilde planlama kaynaklarını kullanarak çalışması gerekmektedir.

##### **4.4.2 İzleme, Değerlendirme ve Koordinasyon**

Proje uygulamasının yüklenici firma tarafından gerçekleştirilmesine karşılık izleme, koordinasyon ve değerlendirme etkinlikleri bu projeleri planlayan ve portföye alan GMYO şirketi tarafından gerçekleştirilir. Bu çalışmalar için danışman şirket kullanılabilirdiği gibi, firma içerisinde oluşturulan organizasyondaki personel de görevlendirilebilir.

Uygulama sırasında ortaya çıkan sorun ve darboğazlar, yatırım projelerinin doğrudan kendilerinden kaynaklanabilir. Proje hazırlanırken yapılan teknik ve maddi hatalar,

finansmanın sağlam kaynaklara dayandırılmamış olması ve proje analizi aşamasında bunların gözden kaçırılmış olması uygulamada sorun ve darboğazlar oluşturur. Ayrıca gerek projenin uygulandığı zemin, gerekse diğer ana ve yardımcı hizmetlerin sağlanması açısından da sorunlarla karşılaşılabilir. Diğer taraftan, projeyi doğrudan uygulamakla sorumlu yüklenici firma, ana ve yardımcı hizmetleri sağlayacak firmaların kendi yapılarından ve birbiri ile olan ilişkilerinden dolayı da sorun ve darboğazlar oluşabilmektedir.

Gerek yatırım projelerinin, gerekse plan ve program uygulamaların izlenmesi sırasında hangi etkinliklerin yürütüleceği, hangi nicelik, nitelik ve ayrıntıda bilgi toplanacağı, hangi yöntemlerin kullanılacağı ve koordinasyon ve kontrolün nasıl yapılacağı çok önemli olmakla birlikte tezin amacı dışında olduğu için bu çalışma kapsamında ele alınmamıştır.

#### **4.5. Gayrimenkul Geliştirme Projelerinde İşletme Dönemi ve/veya Tamamlanma Sonrası Değerlendirme**

İşletme döneminin incelenmesi bu çalışmanın kapsamı dışında tutulmuştur. Çünkü işletmeciler tarafından yürütülen bu etkinlik bir GMYO çalışması değildir. Ancak bu aşamada GMYO tarafından yerine getirilmesi gereken bir başka etkinlik vardır. Bu etkinlik "tamamlama sonrası değerlendirme (ex post evaluation)" olarak tanımlanır. Tamamlama sonrası yapılan değerlendirme geriye bakarak proje, program ya da proje uygulanmasıyla gerçekte ulaşılan sonuçların planlananlar ile karşılaştırılması ve alınan kararların ve gerçekleştirilen eylemlerin makul ve faydalı olup olmadığı konusunda hükme varılmasıdır.

Tamamlama sonrası değerlendirmenin (ex-post evaluation) iki temel amacı vardır:

1. Projenin uygulanmasıyla ulaşılan sonuçların verimlilik, pazarlama ve diğer etkiler açısından değerlendirilmesi,
2. Gelecekteki proje yapılabilirlik etüdüleri ve proje analizi çalışmaları (plan ve projelerin hazırlanması, analizi, uygulanması, izlenmesi ve değerlendirilmesi) için ders çıkarılması [14].

#### **4.6 Bir Otel Projesinde Yapılabilirlik Etüdü Uygulaması**

Bir grup şirketinin elinde bulunan arsa üzerinde otel projesi geliştirmek istediği ve bu projeyi de kurmayı planladığı GMYO şirketi portföyüne alacağı varsayımıyla aşağıdaki yapılabilirlik etüdü hazırlanmıştır. Yatırımcının bu fikrinden hareketle yapmayı hayal ettiği otelin konsepti ve büyüklüğü, bölgenin gelişimi, finansal analizler, pazarlama stratejileri ve maliyet tahminleri aşağıdaki yapılabilirlik etüdü uygulamasında ele alınmıştır. Böylece yatırımcının proje fikrinin gerçekleşme olasılığı analiz edilmiştir. Aşağıdaki uygulamada bir otel projesi senaryosu geliştirilmektedir, dolayısıyla proje yeri ile ilgili bilgiler geliştirilen senaryonun parçasıdır. Mekansal analiz ve nüfus gelişimlerinde Proje Yönetim A.Ş. araştırma verilerinden faydalanılmıştır.

##### **4.6.1 Mekansal Analiz**

###### **4.6.1.1 Bodrum Yarımadası Genelinde Mekansal Gelişim**

1980'lerin başında yaşanan turizm atağı ile birlikte Bodrum Türkiye'nin ve Muğla'nın en önemli turizm merkezlerinden biri haline gelmiş ve gerek yerli gerekse yabancı turistlerin Türkiye'de en çok ziyaret ettiği tatil bölgelerinden biri olmuştur.

1980'li yıllarda yaşanan bu hızlı Turizm hareketi turistik konaklama tesislerinin de Bodrum yarımadasında yoğunlaşmasına neden olmuştur. 1998 yılı verilerine göre Bodrum kış nüfusu 150 bin kişi iken yaz nüfusu 1,5 milyona kadar çıkmaktadır. Bu rakamlar şüphesiz günümüzdeki turistik potansiyelinin önemli bir göstergesidir.

Önceleri Bodrum kent merkezinde yoğun olarak konumlanan turistik tesis yapılaşmaları sonraki dönemlerde talebi karşılayamaz duruma gelmiş ve yarımada genelinde yer alan yerleşimlerde yeni tesislerin faaliyete geçmesi ile bu hızlı yapılaşma devam etmiştir. İlk etapta Torba, Gümbet, Bitez gibi Bodrum merkezine yakın konumdaki yerleşimler tercih edilmiştir.

1990'lı yıllarda ise Yalıkavak, Türkbükü ve Gölköy'de turistik tesis yapılaşmaları ağırlık kazanmıştır. Bodrum Merkezi'nin batısı boyunca uzanan yarımada 2. Konut ve turistik tesis yapılaşmasına açılan sahil kesimleri hemen hemen dolmuş durumdadır. Yarımada genelinde yeni yapılaşmalar Bodrum merkezinin doğusuna kaymıştır. İkinci

konut yapılaşmalarının olmadığı ve yarımada'nın en bakir bölgelerinden olan Çiftlikköy ve Kızılağaç yerleşimlerinin kıyı kesimleri özellikle üst gelir grubu tarafından tercih edilen lüks tatil köyü ve otellerin konumlandığı bir yer haline gelmiştir.

Bodrum'da gelişen turizm sektörüne paralel olarak küçük mağazalar yerini büyük mağaza zincirlerine bırakmıştır. Migros, Tansaş, Makro, Gima gibi büyük marketlerin Bodrum'da yarımada'ya yayılmış satış mağazaları bulunmakta ve bu mağazalar yoğun bir ziyaretçi kapasitesi ile hizmet vermektedir.

Türkiye'de yat turizminin de merkezi durumunda olan Bodrum yat limanını 1998 yılında 5000 yat ziyaret etmiştir. Bu yatların 2,73'ü T.C bayraklı, 1,16'sı ise yabancı bayraklıdır. Mevcut marinaların yetersiz olduğu yarımada'da gemi yanaşma iskelesinin inşaatı 1998 yılında başlamış ve halen devam etmektedir. Mevcut durumda Bodrum yat limanına kayıtlı yat sayısı 3000'e ulaşmış durumdadır, yeni iskelenin açılması ile bu sayının daha da artması beklenmektedir.

1992 yılında onanmış ve Bodrum yarımada'sı genelinde mekansal gelişimi belirleyen ve düzenleyen 1/25.000 ölçekli Çevre Düzeni Planı turizm gelişimi ve öneri turizm tesis alanları açısından irdelendiğinde, plana kıyıda konumlanan ilk bant turizm tesis alanı, ikinci bant ise turizm tesisi ve ikinci konut alanı olarak planlanmıştır.

Planda turizm tesis alanları öncelikli olarak kuzeyde Torba Koyu'nun doğusundaki ve batısındaki kıyı şeridi boyunca ağırlık kazanmaktadır. Bunun yanında Çiftlikköy ve Yalıkıtlığı ise, öncelikli olarak turizm tesis alanları gelişme bölgesi olarak öngörülen yerleşimlerdir.

Turizm ve ikinci konut alanı olarak en yoğun yapılaşmanın özellikle Gündoğan ve yakın çevresinde, batıda Gümüşlük'ün kuzeyi ve güneyindeki bölgede, en az yapılaşmanın ise Yalıkavak ve yakın çevresinde öngörüldüğü gözlenmektedir.

Planın gerçekleştirme süreci irdelendiğinde, yapılan araştırmalarda bu plan ile önerilen Torba koyu ve koyun yakın çevresinde kalan doğu ve batı kıyı şeridi boyunca çok sayıda tesisin inşa edildiği ve halen de yeni tesislerin inşaatlarının devam ettiği gözlenmektedir.

#### **4.6.1.2 Turistik Tesis Alanlarının Mekansal Dağılımı**

1990 yılında havaalanının hizmete açılması ile Bodrum'a üst gelir grubunun talebinin artması yeni lüks tatil köyü ve otellerin yapımının da hız kazanmasına neden olmuştur. Özellikle son dönemde hız kazanan bu gelişim, halen yatırım belgesi almış turistik tesislerin yoğunlaşan üst gelir grubuna yönelik otel ve tatil köylerinin rakamlarından da anlaşılmaktadır.

Bodrum yarımadası genelinde ağırlıklı olarak 507 adet belediye belgeli, 165 adet işletme belgeli olmak üzere toplam 672 adet turistik konaklama tesisi faaliyet göstermekte, 145 adet ise yatırım belgesi almış tesis bulunmaktadır. Belediye belgeli konaklama tesisleri Bodrum merkezinde yoğunlaşmaktadır. Diğer yerleşimlerde ise belediye belgeli tesisler görece daha kısıtlı kalmaktadır.

Bodrum merkezde ve Turgutreis'de pansiyonlar yoğunlaşırken Gümbet, Torba ve Akyarları'nın oteller açısından en yoğun bölgeler olduğu gözlenmektedir. Yatırım belgesi almış tesislerin dağılımı halen işletme aşamasındaki tesislere göre farklılık göstermektedir. Bodrum merkezinin kapasitesinin dolduğu ve daha az tesis içeren bölgelere doğru bir yayılma olduğu gözlenmektedir.

Proje alanının konumlandığı Torba koyunun yatırım belgesi almış tesislerin de devreye girmesi ile beraber turistik tesis açısından Bodrum'dan sonra en popüler yerlerden biri olması kaçınılmaz olacaktır.

#### **4.6.1.3 Proje Alanı**

- **Konumu**

Proje alanı Bodrum merkez belediyesine bağlı Kızılağaç-Torba mevkiinde konumlanmaktadır. Bodrum'a yaklaşık 5 km. uzaklıkta konumlanan Torba denizi ve sahilinin güzel olması nedeni ile yarımada içinde en çok tercih edilen koylar arasında gelmektedir. Proje alanı yarımada'nın ana ulaşım aksı olan ve yarımadayı çepeçevre dolaşan karayoluna yaklaşık 1 km. uzaklıkta konumlanmaktadır.

Torba turizm tesisleri açısından yarımada'nın en yoğun tesis kapasitesine sahip bölgelerinden biri olarak öne çıkmaktadır. Bu tesisler arasında Grand Yazıcı gibi üst gelir grubu tarafından tercih edilen lüks tatil köyleri de bulunmaktadır.

Bodrum merkezine yakın olması nedeni ile özellikle yaz kış Bodrum'da ikamet edenler tarafından da tercih edilen Torba yerleşimi, turizm tesisleri yanında farklı sosyo-ekonomik gruplara hitap eden kooperatifler ve özel sektör saracılığı ile gerçekleştirilmiş 2. Konutlar açısından da yoğun bir potansiyele sahiptir.

Proje alanı brüt 25.000 m<sup>2</sup>'den oluşmaktadır ve iki farklı parselde ayrılmıştır. Proje alanının net büyüklüğü 20.000 m<sup>2</sup>'dir. Parsellerden denize cephesi bulunmaktadır.

- Ulaşılabilirlik

Proje alanına ulaşılabilirlik Bodrum – Milas karayolu Torba sapağından başlayan ve Torba-Gölköy-Gündoğan-Yalıkavak üzerinden devam ederek yarımadayı kuzeyden çevreleyen karayolu ile sağlanmaktadır. Proje alanının kent merkezine olan uzaklığı yaklaşık 5 km.'dir. Bodrum – Milas havaalanına uzaklığı ise yaklaşık 25 km'dir.

- Yakın Çevre Gelişimleri

Proje alanının yakın çevresinde Torba koyuna cepheli ve koyun iç kısımlarında çok sayıda otel, apart otel ve tatil köyü faaliyet göstermektedir. Torba koyunun güneyinde proje alanı ve ana yol arasında kalan orta gelir grubuna hitap eden Amiral 3 Tatil sitesi ve Demirhayat Sitesi ikinci konut yapılaşmaları yer almaktadır.

Proje alanını da içine alan yakın çevreye ait 1/5.000 ölçekli imar planı irdelendiğinde kıyı kesimlerin turizm tesis alanlarına, gerideki yapılaşma alanlarının ise turizm ve ikinci konutlara ayrıldığı görülmektedir.

- Fiziki Çevre Etüdları

Bodrum'da tipik Akdeniz iklimi etkisini göstermektedir. Ortalama sıcaklıklar kış ayları 6-19°C, yaz ayları 20-34°C'dir. Aylara göre minimum ve maksimum sıcaklıklar Ocak 6-16°C, Şubat 6-17°C, Mart 9-19°C, Nisan 12-21°C, Mayıs 16-26°C, Haziran 20-30°C, Temmuz 22-34°C, Ağustos 21-33°C, Eylül 20-30°C, Ekim 16-25°C, Kasım 12-21°C, Aralık 9-18°C olarak kaydedilmektedir.

Hafif meltem esintileri ve merkezde konumlanan sık ağaçlıklar, yarımadayı yıl boyunca normalin üzerinde bir nem oranı, sıcaklık ve kirlenmeden uzak tutmaktadır. Kış aylarında hiç kar yağmamakta, yağışlar kendini yağmur olarak göstermektedir.

Yarımada kıyı çizgisi ve vadi boyunca kuzeyde ve güneyde portakal ve mandalina ağaçlarıyla kaplıdır. Ayrıca orman ve ağaçlıklar arasında zeytin bahçeleri bulunmaktadır. Kısacası Bodrum her zaman yeşil, denizi temiz ve balıkları boldur.

Bodrum yarımadası genelinde yerleşimlerin çoğunda içme suyu, kanalizasyon, arıtma, çöp toplama ve imha gibi altyapı sistemleri ya yetersiz ya da çok eskimiş sistemlerden oluştuğu için ihtiyaca cevap vermemektedir. Yerleşim merkezleri dışındaki yapılaşmalarda altyapı sistemleri bireysel ve parçacıl olarak çözümlenmektedir.

- **Planlama Koşulları**

Proje alanına ait 1/1000 ölçekli uygulama imar planlarına göre yapılaşma koşulları aşağıdaki gibidir:

Proje alanı imar planında Turizm Tesis Alanı içinde kalmaktadır. İmar durumuna göre inşaat alanı brüt parsel alanı üzerinden hesaplanmaktadır.

Toplam Net Arsa Alanı = 20.000 m<sup>2</sup>

EMSAL = 0,30

TAKS = 0,15

Brüt parsel alanı üzerinden oluşan İnşaat Hakkı = 7.500 m<sup>2</sup>'dir.

#### **4.6.2 Nüfus Gelişimi**

##### **4.6.2.1 Muğla İli Nüfus Gelişimi**

Muğla ili 13.338 km<sup>2</sup> yüzölçüme sahip olup Aydın, Denizli, Burdur ve Antalya illerine komşudur. Bodrum, Marmaris, Fethiye, Köyceğiz ve Datça gibi önemli turizm beldeleri ile yaz aylarında yerli ve yabancı olmak üzere çok sayıda turistin tatil yeri seçiminde ilk sıralarda yer almaktadır. Muğla ili nüfus büyüklüğü açısından Türkiye nüfusunun yaklaşık %1'ini barındırmaktadır. Muğla ilçelerinin nüfus yapıları incelendiğinde Bodrum, Fethiye, Marmaris ve Milas'ın gerek yerleşik nüfus büyüklükleri, gerekse de turizm ağırlıklı büyüme göstermeleri nedenleri ile öne çıktıkları gözlenmektedir.

Muğla ili genelinde 1985-1990 döneminde yıllık nüfus artış hızı %2,923 iken 1990-1997 döneminde bu oran %1,606'ya düşmüştür. Muğla ilinin ilçeleri genelinde en yüksek nüfus artış hızına sahip ilçeler Marmaris ve Bodrum'dur. 1990-1997 döneminde nüfus

büyümelerinde bir azalma gözlenmesine karşın her iki ilçenin de nüfus artış hızlarının Muğla ili geneli ve Türkiye nüfus artış hızının oldukça üstünde olduğu görülmektedir.

1990 Nüfus Sayımı İllerin Göç İstatistiklerine göre Muğla ili Türkiye'nin en çok göç alan illeri arasında 8. sırada gelmektedir. İl genelinde en çok göç alan ilçeler ise yıllık nüfus artış hızları yüksek olan Bodrum, Marmaris ve Datça ilçeleridir. Ancak bu ilçelerde, 1990-1997 yılları arasında bir önceki döneme göre yıllık nüfus artış hızlarında azalma görülmektedir.

#### **4.6.2.2 Muğla İli Genelinde Kentleşme Oranı**

1997 genel nüfus sayımı sonuçlarına göre Türkiye nüfusunun %64'ü kentlerde, %36'sı ise köylerde yaşamaktadır. 1997 yılında Muğla ili genelinde kentleşme oranının ise Türkiye genelinin oldukça altında (%37,8) olduğu gözlenmektedir.

Kentleşme oranının düşük olması Muğla ilinde tarıma dayalı ekonomik yapının ağırlıkta olduğunu göstermektedir. Ancak ilin coğrafik yapısı, Ege Denizi'ne kıyısı bulunması nedeni ile özellikle 1980'den sonra turizm sektöründe önemli gelişmeler kaydedilmiştir. Buna karşın il genelinde yaz turizminin yaygın olması nedeni ile kentleşme oranlarında artışlar kaydedilememektedir. İnceleme konusu olan Bodrum ilçesinde kentleşme oranı %33,5'dir.

#### **- Hane Halkı Büyüklükleri**

Devlet İstatistik Enstitüsü 1990 genel nüfus sayımı verilerine göre Muğla ilçelerindeki ortalama hane halkı büyüklükleri Türkiye ortalamasının altındadır. 1990 yılında ortalama hane halkı büyüklüğü Muğla'da 3,7, Türkiye'de 4,8 ve İstanbul'da 4,14 olarak tespit edilmiştir. Bodrum'da ise hane halkı büyüklüğü 3,3 olarak belirlenmiştir.

#### **- Nüfus Artış Tahmini**

Muğla ili genelinde yıllık nüfus artış hızı 1990-1997 yılları arasında %1,606 oranında gerçekleşmiştir. Aynı dönemde ilçeler bazında en yüksek artış hızı %3,69 ile Marmaris, %3,151 ile Bodrum'dadır. Bu iki ilçede gözlenen nüfus artış hızları Türkiye (%1,566) ortalamasının oldukça üzerindedir. 1990-1997 döneminde gerçekleşen yıllık nüfus artış hızlarının 1998-2004 yılları arasında da geçerli olacağı varsayımına göre yapılan nüfus projeksiyonları Tablo 4.1'de verilmiştir.

**Tablo 4.1 : İlçe Bazında Nüfus Projeksiyonları**

| İLÇELER  | 1997    | 1998    | 1999    | 2000    | 2001    | 2002    | 2003    |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| BODRUM   | 70,845  | 73,077  | 75,380  | 77,755  | 80,245  | 82,733  | 85,339  |
| DALAMAN  | 27,585  | 27,757  | 27,930  | 28,104  | 28,279  | 28,455  | 28,632  |
| DATÇA    | 11,692  | 11,834  | 11,977  | 12,122  | 12,269  | 12,418  | 12,568  |
| FETHİYE  | 142,557 | 144,811 | 147,100 | 149,426 | 151,788 | 154,188 | 156,626 |
| KÖYCEĞİZ | 28,694  | 29,124  | 29,561  | 30,004  | 30,454  | 30,910  | 31,373  |
| MARMARİS | 53,864  | 55,808  | 57,822  | 59,909  | 62,071  | 64,311  | 66,632  |
| MİLAS    | 106,665 | 107,846 | 109,040 | 110,247 | 111,467 | 112,701 | 113,949 |
| ORTACA   | 31,702  | 32,061  | 32,424  | 32,791  | 33,162  | 33,537  | 33,917  |
| ULA      | 21,035  | 21,190  | 21,346  | 21,504  | 21,662  | 21,822  | 21,982  |
| YATAĞAN  | 44,692  | 45,032  | 45,374  | 45,719  | 46,066  | 46,416  | 46,769  |

#### **4.6.2.3 Bodrum Yarımadası Genelinde Nüfus Gelişimi**

Bodrum Yarımadası'nda 1999 genel seçimleri ile birlikte yeni bir idari yapılanma gerçekleşmiştir. Yarımada genelinde 4 olan belediye sayısı 11'e yükselmiştir. Bu yeni idari yapılanmanın ardından gerek kamu, gerekse özel sektör tarafından geniş çaplı bir araştırma yapılmamıştır.

1997 genel nüfus sayımı sonuçlarına göre Bodrum Yarımadası yerleşik nüfusu 70,845 kişi olarak belirlenmiştir. Nüfusun %78'i belediyelerde yaşamaktadır. Bodrum Merkez Belediyesi, Yarımada genelinde bulunan 11 belediyenin toplam nüfusunun %42'sini bünyesinde barındırmaktadır. Diğer bir deyişle, 1999 yılında ilan edilen belediyelerin hepsi kent statüsünden uzak, 2000'in üzerinde nüfusa sahip beldelerden oluşmaktadır. Turgutreis %10,4, Yalıkavak %9,4 ve Gümüşlük ise %6,5 oranında belediyeler nüfusundan pay almaktadırlar.

İlçe Seçim Kurulu'ndan alınan bilgilere göre Bodrum Yarımadası genelinde nüfusun %61'i 18 yaş ve üstündedir. 18 yaş ve üstünü oluşturan nüfusun %39'u Bodrum merkezde, %61'i ise merkez dışındaki belde ve köylerde ikamet etmektedir.

#### **4.6.3 Turizm ve Konaklama İstatistikleri**

##### **4.6.3.1 Türkiye Genelinde Turizm ve Konaklama İstatistikleri**

1998 yılı verilerine göre dünyada en çok turist ağırlayan 40 ülke sıralamasında 19. Sırada yer alan Türkiye, bu dönemde 9.904.755 yabancı turist ağırlamıştır. Bu sayının %7,5'ini günübirlikçi ziyaretçiler oluşturmaktadır. Türkiye'yi ziyaret eden turistlerin %68,7'si hava, %18,75'i kara, %11,4'ü deniz, %1,2'si tren yoluyla ülkeye giriş yapmışlardır.

1998 yılında turizm gelirleri bir önceki yıla %3,5 azalarak 7 milyar 809 milyon dolara inmiştir. Turizm giderleri ise %2,2 oranında artarak 1 milyar 754 milyon dolara ulaşmıştır. Turizm gelirlerinin ihracat gelirleri içerisindeki payı %29'a, GSMH içindeki payı da %3,8'e gerilemiştir. Türkiye'de konaklama tesisleri sayısında ise yıllar itibariyle artan bir seyir izlenmiş ve 1998 yılı itibariyle işletme belgeli tesislerde 1.954, yatırım belgeli tesislerde 1.365 ve belediye belgeli tesislerde 7.975 tesis sayısına ulaşılmıştır.

Yatak kapasitesi açısından incelendiğinde ise en fazla kapasitenin belediye belgeli tesislerde olup, sırasıyla işletme belgeli tesisler ve yatırım belgeli tesisler takip etmektedir.

##### **4.6.3.2 Muğla Genelinde Turizm ve Konaklama İstatistikleri**

Turizm Bakanlığı'nın yapmış olduğu bir araştırmaya göre Muğla ili, turizm açısından en çok tercih edilen iller arasında Antalya'dan sonra 2. Sırada gelmektedir. Muğla ve yöresine hava ve deniz yoluyla 1.466.138 turist gelmiştir. Bu sayı 1998 yılında 1.546.680 kişiye ulaşmıştır. 1999 yılının ilk üç ayında da artış gösteren turist sayısı, turizmde yaşanan krizle birlikte düşüşe geçmiştir.

Muğla ili genelinde 03.06.1999 itibari ile 304 işletme belgeli, 380 adet de yatırım belgeli tesis bulunmaktadır. Belediye belgeli tesislerin sayısı ise 1,409'dur. İşletme belgeli tesisler 49.222 yatak, yatırım belgeli tesisler 66,854 yatak ve belediye belgeli tesisler de

53.141 yatak kapasitesine sahiptir. İl bazında işletme ve yatırım belgeli tesislerin çoğunluğunu 1,2 ve 3 yıldızlı oteller oluşturmaktadır. Pansiyonlar ikinci, tatil köyleri de üçüncü sırada yer almaktadır. Muğla ili genelinde konaklama tesislerine tesis sayısı ve yatak kapasiteleri Tablo 4.2'de, konaklayan kişilerin tesis türlerine göre dağılımı ise Tablo 4.3'de verilmiştir.

**Tablo 4.2 : Muğla İli Genelinde Konaklama Tesisleri**

| MUĞLA İLİ GENELİNDE KONAKLAMA TESİSLERİ |                 |        |                 |        |
|-----------------------------------------|-----------------|--------|-----------------|--------|
|                                         | İŞLETME BELGELİ |        | YATIRIM BELGELİ |        |
| TESİS TÜRÜ                              | TESİS           | YATAK  | TESİS           | YATAK  |
| 5 Yıldızlı Otel                         | 11              | 5.295  | 7               | 4.659  |
| 4 Yıldızlı Otel                         | 15              | 4.186  | 21              | 6.268  |
| 1/2/3 Yıldızlı Otel                     | 209             | 23.623 | 270             | 31.135 |
| Özel Belgeli                            | 1               | 47     | -               | -      |
| Apart Otel                              | 6               | 301    | -               | -      |
| Motel                                   | 1               | 28     | 2               | 180    |
| Oansiyon                                | 35              | 1.387  | 43              | 1.621  |
| Tatil Köyü                              | 23              | 13.558 | 29              | 18.280 |
| Kamping                                 | 3               | 797    | 2               | 177    |
| Eğt. Uyg. Tes.                          | -               | -      | 2               | 408    |
| Golf Tesis                              | -               | -      | 1               | 44     |
| Turizm Kompleksi                        | -               | -      | 2               | 3.945  |
| Hostel                                  | -               | -      | 1               | 137    |
| TOPLAM                                  | 304             | 49.222 | 380             | 66.854 |

Ülkemizde son günlerde yaşanan kriz, turistik tesislerdeki fiyatları yabancı turistler açısından cazip kılmış, özellikle beş yıldızlı otellere ilgi artmıştır. Daha önceleri butik otelleri tercih eden yabancı turistler uygun fiyatlar nedeniyle tatil köyleri ve lüks otellere ilgi göstermişlerdir.

**Tablo 4.3: Muğla'da Konaklayan Kişilerin Tesis Türlerine Göre Dağılımı**

| TESİS TÜRÜ          | KONAKLAYAN KİŞİ |         |           | ORTALAMA KALİŞ SÜRELERİ |       |        | DOLULUK ORANI |       |        |
|---------------------|-----------------|---------|-----------|-------------------------|-------|--------|---------------|-------|--------|
|                     | Yabancı         | Yerli   | Toplam    | Yabancı                 | Yerli | Toplam | Yabancı       | Yerli | Toplam |
| Otel 5 Yıldızlı     | 100.987         | 68.741  | 169.728   | 6.96                    | 3.10  | 5.40   | 38.56         | 11.71 | 50.27  |
| Otel 4 Yıldızlı     | 81.475          | 48.682  | 130.157   | 6.95                    | 3.03  | 5.48   | 41.98         | 10.95 | 52.93  |
| Otel 1,2,3 Yıldızlı | 425.891         | 281.003 | 706.894   | 6.64                    | 2.94  | 5.17   | 39.60         | 11.64 | 51.24  |
| Apart Otel          | 7.191           | 4.126   | 11.317    | 6.78                    | 2.96  | 5.39   | 41.86         | 10.51 | 52.37  |
| Motel               | 332             | 2.283   | 2.615     | 8.84                    | 2.15  | 3.00   | 14.37         | 24.08 | 38.46  |
| Pansiyon            | 3.242           | 26.980  | 30.222    | 8.37                    | 2.35  | 3.00   | 8.11          | 18.97 | 27.08  |
| Tatil Köyü          | 184.083         | 67.572  | 251.655   | 9.26                    | 5.03  | 8.13   | 45.66         | 9.11  | 54.77  |
| Kamp                | 3.730           | 1.391   | 5.121     | 3.35                    | 3.31  | 3.34   | 8.59          | 3.17  | 11.75  |
| TOPLAM              | 806.931         | 500.778 | 1.307.709 | 7.14                    | 3.11  | 4.86   | 29.84         | 12.52 | 42.36  |

Bodrum'da işletme belgeli tesisler 28.040 yatak ve belediye belgeli tesisler 21.049 yatak ile hizmet vermektedir. İl genelinde yerli ve yabancı turistlerin konaklama konusunda tercihi 1,2 ve 3 yıldızlı oteller olmaktadır. Yabancı turistler ikinci olarak tatil köylerine rağbet gösterirken, yerli turistler tercihlerini tatil köyü ve 5 yıldızlı otel arasında yapmaktadırlar. Yabancı turistler otellerden sonra motel ve kampingi tercih ederken, yerli turistlerin tercihi motel ve pansiyon olmaktadır.

İlçeler bazında konaklama istatistikleri incelendiğinde, Bodrum ve Marmaris gerek konaklayan kişi, gerekse de geceleme sayıları bakımından diğer ilçeler arasında sıyrılmaktadır. Marmaris'te yerli ve yabancı 514.073 turist 2.922.123 geceleme yaparken bu sayı Bodrum'da 451.682 turist ve 2.619.123 geceleme olarak kaydedilmiştir. Bu iki ilçede konaklayan turist ve geceleme sayısı Muğla genelinin %73'ünü oluşturmaktadır.

#### **4.6.3.3 Bodrum Yarımadası Turizm ve Konaklama İstatistikleri**

Bodrum 1980'li yılların başında gösterdiği yatırım arzı ile her kesimden yerli ve yabancı turistlerin uğrak yeri olmuştur. Her yıl yenilenen ve yenileri yapılan tesislerle birlikte Bodrum'a bu ilgi sürekli artarak devam etmiştir. Bodrum'da yer alan konaklama tesisleri sayısı incelendiğinde işletme belgeli 165, yatırım belgeli 145 ve belediye belgeli 507 adet tesis bulunmaktadır.

Belediye belgeli konaklama tesislerine bağlı oldukları belediyeler tarafından işletme belgesi verilmektedir. Tesisler apart otel, motel, otel ve pansiyon olarak sınıflandırılmaktadır.

İşletme belgeli tesisler, Turizm Bakanlığı'na bağlı işletme belgeli konaklama tesisleri olup 5,4,3,2,1 yıldızlı oteller, apart oteller, motel ve pansiyon olarak sınıflandırılmaktadır.

Yatırım belgeli tesisler Turizm Bakanlığı tarafından belgelendirilmektedir. Bodrum Yarımadası'nda yatırım belgeli tesislerin yatak kapasiteleri 28,010'dur (Tablo 4.4).

**Tablo 4.4 : Bodrum Yarımadası Yatırım Belgeli Turistik Tesisler**

| <b>BODRUM YARIMADASI YATIRIM BELGELİ TURİSTİK TESİSLER</b> |             |          |                     |          |
|------------------------------------------------------------|-------------|----------|---------------------|----------|
| <b>TESİSİN NİTELİĞİ</b>                                    | <b>ADET</b> | <b>%</b> | <b>YATAK SAYISI</b> | <b>%</b> |
| APART                                                      | -           | -        | -                   | -        |
| MOTEL                                                      | -           | -        | -                   | -        |
| PANSİYON                                                   | 19          | 13,1     | 665                 | 2,4      |
| TATİL KÖYÜ                                                 | 18          | 12,4     | 9,493               | 33,9     |
| OTEL 5 YILDIZLI                                            | 2           | 1,4      | 1,636               | 5,8      |
| OTEL 4 YILDIZLI                                            | 3           | 2,1      | 890                 | 3,2      |
| OTEL 1/2/3 YILDIZLI                                        | 103         | 71       | 15,326              | 54,7     |
| TOPLAM                                                     | 145         | 100      | 28,010              | 100      |

Türk Hava Yolları'nın özel şahıstan kiraladığı İmsık Havaalanı'nda Temmuz 1995 ayından itibaren Bodrum'a uçak seferleri başlatılmıştır. Ancak İmsık Havalimanı'nın yetersiz oluşu nedeni ile Milas ilçesi sınırlarında Uluslararası Milas-Bodrum Havalimanı 1997 yılının Nisan ayında faaliyete geçmiştir. Havalimanının faaliyete geçmesi ile beraber Bodrum'a yoğun bir yolcu ve uçak trafiği baş göstermiş ve THY'nin ardından yabancı havayolları seferlere başlamıştır.

Yolcu trafiği incelendiğinde, 1997 yılında 460,018 kişi olan toplam yolsu sayısı 1998 yılında %264 artmış, ancak bu artış hızı bir sonraki yıl olan 1999'un ilk 8 ayında korunamamış ve yolcu sayısı %44 azalarak 675,573 kişiye inmiştir. Dikkat çeken bir başka nokta dış hat yolcu sayısının iç hat yolcu sayısına göre daha fazla olduğudur.

Yolcu trafiği en çok Haziran, Temmuz, Ağustos ve Eylül gibi aylarda yoğunlaşmasına rağmen kış aylarında da trafiğin azalarak da olsa devam ettiği gözlenmektedir. Bu da Bodrum'da turizmin 12 aya yayıldığı ve Bodrum'un kışlık bir mekan olma yolunda hızla ilerlediğinin en somut göstergesidir.

#### 4.6.4 Sektör ve Talep Araştırması

Torba projesi kapsamında geliştirilmesi planlanan otel projesine benzer nitelikte Bodrum'da faaliyet gösteren 4 ve 3 yıldızlı oteller lokasyon, oda/yatak kapasitesi, doluluk oranları, müşteri profili, tesisin içerdiği fonksiyonlar, ortalama kalış süreleri ve konaklama fiyatları gibi kriterler bazında incelenmiş ve Tablo 4.5'de verilmiştir.

- Lokasyon: Torba projesine benzer ve rakip olabilecek 4 ve 3 yıldızlı otellerle ilgili araştırmalar, proje alanının konumlandığı Torba koyunda ve yarımada'nın farklı bölgelerinde konumlanan tesisler bazında yapılmıştır.
- Oda Sayısı / Yatak Kapasitesi: İncelenen 4 yıldızlı otellerde oda sayıları 60-85 arasında değişirken, 3 yıldızlı otellerde oda kapasiteleri 60-180 arasında geniş bir aralıkta değişmektedir. Yatak kapasiteleri ise 4 yıldızlı otellerde 130 ile 170 arasında değişirken, 3 yıldızlı otellerde yatak kapasiteleri 120'den başlamakta ve 450'ye kadar çıkmaktadır. 3 yıldızlı otellerin oda sayılarına karşın daha fazla yatak kapasitesine sahip oldukları gözlenmektedir.

**Tablo 4.5: Emsal Dört ve Üç Yıldızlı Oteller**

| <b>BENZER DÖRT VE ÜÇ YILDIZLI OTELLER</b> |                         |               |                   |                         |
|-------------------------------------------|-------------------------|---------------|-------------------|-------------------------|
| <b>TESİSİN ADI</b>                        | <b>TESİSİN NİTELİĞİ</b> | <b>KONUMU</b> | <b>ODA SAYISI</b> | <b>YATAK KAPASİTESİ</b> |
| İZER OTEL                                 | 4 Yıldızlı              | Torba         | 72                | 144                     |
| MEDİSUN OTEL                              | 4 Yıldızlı              | Ortakent      | 81                | 160                     |
| HOTEL MARİNA VİSTA                        | 4 Yıldızlı              | Bodrum        | 85                | 170                     |
| MANASTIR OTEL                             | 4 Yıldızlı              | Bodrum        | 59                | 130                     |
| MANDALİNCİ OTEL                           | 3 Yıldızlı              | Turgutreis    | 107               | 230                     |
| SİMBA OTEL                                | 3 Yıldızlı              | Gümbet        | 180               | 450                     |
| ÇOMÇA MANZARA OTEL                        | 3 Yıldızlı              | Bodrum        | 96                | 250                     |
| ATRIUM OTEL                               | 3 Yıldızlı              | Bodrum        | 60                | 120                     |
| FEYE PINARA OTEL                          | 3 Yıldızlı              | Turgutreis    | 143               | 286                     |

- Doluluk Oranları

İncelenen otellerin doluluk oranları %50 ile %90 arasında değişmektedir. Belirtilen doluluk oranları tesislerin hizmet verdiği yaz sezonu dönemlerini içermektedir. 4 yıldızlı otellerde doluluk oranları %70 ile %90 arasında değişirken, 3 yıldızlı otellerde doluluk oranları %50 ile %80 arasında daha geniş bir aralıkta değişmektedir.

- Müşteri Profili

Bodrum'da 4 ve 3 yıldızlı otellerde konaklayan müşterilerin büyük bir bölümünü yabancı turistler oluşturmaktadır. 4 yıldızlı otellerde konaklayan yerli turist oranlarının %30 ve %50 arasında değişmekte iken, 3 yıldızlı otellerde konaklayan turistlerin içinde %60 ve %90 gibi önemli bir bölümünü yabancı turistler oluşturmaktadır.

- Ortalama Kalış Süresi

En yüksek sezon olan Temmuz ve Ağustos aylarında daha çok yerli tursit talebi ile karşılaşılmaktadır. Yabancı turistler ise ilkbahar ve sonbahar aylarını tercih etmektedirler. Yerli turistin ortalama kalış süresi 1-2 gün ve 7-10 gün arasında değişirken, yabancı turist en az 7 gün konaklamaktadır. Bu değerler Tablo 4.6'de gösterilmiştir.

Özellikle 3 yıldızlı otellere gelen yabancı müşterilerin büyük çoğunluğunun seyahat acentaları aracılığı ile ve turlarla geldiği ifade edilmektedir.

- Fonksiyonlar ve Sosyal Aktiviteler

Denize yakınlık, yüzme havuzu ve spor tesisleri gib aktiviteler Bodrum'da konaklama tesislerinde aranılan fonksiyonlar arasında gelmektedir. İncelenen tesislerde açık yüzme havuzu, tenis kortu, kapalı ve açık restoran, TV odası, çocuk oyun odası gibi fonksiyonlar yer almaktadır. Bazı projelerde kapalı jimnastik salonuna da ratlanılmaktadır.

Bodrum'da 4 ve 3 yıldızlı otellerin büyük bir bölümü kış sezonunda hizmet vermemeleri nedeni ile çoğu tesiste kapalı yüzme havuzu bulunmamaktadır.

**Tablo 4.6: Emsal Oteller Doluluk Oranları ve Turist Kalış Süreleri**

| <b>BENZER DÖRT VE ÜÇ YILDIZLI OTELLER DOLULUK ORANLARI</b> |                          |              |         |                   |         |
|------------------------------------------------------------|--------------------------|--------------|---------|-------------------|---------|
| TESİSİN ADI                                                | ORT.<br>DOLULUK<br>ORANI | GELEN TURİST |         | ORT. KALIŞ SÜRESİ |         |
|                                                            |                          | YERLİ        | YABANCI | YERLİ             | YABANCI |
| İZER OTEL                                                  | %70                      | %10          | %90     | 7-15              |         |
| MEDİSUN OTEL                                               | %70                      | %30          | %70     | 7-14              |         |
| HOTEL MARİNA VISTA                                         | %90                      | %50          | %50     | 7                 |         |
| MANASTIR OTEL                                              | %90                      | %50          | %50     | 7-15              |         |
| MANDALINCI OTEL                                            | %80                      | %10          | %90     | 7-15              |         |
| SİMBA OTEL                                                 | %65                      | %2           | %98     | 7-14              |         |
| ÇOMÇA MANZARA OTEL                                         | %80                      | %20          | %80     | 7-14              |         |
| ATRIUM OTEL                                                | %70                      | %40          | %60     | 7-14              |         |
| FEYE PINARA OTEL                                           | %50                      | %10          | %90     | 14                |         |

- Konaklama Fiyatları

4 yıldızlı otellerde tek kişi konaklama fiyatı 70\$ ve 125\$ (oda+kahvaltı+akşam yemeği) arasında değişirken, iki kişi konaklama fiyatı ise 110\$ - 155\$ arasında değişmektedir. Tam pansiyon konaklama imkanının verildiği otellerde tek kişi konaklama fiyatının 145\$, iki kişi konaklama fiyatının ise 170\$ olduğu gözlenmektedir. 3 yıldızlı otellerde yarım pansiyon konaklama fiyatları tek kişilik 21-35\$ arasında değişirken, çift kişilik 42-70\$ arasında değişmektedir.

**4.6.5 Pazar Araştırması Sonuçları**

- Türkiye'ye gelen yabancı turist profili 3 ve 4 yıldızlı otel tipindedir.
- Son yıllarda özgün, peyzaj planlamasının iyi yapıldığı ev ortamı yaratılan, insani ilişkilerin kurulabildiği küçük otellere olan talep gittikçe artmaktadır.
- Bodrum genelinde otellerde sezon 1 Mayıs'ta başlayıp 31 Ekim'de bitmektedir. En hareketli aylar Temmuz ve Ağustos aylarıdır. Yerli turist daha çok Temmuz ve Ağustos ayını tercih etmektedir.

- Bodrum'daki otellerde genel doluluk oranı %70'dir. Bazı oteller sezonda %95-100 doluluğa ulaşmaktadırlar.
- Otellerde yerli turistlerin ortalama kalış süresi birkaç günden 7-10 güne kadar çıkmaktadır. Yabancı turistler ise turla geldiklerinden 7-14 gün kalmaktadırlar.
- Şehir içinde bazı oteller 12 ay hizmet vermekte, ancak kışın çok fazla talep gelmemektedir.
- Bodrum'a gelen yabancı turistler için Bodrum merkezi artık cazip gelmemektedir. Ancak özgün ve değışal yaşamın öne çıktığı ortamlar Bodrum'da yabancı turistlerin tercihi olmaktadır.
- Bodrum'da 3 yıldızlı, özgün, ev ortamını hissettiren bir otelin başarılı bir işletme ile her zaman pazarda rekabet avantajı bulunmaktadır.
- Yarımada genelinde farklı turistik tesisler bazında yürütölen araştırmalara göre 1,2 ve 3 yıldızlı otel arzı fazlalığı bulunmaktadır. Ancak bu oteller yaz dönemlerinde yüksek dolulukla faaliyet göstermekte ve özellikle yabancı turistler tarafından tercih edilmektedir.
- Bodrum'da konaklama tercihleri arasında denize ve sosyal aktivitelere yakın konumlanmak ön sıralarda yer almaktadır. Bunun yanında son yıllarda az sayıda oda ve yatak kapasitesi içeren, özgün yapılanmış, yeşilliğı bol, sosyal imkanları olan ve konaklayanlara ev ortamı ve sıcaklığını hissettiren otellere talep olmaktadır.
- Proje alanının konumlandığı Torba, yakın çevresindeki mevcut nitelikli turistik konaklama tesisleri ile Bodrum'a gelen yerli ve yabancı turistler tarafından tercih edilen bir bölge durumundadır. Gelecekte de halen inşaatı devam eden projelerin hayata geçmesi ile bu potansiyelini arttıracakğı dikkat çekmektedir.
- Proje alanı Bodrum kent merkezine yakın konumu, sahili, yoğun otel ve turistik aktiviteleri ile tercih edilen bir bölgede konumlanmaktadır. Proje alanında gerçekleştirilecek bir otelin özgün mimarisi, kalanlara ev ortamını hissettirecek servis ve hizmet kalitesi ile başan şansı yüksek bir proje olacaktır.

#### **4.6.6 Pazar Olanakları ve Rekabet Koşulları**

##### **- Konumu**

Proje alanının konumlandığı Torba'nın Bodrum yarımadası genelinde turistik tesis açısından yoğun bir potansiyele sahip olması ve orta/orta-üst gelir grubu tarafından tercih edilen bir bölge olması avantaj olmaktadır.

Proje alanı mevcut yerleşim dokusunun dışında Bodrum kent merkezine yakın konumlanmaktadır. Tatil yapma ve ikinci konut edinme amacıyla olan kişiler genellikle Bodrum merkez, Torba ve Türkbükü gibi sosyal aktivitelerin yoğun olduğu merkezleri tercih etmektedirler. Proje alanının denize yakın konumlanması, deniz kullanımını da beraberinde getirecektir.

##### **- Ulaşılabilirlik**

Proje alanının Bodrum Yarımadası'nın ana ulaşım aksı olan karayolu üzerinde konumlanması ve Bodrum'da uluslararası bir havalimanının bulunması gerek Yarımada gerekse ülkesel ölçekte ulaşılabilirliğinin olması bir avantaj oluşturmaktadır.

##### **- Yakın Çevre Turizm Tesisleri**

Torba koyunda ve Torba Güvercinlik arasında kalan bölgenin ve proje alanının yakın çevresinin otel, tatil köyü gibi konaklama tesisleri açısından yoğun bir potansiyeli bulunmaktadır. Söz konusu tesisler rekabet açısından bir dezavantaj gibi görünse de birbirine sinerji etkisi yaratacaktır.

##### **- Yerli Turistin Bölgeye Olan İlgisi ve Otellere Olan Talep**

Ülke genelinde üst gelir grubunun Bodrum'da hem tatil yapma hem de 2. Konut edinme konusunda yoğun talebi bulunmaktadır. Halen Bodrum'da faaliyet gösteren çok sayıda 1,2,3 yıldızlı otel bulunmaktadır. Ancak bu oteller yaz dönemlerinde yüksek doluluk oranları ile faaliyet göstermekte ve bu otellerin önemli bir hedef kitlesini yabancı turistler oluşturmaktadır.

#### 4.6.7 Arazi ve Yapı Kullanım Programı

Torba otel projesi ile ilgili temel unsurlar yukarıdaki bölümde anlatılmıştır. İmar planında Turizm Tesis Alanı içinde kalmakta olan arazide, mekansal araştırma, sektör ve talep etüdleri sonucunda fonksiyon olarak 3 yıldızlı otele talep görülmektedir. Proje alanı ile ilgili olarak “Üç Yıldızlı Turistik Otel” geliştirilmiş olup öngörülen konsept aşağıda açıklanmıştır.

Proje için büyüklük, adet ve fonksiyon gibi kriterler baz alınarak değerlendirme yapılmıştır. Bununla ilgili Tablo aşağıda verilmiştir. Konsept genel olarak otel merkez yapısı, deniz kenarında café restoran binası ve konaklama ünitelerinden oluşmaktadır ve alan dağılımları Tablo 4.7’de gösterilmektedir.

Otel Merkez Binası:

Bina bodrum kat dahil üç kattan oluşacaktır.

- Bodrum katta oturma, oyun odası, müşteri WC, personel WC, sauna+jakuzi, sağlık odası, soyunma odası, yemekhane ile dinlenme alanı ve çamaşırhane,
- Zemin katta, resepsiyon, iki adet dükkan, 102 kişilik çok amaçlı salonla bağlantılı sahne arkası ve soyunma odaları,
- Asma katta bürolar yer almaktadır.

Yapılan pazar araştırmaları sonucunda otel 3 yıldızlı olsa da 4 yıldızlı otel konfosu sunması ve içinde yer alan fonksiyonların da 4 yıldıza göre planlanması öngörülmüştür. Bu nedenle bodrum katta sauna+jakuzi, sağlık odası, çocuk oyun odası ve spor odası düzenlenmesi öngörülmüştür.

Projede yer alan üniteler ve adetleri aşağıda verilmektedir.

|            |          |
|------------|----------|
| Suit Oda   | 30 Adet  |
| Otel Odası | 100 Adet |
| Toplam     | 130 Adet |

Suit odaların ortalama yaklaşık büyüklükleri 50 m<sup>2</sup>, otel odalarının ise 25 m<sup>2</sup> olarak tasarlanması öngörülmüştür.

Otel ünitesi iki kattan ve her katta 50 oda, 1 kat ofisi bulunmak üzere toplam 100 oda ile 2 kat ofsi biriminden oluşmaktadır. Projede her iki oda arasında kapı açılarak odalar arası bağlantı yapılması planlanmaktadır. Dolayısıyla 100 oda aynı zamanda 50 adet iki odalı birim şeklinde düşünülmektedir.

Suit odalar iki kattan oluşmaktadır. Hepsinde bir yatak odası, bir oturma bölümü ve banyo bulunmaktadır.

Deniz kenarında yer alan ve zemin+asma kattan oluşan café restoran bölümünde, zemin katta yaklaşık 150 kişilik restoran, şömine köşesi, mutfak yer alırken, asma katta canlı müzik yapılacak bir mekan ve şömine köşesi bulunmaktadır. Manzara avantajından dolayı binanın çatısı teras çatı olarak planlanıp, bar olarak kullanılması öngörülmüştür. Projenin yeri Şekil 4.2'de gösterilmektedir.

**Tablo 4.7: Proje Fonksiyonlarının Kapalı ve Açık Alan Dağılımları**

| FONKSİYONLAR               | KAPALI ALAN (m <sup>2</sup> ) | AÇIK ALAN (m <sup>2</sup> ) |
|----------------------------|-------------------------------|-----------------------------|
| <b>BİNA İNŞAATI</b>        |                               |                             |
| Otel Odaları               | 3.000                         | 1.000                       |
| Otel Merkez Yapısı         | 500                           | 250                         |
| Café Restoran Yapısı       | 1.000                         | 300                         |
| Otel Suit Odaları          | 1.650                         | 500                         |
| Havuzbar                   | 300                           | 250                         |
| Toplam Bodrum Kat Alanı    | 720                           |                             |
| <b>Toplam Bina İnşaatı</b> | <b>7.170</b>                  | <b>2.300</b>                |
| <b>AÇIK ALANLAR</b>        |                               |                             |
| Yaya Yolları               |                               | 1.500                       |
| Açık Otopark               |                               | 1.400                       |
| Su Deposu ve Teknik        | 400                           |                             |
| Tenis Sahası               |                               | 650                         |
| Yüzme Havuzu ( 2 Adet )    |                               | 500                         |
| Güneşlenme Terası          |                               | 1.000                       |
| Peyzaj Alanı               |                               | 2.000                       |



İnşaat maliyetlerine zemin etüdleri ile ilgili giderler ve yukarıdaki tedbirler dahil edilmiştir.

#### **4.6.8.2 Altyapı Durumu**

**Elektrik:** Tesisler için gerekli enerjinin alınabileceği yeterli güçte bir trafo merkezinin kurulması planlanmıştır. Yapılan ön çalışmalar sonucunda Bodrum Otel Projesi için 1.000 Kwa kapasiteli bir trafonun tesisi öngörülmüştür.

**Su:** İhtiyacın karşılanması amacıyla arazi içinde su deposu imalatı düşünülmüş ve altyapı maliyetine dahil edilmiştir.

**Atıksu/Yağmursuyu Hattı:** Kanalizasyon sisteminde, evsel atıklar, yapıların dışında oluşturulacak parsel rögarlarına ve ana hatlarla arıtma tesisine yönlendirilecektir. Biyolojik arıtma sonucu elde edilecek su, sızdırmalı depoya alınacak ve depo tabanından zemine verilecektir veya parsel dışında ana kanalizasyon hattına bağlantı yapılacaktır. Arıtmadan elde edilen su bahçe sulama suyu olarak kullanılmayacaktır. Ancak yangın rezervi olarak bekletilecektir.

Parsel içinde toplanacak yağış suları ve terastan inen yağış suları yağmur suyu rögarlarında toplanarak ana hatla ayrıca yapımı öngörülen depoya alınacak ve bahçe sulama suyu olarak kullanılacaktır. Bununla birlikte yağmur suyunun biriktirildiği depoda yangın rezervi bırakılacak ve yangın hidrofor paketi içinde bulunan pompalar proje alanındaki hidrantları besleyecektir. Yangın hidrofor sistemine ait maliyetler altyapı maliyetlerine dahildir.

İçme suyu, elektrik, telefon ve diğer altyapı sistemleri için parselin içinde yapılacak maliyetler göz önüne alınmıştır.

#### **4.6.8.3 Kaba İnşaat İşleri**

Bodrum Otel Projesi inşaatında kalıp sistemi olarak Ahşap Pano Kalıp Sistemleri (Peri, Doka vb. gibi) kullanılacağı ve betonarme bir yapı oluşturulacağı öngörülmüştür. Beton sınıfı olarak B225 hazır beton, betonarme karkas sistem teçhizatı olarak da B.Ç III ve B.Ç IV kullanılacağı varsayılmıştır.

Projenin geliştirildiği Bodrum 1. Derece deprem bölgesidir. Betonarme projelerin yeni yürürlüğe giren "Afet Bölgesinde Yapılacak Yapılar Hakkında Yönetmelik Esasları"na, TS 498, TS 500'e uygun malzeme ve yük katsayılarına göre hazırlanması öngörülmüştür.

#### **4.6.8.4 İnce İnşaat İşleri**

Tüm fonksiyonlarda 1. Sınıf yerli malzemelerin kullanılacağı varsayılarak bedelleri maliyetlere dahil edilmiştir. Ayrıca otel ve café restoran mahallerinde gerekli olan tefriş ve teçhizat malzemelerinin bedelleri maliyet hesaplarında dikkate alınmıştır. Tüm döşeme ve duvar kaplamaları ile doğrama ve camların 1. Sınıf işçilikle imalatının yapılması öngörülmüştür.

#### **4.6.8.5 Mekanik ve Elektrik Tesisatları**

Sıhhi tesisatla ( temiz su ve pis su) birlikte, tesiste güneş enerjisi, hidrofor ve pis su arıtma tesisinin bulunacağı planlanarak maliyet tahminleri yapılmıştır. Elektrik tesisatı olarak da zayıf akım tesisatı olan telefon ve televizyon hatları ile aydınlatma+kuvvet kabloları imalatları göz önüne alınmıştır. TV sisteminde uydu yayınlarını alabilecek şekilde uydu anten sistemi yapılacağı düşünülmüştür.

Otel, café restoran ve suit odalarında soğutma amaçlı iklimlendirme split klimaların bulunacağı kabul edilmiştir. Ayrıca binaların dışında müdahaleyi mümkün kılacak belirli noktalara yerleştirilmiş yangın hidrantları bulunacaktır.

#### **4.6.9 Pazarlama Politikaları**

Tüm pazarlama faaliyetlerinde vurgulanması önem taşıyan özellikler,

- Proje Alanının Konumu: Proje bünyesinde yer alan otelin Bodrum'un en güzel koylarından olan ve turistik tesislerin en yoğun olduğu Torba'daki konumu ve güzelliği gibi faktörler öne çıkarılmalıdır.
- Projeyi Gerçekleştirecek Firmalar: Projenin inşaatını gerçekleştirecek yüklenici firmanın güçlü imajı projenin pazarlamasını olumlu yönde etkileyecektir.

- Özgün Yerleşim Planı: Pazarlamada projenin özgün mimarisi ve yerleşim planı sunulmalı, deniz ve yeşil ile iç içe tatil yapma imkanı öncelikle vurgulanmalıdır.
- Pazarlama stratejileri hem Türkiye, hem de yurt dışına yönelik olmalıdır.
- Otelin pazarlamasına yönelik reklam faaliyetlerinin yalnız Bodrum'dan değil hedef kitlenin önemli bir bölümünü oluşturacağı için İstanbul ve diğer büyük şehirlerde de aktif olarak yürütülmesi gerekmektedir.
- Proje kapsamında yer alacak otelin 3 yıldızlı otel olmasına karşın 4 yıldızlı otel konforu sunacağı ve butik otel özelliklerine sahip olacağı reklam ve pazarlama faaliyetleri sırasında öncelikle vurgulanmalıdır.
- Tanıtım amacıyla kullanılabilecek olan araçlar şunlardır:
  - Broşürler: Projenin imajını güçlendirecek ve hedef kitleye hitap edecek kalitede bir broşür basılmalı ve dağıtılmalıdır.
  - Profesyonelce Hazırlanmış Reklam/İlan Kampanyası: Bir metin yazarının projenin sahip olduğu nitelikleri öne çıkaran, projenin ayrıcalıklı ve avantajlı yönlerini hissettiren bir senaryo hazırlamasında yarar vardır.
  - Etkin Halka İlişkiler Faaliyetleri : Tanıtımda görev alacak halkla ilişkiler şirket tarafından bültenler hazırlanmalı, hedef kitleye yönelik medya araçlarında reklam, ilan ve tanıtıcı yazıların yer almasına yönelik pazarlama ve halka ilişkiler faaliyetleri yürütülmelidir.

#### **4.6.10 Otel Projesi Finansal Analizlerinde Kullanılan Varsayımlar**

- Bütün hesaplamalar ABD Dolar bazında yapılmıştır.
- İnşaat süresi 26 ay olup, imalatın başlangıç tarihi Mart 2001, bitiş tarihi Nisan 2003 olarak öngörülmektedir.
- Toplam inşaat maliyeti birim alan yöntemine göre hesaplanmıştır. (Tablo 4.8)
- Bodrum'un turizm bölgesi olması nedeniyle Mayıs ve Eylül tarihleri arasında bölgede inşaat yasağı uygulanmaktadır. Bu nedenle Mayıs 2001-Eylül 2001 tarihleri

arasında imalat yapılamamaktadır. Takip eden yıllarda ince inşaat imalatlarının bu aylarda devam edeceği öngörülmüştür (Tablo 4.9).

- Yüklenici firmaya %10 avans ödemesi yapılması planlanmıştır. Ödemenin nakden ve peşinen Mart 2002 tarihinde yapılması öngörülmüştür (Tablo 4.9).
- İnşaat giderlerine %18 KDV ve %20 yüklenici karı dahil edilmiştir (Tablo 4.9).
- Otel ünitelerinin Mayıs 2003 tarihinde işletmeye açılması ve yılda 7 ay hizmet vermesi planlanmıştır.
- Otelin işletmeye açıldığı ilk yıl doluluk oranı %65 alınmış, 2011 yılında %95 doluluk oranına ulaşacağı varsayılmıştır (Tablo 4.10).
- Otel oda sayısı 130 olup yatak kapasitesi 260'dır. Benzer proje analizleri gözönüne alınarak tek yatak satışlarının toplam yatak satışının %60'ını, çift yatak satışlarının %40'ını oluşturduğu varsayılmıştır (Tablo 4.10).
- Tek kişilik oda satış fiyatı 50 \$ alınmıştır ve yıllık %3, %4 ve %5 (ilk yıl %3 alınmış ve sonraki yıllarda fiyat artış oranı %1 artırılmıştır.) fiyat artışı öngörülmüştür. Çift kişilik oda satış fiyatı ise 75\$ alınmıştır (Tablo 4.10).
- Konaklama gelirlerinden ve doluluk oranlarından hareketle yiyecek, içecek, telefon-fax ve küçük departman gelir-giderleri hesaplanmıştır.
- Otelin işletmecisi firmaya devredileceği prensibi ile otel işletme gelirleri paylaşım senaryosu işletmecisi firma açısından %2 ciro oranı, %10 net işletme karı olarak öngörülmektedir (Tablo 4.10).
- 2002 ve 2003 yılları için ön pazarlama giderleri 50.000 \$ alınmış, diğer yıllarda işletme gelirlerinin %5'inin pazarlama giderlerini oluşturması öngörülmüştür (Tablo 4.11).
- Otel odaları gecelik konaklama fiyatlarının belirlenmesinde, Bodrum'da faaliyet gösteren Torba projesine benzer konumda ve nitelikte turistik tesislerdeki konaklama fiyatları esas alınmış ve butik otel özelliği gözönünde bulundurulmuştur.

- Doluluk oranları, başarılı bir yatırım projesinde olması gereken ve gerçekleşen benzer projelerden yararlanılarak öngörülmüştür.
- 2010 yılı proje satış değerinin hesaplanmasında kapitalizasyon oranı ve gelir yaklaşımı kullanılmıştır. Kapitalizasyon oranının hesaplanmasında iskonto oranı, piyasadaki iskonto oranı olan 0,12 ve büyüme oranı %3 alınmıştır (Tablo 4.11).
- Projenin halka arzı söz konusu olduğu için %100 özkaynak kullanılmıştır (Tablo 4.12).
- Banka faiz oranı %8 alınarak faiz geliri hesabı yapılmıştır (Tablo 4.12).

Yukarıdaki varsayımlar esas alınarak hazırlanan finansal tabloda aşağıda gösterilmiştir. Tablo 4.13’de yatırım finansal bilgilerinin karar verici (yönetici) için özeti hazırlanmıştır. Bu tablodaki değerler ile ilgili açıklamalar:

- Yatırım süresi, arsanın satın alınması ve tasarım çalışmalarına başlanmasından inşaatın tamamlanıp projenin işletmeye açılmasına kadar geçen süredir.
- İnşaat süresi yüklenici firmaya avans ödemesinin yapıldığı tarihten başlayıp kesin kabule kadar geçen süredir.
- Proje geliştirme maliyetine fizibilite çalışmaları, arsa maliyeti, tasarım çalışmaları, inşaat giderleri ve proje yönetim giderleri dahildir.

$A = \text{Otel Satış Değeri (Proje Değeri - 2010)}$

$B = \text{2010 Yılı İşletme Gelirleri - İşletme Giderleri - Pazarlama Giderleri}$

$C = \text{Kapitalizasyon Oranı}$

$A = B * C$

$A = (\text{2010 Yılı İşletme Gelirleri - İşletme Giderleri - Pazarlama Giderleri}) * \text{Kapitalizasyon Oranı}$

$C = \text{Kapitalizasyon Oranı} = (1 + \text{Büyüme Oranı}) / (\text{Iskonto Oranı} - \text{Büyüme Oranı})$   
Iskonto Oranı = %12

Büyüme Oranı = 0,03

**Tablo 4.8: Otel Projesi İş Kalemlerine Göre Maliyet Tahmin Tablosu**

| PROJE GELİŞTİRME GİDERLERİ                                           | ALAN<br>(m <sup>2</sup> ) | BİRİM<br>MALİYET<br>(\$/m <sup>2</sup> ) | TOPLAM<br>MALİYET<br>(\$) | KDV<br>(%18)     | TOPLAM<br>MALİYET<br>(KDV DAHİL)<br>(\$) |
|----------------------------------------------------------------------|---------------------------|------------------------------------------|---------------------------|------------------|------------------------------------------|
| <b>10 ÖN GİDERLER</b>                                                |                           |                                          | <b>2.057.000</b>          | <b>370.260</b>   | <b>2.427.260</b>                         |
| Arsa Satınalma Gideri                                                | 20.000                    | 100                                      | 2.000.000                 | 360.000          | 2.360.000                                |
| Fizibilite Çalışmaları                                               | 20.000                    | 2,50                                     | 50.000                    | 9.000            | 59.000                                   |
| Arazi Düzenleme ve Aplikasyon İşleri                                 | 20.000                    | 0,10                                     | 2.000                     | 360              | 2.360                                    |
| Zemin Etüdları                                                       | 20.000                    | 0,25                                     | 5.000                     | 900              | 5.900                                    |
| <b>20 TASARIM GİDERLERİ</b>                                          |                           |                                          | <b>240.760</b>            | <b>43.337</b>    | <b>284.097</b>                           |
| Konsept Geliştirme ve Ön Tasarım Giderleri                           | 20.000                    | 1,50                                     | 30.000                    | 5.400            | 35.400                                   |
| Mimari Tasarım Giderleri                                             | 7.170                     | 15,00                                    | 107.550                   | 19.359           | 126.909                                  |
| Statik Tasarım Giderleri                                             | 7.170                     | 1,50                                     | 10.755                    | 1.936            | 12.691                                   |
| Mekanik Tasarım Giderleri                                            | 7.170                     | 3,50                                     | 25.095                    | 4.517            | 29.612                                   |
| Elektrik Tasarım Giderleri                                           | 7.170                     | 3,00                                     | 21.510                    | 3.872            | 25.382                                   |
| Proje Revizyon Giderleri                                             | 7.170                     | 5,00                                     | 35.850                    | 6.453            | 42.303                                   |
| Maket İmalatı                                                        | 20.000                    | 0,50                                     | 10.000                    | 1.800            | 11.800                                   |
| <b>30 TUS, RUHSAT VE HARÇ GİDERLERİ</b>                              |                           |                                          | <b>60.366</b>             | <b>10.864</b>    | <b>71.220</b>                            |
| Teknik Uygulama Sorumlusu                                            | 7.170                     | 1,50                                     | 10.755                    | 1.936            | 12.691                                   |
| Statik Uygulama Sorumlusu                                            | 7.170                     | 0,21                                     | 1.500                     | 270              | 1.770                                    |
| Elektrik Uygulama Sorumlusu                                          | 7.170                     | 0,28                                     | 2.000                     | 360              | 2.361                                    |
| Mekanik Uygulama Sorumlusu                                           | 7.170                     | 0,31                                     | 2.250                     | 405              | 2.655                                    |
| Harita Uygulama Sorumlusu                                            | 7.170                     | 0,15                                     | 1.050                     | 189              | 1.239                                    |
| İnş. Müh. Odası Proje Tasdik+TUS Harcı                               | 7.170                     | 0,06                                     | 450                       | 81               | 531                                      |
| Elk. Müh. Odası Proje Tasdik+TUS Harcı                               | 7.170                     | 0,07                                     | 500                       | 90               | 590                                      |
| Mek. Müh. Odası Proje Tasdik+TUS Harcı                               | 7.170                     | 0,08                                     | 600                       | 108              | 708                                      |
| Harita Müh. Odası TUS Harcı                                          | 7.170                     | 0,03                                     | 250                       | 45               | 295                                      |
| Belediye Ruhsat ve Harç Giderleri                                    | 20.000                    | 2,00                                     | 40.000                    | 7.200            | 47.200                                   |
| Turizm Yatırım Belgesi                                               | 20.000                    | 0,05                                     | 1.000                     | 180              | 1.180                                    |
| <b>40 İNŞAAT GİDERLERİ</b>                                           |                           |                                          | <b>4.923.942</b>          | <b>886.310</b>   | <b>5.810.252</b>                         |
| Kaba İnşaat                                                          | 7.170                     | 110,00                                   | 788.700                   | 141.966          | 930.666                                  |
| İnce İnşaat                                                          | 7.170                     | 160,00                                   | 1.147.200                 | 206.496          | 1.353.696                                |
| Mekanik İşler                                                        | 7.170                     | 90,00                                    | 645.300                   | 116.154          | 761.454                                  |
| Elektrik İşleri                                                      | 7.170                     | 80,00                                    | 573.600                   | 103.248          | 676.848                                  |
| Altyapı İmalatı                                                      | 7.170                     | 60,00                                    | 430.200                   | 77.436           | 507.636                                  |
| Arıtma Tesisi İmalatı (500 Kişilik)                                  | 1 ADET                    |                                          | 119.658                   | 21.538           | 141.196                                  |
| Trafo Merkezi İmalatı (1.500 Kwa Kapasiteli)                         | 1 ADET                    |                                          | 51.284                    | 9.231            | 60.515                                   |
| Açık Otopark                                                         | 1.400                     | 40,00                                    | 56.000                    | 10.080           | 66.080                                   |
| Havuz İmalatı                                                        | 500                       | 300,00                                   | 150.000                   | 27.000           | 177.000                                  |
| Güneşlenme Terası                                                    | 1.000                     | 70,00                                    | 70.000                    | 12.600           | 82.600                                   |
| Çevre Düzenleme, Tenis Sahası ve Peyzaj                              | 3.500                     | 50,00                                    | 175.000                   | 31.500           | 206.500                                  |
| Tefriş+Tehizat Giderleri                                             | 7.170                     | 100,00                                   | 717.000                   | 129.060          | 846.060                                  |
| <b>50 PROJE YÖNETİM GİDERLERİ</b>                                    |                           |                                          | <b>219.849</b>            | <b>39.573</b>    | <b>259.422</b>                           |
| Proje Yönetim ve Kontrollük Giderleri (Toplam Giderlerin %3'ü alın.) |                           |                                          | 219.849                   | 39.573           | 259.422                                  |
| <b>60 GENEL GİDERLER</b>                                             |                           |                                          | <b>46.247</b>             | <b>8.324</b>     | <b>54.571</b>                            |
| İhale Giderleri (Metraj ve Keşif, kırtasiye)                         | 7.170                     | 1,45                                     | 10.397                    | 1.871            | 12.268                                   |
| Diğer Giderler                                                       | 7.170                     | 5,00                                     | 35.850                    | 6.453            | 42.303                                   |
| <b>GİDERLER TOPLAMI</b>                                              | <b>7.170</b>              | <b>1.053</b>                             | <b>7.548.153</b>          | <b>1.358.668</b> | <b>8.906.821</b>                         |

**Tablo 4.9: Otel Projesi Yıllık Proje Giderleri Analizi**

| PROJE GELİŞTİRME GİDERLERİ                   | YILSONU<br>TOPLAMI<br>2000 | YILSONU<br>TOPLAMI<br>2001 | YILSONU<br>TOPLAMI<br>2002 | YILSONU<br>TOPLAMI<br>2003 | TOPLAM           |
|----------------------------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|------------------|
| <b>KÜMÜLATİF GİDER</b>                       | <b>2.746.681</b>           | <b>3.995.153</b>           | <b>8.429.941</b>           | <b>9.228.735</b>           |                  |
| <b>AYLIK TOPLAM GİDER (Enf. Dahil)</b>       | <b>2.746.681</b>           | <b>1.248.473</b>           | <b>4.434.788</b>           | <b>798.794</b>             | <b>9.228.735</b> |
| <b>AYLIK TOPLAM GİDER</b>                    | <b>2.679.688</b>           | <b>1.206.254</b>           | <b>4.260.123</b>           | <b>760.756</b>             | <b>8.906.821</b> |
| ÖN GİDERLER                                  | 2.427.260                  | 0                          | 0                          | 0                          | 2.427.260        |
| TASARIM GİDERLERİ                            | 231.174                    | 10.620                     | 42.303                     | 0                          | 284.097          |
| TUS, RUHSAT VE HARÇ GİDERLERİ                | 9.255                      | 61.965                     | 0                          | 0                          | 71.220           |
| İNŞAAT GİDERLERİ                             | 0                          | 1.024.868                  | 4.069.100                  | 716.284                    | 5.810.252        |
| PROJE YÖNETİM GİDERLERİ                      | 0                          | 81.533                     | 133.417                    | 44.472                     | 259.422          |
| GENEL GİDERLER                               | 12.000                     | 27.268                     | 15.303                     | 0                          | 54.571           |
| <b>A- ÖN GİDERLER</b>                        | <b>2.427.260</b>           | <b>0</b>                   | <b>0</b>                   | <b>0</b>                   | <b>2.427.260</b> |
| Arsa Satınalma Gideri                        | 2.360.000                  | 0                          | 0                          | 0                          | 2.360.000        |
| Fizibilite Çalışmaları                       | 59.000                     | 0                          | 0                          | 0                          | 59.000           |
| Arazi Düzenleme ve Aplikasyon İşleri         | 2.360                      | 0                          | 0                          | 0                          | 2.360            |
| Zemin Etüdları                               | 5.900                      | 0                          | 0                          | 0                          | 5.900            |
| <b>B- TASARIM GİDERLERİ</b>                  | <b>231.174</b>             | <b>10.620</b>              | <b>42.303</b>              | <b>0</b>                   | <b>284.097</b>   |
| Konsept Geliştirme ve Ön Tasarım Giderleri   | 35.400                     | 0                          | 0                          | 0                          | 35.400           |
| Mimari Tasarım Giderleri                     | 126.909                    | 0                          | 0                          | 0                          | 126.909          |
| Statik Tasarım Giderleri                     | 12.691                     | 0                          | 0                          | 0                          | 12.691           |
| Mekanik Tasarım Giderleri                    | 29.612                     | 0                          | 0                          | 0                          | 29.612           |
| Elektrik Tasarım Giderleri                   | 25.382                     | 0                          | 0                          | 0                          | 25.382           |
| Proje Revizyon Giderleri                     | 0                          | 0                          | 42.303                     | 0                          | 42.303           |
| Maket İmalatı                                | 1.180                      | 10.620                     | 0                          | 0                          | 11.800           |
| <b>C- TUS, RUHSAT VE HARÇ GİDERLERİ</b>      | <b>9.255</b>               | <b>61.965</b>              | <b>0</b>                   | <b>0</b>                   | <b>71.220</b>    |
| Teknik Uygulama Sorumlusu                    | 2.115                      | 10.576                     | 0                          | 0                          | 12.691           |
| Statik Uygulama Sorumlusu                    | 708                        | 1.062                      | 0                          | 0                          | 1.770            |
| Elektrik Uygulama Sorumlusu                  | 1.180                      | 1.180                      | 0                          | 0                          | 2.361            |
| Mekanik Uygulama Sorumlusu                   | 1.327                      | 1.327                      | 0                          | 0                          | 2.655            |
| Harita Uygulama Sorumlusu                    | 620                        | 620                        | 0                          | 0                          | 1.239            |
| İnş. Müh. Odası Proje Tasdik+TUS Harcı       | 531                        | 0                          | 0                          | 0                          | 531              |
| Elk. Müh. Odası Proje Tasdik+TUS Harcı       | 590                        | 0                          | 0                          | 0                          | 590              |
| Mek. Müh. Odası Proje Tasdik+TUS Harcı       | 708                        | 0                          | 0                          | 0                          | 708              |
| Harita Müh. Odası TUS Harcı                  | 295                        | 0                          | 0                          | 0                          | 295              |
| Belediye Ruhsat ve Harç Giderleri            | 0                          | 47.200                     | 0                          | 0                          | 47.200           |
| Turizm Yatırım Belgesi                       | 1.180                      | 0                          | 0                          | 0                          | 1.180            |
| <b>D- İNŞAAT GİDERLERİ</b>                   | <b>0</b>                   | <b>1.024.868</b>           | <b>4.069.100</b>           | <b>716.284</b>             | <b>5.810.252</b> |
| Kaba İnşaat                                  | 0                          | 493.253                    | 437.413                    | 0                          | 930.666          |
| İnce İnşaat                                  | 0                          | 153.644                    | 1.200.052                  | 0                          | 1.353.696        |
| Mekanik İşler                                | 0                          | 76.145                     | 685.309                    | 0                          | 761.454          |
| Elektrik İşleri                              | 0                          | 67.685                     | 609.163                    | 0                          | 676.848          |
| Altyapı İmalatı                              | 0                          | 76.145                     | 431.491                    | 0                          | 507.636          |
| Arıtma Tesisi İmalatı (500 Kişilik)          | 0                          | 14.120                     | 127.077                    | 0                          | 141.196          |
| Trafo Merkezi İmalatı (1.500 Kwa Kapasiteli) | 0                          | 6.052                      | 54.464                     | 0                          | 60.515           |
| Açık Otopark                                 | 0                          | 6.608                      | 59.472                     | 0                          | 66.080           |
| Havuz İmalatı                                | 0                          | 17.700                     | 159.300                    | 0                          | 177.000          |
| Güneşlenme Terası                            | 0                          | 8.260                      | 74.340                     | 0                          | 82.600           |
| Çevre Düzenleme, Tenis Sahası ve Peyzaj      | 0                          | 20.650                     | 154.875                    | 30.975                     | 206.500          |
| Tefriş+ Teçhizat Giderleri                   | 0                          | 84.606                     | 76.145                     | 685.309                    | 846.060          |
| <b>E- PROJE YÖNETİM GİDERLERİ</b>            | <b>0</b>                   | <b>81.533</b>              | <b>133.417</b>             | <b>44.472</b>              | <b>259.422</b>   |
| Proje Yönetim ve Kontrollük Giderleri        | 0                          | 81.533                     | 133.417                    | 44.472                     | 259.422          |
| <b>F- GENEL GİDERLERİ</b>                    | <b>12.000</b>              | <b>27.268</b>              | <b>15.303</b>              | <b>0</b>                   | <b>54.571</b>    |
| İhale Giderleri (Metraj ve Keşif, kırtasiye) | 0                          | 12.268                     | 0                          | 0                          | 12.268           |
| Diğer Giderler                               | 12.000                     | 15.000                     | 15.303                     | 0                          | 42.303           |

Tablo 4.10: Otel Projesi İşletme Gelir ve Giderleri

| NET İŞLETME GELİRLERİ                                   | SABİTLER | YILSONU TOPLAMI 2003 | YILSONU TOPLAMI 2004 | YILSONU TOPLAMI 2005 | YILSONU TOPLAMI 2006 | YILSONU TOPLAMI 2007 | YILSONU TOPLAMI 2008 | YILSONU TOPLAMI 2009 | YILSONU TOPLAMI 2010 | İŞ SONU TOPLAM |
|---------------------------------------------------------|----------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------|
| <b>KÜMÜLATİF GELİR</b>                                  |          | 1.591.360            | 3.402.231            | 5.446.648            | 7.739.443            | 10.322.821           | 13.209.866           | 16.423.365           | 19.781.373           |                |
| <b>AYLIK TOPLAM GELİR</b>                               |          | 1.591.360            | 1.810.871            | 2.044.417            | 2.292.794            | 2.863.378            | 2.887.048            | 3.213.439            | 3.359.087            | 19.781.373     |
| <b>OTEL NET İŞLETME GELİRLERİ</b>                       |          | 1.591.360            | 1.810.871            | 2.044.417            | 2.292.794            | 2.863.378            | 2.887.048            | 3.213.439            | 3.359.087            | 19.781.373     |
| Konaklama Gelirleri ( Yedil aylık İşletme Dönemi İçin ) |          |                      |                      |                      |                      |                      |                      |                      |                      |                |
| Oda Sayısı                                              | 130      |                      |                      |                      |                      |                      |                      |                      |                      |                |
| Yataklık Kapasitesi                                     | 260      |                      |                      |                      |                      |                      |                      |                      |                      |                |
| Tek Yataklık Satış                                      | 0,80     | 156                  | 156                  | 156                  | 156                  | 156                  | 156                  | 156                  | 156                  |                |
| Çift Yataklık Satış                                     | 0,40     | 104                  | 104                  | 104                  | 104                  | 104                  | 104                  | 104                  | 104                  |                |
| Doluluk Oranı                                           |          | 0,85                 | 0,70                 | 0,75                 | 0,80                 | 0,85                 | 0,90                 | 0,95                 | 0,95                 |                |
| Tek Yataklık Olarak Satılan Oda Sayısı                  |          | 21.294               | 22.932               | 24.570               | 26.208               | 27.846               | 28.484               | 31.122               | 31.122               |                |
| Çift Yataklık Olarak Satılan Oda Sayısı                 |          | 7.098                | 7.844                | 8.190                | 8.736                | 9.282                | 9.828                | 10.374               | 10.374               |                |
| Otelin Yıllık Toplam Oda Arzı                           |          | 47.450               | 47.450               | 47.450               | 47.450               | 47.450               | 47.450               | 47.450               | 47.450               |                |
| Yıllık Satılan Oda Sayısı                               |          | 28.392               | 30.576               | 32.760               | 34.944               | 37.128               | 39.312               | 41.496               | 41.496               |                |
| Fiyat Artış Oranı                                       |          | 0,03                 | 0,04                 | 0,04                 | 0,04                 | 0,05                 | 0,05                 | 0,05                 | 0,05                 |                |
| Tek Kişilik Oda Satış Fiyatı                            | 50       | 53                   | 55                   | 57                   | 60                   | 63                   | 66                   | 69                   | 73                   |                |
| Çift Kişilik Oda Satış Fiyatı                           | 75       | 80                   | 83                   | 86                   | 90                   | 94                   | 99                   | 104                  | 109                  |                |
| Tek Kişilik Oda Gelirleri                               |          | 1.694.310            | 1.897.628            | 2.114.499            | 2.345.685            | 2.616.904            | 2.909.382            | 3.224.565            | 3.385.793            | 20.188.766     |
| Çift Kişilik Oda Gelirleri                              |          | 564.770              | 632.543              | 704.833              | 781.895              | 872.301              | 989.794              | 1.074.855            | 1.128.598            | 6.729.589      |
| <b>KONAKLAMA GELİRLERİ TOPLAMI</b>                      |          | 2.259.080            | 2.530.170            | 2.819.332            | 3.127.579            | 3.489.206            | 3.879.176            | 4.299.420            | 4.514.391            | 26.918.355     |
| <b>Yiyecek Gelirleri</b>                                |          |                      |                      |                      |                      |                      |                      |                      |                      |                |
| Konaklayan Kişi Sayısı ( Gün / Yıl )                    |          | 169                  | 182                  | 195                  | 208                  | 221                  | 234                  | 247                  | 247                  | 1.703          |
| Kahvaltı ( %80 )                                        | 3,3      | 111.794              | 120.393              | 128.993              | 137.592              | 146.192              | 154.791              | 163.391              | 163.391              | 1.126.535      |
| Restoran/Öğle Yemeği ( %10 )                            | 6,0      | 21.294               | 22.932               | 24.570               | 26.208               | 27.846               | 29.484               | 31.122               | 31.122               | 214.578        |
| Akşam Yemeği ( %30 )                                    | 8,0      | 85.176               | 91.728               | 98.280               | 104.832              | 111.384              | 117.936              | 124.488              | 124.488              | 858.312        |
| Bar ( %50 )                                             | 5,0      | 88.725               | 96.550               | 102.375              | 109.200              | 116.025              | 122.850              | 129.675              | 129.675              | 894.075        |
| Diskotek ( %10 )                                        | 4,0      | 14.198               | 15.268               | 16.380               | 17.472               | 18.564               | 19.656               | 20.748               | 20.748               | 143.052        |
| Pasın Müşteriler ( %20 )                                |          | 64.237               | 69.178               | 74.120               | 79.061               | 84.002               | 88.943               | 93.885               | 93.885               | 647.310        |
| <b>YIYECEK GELİRLERİ TOPLAMI</b>                        |          | 385.421              | 415.089              | 444.717              | 474.365              | 504.013              | 533.660              | 563.308              | 563.308              | 3.883.862      |
| <b>İçecek Gelirleri ( Beverage Revenue )</b>            |          |                      |                      |                      |                      |                      |                      |                      |                      |                |
| Günde Satılan Kuvvet Sayısı                             | 51-73-23 |                      |                      |                      |                      |                      |                      |                      |                      |                |
| Restoran                                                | \$ 4     | 42.840               | 44.125               | 45.449               | 46.812               | 48.217               | 49.663               | 51.153               | 52.688               | 380.848        |
| Bar                                                     | \$ 3     | 45.990               | 47.370               | 48.791               | 50.255               | 51.762               | 53.315               | 54.914               | 56.562               | 408.959        |
| Diskotek ( %15 )                                        | \$ 4     | 21.294               | 22.932               | 24.570               | 26.208               | 27.846               | 29.484               | 31.122               | 31.122               | 214.578        |
| Diskotek ( Pasın Müşteriler )                           | \$ 4     | 19.320               | 19.900               | 20.497               | 21.111               | 21.745               | 22.397               | 23.069               | 23.761               | 171.800        |

Tablo 4.10: Otel Projesi İşletme Gelir ve Giderleri

| NET İŞLETME GELİRLERİ                          | SABİTLER | YILSONU TOPLAMI 2003 | YILSONU TOPLAMI 2004 | YILSONU TOPLAMI 2005 | YILSONU TOPLAMI 2006 | YILSONU TOPLAMI 2007 | YILSONU TOPLAMI 2008 | YILSONU TOPLAMI 2009 | YILSONU TOPLAMI 2010 | İŞ SONU TOPLAM |
|------------------------------------------------|----------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------|
| Diskotek (%15)                                 | \$       | 21.294               | 22.632               | 24.570               | 26.208               | 27.846               | 28.484               | 31.122               | 31.122               | 214.578        |
| Diskotek (Pasen Müşteri)                       | \$       | 19.320               | 19.900               | 20.497               | 21.111               | 21.745               | 22.397               | 23.068               | 23.761               | 171.800        |
| İÇEÇEK GELİRLERİ TOPLAMI                       |          | 128.444              | 131.082              | 132.720              | 134.358              | 135.996              | 137.634              | 139.272              | 139.272              | 1.079.778      |
| Telefon, Telex ve Fax Gelirleri                |          | 47.450               | 47.450               | 47.450               | 47.450               | 47.450               | 47.450               | 47.450               | 47.450               | 379.600        |
| Geceme Sayısı                                  |          |                      |                      |                      |                      |                      |                      |                      |                      |                |
| Yararlanma Oranı                               | 0,25     |                      |                      |                      |                      |                      |                      |                      |                      |                |
| Yararlanan Kişi Sayısı                         |          | 7.711                | 8.304                | 8.897                | 9.490                | 10.083               | 10.676               | 11.269               | 11.269               | 77.689         |
| Kişi Başına Harcama                            | \$       | 23.132               | 24.911               | 26.691               | 28.470               | 30.249               | 32.029               | 33.808               | 33.808               | 233.098        |
| TOPLAM TELEFON, TELEX VE FAX GELİRİ            |          | 23.132               | 24.911               | 26.691               | 28.470               | 30.249               | 32.029               | 33.808               | 33.808               | 233.098        |
| Küçük Departmanların Gelirleri                 |          |                      |                      |                      |                      |                      |                      |                      |                      |                |
| Çamaşır ve Temizlik Hizmetleri Gelirleri (%40) | \$       | 14.196               | 15.288               | 16.380               | 17.472               | 18.564               | 19.656               | 20.748               | 20.748               | 143.052        |
| Spor ve Sağlık Hizmetleri Gelirleri (%25)      | \$       | 44.363               | 47.775               | 51.188               | 54.600               | 58.013               | 61.425               | 64.838               | 64.838               | 447.038        |
| TOPLAM KÜÇÜK DEPARTMAN GELİRLERİ               |          | 58.559               | 63.063               | 67.568               | 72.072               | 76.577               | 81.081               | 85.586               | 85.586               | 590.090        |
| Kiralar ve Diğer Gelirler                      |          |                      |                      |                      |                      |                      |                      |                      |                      |                |
| Kuaför Salonu                                  |          | 743                  | 765                  | 788                  | 811                  | 836                  | 861                  | 887                  | 893                  | 6.804          |
| Gazete, Dergi, Hediyelik Eşya Dükkanı          |          | 849                  | 874                  | 900                  | 927                  | 955                  | 984                  | 1.013                | 1.044                | 7.547          |
| Diğer Gelirler (Oda Gelirlerinin %2'si)        |          | 45.182               | 50.603               | 56.387               | 62.552               | 69.784               | 77.584               | 85.988               | 90.288               | 538.367        |
| TOPLAM OTEL İŞLETME GELİRLERİ                  |          | 2.802.409            | 3.216.838            | 3.549.102            | 3.901.136            | 4.307.816            | 4.743.008            | 5.209.282            | 5.428.610            | 33.267.700     |
| Yırcak Giderleri                               | 0,45     | 173.440              | 186.781              | 200.123              | 213.464              | 226.806              | 240.147              | 253.489              | 253.489              | 1.747.738      |
| İçecek Giderleri                               | 0,40     | 51.778               | 52.433               | 53.088               | 53.743               | 54.398               | 55.054               | 55.709               | 55.709               | 431.911        |
| Telefon, Telex ve Faks Giderleri               | 0,50     | 11.566               | 12.456               | 13.345               | 14.235               | 15.125               | 16.014               | 16.904               | 16.904               | 118.549        |
| Diğer Giderler                                 | 0,40     | 18.709               | 20.897               | 23.230               | 25.716               | 28.630               | 31.771               | 35.155               | 36.898               | 221.007        |
| Personel Giderleri                             |          | 180.000              | 185.400              | 190.962              | 196.691              | 202.592              | 218.799              | 236.303              | 255.207              | 1.665.853      |
| Amortismanlar                                  | 0,078    | 312.000              | 321.360              | 331.001              | 340.931              | 351.159              | 361.694              | 372.544              | 383.721              | 2.774.409      |
| Sigorta Giderleri                              | 0,003    | 12.000               | 12.000               | 12.000               | 12.000               | 12.000               | 12.000               | 12.000               | 12.000               | 96.000         |
| Bakım-Onarım Giderleri                         | 0,005    | 20.000               | 20.000               | 20.000               | 20.000               | 20.000               | 20.000               | 20.000               | 20.000               | 180.000        |
| Genel Giderler                                 | 0,10     | 290.241              | 321.654              | 354.910              | 390.113              | 430.762              | 474.301              | 520.928              | 542.861              | 3.325.770      |
| TOPLAM OTEL İŞLETME GİDERLERİ                  |          | 1.069.753            | 1.132.830            | 1.198.669            | 1.266.894            | 1.341.471            | 1.428.780            | 1.523.032            | 1.576.788            | 10.539.337     |
| Ciro Oranı                                     | 0,02     | 58.048               | 64.331               | 70.982               | 78.023               | 86.152               | 94.860               | 104.166              | 108.572              | 865.154        |
| Net İşletme Karı                               | 0,10     | 183.268              | 208.356              | 235.044              | 263.424              | 296.614              | 331.323              | 368.625              | 385.182              | 2.271.836      |
| TOPLAM İŞLETMECİ GİDERİ                        |          | 241.316              | 272.687              | 305.025              | 341.447              | 382.767              | 426.183              | 472.811              | 493.764              | 2.938.980      |
| NET OTEL İŞLETME GELİRİ                        |          | 1.561.360            | 1.810.871            | 2.044.417            | 2.292.794            | 2.563.378            | 2.887.046            | 3.213.439            | 3.358.067            | 19.761.373     |

**Tablo 4.11: Otel Projesi Gelir-Gider Analizi (Yıllık Değerlendirmesi)**

| GİDERLER                           | NPV<br>(i=0,17) | 2000       | 2001       | 2002       | 2003      | 2004      | 2005      | 2006      | 2007       | 2008       | 2009       | 2010       | İŞSONU<br>TOPLAMI |
|------------------------------------|-----------------|------------|------------|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|------------|------------|-------------------|
| KÜMÜLATİF GİDER                    |                 | 2.746.681  | 3.995.163  | 8.478.841  | 8.328.736 | 8.418.278 | 9.621.499 | 9.636.139 | 9.765.308  | 9.909.660  | 10.070.332 | 10.238.236 |                   |
| AYLIK TOPLAM GİDER                 | 8.767.291       | 2.746.681  | 1.248.473  | 4.484.788  | 848.794   | 90.544    | 102.221   | 114.640   | 129.169    | 144.352    | 160.672    | 167.903    | 10.238.236        |
| PAZARLAMA GİDERLERİ(%5-Gelir)      |                 |            |            | 50.000     | 50.000    | 90.544    | 102.221   | 114.640   | 129.169    | 144.352    | 160.672    | 167.903    | 1.009.601         |
| PROJE GELİŞTİRME GİDERLERİ         |                 | 2.746.681  | 1.248.473  | 4.434.788  | 798.794   |           |           |           |            |            |            |            | 9.228.736         |
| GELİRLER                           | NPV<br>(i=0,17) | 2000       | 2001       | 2002       | 2003      | 2004      | 2005      | 2006      | 2007       | 2008       | 2009       | 2010       | İŞSONU<br>TOPLAMI |
| KÜMÜLATİF GELİR                    |                 | 0          | 0          | 0          | 1.591.360 | 3.402.231 | 6.446.648 | 7.739.443 | 10.322.821 | 13.209.696 | 16.423.306 | 19.281.026 |                   |
| AYLIK NET GELİR                    | 12.431.931      | 0          | 0          | 0          | 1.591.360 | 1.810.871 | 2.044.417 | 2.292.794 | 2.583.378  | 2.887.046  | 3.213.439  | 3.588.677  | 56.291.025        |
| OTEL İŞLETME GELİRLERİ             |                 |            |            |            | 2.902.409 | 3.216.538 | 3.549.102 | 3.901.135 | 4.307.615  | 4.743.008  | 5.209.282  | 5.428.610  | 33.257.700        |
| OTEL İŞLETME GİDERLERİ             |                 |            |            |            | 1.069.733 | 1.132.980 | 1.198.659 | 1.266.894 | 1.341.471  | 1.429.780  | 1.523.032  | 1.576.788  | 10.539.337        |
| İŞLETMECİ GİDERİ                   |                 |            |            |            | 241.316   | 272.687   | 306.026   | 341.447   | 382.767    | 426.183    | 472.811    | 493.754    | 2.936.990         |
| NET OTEL İŞLETME GELİRİ            |                 |            |            |            | 1.591.360 | 1.810.871 | 2.044.417 | 2.292.794 | 2.583.378  | 2.887.046  | 3.213.439  | 3.358.067  | 19.781.373        |
| OTEL SATIŞ GELİRİ (TERMINAL VALUE) |                 | 0          | 0          | 0          | 0         | 0         | 0         | 0         | 0          | 0          | 0          | 38.509.652 | 38.509.652        |
| FARK (GELİR-GİDER)                 | 5.684.640       | -2.746.681 | -1.248.473 | -4.484.788 | 742.566   | 1.720.328 | 1.942.198 | 2.178.155 | 2.454.209  | 2.742.693  | 3.052.767  | 3.699.816  | 46.062.789        |

Tablo 4.12: Otel Projesi İç Verim Oranı Hesaplaması

| NAKİT GİRİŞLERİ                | 2000 | 2001 | 2002 | 2003      | 2004      | 2005      | 2006      | 2007      | 2008      | 2009      | 2010       | İŞSONU TOPLAMI |
|--------------------------------|------|------|------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|----------------|
| KASA/BANKA FAİZ GELİRLERİ (%8) |      |      |      |           | 59.405    | 142.379   | 166.766   | 187.594   | 211.344   | 236.323   | 263.127    | 1.266.938      |
| OTEL NET İŞLETME GELİRİ        |      |      |      | 1.591.360 | 1.810.871 | 2.044.417 | 2.292.794 | 2.583.378 | 2.887.046 | 3.213.439 | 3.358.067  | 19.781.373     |
| PROJENİN 10. YIL DEĞERİ        |      |      |      |           |           |           |           |           |           |           | 36.509.652 | 36.509.652     |
| TOPLAM                         | 0    | 0    | 0    | 1.591.360 | 1.870.276 | 2.186.796 | 2.459.560 | 2.770.972 | 3.098.390 | 3.449.762 | 40.130.847 | 57.557.963     |

| NAKİT ÇIKIŞLARI            | 2000       | 2001       | 2002       | 2003    | 2004      | 2005      | 2006      | 2007      | 2008      | 2009      | 2010       | İŞSONU TOPLAMI |
|----------------------------|------------|------------|------------|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|----------------|
| PROJE GELİŞTİRME GİDERLERİ | 2.746.681  | 1.248.473  | 4.434.788  | 798.794 |           |           |           |           |           |           |            | 9.228.735      |
| PAZARLAMA GİDERLERİ        |            |            | 50.000     | 50.000  | 90.544    | 102.221   | 114.640   | 129.169   | 144.352   | 160.672   | 167.903    | 1.009.501      |
| TOPLAM                     | 2.746.681  | 1.248.473  | 4.484.788  | 848.794 | 90.544    | 102.221   | 114.640   | 129.169   | 144.352   | 160.672   | 167.903    | 10.238.236     |
| FARK (+) (-)               | -2.746.681 | -1.248.473 | -4.484.788 | 742.566 | 1.779.733 | 2.084.575 | 2.344.920 | 2.641.803 | 2.954.038 | 3.289.090 | 39.962.943 | 47.319.727     |

| NPV           | 2000       | 2001     | 2002       | 2003    | 2004    | 2005    | 2006    | 2007    | 2008    | 2009    | 2010      | İŞSONU TOPLAMI |
|---------------|------------|----------|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|----------------|
| İSKONTO ORANI | 1,17       | 1,37     | 1,60       | 1,87    | 2,19    | 2,57    | 3,00    | 3,51    | 4,11    | 4,81    | 5,62      |                |
| FARK          | -2.347.590 | -912.026 | -2.800.169 | 396.271 | 811.756 | 812.648 | 781.317 | 752.339 | 719.024 | 684.254 | 7.105.800 | 6.003.622      |

**Tablo 4.13: Otel Projesi Yönetici Özeti**

| BODRUM-OTEL PROJESİ YÖNETİCİ ÖZETİ                        |            |
|-----------------------------------------------------------|------------|
| YATIRIM SÜRESİ (*)                                        | 35 AY      |
| İNŞAAT SÜRESİ (**)                                        | 26 AY      |
| TOPLAM BRÜT ARSA ALANI ( m <sup>2</sup> )                 | 25.000     |
| TOPLAM NET ARSA ALANI ( m <sup>2</sup> )                  | 20.000     |
| TOPLAM KAPALI ALAN ( m <sup>2</sup> )                     | 7.170      |
| İSKONTO ORANI                                             | 0,17       |
| YATIRIM MALİYETİ ( \$, Net Bugünkü Değer )                | 6.767.291  |
| BİRİM KAPALI ALAN MALİYETİ ( \$/m2, Net Bugünkü Değer )   | 944        |
| Proje Geliştirme Maliyeti ( \$, Net Bugünkü Değer ) (***) | 6.454.844  |
| Pazarlama Giderleri ( \$, Net Bugünkü Değer )             | 312.448    |
| OTEL NET İŞLETME GELİRİ ( \$, Net Bugünkü Değer )         | 5.940.160  |
| TOPLAM GİDERLER ( \$, Net Bugünkü Değer )                 | 6.767.291  |
| TOPLAM GELİRLER ( \$, Net Bugünkü Değer )                 | 5.940.160  |
| OTEL SATIŞ BEDELİ ( \$, Proje Değeri 2010 ) (****)        | 36.509.652 |
| OTEL SATIŞ BEDELİ ( \$, Net Bugünkü Değer )               | 6.491.771  |
| ÖZKAYNAK HARİÇ                                            |            |
| İÇ VERİM ORANI ( IRR )                                    | 0,28       |
| NET BUGÜNKÜ DEĞER (NBD) (**)                              | 5.664.640  |
| ÖZKAYNAK VE FAİZ GELİR/GİDERLERİ DAHİL                    |            |
| İÇ VERİM ORANI ( IRR )                                    | 0,29       |
| NET BUGÜNKÜ DEĞER (NBD) (**)                              | 6.003.622  |

\* Yatırım süresi, arsanın satın alınması ve tasarım çalışmalarına başlanmasından inşaatın tamamlanıp projenin işletmeye açılmasına kadar geçen süredir.

\*\* İnşaat süresi yüklenici firmaya avans ödemesinin yapıldığı tarihten başlayıp kesin kabule kadar geçen süredir.

\*\*\* Proje geliştirme maliyetine fizibilite çalışmaları, arsa maliyeti, tasarım çalışmaları, inşaat giderleri ve proje yönetim giderleri dahildir.

(\*\*\*\*) A = Otel Satış Değeri ( Proje Değeri - 2010 )

B = 2011 Yılı İşletme Gelirleri - İşletme Giderleri - Pazarlama Giderleri

C = Kapitalizasyon Oranı

$A = B \cdot C$

$A = (2010 \text{ Yılı İşletme Gelirleri} - \text{İşletme Giderleri} - \text{Pazarlama Giderleri}) \cdot \text{Kapitalizasyon Oranı}$

$C = \text{Kapitalizasyon Oranı} = (1 + \text{Büyüme Oranı}) / (\text{İskonto Oranı} - \text{Büyüme Oranı})$

İskonto Oranı = %12

Büyüme Oranı = 0,03

## **5. GAYRİMENKUL DEĞERLEMESİ – DÜNYA VE TÜRKİYE'DEKİ MEVCUT DURUM**

### **5.1 Gayrimenkul Değerlemesi**

#### **5.1.1 Gayrimenkul Değerine Esas Teşkil Eden İlkeler**

Gayrimenkul değerinin tespitinde kullanılan birçok ilke bulunmakla birlikte bunların belli başlıcaları şunlardır:

**İkame İlkesi:** Değerleme işlemi büyük oranda ikame etme esasına dayanır. Bu prensip dikkatli bir alıcının herhangi bir gayrimenkul için açık piyasada aynı derecede satın alınmak istenen başka bir gayrimenkulün iktisap edilmesi için ödenecek olan bedelden daha fazlasını ödeyemeyeceğini varsayar [9]

Bir gayrimenkulün değeri, onun yenileme maliyetinden fazla olamaz. Örneğin 15 milyar TL'ye satılmak istenen bir eve benzer özelliklerdeki yeni evlerin fiyatı 15 milyar TL ise, 15 milyar TL'na satılmak istenen bu evin fiyatı düşecektir [1].

**Uygunluk İlkesi (The Principle of Conformity) :** Literatürde uygunluk ilkesi, eksperce değerlendirme yapılırken, gayrimenkulün, bulunduğu çevrenin özellikleri ile uyumunun gözetilmesi gerektiğini ifade eder. Örneğin kişilerin İstanbul Bebek'te lüks bir apartman dairesinde oturmak isterken gecekonduda oturmayı düşünmemesi, aynı şekilde İstanbul Alibeyköy'de lüks bir villada oturmayı düşünmemesinde olduğu gibi. Bu ilke, bir gayrimenkulün maksimum değerine ulaşması için, bu gayrimenkulün bulunduğu bölgenin özellikleri ile uyumlu olması gerektiğini kabul eder.

**Beklenti İlkesi (The Principle of Anticipation):** Bir gayrimenkulün bugünkü değerinin, gayrimenkulün gelecekteki beklenen getirilerinin bir fonksiyonu olduğunu varsayar. Bu açıdan gayrimenkulleri iki ana kategoriye ayırabiliriz:

- a) **Ticari (Gelir Getiren) Gayrimenkuller:** Burada değer, gelecekteki nakit akışlarının bugüne indirgenmiş değeri olarak ele alınır.

- b) Konutlar: Buradaki değer, gayrimenkulün gelecekte sağlayacağı faydaların bugünkü değerinin parasal ifadesidir.

### 5.1.2 Gayrimenkul Değerinin Unsurları

Bir gayrimenkulün değerini meydana getiren, temelde insanların duygu ve düşünceleridir. İnsanların istekleri ve ihtiyaçları önemli unsurlardır. İnsanlar, bir bannağa ihtiyaç duyarlar; fakat barınaktan öte şeyler de isterler. Toplumsal, ekonomik ve politik unsurlar da, gayrimenkul değeri üzerinde önemli bir etkiye sahiptirler ve bunlar da yine insanlar tarafından yönetilir ya da insanlardan etkilenirler.

Değer kavramı subjektif ve objektif unsurları içerir. Subjektif değer, esas itibarıyla mülkün kendi bünyesindeki özellikleri ile bir başka deyişle, daha çok mülkün "kullanım değeri" ile ilgilidir. Objektif değer ise mülkün dışında bulunan, başkaları için mülkün değeri nedir gibi etkenleri içerir. Bunlardan birincisine kullanım değeri, ikincisine piyasa değeri denir.

Bir gayrimenkulün değerini belirleyen unsurlar içsel unsurlar ve dışsal unsurlar olmak üzere iki başlıkta ele alınmıştır.

#### - İçsel Unsurlar

Doğrudan gayrimenkule ait olan özelliklerdir. Bunlar, fiziki koşullar, fayda, kıtlık ve devredilebilirlik şeklinde özetlenebilir.

Fiziki Koşullar: Fiziki koşullar, bir değer yaratabileceği gibi onu yok da edebilecek unsurlardan oluşur. Örneğin arsa değerlemesinde eksper, konum, şekil, alan, cephe, altyapı, topoğrafi, çevredeki yollar ve hatta güzel veya kötü manzara gibi unsurları dikkate almak zorundadır. Eksper, arsa üzerinde yapılacak inşaatlarda da, malzeme, işçilik ve yıpranmayı göz önünde bulundurmalıdır.

Fayda: Bu kavram, bir malın bir isteği yerine getirmesi veya bir ihtiyacı tatmin etmesidir. Buna göre, bir çivinin doğru zamanda doğru yerde olmak koşuluyla bir faydası mevcut olabilir.

Kıtlık: Arz ve talebe göre oluşur. Eğer bir ürün faydalı ve aynı zamanda kıtsa piyasa değerinin yüksek olması beklenir. Yukarıdaki örnekteki çivinin nispi olarak da kıt

bulunması gereklidir. Nitekim, havanın da faydası vardır, doğru zamanda doğru yerededir; ancak kıt olmadığı için piyasa değeri yoktur.

**Devredilebilirlik:** Bir ürün tüm diğer faktörlere sahip olsa bile, eğer kimseye devredilemiyorsa, piyasa değeri yoktur.

#### - Dışsal Unsurlar

Doğrudan gayrimenkule ait olmayıp, gayrimenkul haricinde çok farklı sebepler ile etkili olabilecek özelliklerdir. Bunları, ekonomik unsurlar, sosyo-kültürel unsurlar ve yasal mevzuat başlıkları altında incelenebilir.

**Ekonomik Unsurlar:** Gayrimenkulün getirisi, piyasadaki cari faiz oranları, ipotek kredisi piyasaları ve bu piyasalara yapılan devlet müdahaleleri ve ülke ekonomisinin genel durumu göz önüne alınmalıdır.

**Sosyo-Kültürel Unsurlar:** Bu noktada çevre, demografi, trafik unsurları, gürültü, kentleşme modeli ve mimari düzenlemeler gibi hususlar öne çıkmaktadır.

**Hukuki Mevzuat:** Hukuki mevzuat da değer yaratabilir, değeri etkileyebilir veya değeri yok edilebilir. Burada eksperin ilgisi tapu ve kadastro hukuku, şehir planı, gayrimenkule bağlı haklar ve arsanın özelliklerini değiştirebilecek veya kısıtlayabilecek yasal düzenlemeler üzerinde yoğunlaşmalıdır. Örneğin planlanan bir otoyol, bu arsanın değeri üzerinde önemli bir etkiye sahip olabilecektir [1].

### 5.1.3 Gayrimenkul Değerlemesinde Dikkate Alınması Gereken Temel Noktalar

Değerleme nihai aşamada sağduyulu bir karar vermeye dayanmakla beraber, bu kararın öncesinde destekleyici somut verilere ihtiyaç vardır. Bu unsurlar aşağıda belirtilmiştir:

- Nüfus

Değerlemenin yapılma amacına göre nüfusun önemi değişmektedir. Konutu oturmak amacıyla satın alan kişi, alacağı eve yaşayacağı yer, evin bulunduğu bölgeye de çalışacağı yer gözüyle bakar. Bu nedenle nüfusun gelecekteki trendiyle çok fazla ilgilenmez. Böyle bir alıcının esas ilgisi, binanın bugünkü fiyatı üzerinde odaklanır.

Muhtemel bir yatırımcı için yapılan değerlemede ise durum daha farklıdır. Yatırımcı evin bugünkü fiyatının yanısıra, uzun dönemde gayrimenkulün değerinin etkileyebilecek diğer faktörlerle de ilgilenir.

Bu durumda yukarıdaki gayrimenkul yatırımcısının nüfus ile ilgilenmesinin sebebi, "arz ve talep" kavramıdır. Örneğin bir bölgenin nüfusunun azalması uzun bir süreden beri devam ediyorsa, azalan talebe paralel olarak konut fiyatlarında ciddi bir düşüş gerçekleşebilecek ve yatırım yapılan gayrimenkulden zarar doğacaktır.

- Çevre

Çevrenin genel özellikleri, ekspere gayrimenkulün değeri hakkında bir fikir oluşturmakta yardımcı olur. Bölgenin gelişme trendi gayrimenkulün gelecekteki fiyatına olduğu kadar şimdiki değerine de etki eder.

Yalnızca ticari gayrimenkullerin ya da kamu binalarının inşa edilmesine izin verilen bir semtin, yasal bir değişiklik ile oturma amaçlı yerleşime de açıldığı düşünülecek olursa, bu durum o bölgede var olan bütün binaların ve arsaların değerini mutlaka etkileyecektir. Aynı durum gelişen altyapı hizmetlerine paralel olarak bir bölgenin kişilerce oturma amaçlı konut inşaatlarında tercih edilmeye başlanmasında da söz konusudur. Böyle bir trendin varlığı ise o bölgenin yakından takip edilmesiyle anlaşılabilir. Bir bölge konut alanından iş alanına dönüşmekteyse yeni iş yerlerinin sayısı, yeni mağazalar vb. dikkat çekici hale gelecektir.

Bir bölgenin gelecekte takip edeceği seyir, yeni inşaatlardan da anlaşılabilir. Bu açıdan bölgede yeni inşaatlar yapılıp yapılmadığı, yapılanların kalitesi ve eski binaların durumu yakından takip edilmelidir. Kabaca bir gözlemlerle (rule of thumb) bölgedeki binaların ortalama yaşı 35 yıldan fazla ise o bölgede bir düşüş başlamış demektir.

- Doğal Afetlere Karşı Korunma

Konutların veya diğer gayrimenkullerin deprem gibi doğal afetlere olan dayanıklılığı ya da bir felake anında o binaların bulunduğu bölgeye süratle müdahale imkanının bulunup bulunmadığı değer tespiti açısından önemli bir husus olarak kabul edilmektedir. Bu çerçevede zemin etüdüleri sonucu hazırlanan geoteknik raporlardan elde edilen veriler önem kazanmaktadır. Bu durumu finansal açıdan düşünecek olursak sağlam zemin profiline sahip bölgelerdeki binaların değeri yükselirken, deprem

bölgelerindeki binalar güvenilirlik açısından talep toplayamayacak, ayrıca sigorta primleri de yüksek olmaktadır ki, bunlar bir gayrimenkulün değerinin azaltan hususlardır.

- Güvenlik Tedbirleri

İnsanların yaşadıkları mekanlarda güven ve huzur içerisinde yaşamak istedikleri bilinen bir gerçektir. Bu yüzden yeterli güvenlik tedbirlerinin alınmadığı bölgelerin ya da binaların değeri, inşaat kalitesi ne kadar yüksek, manzarası ne kadar güzel olursa olsun belirli bir fiyattan yukarıya çıkamayacaktır.

- Sosyal Alanlara ve Alışveriş Merkezlerine Uzaklık

Sosyal alanlara veya alışveriş merkezlerine olan uzaklık bir konutun değeri üzerinde etkili olacaktır. Örneğin arsa spekülâtorleri bir bölgede yapılacak olan dev alışveriş merkezlerini (Migros, Tansaş, Carrefour vb.), kurulacak bir üniversiteyi (Sabancı Üniversitesi, Bilkent Üniversitesi) ya da inşaa edilecek havaalanını (Kurtköy bölgesi civarındaki gelişim) o bölgenin ileride çok gelişeceği yönünde bir işaret olarak kabul ederler.

- Kamusal Hizmetlerden İstifade Edebilme

Ekspertiz çalışmaları sırasında bölgeye getirilecek kamu hizmetleri hakkında da bilgi sahibi olmak gereklidir. Örneğin, değer tespiti yapılan bir apartmanın yakınında bir ilköğretim okulu inşaatına başlanması, şüphesiz ki o apartmanın değerini olumlu yönde etkileyecektir.

- Pazarlanabilirlik

Kolayca satılabilme, gayrimenkulün piyasa değeri üzerinde doğrudan bir etkiye sahiptir. Örneğin, gerileme eğilimindeki bir bölgede yer alan gayrimenkul kolayca elden çıkartılamaz. Bu durum özellikle gayrimenkullerin ipotek ettirilmeleri sırasında önem kazanır. Bankacılık Mevzuatı'nda yer alan borçlunun borcunu ödeyememesi durumunda sahip olunan gayrimenkullerin belirli süreler zarfında elden çıkartılması zorunluluğu da sözkonusu pazarlama kriterini daha da önemli bir hale getirmektedir.

- **Bina Kalitesi**

Bina kalitesi, fiziki yıpranmanın, binaya değer katan ilave özelliklerin, işçilik kalitesinin, binanın kullanıma açılmadan önce tamirat gerektiren hususların ve maliyetlerinin tespitini içermektedir.

- **Arsa**

Ekspertiz işlemi sırasında gayrimenkulün yer aldığı arsanın inşaatı düşünülen gayrimenkul için uygun olup olmadığı, binanın yapımı sırasında arsanın en uygun şekilde kullanılıp kullanılmadığı çok büyük önem taşımaktadır. Ticari bir gayrimenkul için yapılan değer tespiti sırasında bu husus çok daha önemli olmaktadır. İmar planlarında %75'lik bir bölümüne bina yapılmasına izin verilen bir arsanın %50'lik bölümüne bir bina inşaat edilmişse, bu arsanın ticari olarak optimum kullanılmadığını gösterecektir [1].

#### **5.1.4 Gayrimenkul Değerleme Yöntemleri**

Değerleme işleminde "Piyasa Yaklaşımı", "Gelir Yaklaşımı" ve "Maliyet Yaklaşımı" olarak üç ayrı yöntem kullanılmaktadır. Bu yöntemler uluslararası değerlendirme kuruluşlarının desteğini kazanmıştır. Teorik olarak bu yaklaşımların her biri piyasadan çıkanlar gerçek bilgilere dayanan bir metod veya teknik olup, bu yöntemlerin kullanılmasıyla bir eksper "değerin" son tahminine ulaşmak maksadıyla, piyasa değerinin ayrı göstergelerini ortaya çıkarır [9].

##### **5.1.4.1 Piyasa Yaklaşımı**

Piyasa Yaklaşımı, bir gayrimenkulün yeni satılmış olan diğer benzer gayrimenkuller ile yapılan bir mukayesesine ve cari fiyat talebi ve tekliflerine dayanır. Böylece sözkonusu gayrimenkule karşı piyasanın gösterdiği reaksiyon ölçülmüş olur. Fonksiyonel ve ekonomik sapmalar ile birlikte fiziksel değişimler de dikkate alınarak ayarlamalar bunlara uygun olarak yapılmalıdır. Örneğin zayıf zemin planı olan veya bir benzin istasyonuna bitişik konumdaki bir konut ile bu olumsuz özelliklere sahip olmayan bir ev şüphesiz tam olarak karşılaştırılmaz. Satılan gayrimenkullerin birbirleriyle karşılaştırılması en mantıklı temeli oluşturur.

#### **5.1.4.2 Gelir Yaklaşımı**

Gelir Yaklaşımı, bir gayrimenkulün geri kalan ekonomik ömrü içinde bir yatırımcı veya bir kullanıcı için muhtemel net gelir akışını ele alır. Bu gelir akışı benzer gayrimenkullerden veya diğer tür yatırımlardan elde edilen kazançlar ile karşılaştırılır. Söz konusu gayrimenkulün, tahmini net gelir akışının, adı geçen gayrimenkulün piyasa değerinin bir göstergesine yansıtılmasında kullanılacak olan faiz ve kapitalizasyon oranı için çeşitli teknikler kullanılır. Gayrimenkulün diğer benzer gayrimenkuller ile mukayesesinde, özellikle kira konusunda, piyasa yaklaşımında olduğu gibi aynı temel fiziksel, fonksiyonel ve ekonomik faktörler dikkate alınır.

#### **5.1.4.3 Maliyet Yaklaşımı**

Maliyet Yaklaşımı, benzer bir gayrimenkulle mukayese edilerek söz konusu arsanın değerinin tahminine ilave olarak, gelişmeleri artırıcı cari gider tahminini ve söz konusu iyileştirmelerin ne derece amortismanla uğradığının bir tahminini gerektirir. Yeniden üretim giderinden amortisman bedeli düşüldükten sonra benzer arsa ile karşılaştırılan ilgili arsanın piyasa değerinin ilave edilmesiyle bulunan miktar maliyet yaklaşımı ile elde edilen gayrimenkulün değer göstergesidir. Yeni maliyet değerini üst sınırını tayin etme eğilimindedir.

Amortisman nedeniyle değer kaybı söz konusu üç yaklaşımın her birinde dikkate alınmalıdır. Bir yaklaşımdan sağlanan bilgiler diğer yaklaşımda kullanılabilir. Benzer arsaların son satışlarıyla mukayese edilen piyasa yaklaşımında sağlanan arsa bedeli, maliyet yaklaşımı için arsa bedeli tahminini verir. Gelir yaklaşımındaki analizlerden çıkarılan kira zararları genellikle maliyet yaklaşımında değer kaybı tahminlerine baz teşkil eder .

#### **5.1.4.4 İpotek Özsermaye Teorisi-Ellwood Tekniği**

Son yıllarda değerlendirme yöntemlerine ilişkin olarak mantıklı ve faydalı bir teknik geliştirilmiş olup, bununla tüm kapitalizasyon miktarı rasyonalize edilebilmektedir. Bu teknik İpotek Özsermaye Teorisi veya Ellwood Tekniği (Mortgage Equity Theory) olarak bilinmektedir. Bu teknik, bilgili gayrimenkul yatırımcılarının tipik reaksiyonlarını inceleyerek ve aşağıdaki hususları dikkate alarak piyasanın gerçekçi reaksiyonlarını tespit etmeye çalışır:

- genellikle beş veya on yıllık muhtemel net gelir ve mülkiyetin kısa vadeli projeksiyonları,
- değere göre ipotek, kredi oranı, faiz haddi, yıllar itibarıyla süre ve ipotek bakiyesi azaldıkça özsermaye (equity) pozisyonundaki iyileşme,
- projeksiyon süresinin sonunda tüm gayrimenkulün değer artış veya amortisman tutarı.

Ellwood tekniği, esas kanıtın bulunmaması durumunda, piyasayı rasyonalize eden ve güvenilir sonuçların ortaya çıkarılmasında yardımcı olan yararlı bir teknik olup, bu şekilde gerekli tahminler daha mantıklı bir şekilde yapılmakta ve piyasa ile daha yakın ilişki kurulabilmektedir. Finansmanın şartları ve temin edilebilirliği, piyasa değeri üzerinde oldukça önemli bir etkide bulunmakta ve para piyasasında meydana gelebilecek değişiklikler karşısında bir gayrimenkul eksperinin daha bilinçli olmasını sağlamaktadır.

Gayrimenkul değerlemesi mesleğine ilişkin yurtdışı uygulamalar incelendiğinde görülmektedir ki, değerlendirme sırasında kullanılacak yöntemler, aşamalar ve teknikler son derece detaylı bir biçimde yönetmeliklerle düzenlenerek, izlenecek yollar ayrı ayrı belirlenmiştir [9].

#### **5.1.5 Konut Değerlemesi:**

Uluslararası literatürde kabul gören ve konutların ekspertiz değerlerinin bulunmasında kullanılan 3 metot ele alınmıştır:

##### **i. Maliyet Yaklaşımı:**

Bu yaklaşıma göre bir gayrimenkulün tahmini değeri şu unsurlardan oluşur:

- (+) Değerleme tarihinde yeniden inşa etmenin maliyeti,
- (+) Boş arsa değeri,
- (+) Arazinin kullanılabilir hale getirilmesinden kaynaklanan harcamalar,
- (-) Amortisman Tutarı,

Maliyetin tespitinde karşılaştırma ve maliyetlere ayırma yöntemleri kullanılmaktadır.

- **Karşılaştırma Yöntemi**

Karşılaştırma yönteminde ilk adım, yeni inşa edilen benzer bir gayrimenkulün birim metrekare maliyetinin tespitidir. Daha sonra değerlendirme yapılacak gayrimenkulün alanı ölçülür ve bulunan birim m<sup>2</sup> maliyet bedeli ile çarpılır. Bulunan bu rakam gayrimenkulün temel maliyetidir. Eğer değerlemesi yapılan gayrimenkul karşılaştırılana göre ilave unsurlara sahip ise bunlar da değerlemede artı değer olarak hesaba katılır. Son aşamada ise boş arsa değeri yakınlardaki benzer arsa değerleri ile karşılaştırılarak nihai ekspertiz değeri bulunur.

- **Maliyetlere Ayırma Yöntemi**

Bu yöntemde gayrimenkulün inşa edilemsi sırasında yapılan harcamalar tek tek bulunur ve toplanarak gayrimenkulün yeniden inşa maliyetine ulaşılır. Ancak, nihai ekspertiz değerine ulaşmak için birikmiş amortisman tutarlarının bu rakamdan düşürülmesi gerekmektedir.

Birikmiş amortisman herhangi bir nedenden kaynaklanan değer kaybıdır. Birikmiş amortismanı hesaplamada kullanılan doğrusal amortisman yönteminde, yeniden inşa etme maliyetinin ve binanın kalan ekonomik ömrünün bilindiği, değer düşüşünün her yıl sabit bir yüzdeyle ifade edildiği varsayımlarına dayanır. Yöntemin zorluğu, binanın kalan ekonomik ömrünün objektif olarak tahmininde yatmaktadır. Birikmiş amortisman hesabı için kullanılan diğer bir yöntem ise gözlemlenen durum yöntemidir. Bu yöntemde daha objektif bir tahminde bulunabilmek için birikmiş amortisman parçalara ayrılır ve bunların değerleri ayrı ayrı tespit edilir. Bunlar:

- **Fiziki Yıpranma** : Bir binadaki bozulmalar, doğal aşınmalar gibi unsurlardan oluşur.
  - **Düzeltililebilir Unsurlar** : Boya, doğramanın zayıflaması, çatı akması gibi.
  - **Düzeltililemeyecek Unsurlar**: Düzeltilmesi çok zor ve ekonomik olarak uygun olmayan unsurlardır (binanın ana iskeletinde ya da temelinde oluşan doğal bozukluklar gibi).

- **İşlevsel Yıpranma:** Gayrimenkule olan talepte tasarım, inşaat gibi sebeplerle ortaya çıkan azalma kastedilmektedir. Bu değişiklikler gayrimenkulün daha az talep edilmesine yol açmaktadır. Fiziken sağlam görünen bir gayrimenkulün banyo veya mutfağının eski tarz olması eve olan talebi azaltacaktır.
  - Düzeltilebilir Unsurlar (banyonun yenilenmesi)
  - Düzeltilemeyecek Unsurlar (aşırı yüksek yada basık bir tavan)
- **Sosyo-Ekonomik Yıpranma:** Gayrimenkulün sosyal veya ekonomik etkenler sebebiyle istenebilirliğinin ve kullanışlılığının azalmasıdır. Bu unsur, çevredeki değişimle ilgilidir ve değer düşüşü ve artışının en önemli sebebidir. Gayrimenkul sahibinin iradesi dışında gelişen bir unsur olduğu için düzeltilemeyecek bir faktör olarak ele alınır.

#### ii. Piyasa Değeri Yaklaşımı:

Karşılaştırılabilir gayrimenkullerin satış değerlerinden faydalanılır. Karşılaştırılabilir gayrimenkullerin satış fiyatları da farklılık gösterir, bu farkları ortadan kaldırmak için düzeltmeler yapılması gerekmektedir.

#### iii. Gelir Yaklaşımı:

Bu yaklaşımda, brüt aylık çarpan kullanılarak, konutun değeri brüt aylık kiranın bir "çarpmı" olarak bulunur. Öncelikle karşılaştırılabilir konutların aylık kira ve satış fiyatlarına ilişkin bilgiler temin edilmektedir. Daha sonra ise satış fiyatı, kira tutanna bölünerek çarpan bulunmaktadır. Kullanışlı olmasına rağmen brüt aylık çarpanın dezavantajları da vardır. Bunları şu şekilde sıralayabiliriz:

- Hesaplamalarda net gelir yerine brüt gelir esas alınmaktadır. Yönetim ve bakım maliyetleri göz ardı edilmektedir.
- Tüm gayrimenkuller için emlak vergisi, ısıtma gideri vb. giderlerin aynı olduğu varsayılmaktadır.
- Gayrimenkullerin kalan ekonomik ömürlerinin eşit olduğu varsayımı vardır.

- 15-25 milyar TL arasındaki bir fiyat aralığında satılan evler için, çarpan anlamlı olabilir; ancak 250-500 milyar TL arasında satılan evlerin değerlemesinde çarpanın kullanımı sorun olabilir. Çünkü, bu fiyatlardan satılan evler için referans bir kira piyasası bulunmamaktadır.

#### iv. Gayrimenkulün Nihai Değerinin Tespiti

Eksperin yukardaki üç yaklaşımdan elde ettiği sonuçlardan hangisini tercih edeceği konusunda literatürde ağır basan görüşe göre, tek bir yaklaşım yerine, bu üç yaklaşım neticesinde elde edilen sonuçların birarada değerlendirilmesi daha uygun olmaktadır. Ancak değerlendirme, yapılan zamana ve dışsal faktörlere göre, bir yaklaşıma diğerlerinden daha fazla ağırlık vermek gerekebilir ki bu da eksperin değerlendirmesine bırakılmış bir husustur [1].

#### 5.1.6 Ticari Gayrimenkullerin Değerlemesi

Ticari gayrimenkul kavramı ile konutların dışında kalan ve ticari amaçlarla değerlendirilen-gelir getiren (iş merkezleri, ofisler, mağazalar vb.) gayrimenkuller ifade edilmektedir. Ticari gayrimenkullerin değerlendirilmesinde en sık kullanılan yöntem faaliyet geliri yaklaşımıdır.

Eksper öncelikle gayrimenkul sahibinin gelir-gider durumunu hazırladığı mali tabloları incelemelidir. Ancak bu tür belgelerden ulaşılamayacak bazı kalemler (kişisel harcamalar, kredi anapara ve faiz ödemeleri vb.) bulunmaktadır. Ayrıca bazı kalemlerin (sigorta primleri gibi) de eksper tarafından artırılması gerekmektedir. Kısaca eksper, gayrimenkul sahibinin gelir ve harcamalarla ilgili hazırladıklarını gözden geçirerek kullanması gerekmektedir. Bu şekilde hazırlanmış yeni gelir ve harcama tablosu, literatürde net gelir tespiti olarak adlandırılır.

Eksper ticari gayrimenkulün net gelirini tespit ettikten sonra bunu değere çevirmeye çalışacaktır. Bu hesaplama basit bir iskontoleme işleminden ibarettir. İndirgeme (iskonto) işleminde, gelecekteki kazançların bugünkü değeri tespit edilmeye çalışılır. Bu işlemde veri bir zamanda varolan piyasa faiz oranı tespit edilir. Bu oran, sermayenin fiyatını ya da bir kişinin parasını kullandırmasının karşılığında beklediği kirayı gösterir.

Faiz oranı ve gelir, değer fonksiyonunun değişkenleri olarak hesaplamalara katılır. Net gelir ve faiz oranı veri iken, yapılacak olan bunları değere dönüştürmektir. Net gelir, gayrimenkul sahibinin gelir tablosundan kolayca bulunabilir. Faiz oranına ise para piyasasının incelenmesi neticesinde ulaşılabilir. Bu iki nokta veri iken üçüncü nokta olan satış değeri basit matematiksel işlemlerle bulunabilir.

Eksperin ticari gayrimenkullerin değerlemesinde karşılaştığı en önemli sorun, doğru getiri oranının seçimidir. Bu konuda yapılacak %1'lik bir hata bile, çok ciddi farklılıklara yol açar. Fazi oranının yüksek seçilmiş olması gayrimenkulün değerini düşürecektir.

İskonto oranı seçiminde kullanılan yöntemler:

- Yatırım Aralığı Tekniği: Bu teknikte, gayrimenkul üzerinde sahip olunan haklar tek tek tespit edilerek, bu haklara ilişkin getiri oranları ayrı ayrı bulunur. Daha sonra bu getiri oranlarının ağırlıklı ortalaması, iskonto oranı olarak kabul edilir. Bir gayrimenkulün üzerinde sahip olunan, getiri elde edilmesi en fazla garanti altında olan hak, 1. Derece ipotek sahiplerininindir. 1. Derece ipotek sahiplerini diğer sıralardaki hak sahipleri izlerler. Bunlar gayrimenkul sahibine borç vermiş kişilerdir. Gayrimenkul üzerinde, mali anlamda en son hakka sahip olan kişi ise bu gayrimenkulün sahibi yani bu gayrimenkule sermaye yatırmış olan kişidir. Bu durumu tahvil ve hisse senedi sahiplerinin bir şirket üzerindeki konumlarına benzetebiliriz. Tahvil sahiplerinin elde edecekleri getiri, hisse senedi sahiplerinin elde edecekleri getiriden daha düşük ama daha garantidir. Finans teorisindeki yüksek risk-yüksek getiri ilişkisinde olduğu gibi en yüksek riski üstlenenlerin getiri beklentileri yüksek olmaktadır. Beklenen getirilerin tespitinde ise benzer özelliklerdeki piyasalarda oluşan faiz hadleri esas alınmaktadır.
- Toplama Yöntemi: Bu teknikte ise eksper, risksiz faiz oranının üzerine gereken unsurları ilave ederek iskonto oranına ulaşır. İskonto oranını oluşturan faktörleri şöyle sıralayabiliriz:
  - Risksiz Oran: Bu oran, genellikle devlet tahvillerine ve hazine bonolarına ödenen faiz oranı olarak kabul edilir.
  - Risk Primi: Yatırımcıya, parasını kaybetme riski karşılığında ödenen orandır.

- **Likidite Primi:** Yatırımcıya, gayrimenkulün likit bir varlık olmaması sebebiyle verilen orandır.
- **Yönetim Primi:** Yatırımcının yatırımını yönetmesi karşılığında elde edeceği ekstra orandır.

Gayrimenkullerin gelirleri olduğu gibi, gayrimenkullerde zamanla meydana gelebilecek bir değer kaybı (amortisman) da söz konusudur. Gayrimenkullerin beklenen getiri oranı ile gayrimenkulün değerini düşüren amortisman oranının toplamı kapitalizasyon oranını verecektir ki, bu oran elde edilen getirilerin iskonto edilmesinde kullanılmaktadır. Bu sayede daha kapsamlı bir değerlendirme yapılması mümkün hale gelmektedir.

Ticari gayrimenkuller için amortisman konutlardakine benzer bir şekilde fiziki yıpranma ve işlevsel yıpranma payı ile ekonomik kullanımın sona ermesinden kaynaklanan kayıpların toplamı olarak hesaplanır. Ana sermayedeki bu kayıp oranına, beklenen getiri oranı eklendiğinde gelirin nihai iskontosunda kullanılacak kapitalizasyon oranı bulunur. Öte yandan, binaların kurulu olduğu arsalar için amortisman ayrılmasına gerek yoktur.

Kapitalizasyon oranının tespitinde kullanılan yöntemler:

- **Bina Kalıntısı Tekniği:** Eksper öncelikle arsa için bir değer tespiti yaparak, piyasada geçerli olan beklenen getiri oranı üzerinden arsaya yatırılan paranın elde edebileceği geliri varsayımsal olarak hesaplar. Bulunan bu rakam, gayrimenkulün elde ettiği toplam yıllık gelirden düşülür. Artık elde arsanın üzerinde kurulu olduğu binanın elde ettiği varsayılan gelir tutarı vardır. Binaların amortize olması sebebiyle, beklenen getiri oranına amortisman oranını ekleyerek kapitalizasyon oranına ulaşılır ve arsanın payına düşen gelirin indirilmesinden sonra bulunan gelir tutarı bu kapitalizasyon oranı ile iskonto edilir. Eksper tarafından tespit edilen arsa değeri ile bina değerinin toplanması gayrimenkulün nihai değerini verir.
- **Arsa Kalıntısı Tekniği:** Arsa değerinin tespiti bina kalıntısı tekniğinin zayıf noktasını oluşturmaktadır. Özellikle şehir merkezlerinde benzer arsa satışlarının gerçekleşmemesi sağlıklı bir fiyat tespiti yapılmasını engeller. Bu durumda yapılması gereken, yukarıda ele alınan tekniği tersten ele alarak yeniden dizayn etmektir. Öncelikle arsa değerini değil bina değerini bularak, sonrasında arsanın ve gayrimenkulün toplam değerine ulaşmak gereklidir.

- **Enkaz Değer Tekniği:** Bu teknikte, bina ve arsa tek bir varlık olarak ele alınır ve öncelikle binanın tahmini ömrü bulunur. Gayrimenkulün o yıl içerisinde elde ettiği gelirin binanın tüm ömrü boyunca elde edeceği varsayımı ile bugünkü değeri hesaplanır. Bugünkü değer hesaplamasında kullanılan iskonto oranı beklenen getiri oranı olup buna ayrıca amortisman oranı eklenmez. Bu değere arsanın binanın kullanılabilir ömrü sonunda ulaşacağı değer eklenerek gayrimenkulün toplam değeri bulunur. Arsanın nihai değeri ise bugün için biçilen ve gayrimenkulün ömrü boyunca aynı kalacağı varsayılan rayiç bedelin bugünkü değerinin bulunması şeklinde olmaktadır.

#### **5.1.7 Kiralanan Gayrimenkullerin Değerlemesi**

Gayrimenkulün kiralandığı dönem boyunca elde edeceği gelirler ile kiralama dönemi sonunda sahip olacağı değer bugünkü değeri o gayrimenkulün ekspertiz bedelini verir.

#### **5.1.8 Değerleme Süreci**

- **İşin Tarifi:**

Değerleme sürecinde ilk aşama, işin tanımının yapılmasıdır. Bu aşama değerlemeye konu olan gayrimenkulün kullanımı, alıcı, satıcı, çevre koşulları, değerlemenin amacı gibi değerlemede rol oynayacak faktörlerin incelenmesi ve değerlemenin çerçevesinin çizilmesi aşamasıdır. Ekper, gayrimenkulü gördükten sonra hangi yöntemle veya yöntemlerle değerlendirme yapılacağına karar verir.

- **Ön İnceleme, Veri Seçimi ve Toplaması:**

Bu aşama, genel, özel ve rekabete yönelik arz ve talep verilerinin analizini içermektedir. Önce, belediye ve tapuda detaylı bir tetkik yapıldıktan sonra gayrimenkulün fiziksel çerçevesinde oluşabilecek değişiklikler tespit edilir.

Genel veriler, sosyal, ekonomik, çevresel ve devlet politikalarına yönelik verilerdir. Ekper ilk aşamada bu dört verinin gayrimenkulün fiyatını nasıl etkileyeceğine ilişkin analizini yapar.

Özel veriler, değerlemeye konu gayrimenkulün niteliği, kalitesi, yerel pazar nitelikleri, inşaat malzeme kalitesi, toprağın cinsi gibi gayrimenkulün kendisinden kaynaklanan hususlardır.

Rekabete yönelik arz ve talep bilgileri ise gayrimenkulün gelecekte yaratacağı ve içinde bulunacağı rekabet koşullarını belirleyebilmek amacıyla toplanır. Bu tür veriler nüfus, gelir dağılımı, işsizlik oranı ve muhtemel gayrimenkul kullanıcılarının sayısı gibi hususlardır.

Ön inceleme ve veri toplama aşamasında, eksper, bina ve arazi ile ilgili her türlü proje, fotoğraf, harita vs'yi inceler ve değer üzerinde etkili olabilecek tüm verileri hesaba katar (ipotek, yıkım kararı, kamulaştırma, süregelen davalar, mülkiyet durumu, kira kontratları, eğer gayrimenkul devralınacaksa borç durumu vs.) Piyasadaki gayrimenkul durumunu belirleyen en önemli faktör gayrimenkulün en iyi ve yüksek kullanım fiyatının tespitidir. Müşterinin bir gayrimenkule ödeyeceği en yüksek fiyat o gayrimenkulden elde edeceği maksimum faydaya tekabül etmektedir. Arsa değeri tahmininde en yaygın kullanılan yöntem ise satış mukayesesi yöntemidir. Bu yöntemde benzer arazilerin son satış değerleri bulunur ve diğer benzer faktörlerle birlikte karşılaştırma yapılır (yola yakınlık, arazinin bitki örtüsü, eğim, arazinin yapısı, zemin durumu vs.).

- Değerleme Seçeneklerinde Uzlaşma ve Son Değerleme Tahmini

Değerleme eksperlerinin incelemeler sonucunda ulaştıkları çeşitli değerlendirme alternatiflerinin analizini ve bir sonucun seçimini içermektedir. Yukarıda belirtilen değerlendirme teknik yaklaşımları sonucu ulaşılan birkaç değerlendirme alternatifinden birini seçmek, uzmanın bilgi, tecrübe ve inisiyatifi kullanmasını gerektirir. Bu aşamada uzman, değerlemenin amacını, uygulanabilirliğini ve yaptığı uygulamanın savunulabilirliğini gözönüne alarak analiz sonuçlarını, statülerle ilgili bilgileri değerlendirir, değerle ilgili kanaat oluşturur ve raporunu yazar.

- Değerleme Raporu:

Değerleme prosedürünü sona erdiren değerlendirme eksper, nihai değerlendirme raporunu yazar. Raporun formatı, uzunluğu ve içeriği, müşterinin talebine, rapor türüne, gayrimenkulün türüne ve sözleşmenin içeriğine göre değişmektedir. Eksper, raporun türü veya uzunluğu ne olursa olsun gayrimenkul değerlendirme meslek kuruluşlarının

ıkardığı raporlama standartlarına uymak zorundadır. Bu kuruluşlar profesyonel mesleki etiklere ve profesyonel değ erleme standartlarına ilişkin düzenlemeler yapmakta ve uygulamaları denetlemektedir. Standartlar, raporlama standartlarını da içermektedir. Rapor, eksperin sonuca ulaşırken kullandığı teknikleri, prosedürleri ve çeşitli analiz, neden ve sonuçlarını özetleyen bir döküman şeklindeyir. Eksper rapordan sorumludur ve tüm veriler için kaynak gösterme zorunluluğu vardır [1,9,20].

#### **5.1.9 Ekspertiz Raporlarının İçeriği**

Ekspertiz raporları temelde iki eşitir:

- Form Raporlar, genellikle bankalar gibi kredi kuruluşlarınca, kredi karşılığında ipotek olarak alınan gayrimenkullerin ekspertizinde kullanılan raporlardır. Form raporlarda aşağıdaki hususlar sırasıyla değ erlendirmeye tabi tutulur:

- Uzak ve Yakın evre
- Arsa
- Bina
- İşçilik ve Malzeme
- Gayrimenkul Kalitesi

Değerleme kısmı ise aşağıdaki bölümlerden oluşur:

- Maliyet Yaklaşımı
- Piyasa Yaklaşımı
- Gelir Yaklaşımı

Değerleme kısmının sonunda, eksper yukarıdaki yaklaşımlar çerçevesinde gayrimenkulün değ erine ilişkin son kararını verir. Diğer taraftan ekspertiz raporunun ekinde gayrimenkulün krokisine de yer verilmelidir. Ekspertiz raporlarındaki en önemli bölümlerden birisi de eksperin değ erleme iş lemine ilişkin çekincelerini ifade ettiği bölümdür.

- Kapsamlı Raporlar: Genellikle uzman gayrimenkul ekspertiz şirketleri tarafından, özellikle çok yüksek değ erli gayrimenkuller için hazırlanırlar. ABD Gayrimenkul Ekspertleri Enstitüsü tarafından önerilen kapsamlı raporların 4 ana bölümü vardır:

- Giriş
- Tanıtıcı Bilgiler
- Analitik İnceleme
- Genel Değerlendirme ve Sonuç

Tipik bir Kapsamlı raporun içeriği aşağıda verilmiştir:

A. Görüş Bölümü

1. Görevlendirme Mektubu
2. Önemli Veri ve Görüşlerin Analizi

B. Rapora Giriş

3. Değerlemenin Amacı
4. Kullanılan Değer Kavramlarının Tanımlanması
5. Gayrimenkulün Tanımlanması
6. Gayrimenkulün Fotoğrafı
7. Gayrimenkul Üzerindeki Değerlemeye Tabi Tutulan Haklar
8. Varsayımlar ve Kısıtlayıcı Şartlar
9. Ekspertin Nitelikleri

C. Gerekli Veriler

10. Şehrin Tanıtımı

- a- Tarihi (Şehrin tarihçesi, kuruluş sebepleri)
- b- Coğrafi yapısı (arazi yapısı, nehirler, iklim, su)
- c- Politik konumu (kamunun örgütlenmesi, vergi oranları, planlama)
- d- Sosyal yapı (nüfus büyüklüğü, nüfus dağılımı, gelir, büyüme)
- e- Ekonomik veriler (işsizlik oranları, ekonomik faaliyetler, gelir kaynakları, ücret düzeyi, sanayileşme)

11. Bölgenin Değerlendirilmesi

- a- Şehrin gelişme yönü
- b- Fiziki ve sosyal cazibe
- c- Sosyal, ticari ve kentsel merkezlerin yeterliliği
- d- Ulaşım imkanları
- e- Hizmetlerin yeterliliği
- f- Vergi düzeyi
- g- Nüfusun özellikleri
- h- Gayrimenkul değerleri ve trendi

- i- Uygunsuz kullanıma karşı tedbirler
- j- Bölgenin ulaşım ve ana trafik arterlerinin haritaları

## 12. Gayrimenkul Değerlendirmesi

### a- Arsa

- i. Büyüklük ve coğrafya
- ii. Topoğrafik yapı
- iii. Toprak ve yeraltı
- iv. Faydalanma
- v. Çevre dizaynı
- vi. Diğer yatırımlar
- vii. Arsa planı

### b- Bina

- i. Kullanım ve inşa tarihi
- ii. İnşa ayrıntıları
- iii. Zemin planları
- iv. Genel analiz ve görsel cazibe
- v. Fotoğraflar

### c- Arsanın Kullanımına İlişkin Yasal Düzenlemeler

- i. Kadastro
- ii. Tapu kısıtlamaları
- iii. Değerlenmiş durum, vergi oranı, vergi borçları, arsa ve binalar
- iv. En yüksek ve en iyi kullanım konusunda düşünceler

## 13. Verilerin Analiz Edilmesi

### a- Arsa Değeri

- i. Karşılaştırılabilir satışlar
- ii. Çıplak arsanın muhtemel değeri
- iii. İlave unsurların muhtemel değeri
- iv. Arsanın tahmini değeri

### b- Maliyet Analizi

- i. Büyüklük
- ii. Maliyet Faktörleri
- iii. Tahmini maliyet (arsa ve binalar)
- iv. Amortisman

### c- Gelir Analizi

- i. Brüt gelir
- ii. Boş kalma ve kira toplama kayıpları
- iii. İşletme harcamaları
- iv. Yenileme için ayrılan karşılıklar
- v. Yıpranma için ayrılan karşılıklar
- vi. Sabir harcamalar
- vii. Net gelir
- viii. Kapitalizasyon Oranı
- ix. Kapitalizasyon yöntemi ve değer tahmini
- d- Satış Karşılaştırmaları
  - i. Değerlenen gayrimenkulle ilişkisi
  - ii. Karşılaştırmalı satışların şartları
  - iii. Karşılaştırmalı gayrimenkullere yönelik arz ve talep
  - iv. Değerlenen gayrimenkulle karşılaştırma
  - v. Satış piyasasının şartları
  - vi. Değer tahmini

#### 14. Değer-Tahmin Korelasyonu İlişkisi

- a- Korelasyon
  - i. Verilerin değerlendirilmesi
  - ii. Tipik bir müşterinin gözönünde bulundurduğu hususlar ve değerlemenin ne amaçla yapıldığı,
- b- Özet ve Sonuç
  - i. Verilerin Özeti
  - ii. Farklı değer tahminlerinin karşılaştırılması
  - iii. Sonuç

#### EKLER

- a. Şehrin ve Bölgenin Haritaları
- b. Ekonomik Veri Tabloları
- c. Bölgenin Fotoğrafları
- d. Kira Tutarları ve İlgili Diğer Yasal Konular
- e. Tapu Senetleri
- f. Zemin Etüdü Raporu

## **5.2 Dünya’da Değerleme Ekspertleri ve Gayrimenkul Değerlemesine İlişkin Mesleki Kuruluşlar**

### **5.2.1 Değerleme Ekspertleri**

Başta İngiltere ve ABD olmak üzere, yurtdışı uygulamalarında gayrimenkul değerlendirme işlemleri gayrimenkul değerlendirme ekspertleri tarafından yapılmaktadır. Bu ekspertler ilgili meslek örgütünden sertifika almakta ve bu meslek kuruluşunun düzenlediği değerlendirme kurallarına uymak zorundadırlar. Meslek kuruluşlarından lisanslı gayrimenkul değerlendirme ekspertleri, bu kuruluşlarca belirlenen kriterleri sağlayan adaylar arasından seçilmektedirler.

Aday olabilmek için öncelikle meslek kuruluşunun belirlediği eğitim koşullarını sağlamış olmaları gerekmektedir. Bu koşulu sağlayan kimselerin adaylık başvuruları kabul edilmektedir. Adaylığa kabul edilen kişiler, meslek kuruluşunun düzenlediği eğitim programlarına katılmak, bu programlardan başarılı olarak geçmek, üstüne de en az iki yıl süren piyasa stajına katılarak iş tecrübesi edinmek, bu tecrübe sırasında meslek kuruluşunun sorunlu tuttuğu raporları meslek kuruluşuna sunmak ve sınavlarda geçmek, nihai olarak da final sınavına girip başarılı olmak zorundadırlar. Bu barajları geçen adaya, mesleki uygulama sertifikası ve konusuyla ilgili imza yetkisi verilmektedir. Bu üyeler her yıl meslek kuruluşu tarafından yayınlanan rehberde ilan edilmek suretiyle kamuoyuna duyurulmaktadır.

Meslek kuruluşlarının düzenlediği kuralların önemli bir bölümü, değerlendirme ekspertinin bağımsızlığına, objektiviteye ve mesleki etiklere ayrılmıştır. Yeminli gayrimenkul ekspertiz sertifikası alabilmek oldukça zorlu ve uzun bir prosedür gerektirmektedir. İngiltere ve ABD örneklerinde, bu ülkelerde bulunan meslek kuruluşları, adayda öncelikle üniversite veya en az iki yıllık meslek yüksek okul diploması aramaktadır. İnşaat mühendisliği, mimarlık, endüstri mühendisliği mezunları tercih edilmektedir. Ekonomi, finans, iş idaresi, hukuk gibi sosyal bilimlerde master, doktora yapmış olmak veya bu konularda fiilen tecrübe sahibi olmak, daha sonraki eğitim süresini kısaltmaktadır. Ayrıca çeşitli üniversite ve eğitim kurumlarında verilen gayrimenkul değerlemesi derslerinden alınmış olması da eğitim sırasında adayın bazı kurslardan muaf tutulmasını sağlamaktadır [9].

### 5.2.2 Gayrimenkul Değerlemesine İlişkin Mesleki Kuruluşlar

Gayrimenkul değerlendirme mesleğinin özellikli bir alan olması, teknik detaylarının fazla olması ve de mesleki etik kurallarının oluşturulmasının önemi nedeniyle, bu alanda uluslararası değerlendirme standartlarını oluşturmak ve yaygınlaştırmak, güvenilirliği ve şeffaflığı sağlamak, ulusal düzeydeki mesleki örgütleri tek çatı altında toplayarak bilgi alışverişini kolaylaştırmak ve bu mesleğin tanıtılmasına katkıda bulunmak maksadıyla ulusal ve uluslararası bazda çok sayıda mesleki değerlendirme kuruluşu kurulmuştur.

Tablo 5.1’de verilen gayrimenkul değerlemesine ilişkin mesleki kuruluşların amaçları:

- Mesleki etiklere uygun çalışacak gayrimenkul eksperleri seçmek ve onları yetiştirmek amacıyla kural ve kriterler koymak,
- Yeni ekspertiz stajyerlerini yetiştirmek ve yetişmiş olanların da mesleki beceri ve bilgilerini artırmak amacıyla eğitim sistemleri kurmak ve geliştirmek.
- Gayrimenkul eksperlerinin görevleri sırasında uyacakları mesleki standartları ve profesyonel etikleri düzenleyen yönetmelik ve tebliğleri hazırlamak.

#### 5.2.2.1 Avrupa Değerleme Uzmanları Birliği (TEGOVA)

TEGOVA Avrupa’nın çeşitli ülkelerinde kurulu bulunan gayrimenkul değerlendirme kuruluşları arasındaki koordinasyonu sağlayarak işbirliğini artırma ve gayrimenkul değerlemesi alanında standart birtakım kurallar koymak amacıyla kurulmuş bir örgüt olup, bünyesinde 28 ülkeden 40 üye kuruluş bulundurmaktadır.

TEGOVA Uluslararası Değerleme Standartları Komitesi ile de yakın bir işbirliği içinde olan bir örgüttür. Bu işbirliğinin temel amacı, uluslararası alanda değerlendirme metodları ile raporlara ilişkin standartlar oluşturarak finans ve endüstri sektörü ile sermaye piyasalarında gayrimenkul değerlemesi alanında şeffaflık ve güvenilirliği tesis etmektir.

Bu amaca ulaşmak için TEGOVA “Approved European Property Valuation Standards (EVS)” adı altında bir standartlar rehberi hazırlamıştır. EVS’nin içerik ve amaçları şu şekilde özetlenebilir:

**Tablo 5.1: Gayrimenkul Değerlemesine İlişkin Mesleki Kuruluşlar**

| KURULUŞUN UNVANI                    | TEGOVA<br>(The European Group of<br>Valuers' Associations)<br>AVRUPA                                                                                                                                                                                                                                                        | IVSC<br>(International Valuation<br>Standards Committee)<br>ULUSLARARASI                                                                                                                                                                                                                                          | RICS<br>(Royal Institution of Chartered<br>Surveyors) İNGİLTERE                                                                                                                                                                                   | APPRAISEL<br>INSTITUTE<br>ABD                                                                                                                                                                                            |
|-------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| MESLEĞE İLİŞKİN HUKUKİ<br>DÜZENLEME | Approved European Property<br>Valuation Standards<br>- Bu standartlarda yer alan<br>hükümler değerlendirme<br>mesleğine ilişkin kavram,<br>metot, eksperlerin niteliği ve<br>etik kuralları genel hatlarla<br>belirleme amacı<br>taşımaktadır. Söz konusu<br>standartlar üye kuruluşlara<br>referans niteliği taşımaktadır. | International Valuation<br>Standards<br>- Bu standartlarda yer alan<br>hükümler değerlendirme<br>mesleğine ilişkin kavram,<br>metot, eksperlerin niteliği<br>ve etik kuralları genel<br>hatlarla belirleme amacı<br>taşımaktadır. Söz konusu<br>standartlar üye kuruluşlara<br>referans niteliği<br>taşımaktadır. | Standards of Asset<br>Valuation Practice                                                                                                                                                                                                          | Code of Professional<br>Ethics and Standards of<br>Professional Ethics and<br>Standards Appraisal<br>Practice                                                                                                            |
| KURULUŞUN ORGANİZASYON<br>YAPISI    | 5-8 kişiden oluşan bir<br>yönetim kurulu tarafından<br>yönetilmektedir. 3 yıl için<br>seçilmektedirler. Yılda 2 kez<br>genel kurul toplanmaktadır.                                                                                                                                                                          | Birleşmiş Milletler'e bağlı<br>bir kuruluş. 1 başkan, 1<br>başkan yardımcısı ve çeşitli<br>ülkelerden 10 kişinin<br>oluşturduğu bir kurul<br>tarafından yönetiliyor.                                                                                                                                              | Bir başkan ve üç yardımcısı<br>var. Merkezi Londra, 4 alt<br>birimden oluşuyor.<br>-Education&Standards<br>-Promotion<br>-Corporate Services<br>-Strategic Planning                                                                               | Bir başkan ve sekiz<br>üyeden oluşan bir komite<br>tarafından yönetilmektedir.<br>Merkezi Chicago. Yurt<br>çapında 10 ayrı bölgeye<br>ayrılmış bir organizasyon<br>yapısı vardır.                                        |
| KURULUŞA ÜYELİK                     | -Ülkelerinde yetkili kılınmış<br>profesyonel meslek örgütleri<br>üye olabiliyor.<br>Üyeliğe kabul için genel<br>kurulun salt çoğunluğunun<br>onayı gerekmektedir.<br>-Bünyesinde 28 ülkeden 40<br>üye kuruluş bulunmaktadır.                                                                                                | - Ülkelerinde yetkili kılınmış<br>profesyonel meslek<br>örgütleri üye olabiliyor.<br>- Bünyesinde 42 ülkeden<br>53 üye kuruluş<br>bulunmaktadır.                                                                                                                                                                  | -Üyeler gerçek kişiler,<br>100'ün üzerinde ülkede 75.000<br>Chartered Surveyor<br>bulunmaktadır.                                                                                                                                                  | -Üyeler gerçek kişiler,<br>-Yurt çapında 19.000<br>üyeleri bulunmaktadır.                                                                                                                                                |
| EKSPERİN NİTELİĞİ                   | - Yüksek okul mezunu olmak<br>(eğer yüksekokul yoksa en az<br>7 sene mesleki tecrübe şart)<br>-en az iki senelik mesleki<br>tecrübe<br>-mesleki kurs ve programları<br>tamamlamak.                                                                                                                                          | IVSC, yayınladığı<br>standartlarda eksperlerin<br>niteliğinden çok değerlendirme<br>ilkeleri üzerinde<br>durmaktadır.                                                                                                                                                                                             | -Akademik yeterlilik (en az lise<br>mezunu, RICS'in tanıdığı bir<br>okul olması şart.), RICS<br>tarafından düzenlenen eğitim<br>ve iş tecrübesi aşamalarını<br>tamamlamak (400 günlük<br>eğitim ve 2 yıl staj süresi ve<br>final sınavını geçmek. | -Yüksek okul mezunu<br>olmak,<br>Eğitim ve iş tecrübesi<br>aşamalarında geçmiş<br>olmak (4500 saatlik iş<br>tecrübesi).<br>-Final sınavını geçmek.                                                                       |
| SINAVLAR                            | Bünyesinde gerçek kişi üye<br>barındırmadığı için sınav<br>yapmıyor, ancak üye<br>kuruluşlara referans teşkil<br>etmesi amacıyla bazı sınav<br>kriterleri belirlenmiş.                                                                                                                                                      | Bünyesinde gerçek kişi üye<br>barındırmadığı için sınav<br>yapmıyor, ancak üye<br>kuruluşlara referans teşkil<br>etmesi amacıyla bazı sınav<br>kriterleri belirlenmiş.                                                                                                                                            | -Yazılı ve sözlü sınav<br>-Sözlü sınavda bir projenin<br>prezentasyonu yapılmaktadır.<br>-Referatçı yada gözetmenin<br>aday hakkındaki raporu<br>istenmektedir.<br>Sınavlar kuruluş bünyesinde<br>yapılmaktadır.                                  | -Yazılı ve sözlü sınav,<br>-Adayın bir proje<br>hazırlaması isteniyor.<br>-Adayın ahlaki ve etik<br>değerlere uyumuna ilişkin<br>danışmanından rapor<br>istenmektedir.<br>-Sınavlar kuruluş<br>bünyesinde yapılmaktadır. |
| EKSPERİN SORUMLULUĞU                | Değerleme raporlarında, bir<br>ekspert yaptığı değerlendirme ile<br>ilgili tüm sorumluluğun<br>kendisinde olduğunu ve<br>değerleme standartlarına<br>uyduğunu beyan etmek<br>zorunda.                                                                                                                                       | Eksper raporla ilgili her<br>türü bilgi ve ifadeden<br>sorumlu.                                                                                                                                                                                                                                                   | İmza yetkili olan eksper<br>raporun içinde yazılan her<br>türü ifade, belge ve bilgiden<br>sorumlu tutulmaktadır.                                                                                                                                 | İmza yetkili olan eksperler<br>raporun içinde yazılan her<br>türü ifade, belge ve<br>bilgiden sorumlu<br>tutulmaktadır.                                                                                                  |

- Müşteriler için güvenilir ve tutarlı değerlendirme raporları hazırlamaları için değerlendirme eksperlerine yardımcı olmak,
- Piyasa değeri ve değerlendirme metodu kavramlarına standart tanımlar getirmek suretiyle yeknesaklığı sağlamak,
- Gayrimenkul değerlemesi mesleğinin kalite standartını yükseltmek,
- Eksperleri gayrimenkul değerlemesindeki rolleri konusunda bilinçlendirmek,
- Değerleme raporlarının açık, anlaşılır ve aynı zamanda ilgili diğer mevzuat hükümleri ile uyumlu bir şekilde oluşturulmasına ilişkin prosedürleri belirlemek.
- Şirketlerin mali tablolarında yer alan bilgilerin doğru ve güvenilir olmalarına yardımcı olarak kamuyu aydınlatma işlevini daha etkin kılmak [21].

#### 5.2.2.2 Avrupa Değerleme Standartları (EVS)

EVS'de yer alan hükümler ve kurallar, değerlendirme mesleğinin çerçevesini oluşturmak için kaleme alınmış olup, ülke mevzuatlarında yer alan hükümlere veya yargı kararlarına herhangi bir müdahale etme amacı taşımamakta, sadece tavsiye niteliğinde birtakım düzenlemeler getirmektedir.

Buna göre EVS'de yer alan ve gayrimenkul değerlendirme mesleğine özgü bazı önemli tespitler yapan ve kurallar koyan hükümlerden bazıları şunlardır:

##### Eksperlerin Niteliği:

- Bir eksperin, değerlendirme mesleğini gereken biçimde yerine getirebilmesi için bazı niteliklere ve yeterli bilgi birikimine sahip olmasının yanısıra bazı koşulları sağlaması gerekmektedir. Bunlar; genel kabul görmüş bir yüksek öğrenim kurumundan mezun olmak, en az iki senelik mesleki tecrübe şartını sağlamış olmak, mesleği ile ilgili kurs programlarını tamamlamak, yasal ve etik kurallara uymak bir kişi olmak gibi koşullardır.
- Bir eksper, belirtilen standartların ve metodların ayrıldığı noktalarda, bunu nedeni ile birlikte değerlendirme raporunda şeffaflığın temini için belirtmek sorundadır zira;

değerleme ilke veya metodlarından sapma, eksperler açısından bazı finansal veya hukuki sonuçlar doğurabilmektedir.

- Eğer bir kişi genel kabul görmüş bir yüksek öğrenim kurumundan mezun olmamış ise, en az yedi yıllık bir mesleki tecrübesi olduğunu, mesleğin gerektirdiği bilgiye sahip olduğunu ve yasal kabul görmüş bir organizasyona bağlı olarak çalıştığını ispatlamak zorundadır.
- Eğer bir eksper, değerlendirme yaparken bazı uzmanlık alanı gerektiren konularda yeteri kadar bilgili olmadığı kanısına varırsa, bunu müşterisine bildirmek ve konunun uzmanlarına danışmak zorundadır.
- Çıkar çatışmasını önlemek amacıyla, bir eksper, değerlemesini yaptığı varlığa ilişkin bir taraf ile bir bağı, çıkar ilişkisi veya ilgisi varsa bunu müşterisine bildirmek zorundadır.

Müşteri açısından, bir eksper "İç (dahili) Eksper", "Dış (harici) Eksper" ve "Bağımsız Eksper" olabilir. Dış eksper müşterisi ile hiçbir iş ilişkisi veya ilgisi olmayan kişidir. Bağımsız eksper, dış ekspere ilave olarak son 24 ay içerisinde müşterisinden herhangi bir ücret almamış olan kişidir. İç eksper ise müşterisi ile iş ilişkisi olan dolayısıyla objektif kriterlere sahip olmayabilen eksperdir [9].

#### **5.2.2.3 Eksper ile Bağımsız Denetçiler Arasındaki İlişki**

EVS'ye göre bazı durumlarda eksperler ile şirketin mali tablolarının denetimini yapan denetçiler arasında işbirliği yapılması gerekmektedir. Denetçiler şirket mali tablolarının tam ve doğru olarak gerçeği yansıtmamasından sorumlu olduklarından, şirket bünyesindeki gayrimenkullerin değerlemesi büyük önem taşır. Bu amaçla sözkonusu gayrimenkullerin değerlerinin mali tablolarda doğru biçimde yer almasının temini için kendileri birtakım metodlar uyguladılar ve hatta zaman zaman eksperlerin yaptığı işin kalitesini veya kullandığı metodları sorgularlar. Bu aşamada, eğer eksperler ile denetçiler, varlıkların değerlemesinin yapılması işleminden önce biraraya gelip birtakım teknik detaylar üzerinde anlaşmaya varırlarsa, varlıkların çift veya noksan sayımı gibi problemleri önceden önleyebilirler.

#### **5.2.2.4 Değerleme Sözleşmesi**

Değerleme raporlarının, ilgili taraflar tarafından daha sonraki tarihlerde herhangi bir şekilde kötüye kullanımının önlenmesi için sözleşme şartları ile tarafların sorumluluk ve yükümlülüklerinin açık ve anlaşılır bir şekilde belirlenmesi gerekmektedir. Ayrıca her ne kadar sözleşmede değerlendirme raporunun üçüncü kişilere herhangi bir sorumluluk yüklenmediğine ilişkin hükümler bulunsada, sözkonusu raporun üçüncü bir kişinin eline geçmesi riski her zaman mevcut olup, yapılan değerlemenin kapsamı açıkça belirlenmelidir [9].

#### **5.2.2.5 Uluslararası Değerleme Standartları Komitesi (IVSC)**

IVSC, 1981 yılında kurulmuş, Birleşmiş Milletler'e bağlı olarak çalışan ve bünyesindeki üye organizasyonlar ile Dünya Bankası, OECD, Uluslararası Muhasebeciler Birliği ve değerlendirme örgütleri ile yakın işbirliği içinde çalışan uluslararası bir kuruluştur. Merkezi İngiltere'de bulunan kuruluşun başlıca amacı gayrimenkul değerlemesi alanında standart kurallar oluşturmak ve üyeler arasındaki işbirliğini artırmaktır.

Bu amaçla IVSC değerlendirme mesleği ile ilgili genel uygulamalar ile metodları içeren değerlendirme standartları oluşturmuştur. Sözkonusu standartlar, özellikle piyasa değeri tanımı ile değerlendirme metodlarının belirlenmesi gibi mesleğe ilişkin temel kavramları saptamak suretiyle genel bir çerçeve çizmeyi amaçlamıştır.

Bu bölümde bahsi geçen TEGOVA ve IVSC gibi uluslararası kuruluşların yanısıra, ABD'deki "Appraisal Institute" ile İngiltere'deki RICS (Royal Institution of Chartered Surveyors) hakkında özet bilgiler bir tablo halinde aşağıda sunulmaktadır [9,22].

### **5.3 Türkiye'de Gayrimenkul Değerlemesi ve Gayrimenkul Değerlemesi'ne İlişkin Yasal ve Bağımsız Ekspertiz Şirketleri**

#### **5.3.1 Türkiye'de Gayrimenkul Değerlemesi**

Özellikle gelişmiş ülkelerin sermaye piyasalarında çok yaygın olarak kullanılan gayrimenkule dayalı mali araçların kaynağını teşkil eden gayrimenkullerin değerlemesinde, gayrimenkul ekspertiz şirketlerinden yararlanılmaktadır.

Ülkemizde gayrimenkul değerlendirme mesleğinin, kural ve etikleri ile, uygulama standartlarını belirleyerek mesleğe giriş ve çıkışı kontrol eden bir meslek kuruluşu bulunmamakta, bunun yanı sıra, değerlendirme kuralları, değerlendirme sırasında dikkat edilecek hususlara ilişkin olarak herhangi bir kanun, yönetmelik veya benzeri bir yasal düzenleme de mevcut değildir.

Ülkemiz sermaye piyasalarında, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, aracı kurumlar ve halka açık borsa şirketlerinin gayrimenkul işlemleri için ekspertiz raporu mecburiyeti aranmakta, ancak bu konuda yeterli yasal düzenlemelerin olmaması, gayrimenkul değerlemesi alanında bir meslek organizasyonu veya düzenleyici kurum olmaması gibi nedenlerden dolayı, gayrimenkul değerlendirme işi arzu edilen kalitede tatbik edilememektedir. Bu çerçevede, sermaye piyasasının özel bir alan olması ve ayrı bir uzmanlık gerektirmesi, gayrimenkul değerlendirme yapacak şirketlerin sahip olmaları gereken asgari şartları belirleyen bir düzenleme yapılması, bu şirketlerin sayılarının artırılması ve gelişiminin sağlanması ihtiyacını doğurmuştur.

Bu aşamada; her ne kadar Sermaye Piyasası Kurulu'nun görevi gayrimenkul ve emlak piyasası gibi kendi meslek alanını doğrudan ilgilendirmeyen bir konuda geniş kapsamlı, mesleki bir düzenleme yapmak değilse de, böyle bir mesleğin ve meslek kuruluşuna ilişkin Türkiye'de oluşturulabilmesi için sermaye piyasası alanı ile sınırlı bile olsa, gayrimenkul değerlendirme mesleği ile ilgili bir merkezin ya da kurumun kurulması için öncülük etmesi, Sermaye Piyasası için zorunluluk olarak gündeme gelmiştir.

Kurul'un gayrimenkul ekspertiz şirketlerine yönelik düzenlemeler yapmasına ilişkin yasal dayanağı; Sermaye Piyasası Kurulu değişiklik tasarılarında, Kanun'un 22. Maddesine eklenmesi öngörülen (r) bendine dayanmaktadır. Bu hüküm ile Kurul, genel olarak ekspertiz kurumlarını değil, ancak;

"Gayrimenkul değerlemesini yapabilecek eksper ve ekspertiz kurumlarından sermaye piyasasında faaliyette bulunacaklara ilişkin şartları belirlemek ve bu şartlara uyan kuruluşları listeler halinde ilan etmek" yetkilerine sahip olmaktadır.

Bu çerçevede, Kurul'ca sözkonusu kurumlara ilişkin olarak yapılacak düzenlemelerde, sermaye piyasası mevzuatı bakımından önem arz eden değerlendirme ve raporlama standartlarının oluşturulmasının, sorumluluk sisteminin kurulmasının ve bu hususlarla

bağılantılı olarak personel niteliğinin belirlenmesinin amaca hizmet edeceği düşünülmektedir [9].

### **5.3.2 Türkiye'deki Yasal Ekspertiz Şirketleri ve Diğer Ekspertiz Şirketleri'nin Gayrimenkul Değerleme Raporları**

#### **5.3.2.1 Yasal Ekspertiz Şirketleri Tarafından Hazırlanan Değerleme Raporları**

Sermaye Piyasası Kurulu listesinde bulunan Gayrimenkul Ekspertiz ve Değerleme A.Ş. (GEDAŞ)'nin gayrimenkul ekspertiz raporu formatı ve içeriği şu şekildedir:

- Kapak
- Genel Bilgiler

##### **Ekspertiz Raporu**

- Ekspertizi Talep Eden
- Ekspertizi Yapılan gayrimenkulün Adresi
- İstek Yazısı (tarih ve sayı)
- Müşteri No
- Rapor No
- Ekspertiz Tarihi
- Rapor Tarihi

- Taşınmazın Tapu Kayıtları

Bu bölümde ekspertize konu gayrimenkulün sahibi, ili-ilçesi, bucağı, mahallesi, sokağı, pafta no, ada no, parsel no, niteliği, arsa alanı, arsa payı, yevmiye no, cilt no, sahife no ve tapu tarihi olmak üzere tapu bilgileri yazılır. Ayrıca arsa üzerindeki yapı için kat irtifakı kurulmuş ve kat mülkiyetine geçilmiş ise bu bölümde belirtilir.

- Tapu Takyidatı

İlgili tapu Sicil Müdürlüğü'nde ekspertiz tarihi itibarıyla yapılan incelemede ekspertize konu taşınmaza ait tapu kayıtlarının incelemeleri yapılır ve beyanlardaki notlar raporun bu bölümünde gösterilir. Taşınmazlar üzerinde herhangi bir ipotek, haciz ve kısıtlayıcı şerh rastlanıp rastlanılmadığı belirtilir.

- **Taşınmazın Çevre ve Konumu**

Ekspertize konu taşınmazın konumlandığı il, ilçe, mahalle, semt, cadde ve numara belirtilerek taşınmazın cinsi (iş hanı, konut, fabrika, otel vb.) yazılır. Bulunduğu çevrenin genel özelliklerinden bahsedilir ve komşu parsellerde yer alan, ayrıca yakın çevrede bulunan diğer taşınmazların özellik ve etkileri belirtilir. Bölgeye olan taleple ilgili eksperin görüşleri yer alır.

- **Yapının İnşaat Özellikleri**

İnşaat tarzı, inşaat nizamı, kat adedi, oturma alanı, toplam kullanım alanı, yapının yaşı, yapının bölümleri, elektrik (şebeke), su (şebeke), kanalizasyon (şebeke), doğalgaz, ısıtma sistemi, klima, jeneratör, yangın tesisatı, yangın ihbar sistemi, yangın merdiveni, güvenlik, asansör, park yeri ve satış kabiliyeti gibi özellikler bir liste halinde sıralanır.

- **Açıklamalar**

Rapor konusu taşınmazın bodrum, zemin, normal ve çekme katları ayrı ayrı olmak üzere toplam brüt kullanım alanının tespiti yapılır. Bağımsız bölümlerin özellikleri ayrı ayrı belirtilir. Ayrıca belirtilmesi gereken ince inşaat malzemeleri ile ilgili özellikler varsa bunlar rapora ilave edilir. Katların iç mekan inşaat özellikleri ile ilgili tespitler kat ve oda bazında (zemin kaplama, duvar boyası ve tavan sistemi gibi) belirtilir.

- **İmar Durumu**

Taşınmazın bağlı bulunduğu İmar Müdürlüğü'nde yapılan incelemeler ve Uygulama İmar Planı'na göre hangi (konut, ticaret, turizm vb.) alan olarak belirlenmiş bölge içerisinde kaldığı tespit edilir. Plan notlarına göre yapılaşma şartları da raporun bu bölümüne ilave edilir.

- **Değerlendirme**

Taşınmazın değerine etki eden özet faktörler bu bölümde yer alır. Bunlar olumlu etkenler ve olumsuz etkenler olmak üzere iki ayrı başlıkta incelenir. Bir gayrimenkulün değerlemesinde olumlu etkenler olarak şunlar sayılabilir:

- Merkezi konumu,
- Bölgenin ticari potansiyeli,
- Reklam kabiliyeti ve müşteri celbi,
- Ulaşım imkanlarının kolaylığı,
- Bölgenin tamamlanmış altyapısı,
- Rant değerinin yüksek olması,
- Mimari ve inşaat özelliklerinin yanısıra malzeme ve işçilik kalitesi,
- Marmara Bölgesi'nde meydana gelen depremlerden zarar görmemiş olması (Çatlak ya da deprem hasarına rastlanmamış olması durumunda bu bilgi verilir. Ancak bu açıklama yapının depreme dayanıklılığı bağlamında bir anlam taşımamaktadır. Değreme dayanıklılık tespiti firmanın uzmanlığı dışındadır.).

Gayrimenkul değerini etkileyebilecek olumsuz etkenlerden bazıları ise:

- Kasım 2000 ve Şubat 2001 aylarında para piyasalarında yaşanan krizin etkisiyle gayrimenkul pazarında oluşan geçici durgunluk,
  - Otoparkının olmaması,
  - Bağımsız bölüm sözkonusu ise ayrı ayrı satılmaları durumunda ortaya çıkacak zorluklar,
  - Bağımsız bölümün hisseli olması.
  - İl merkezinde ve yakın çevresinde uzun süredir devam edegelen depremlerin gayrimenkul piyasası üzerinde yarattığı olumsuz ortam.
- Değerleme Prosesi

Ekspertize konu gayrimenkulün değerinin tespitinde emsal satış ve kira karşılaştırma yöntemleri kullanılmaktadır. Bu yöntemde, yakın dönemde pazara çıkarılmış ve satılmış / kiraya verilmiş benzer gayrimenkuller dikkate alınarak, pazar değerini etkileyebilecek kriterler çerçevesinde fiyat ayarlaması yapıldıktan sonra

konu gayrimenkul için birim fiyat belirlenmektedir. Bulunan emsaller, görülebilirlik ve fonksiyonel kullanım (büyüklük) gibi kriterler dahilinde karşılaştırılmaktadır.

- **Fiyatlandırma**

Çevredeki emsal konum ve özelliklere sahip diğer taşınmazlar üzerinde yapılan piyasa rayiç araştırmaları neticesinde binanın kullanılabilir, satılabilir alanlarının metrekare ortalama satış değeri, aylık ortalama metrekare jira değeri için eksper tarafından takdir olunan hesap ve değerler yazılır.

Eğer varsa parasal değerlendirmeye esas alana dahil edilmeyen ve fakat satışa esas alanların metrekare değerlerinin oluşumunda bu alanların varlığı dikkate alınan ortak hizmet alanları varsa bunlar da belirtilir. Binanın satılabilirlik özelliğine sahip toplam kullanım alanı yazılır.

Hesaplama ve değer takdirine esas teşkil etmek üzere rapora konu taşınmazın yakın çevresindeki ve bölgedeki satışa çıkarılmış yada yakın zamanda satışı gerçekleşmiş emsal gayrimenkuller üzerinde kat bazında yapılan ayrıntılı piyasa rayiç araştırmaları raporda belirtilir. Böylece piyasa rayiçlerine göre fiyat aralıkları belirlenmiş olur.

Bu tesbitlerin yanı sıra rapor konusu taşınmazın yeri, konumu, büyüklüğü, mimari ve inşai özellikleri, halihazır durumu ve diğer maddelerde özetlenen diğer hususların dikkate alınmasıyla takdir olunan birim bedelden hareketle, taşınmazın satış değeri ve aylık kira değeri tespit edilerek rapora yazılır.

- **Sonuç**

Yukanda özellikleri belirtilen taşınmazın yerinde yapılan incelemesinde, taşınmazın konumuna, mimari ve inşai özelliklerine, kullanım amacına, çevrede yapılan piyasa araştırmalarına ve bugünkü rayiçlere göre bir bütün olarak satılması ve kiralanması durumundaki:

- Arsa dahil toplam satış değeri,
- Aylık kira değeri

yazılır. Bu değerlere KDV dahildir. GEDAŞ'ın bu takdiri taşınmazla ilgili herhangi bir hukuksal sorunun bulunmadığı kabulüne dayalıdır. Rapor tarihi itibarıyla doların TL karşılığı da belirtilir.

- Ekler
- Konum Krokisi
- Tapu sureti
- Fotoğraflar

#### **5.3.2.2 Diğer Ekspertiz Şirketler Tarafından Hazırlanan Değerleme Raporları**

Türkiye’de faaliyet göstermekte olan yabancı gayrimenkul danışmanlık şirketlerinin hazırladıkları gayrimenkul değerleme raporlarının formatı ve içeriği aşağıdaki gibidir:

##### **a) Çalışmanın Kapsamı**

- Mülkiyet sahibi şirket ismi belirtilerek gayrimenkul değerlemesinin yapılacağı belirtilir.
- Gayrimenkul değerleme çalışmasının şirket yönetimi için hazırlandığı belirtilir.
- Gayrimenkul değerlemesinin hangi tarih itibarıyla yapıldığı yazılır.

##### **b) Değerleme Esası**

Gayrimenkul değerinin tesbitinde görüş beyan edilen baz mevcut kullanım için açık pazar değeridir.

Değerlemenin yapıldığı tarihte gayrimenkule bağlı mülkiyet haklarının devri mukabilinde elde edilmesi beklenebilecek olan kayıtsız şartsız makul cari bedeldir. Bu tanım çerçevesinde:

- İstekli bir satıcı,
- Gayrimenkulün pazarlanması, fiyatta ve şartlarda anlaşmaya varılıp satışın tamamlanması için, makul sürenin tanındığı,

- Piyasanın durumunun, değerlerin düzeyi ve diğer şartların imza ve devir işlemlerinin tamamlandığı tarihten daha önce bir tarihte el değiştirdiği takdirde geçen süre dahil, değerlendirme tarihi ile aynı durumda olduğu,
- İstekli bir alıcının özel ilgi ve amacı çerçevesinde verilen teklifinin gözönüne alınmadığı,
- Anlaşmaya taraf olanların bilgili, sağgörü ve baskı altında olmadıkları,
- Gayrimenkulün malik tarafından halihazırda tahsis edilen amaç için kullanıma devam edileceği varsayılmaktadır.

c) Mülkiyet

- Gayrimenkulün kayıtlı bulunduğu Tapu Sicil Müdürlüğünde resmi incelemeler yapılmamaktadır. Değerleme mülkiyet ve ilgili diğer kanuni hususlara ilişkin bilgilerin eksiksiz ve doğru olduğu esas alınarak hazırlanmaktadır.
- Değerleme çalışması aksi belirtilmediği takdirde,
  - Gayrimenkulün temiz ve devredilebilir bir tapuya sahip olduğu ve gayrimenkulün üzerinde herhangi bir hakkı daraltıcı kısıtlama sözleşme yada diğer ipotek olmadığı,
  - Kullanıma tahsis edilecek gayrimenkulün boş teslim edileceğini varsaymaktadır.

d) İmar ve İskan

- Gayrimenkulün imar ve iskan durumuna ilişkin resmi araştırmalar yapılmamakta, İlçe Belediyesi yetkilileri ile şifahi yapılan görüşmeler ve diğer gayriresmi bilgiler temel alınmaktadır.
- Değerleme çalışması gayrimenkulün geçerli imar iznine uygun olarak inşa edildiği varsayılarak hazırlanmaktadır.

e) Yapı

- Gayrimenkulün yapısal tetkiki yapılmamakta ve hizmetleri denemeye tabi tutulmamaktadır. Gayrimenkulün kapalı, teşhir edilmemiş bölümleri veya girilmez

bölümleri incelenmemekte, bu kısımların iyi ve kullanılabilir durumda oldukları varsayılmaktadır.

- Gayrimenkulün inşasında tehlikeli maddelerin ve tekniklerin kullanılmadığı esastan hareket edilmektedir.

f) Arazi ve Kirlenme

- Yer şartları ve sağlamlığı konusunda etüd çalışmalarının firma tarafından yapılmadığı belirtilerek, gayrimenkulün halihazırdaki zemin koşullarına uygun olarak inşa edilmiş olduğu varsayılmaktadır.
- Söz konusu gayrimenkulün bulunduğu ya da etrafındaki arazide kirlenme konusunda etüd çalışmalarının firma tarafından yapılmadığı ve değeri esaslı ölçüde etkileyecek herhangi bir kusurun olmadığı esastan hareketle raporun hazırlandığı belirtilmektedir.

g) Makina ve Tesisat

- Merkezi ısıtma, merdivenler, asansörler ve diğer tesisatlar gayrimenkulün ayrılmaz parçaları olarak kabul edilmekte ve değerlendirilen mülklere dahil edilmedikleri belirtilmektedir.
- Gayrimenkulde halihazırda var olan makinalar, mobilya ve eşyalarla birlikte diğer araç ve gereçlerin değerlemenin dışında tutulduğu belirtilmektedir.

h) İncelemeler

- Gayrimenkulün yerinde yapılan inceleme tarihi belirtilerek değeri için bu incelemenin temel alındığı vurgulanmaktadır.
- Arazi ve bina ölçümleri ve raporda belirtilen alan ölçümlerinin bizzat firma tarafından yapılmadığı belirtilmektedir.

i) Genel İncelemeler

- Temin edilen belgelerin ekde verildiği ve bu bilgilerin doğru ve eksiksiz olduğunun kabul edildiği, gayrimenkule tayin edilen değeri etkileyecek bir konunun olmadığı temelinden hareket edildiği belirtilmektedir.
- Değerlemede, diğer firmalar ile yapılmış kira kontratları, dahili finansal anlaşmaları ve gayrimenkulün üzerinde var olan finansal ipoteklerin göz önüne alınmadığı belirtilmektedir.
- Değerlemenin Türkiye’de gayrimenkule ilişkin işlemlerde kullanılan para birimi olan Amerikan Doları bazında yapıldığı belirtilmektedir.

j) Değerleme

- Yukarıdaki varsayımlardan hareketle ve değerlendirme çalışmasına konu olan gayrimenkule istinad edilen mevcut kullanım için açık pazar değeri ve aylık kira bedeli yazılır.

Ek 1:

Mevki, Arazi ve Bina Ölçümleri, Tapu, İmar, Fiyatlandırma

Ek 2:

Tapu Senedi, Harita Plan Örneği

### **5.3.3 Türkiye’de Sermaye Piyasalarında Gayrimenkul Ekspertiz Şirketlerine Yönelik Yapılması Planlanan Düzenlemeler**

Türkiye’de sermaye piyasalarında gayrimenkul değerlemesi mesleğine ilişkin düzenlemeler yapacak, mesleğin etiklerini belirleyecek, mesleğe giriş ve meslekte kalış şartlarını belirleyip uygulayacak, kural ve meslek etiklerine aykırı davranışta bulunan üyelere uygulanacak yaptırımları belirleyip uygulayacak, raporlamanın usul ve yöntemlerini belli bir standarda bağlayacak, eksperlerin eğitimlerine ilişkin düzenlemeler yapacak ve bir kurum olarak faaliyetlerini sürdürecektir. Sermaye Piyasası Kurulu bu konuda yerel ve uluslararası yetkililerle çalışmalar yapmaktadır.

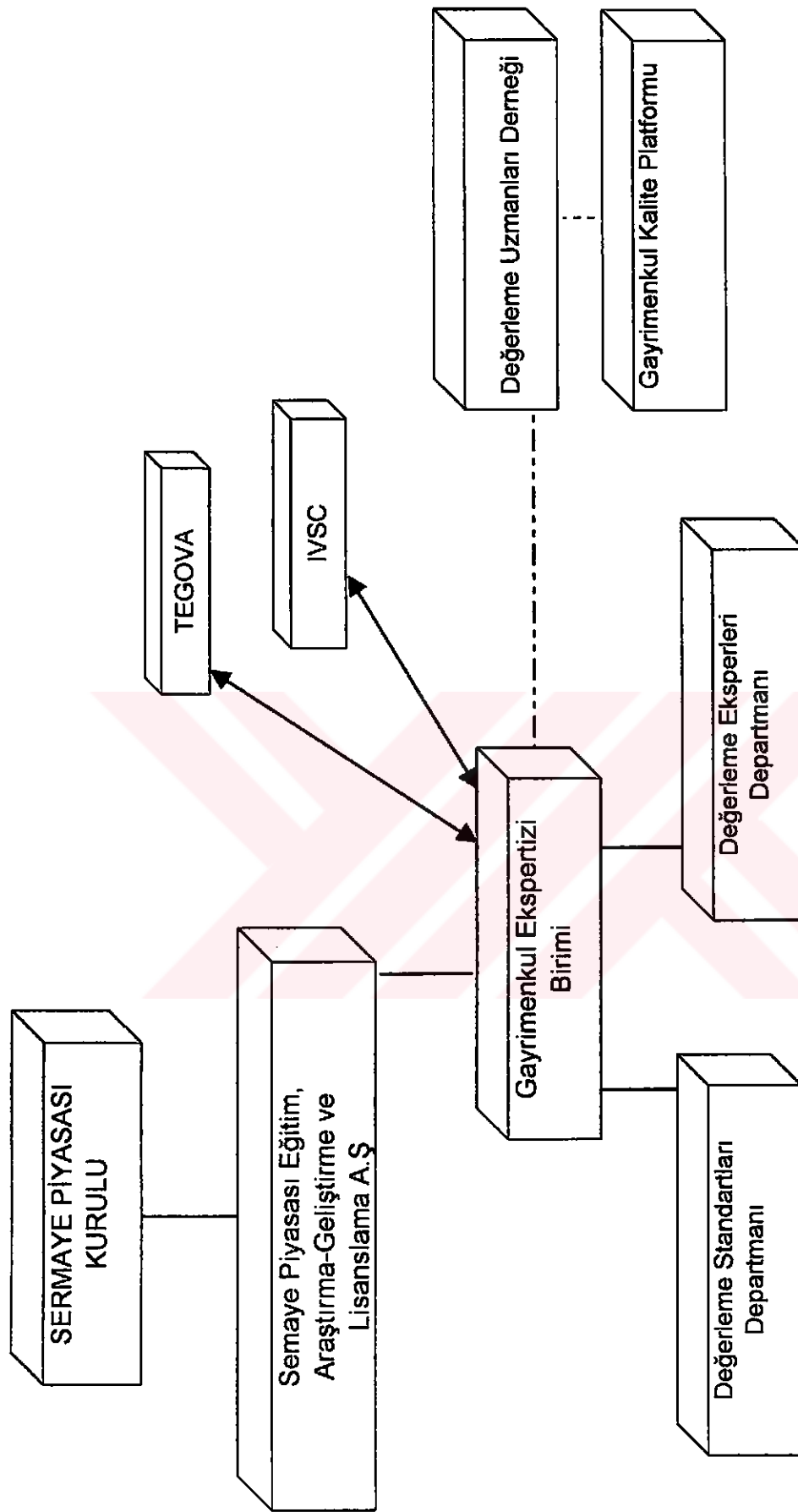
Kurulması planlanan böyle bir kurumun başlıca amaçlarını şu şekilde özetlemek mümkündür:

- Mesleki etiklere uygun çalışacak gayrimenkul eksperleri seçmek, lisanslamak ve onları yetiştirmek amacıyla kural ve kriterler koymak,
- Yeni ekspertiz adaylarını yetiştirmek ve yetişmiş olanların da mesleki beceri ve bilgilerini artırmak amacıyla eğitim sistemleri kurmak ve geliştirmek,
- Gayrimenkul eksperlerinin görevleri sırasında uyacakları mesleki standartları ve profesyonel etikleri düzenlemek ve duyurmak,
- Mesleğe giriş ve meslekte kalış şartlarını belirlemek,
- Kural ve meslek etiklerine aykırı davranışta bulunan üyelere uygulanacak yaptırımlar ile meslekten men edilme şartlarını belirlemek,
- Yurtdışında kurulmuş bulunan ulusal ve uluslararası mesleki örgütlerle işbirliği yapmak, bilgi alışverişinde bulunmak, başta TEGOVA olmak üzere uluslararası kuruluşlara üye olmak,
- Raporlama standartlarını oluşturmak.

Yukarıda amaçlar doğrultusunda aşağıdaki konularla ilgili düzenleme çalışmaları Sermaye Piyasası Kurul'u tarafından devam etmektedir. (Şekil 5.1)

- Kurumun Organizasyonu
- Eksperlerin Niteliği
- Eksper Olmanın Koşulları
- Eksper Adaylarına Verilecek Eğitimin Niteliği
- Eksperlik Sınavı
- Kurumun Kurulması ve İşleyişi Sırasında Yararlanılabilecek Kurum ve Kişiler

Belirlenen amaçlara hizmet edebilecek bir kurumun, halen kuruluş çalışmaları devam eden "Sermaye Piyasası Eğitim, Araştırma-Geliştirme ve Lisanslama A.Ş." altında örgütlenerek faaliyet göstermesi planlanmaktadır. Bu sayede gayrimenkul ekspertiz



mesleğinin sermaye piyasaları faaliyetleri ile sınırlı olan kısmının düzenlenmesi ve denetlenmesi mümkün olabilecektir.

Bu kurum tarafından yetiştirilip "Gayrimenkul Değerleme Eksperi Lisans Belgesi" almaya hak kazanan eksperlerin çoğalmasıyla ekspertiz şirketlerinin de sayısı artacak ve bunun sonucunda da halen 2 adet olan Kurul'ca listeye alınmış bulunan gayrimenkul ekspertiz şirketlerinin sayısı da artma imkanı bulacaktır.

Gayrimenkul değerleme mesleği ile ilgili bir meslek kuruluşunun ülkemizde kurulmasına yönelik, yurtiçi ve yurtdışındaki ilgili kurum ve kuruluşlarla işbirliğinin artırılması ve konu ile ilgili gerekli hukuki ve teknik altyapının tesis edilmesi suretiyle, bu mesleğin gelişmesi ve uluslararası standartlara erişebilmesi sağlanacaktır [9].

#### **5.4 Yasal Ekspertiz Değerlemesi Formatında Bir Gayrimenkul Değerleme Uygulaması**

Yukarıda yasal ekspertiz şirketleri tarafından hazırlanan gayrimenkul değerleme raporlarının formatı ve esasları verilmiştir. Bu format ve esaslar doğrultusunda İstanbul Maslak'da bulunan bir plazanın ofis katlarının (6 kat) değerlendirilmesi yapılmıştır. Değerlemeyi XYZ GMYO A.Ş.'nin talep ettiği varsayılmıştır. Yapılan uygulamada gerçek bir gayrimenkul esas alınmamıştır. Aşağıda verilen tapu bilgileri ve fiziki özellikler var olan bir gayrimenkule ait değildir. Uygulamanın amacı değerlemenin genel esaslarını ve prosesini açıklamaktır. Bu nedenle takdir edilen değer hazırlanan senaryonun ürünüdür.

##### **5.4.1 Rapor Hakkında Genel Bilgiler**

|                       |                                                |
|-----------------------|------------------------------------------------|
| EKSPERTİZİ TALEP EDEN | : XYZ GYO A.Ş.                                 |
| EKSPERTİZİ YAPILAN    |                                                |
| GAYRİMENKULÜN ADRESİ  | : Büyükdere Caddesi No: 100 Maslak / İSTANBUL  |
| İSTEK YAZISI          | : 25.12.2000 tarih ve XYZGYO -D/2001-01 sayılı |
| MÜŞTERİ NO            | : 001                                          |
| RAPOR NO              | : 2001/0001                                    |
| EKSPERTİZ TARİHİ      | : 12.01.2001                                   |
| RAPOR TARİHİ          | : 20.05.2000                                   |

#### 5.4.2 Gayrimenkulün Tapu Kayıtları

SAHİBİ : XYZ Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.  
İLİ / İLÇESİ : İstanbul / Şişli  
BUCAĞI : 2. Bölge  
MAHALLESİ : Ayazağa  
SOKAĞI : Büyükdere Caddesi  
PAFTO NO : 2  
ADA NO : 4050  
PARSEL NO : 1  
NİTELİĞİ : 1., 2., 3., 4., 5. ve 6. katlardaki ofisler  
TAPU TARİHİ : 20.05.2000

Gayrimenkule ait tapu değerleri Tablo 5.2'de verilmiştir.

#### 5.4.3 Tapu Takyidiyatı

ABC Plaza'nın bulunduğu arsa, İstanbul, Şişli, Ayazağa Mahallesi, Maslak Mevkii, 2 Pafta, 1 Parsel ve 4050 adada XYZ GYO A.Ş. adına kayıtlı olup, toplam hisseye düşen arsa alanı 450 m<sup>2</sup>'dir. İstanbul ili, Şişli ilçesi 2. Bölge Tapu Sicil Müdürlüğü'nde yapılan araştırmalarda 6 adet bağımsız bölüm üzerinde 9020 yevmiye no ile kira şerhi bulunmaktadır.

**Tablo 5.2: Gayrimenkul Tapu Bilgileri**

| SIRA NO | KAT NO | BAĞIMSIZ BÖLÜM NO | ARSA ALANI | HİSSESİNE DÜŞEN ARSA (m <sup>2</sup> ) | YEVMIYE NO | CİLT NO | SAHİFE NO |
|---------|--------|-------------------|------------|----------------------------------------|------------|---------|-----------|
| 1       | Normal | 27                | 4.250      | 75                                     | 9020       | 60      | 5674      |
| 2       | Normal | 28                | 4.250      | 75                                     | 9020       | 60      | 5675      |
| 3       | Normal | 29                | 4.250      | 75                                     | 9020       | 60      | 5676      |
| 4       | Normal | 30                | 4.250      | 75                                     | 9020       | 60      | 5677      |
| 5       | Normal | 31                | 4.250      | 75                                     | 9020       | 60      | 5678      |
| 6       | Normal | 32                | 4.250      | 75                                     | 9020       | 60      | 5679      |

Toplam : 450 m<sup>2</sup>

#### 5.4.4 Gayrimenkulün Çevre ve Konumu

Ekspertize konu gayrimenkul İstanbul ili, Şişli ilçesi, Ayazağa Mahallesi, Maslak Mevkiinde Büyükdere Caddesi üzerinde konumlanmıştır. Gayrimenkul, ABC Plaza içerisinde bulunan ve toplam arsa payı 450 m<sup>2</sup> olan, D bankası tarafından kiralanmış altı katı içermektedir.

Büyükdere Caddesi üzerinde Levent-Maslak hattında A sınıfı olarak tanımlanan ve yüksek teknoloji kullanılan binaların yapımına 1980'li yıllarda başlanmış olup, özellikle Maslak çıkışının TEM karayolunun Fatih Sultan Mehmet Köprüsü öncesinde kentle son bağlantı noktası haline gelmesi, bu alanın modern iş merkezi olarak gelişmesini hızlandırmıştır.

Son yıllarda A sınıf işmerkezleri İstanbul'un gelişimine paralel olarak özellikle Gayrettepe, Esentepe, Zincirlikuyu, Levent, Ayazağa ve Maslak semtlerinde hızla artmaktadır. Son 30 yılda yapılan ofis yapılarındaki arzın A sınıfı olmaması bu tür ofislere olan talebin artmasına neden olmaktadır.

Büyük holdinglerin yanısıra Akbank, Emlak Bankası, Yapı Kredi Bankası ve Garanti Bankası'ndan sonra İş Bankası ve Demirbank'ın ve çeşitli finans kuruluşlarının da genel merkezleri için bu bölgeyi tercih etmeleri, İMKB binasının da aynı bölgede konumlanması, prestijli yer arayışında olan pek çok uluslararası şirketi de buradaki A sınıfı iş merkezlerine çekmeye başlamıştır. Levent-Maslak hattında iki bölge arasındaki mekansal sürekliliği kesintiye uğratan askeri bölge ise bölgede sağladığı yeşil kuşak avantajlarının yanısıra arz olanaklarını da kısıtlı tutarak bölgedeki arsa ve bina değerlerinin hızla artmasını sağlamaktadır.

#### 5.4.5 Gayrimenkulün İnşaat Özellikleri

|                       |                              |
|-----------------------|------------------------------|
| İNŞAAT TARZI          | : Betonarme Karkas           |
| İNŞAAT NİZAMI         | : Aynk                       |
| KAT ADEDİ             | : 20                         |
| OTURMA ALANI          | : 1.600 m <sup>2</sup>       |
| TOPLAM KULLANIM ALANI | : Brüt 12.550 m <sup>2</sup> |
| YAPININ YAŞI          | : 3                          |
| YAPININ BÖLÜMLERİ     | : Tek Blok                   |

|                      |                                             |
|----------------------|---------------------------------------------|
| ELEKTRİK             | : Şebeke (TEK)                              |
| SU                   | : Şebeke (ISKI) + Depo                      |
| KANALİZASYON         | : Şebeke (ISKI)                             |
| DOĞALGAZ             | : Mevcut                                    |
| ISITMA SİSTEMİ       | : Fan Coil                                  |
| KLİMA                | : Fan Coil                                  |
| JENERATÖR            | : 3 Adet Mevcut (Caterpillar marka 900 kVA) |
| YANGIN TESİSATI      | : Mevcut                                    |
| YANGIN İHBAR SİSTEMİ | : Gaz ve Duman Dedektörleri                 |
| YANGIN MERDİVENİ     | : Mevcut                                    |
| GÜVENLİK             | : CCTV kapalı devre kamera sistemi          |
| ASANSÖR              | : 4 Adet (6 kişilik)                        |
| PARK YERİ            | : 350 araçlık kapalı otopark                |
| SATIŞ KABİLİYETİ     | : Satılabilir özelliğine sahip              |

#### 5.4.6 Gayrimenkul ile İlgili Açıklamalar

Rapor konusu bağımsız bölümlerin bulunduğu gayrimenkul,

|                     |                              |
|---------------------|------------------------------|
| 4 Bodrum Kat .....  | brüt 800 m <sup>2</sup>      |
| Zemin Kat .....     | brüt 500 m <sup>2</sup>      |
| Normal Katlar ..... | brüt 750 x 15 m <sup>2</sup> |

olmak üzere toplam brüt 12.550 m<sup>2</sup> kullanım alanına sahiptir.

Bina dış cephe kaplaması camdır. Tüm pencere doğramaları alüminyum mamuldür. Katlardaki ofis giriş kapısı sekürit camdır.

Normal Kat İç Mekan Özellikleri:

Zeminler yükseltilmiş döşeme, duvar ve tavanlar boyasız, bölme duvarsız olarak, ince inşaat işleri sonuçlandırılmaksızın kiracıya teslim edilmektedir. Her kiracı ofislere kendi tadilat, ilave, düzenleme ve dekorasyonu yapabilmektedir. Kiracı, tahliye zamanında ofis katını aldığı şekli ile yapmış olduğu sabit dekorasyon ve diğer değişiklikleri de

kapsar biçimde ve bunlara herhangi bir bedel talep etmeksizin kiraya verene teslim etmekle yükümlü kılınmıştır.

#### **5.4.7 İmar Durumu**

İstanbul'un 1/50.000 ölçekli master planlarına göre Büyükdere Caddesi üzerindeki bölgeler "Yönetim ve İş Merkezi" kullanımına tahsis edilmiştir. A sınıfı iş merkezler yapımının, merkezi ve yerel yönetimler tarafından gerek plan kararları gerekse inşaat ruhsatnameleri ile kolaylaştırıldığı gözlenmektedir.

#### **5.4.8 Değerlendirme**

Gayrimenkulün değerine etki eden özet faktörler:

Olumlu Etkenler:

- İstanbul'un en prestijli ve merkezi iş yeri bölgesinde konumlanması,
- Ofislerin konfor seviyesi yüksek ve güvenlik sistemi modern bir binada bulunması,
- Bu nitelikte iş merkezlerine olan talebin her geçen gün artması,
- Ulaşım imkanlarının rahatlığı,
- Bölgenin tamamlanmış altyapıya sahip olması,
- Yüksek kapasiteli otoparkın mevcut olması.

Olumsuz Etkenler:

- Kasım 2000 ayında para piyasalarında yaşanan krizin etkisiyle gayrimenkul pazarında oluşan geçici durgunluk.

#### **5.4.9 Değerleme Prosesi**

Ekspertize konu bağımsız bölümlerin değerinin tespitinde emsal satış ve kira karşılaştırma yöntemi kullanılmıştır. Bu yöntemde, yakın dönemde pazara çıkarılmış ve satılmış / kiraya verilmiş benzer gayrimenkuller dikkate alınarak, pazar değerini

etkileyebilecek kriterler çerçevesinde fiyat ayarlaması yapıldıktan sonra konu gayrimenkul (ofis alanları) için birim fiyat belirlenmiştir.

Bulunan emsaller, görülebilirlik ve fonksiyonel kullanım (büyüklük) gibi kriterler dahilinde karşılaştırılmıştır.

#### 5.4.10 Fiyatlandırma

Çevredeki emsal konum ve özelliklere sahip iş merkezleri üzerinde yapılan piyasa rayiç araştırmaları neticesinde binanın kullanılabilir / kiralanabilir alanlarının  $m^2$  ortalama satış değeri için 3.200.-USD, aylık ortalama  $m^2$  kira değeri için ise 28.-USD hesap ve takdir olunmuştur.

Bu hesap XYZ GYO mülkiyetindeki normal katlar için yapılmıştır.

Hesaplama ve değer takdirine esas teşkil etmek üzere rapora konu gayrimenkulün yakın çevresindeki ve Avrupa yakasının belli başlı finans ve iş merkezi bölgelerindeki satışa çıkarılmış yada yakın zamanda satışı gerçekleşmiş emsal gayrimenkuller üzerinde yapılan piyasa rayiç araştırmalarında:

- Ofis olarak kullanılan katların  $m^2$  satış değerlerinin konum ve inşai özelliklere göre ağırlıklı olarak 2.500 – 3.500.-USD,
- Kira değerlerinin ise 20-30.-USD

aralığında olduğu belirlenmiştir.

Bu tespitin yanı sıra rapor konusu gayrimenkulün yeri, konumu, büyüklüğü, mimari ve inşai özellikleri, halihazır durumu ve diğer hususların dikkate alınmasıyla takdir olunan ortalama birim bedelden hareketle:

Gayrimenkulün satış değeri;  $(750 m^2 \times 6 \text{ Kat} = 4.500 m^2)$

$4.500 m^2 \times 3.200.-USD/ m^2 = 14.400.000.-USD$

Aylık kira değeri ise;

$4.500 m^2 \times 28.-USD/ m^2 = 126.000.-USD'$ dir.

#### 5.4.11 Raporun Sonucu

Yukarıda özellikleri belirtilen gayrimenkulün yerinde yapılan incelemesinde, konumuna, inşai kalitesine, kullanım amacına, çevrede yapılan piyasa araştırmalarına ve bugünkü rayiçlere göre,

1. Arsa payı dahil toplam satış değeri için,

14.400.000.-USD (Ondörtmilyondörtüzbini Amerikan Doları)

(14.400.000.-USD x 668.899.-TL/USD (\*)  $\cong$  9,632 trilyon TL)

2. Aylık kira değeri için ise,

126.000.-USD (Yüzyirmialtıbin Amerikan Doları) kıymet takdir edilmiştir.

(126.000.-USD x 668.899.-TL/USD (\*)  $\cong$  84,3 milyar TL)

(\*) Rapor tarihi itibarıyla 1.-USD = 668.899.-TL'dir.

Bu değerlere KDV dahildir.

Bu takdir, gayrimenkulle ilgili herhangi bir hukuksal sorun bulunmadığı kabulüne dayalıdır.

(Ekspertiz Tarihi: 12.01.2001)

## 6. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI'NDA HİSSE FİYATLAMA TEKNİKLERİ

### 6.1 Firma Değeri ve Çıkar Grupları

Bir mal veya hizmetin değeri piyasadaki arz ve talebi tarafından belirlenir. Bir firmanın değerlemesi, o firmanın sahip olduğu tüm dönen ve sabit varlıkların, tüm kısa ve uzun vadeli borçların ve tüm özkaynak kalemlerinin tamamının bir bütün olarak değerinin saptanmasıdır.

Bir firmaya ait bilançoda, belli bir tarih itibarıyla (genellikle yıl sonu) firmanın sahip olduğu varlıklar, borçlar ve sermaye kalemleri, bu hesapların değeri gösterilir. Prensip olarak, finansal pozisyonunu yansıtmaları gerekir. Ancak her bir hesap kaleminin değerinin farklı piyasalarda ve kendine özgü şekilde oluşması ve yıldan yıla değişmesi, ve enflasyon gibi nedenlerle; bir firmaya ait bilanço tam ve gerçek olarak o firmanın finansal pozisyonunu yansıtmaz.

Çoğu bilanço kaleminin bilanço tarihi itibarıyla nesnel değerini tespit edebilmek güçtür. Aynı zamanda bilanço firmanın sahip olduğu tüm varlıkları (işgücü kalitesi, tanınırlık, araştırma-geliştirme, teknoloji) göstermediği gibi, yine firmanın sorumlu olduğu tüm yükümlülükleri de göstermez (forward, swap, futures işlemler, leasing gibi).

Bilançoda gözüken varlıkların çoğu tarihi maliyetleri ile kayıt edilmemiştir ve bu değerler enflasyon ve ekolojik eskimenin etkilerini tam olarak yansıtmazlar. Bilanço aktifinde gözüken bazı varlıklar enflasyon nedeniyle piyasa değerinden daha düşük gösterilirken (bina, arzi), bazı varlıklar teknolojik gelişmeler nedeniyle değer kaybeder. Bu kaybı ölçmenin bir yolu, teknolojik olarak eskimiş varlığın piyasa değeri ve defter değeri arasındaki farkı bulmaktır.

Bu yol ancak eskiyen varlığın aktif bir ikincil piyasası varsa kullanılabilir. Diğer yol ise, varlığın ekonomik ömrüne bağlı olarak sağlayacağı net nakit akımlarının iskontolanmış değeri ile defter değeri arasındaki farkı bulmaktır.

Bilanço üzerinde gözüken değer ile piyasa değeri arasındaki farkı azaltmak için ikame değeri ve/veya tasfiye değeri esas alınır.

Ikame değeri, belirli bir tarihte alınmış olan bir varlığın o tarihteki değerini bir fiyat endeksi esas alınarak yeniden değerlendirilmesiyle elde edilebilir. Fakat bu hesaplama teknolojik eskimenin sebep olduğu kıymet azalmalarını gözardı eder. Ayrıca, bilanço da gözükmeyen varlıkların (örgütsel sermaye) ikame değerini de nesnel olarak belirlemek mümkün değildir.

Tasfiye değeri, bilançoda gözüken bir firma tasfiye edildiğinde piyasadaki değeridir. Ancak, her varlık için aktif bir ikincil piyasa fiyatından satılmaması sorun yaratır. Ayrıca bilançoda gözükmeyen varlıkların da tasfiye değerinin belirlenmesi güçtür.

Finans teorisinde bir firmanın değeri, firmanın yapmış olduğu yatırımların zaman içinde elde edeceği gelirler ve bu gelirler elde etmede taşınacak risk miktarı ile ilişkilidir. Bu tanıma göre bir firmanın teorik değeri, firmanın yatırımcılara (hissedarlara ve borç verenlere) sağladığı kazançların, sermaye maliyeti oranı üzerinden kapitalize edilmiş tutara eşittir.

Finans literatüründe firmanın sahip olduğu finansal yapının, firma değeri üzerindeki etkisi tartışılmaktadır. Modigliani ve Miller, bir firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin sabit olduğunu ve sermaye bileşiminin firma değeri üzerinde etkisi olmadığını ifade eder. MM tanımına göre, daha çok hisse senedi ihracı ile sağlanan fonların maliyetindeki artışlar, düşük maliyetli borç kullanmasının avantajını ortadan kaldırır.

Gelir ve kurumlar vergisi sermaye maliyeti hesabına katıldığında, borç için ödenen faizlerin vergiden düşülebilmesi nedeniyle daha çok borç kullanan bir firma ortalama sermaye maliyetini düşürecektir. Bu durum gelir ve kurumlar vergisinden muaf olan GMYO'lar için geçerli değildir.

Günümüzde kabul gören finansal görüşe göre, bir firmanın sermaye bileşimi o firmanın değerini etkiler. Yatırımların borç ile finanse edilmesi sermaye maliyetini düşüreceğinden firmanın değeri artar. Ancak, daha çok borç finansmanı yolunun kullanılması firmanın finansal riskini artırır ve sonuçta jem tahvil hem hisse senedi

yatırımcıları taşıdıkları riskler karşılığında daha yüksek getiri oranı talep ederler. Bunun sonucunda, firmanın ağırlıklı sermaye maliyeti yükselir ve firma değeri düşer.

Bu görüşe göre, firmanın ortalama sermaye maliyetini minimize ve firma değerini maksimize eden bir optimal sermaye yapısı vardır. Bu sermaye yapısı, işletmenin faaliyetlerine ve benzer bir takım faktörlere bağlıdır.

Finansal yönetimin temel amacı, firma değerini maksimize edecek yatırım kararı almak ve bu yatırımları en uygun yollarla (maliyetler ve seçeneklerle) finanse etmektir. Maksimize edilmesi gereken firma değerinin nasıl tanımlanacağı ve bu değer nasıl ölçüleceği önemli bir problemdir [23].

Firma değeri ile ilgilenenlerin başında o firmaya yatırım yapanlar gelir. Firma değeri ile ilgilenen çıkar grupları [23]:

- Pay Sahipleri: Tasarruflarını firmanın sermayesi olarak kullandıran yatırımcılardır.
- Borç Verenler: Firmanın ihraç ettiği tahvilleri satın alarak firmaya fon sağlayan yatırımcılardır. Borç verenler firmanın kredi yeterliliği, riski, likiditesi ve sonuçta firma değeri ile ilgilirlir.
- Diğerleri: Firmayla ticari ilişkide bulunan satıcılar ve alıcılar,  
Firma yöneticileri ve diğer çalışanlar,  
Sendikalar  
Rakip firmalar  
Devlet ve kamu kurumları

## 6.2 İskonto Edilmiş Nakit Akımları Yöntemi

Şirketin gelecekte oluşacak tahmini nakit akımlarının belirli bir iskonto oranı kullanılarak bugünkü değerinin bulunmasıdır. Bu tekniğe finans literatüründe DCF “indirgenmiş nakit akımı” yöntemi adı verilmektedir.

Nakit akımı tahminleri hem gelirleri hem de giderleri kapsayacak şekilde yapılır. Bu teknik yatırım projelerinin değerlendirilmesinde kullanılan NPV uygulamasıdır. İskonto oranı sermaye maliyetine denk gelecek şekilde bulunur. Yatırımcı için bu oran alternatif

araçların getirilerinden yüksek, şirket için ise alternatif fonlardan ucuz olmalıdır. İskonto oranı yatırımın genel riskliliğini gösterir [4].

#### 6.2.1 Hisse Fiyatlama'da İskontoya Etkiyen Unsurlar

- Yönetim Yapısı ve Kredibilitesi : İş planı, varlık türlerinde ya da pazarın belli bir bölümünde tecrübeli olmak, organizasyonların derinliği, ortaklık yapısı, çıkar çatışmalarının varlığı, risk alma yapısı, muhasebe politikaları ve yöneticilerin kalitesi bu unsuru etkileyen faktörlerdir.
- Arz-Talep Yapısı : Sektöre giriş sınırlamaları, sermaye temini, büyüme potansiyeli ve yasal çerçeveden etkilenmektedir.
- Bilanço Yapısı : Değişken faizli borçlar, borcun vade yapısı, faiz oranı anlaşmaları ve kısa vadeli borçların faiz yükü bilanço yapısını etkilemektedir.
- Portföyün Değişkenliği (Volatilitesi) : Kira anlaşmaları, kiralarn vade yapısı, temel kiracılar, portföyün çeşitlendirilmesi, yıllık kira artışları, geliştirilen projelerin risk hassasiyeti iskonto oranını etkileyen diğer unsurlardır [4].

#### 6.2.2 Hisse Fiyatlama'da Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, firmanın finansal kaynaklarının kullanılan miktar ile ağırlıklandırılmış maliyetini verir. Şirkete giren nakit akımlarının iskonto edilmesinde, yani firma değerinin hesaplanmasında WACC kullanılır.

$$WACC = \text{Özkaynak Maliyeti} * [ \text{Özkaynak} / (\text{Özkaynak} + \text{Borç}) ] + \text{Borç Maliyeti} * [ \text{Özkaynak} / (\text{Özkaynak} + \text{Borç}) ] \quad (6.1)$$

$$\text{Borç Maliyeti} = \text{Vergi Öncesi Maliyet} * ( 1 - \text{Vergi Oranı} ) \quad (6.2)$$

$$\text{Firma Değeri} = \sum ( \text{Firmaya Nakit Girişi } t / (1 + WACC)^t \quad (6.3)$$

Özkaynak maliyeti bir varlıktan beklenen getiri oranıdır. Beklenen getiri oranı ise varlığın piyasa riskini gösteren  $\beta$  katsayısı ile risksiz faiz oranının bir fonksiyonudur.

$$\text{Özkaynak Maliyeti (Beklenen Getiri Oranı)} = \text{Risksiz Faiz Oranı} + \text{Varlığın } \beta \text{ Katsayısı} * ( \text{Beklenen Piyasa Getirisi} - \text{Risksiz Faiz Oranı} ) \quad (6.4)$$

Risksiz faiz oranı kısa vadeli hazine bonosu faizidir. Piyasa verileri ise tarihsel verilerden derlenir. Özkaynak maliyeti bir menkul kıymetin nakit akışlarının bugünkü değerini hesaplamak için iskonto faktörü olarak dikkate alınır [4].

### 6.2.3 Hisse Fiyatlamada Risk ve Getiri

Riskler piyasadan kaynaklanan riskler ve firmaya özel riskler olmak üzere 2 ana gruba ayrılır. Firmaya özel riskler (yönetim riski gibi) bir portföyde çok sayıda firmaya yer verilerek azaltılabilir ancak piyasa genelinden (faiz oranı riski) kaynaklanan riskler çeşitlendirme ile azaltılamaz.

Piyasadan kaynaklanan risk  $\beta$  ile ölçülür ve bir varlığın "beta"sı varlığın piyasa getirisi ile kovaryansının piyasa varyansına bölünmesi ile bulunan bir katsayıdır [4].

$\beta \geq 1$  ; Ortalamadan daha riskli,

$\beta < 1$  ; Ortalamadan daha az riskli,

$\beta = 1$  ; Piyasa Ortalaması kadar riskli.

### 6.3 Net Aktif Değer Yöntemi

İskonto edilmiş nakit akım (DCF) analizleri genellikle portföyünde ağırlıklı olarak projeler bulunan şirketler için kullanılırken, net aktif değer daha çok hazır gayrimenkulleri olan şirketlerde kullanılır. Şirketin net aktif değeri şirketin toplam aktifleri ile pasifleri arasındaki farktır. Şirketin aktif değerini, portföyde yer alan gayrimenkullerin ve menkul kıymetlerin piyasa değerleri ve şirketin diğer aktifleri oluştururken pasif kalemlerde ise projelerden kaynaklanan borçlar yer alır. Net aktif değer aslında şirketin tasfiye değerini gösterir. Net aktif değeri metodunda varlıkların rayiç değerlerinin tespiti en önemli husustur [4].

### 6.4 Benzer Şirket Yaklaşımı

Fiyatlanacak şirketin temel parametrelerinin borsada aynı konuda faaliyet gösteren şirketlerin ortalama parametreleri ile karşılaştırılmasına dayanır. En çok kullanılan

parametreler borsa fiyatı / hisse başına kazanç (F / K) oranı, borsa fiyatı / defter değeri (P / D) oranı, iskonto / prim oranı gibi oranlardır.

İskonto / Prim oranı borsada işlem gören GMYO şirketlerinin açıkladıkları pay başına net aktif değerleri ile borsada oluşan hisse fiyatları arasındaki olumlu veya olumsuz farkın bir ortalamasının alınarak, halka açılacak şirketin net aktif değerine uygulanması ile bulunur. Yeni şirketin fiyatı sektör ortalamasına göre net aktif değerinin altında ise yatırımcı için hisse ucuz, aksi halde pahalıdır.

$$F / K \text{ Oranı} = \text{Borsa Fiyatı} / \text{Hisse Başına Kazanç} \quad (6.5)$$

Sektör ortalamasının altında olan hisse daha ucuzdur. Bu yöntem ile aynı zamanda halka açılacak olan şirketlerin hisse fiyatlaması da yapılabilir.

$$\text{Hisse Fiyatı} = \text{Sektör Ortalama } F / K \text{ Oranı} * \text{Hisse Başına Kazanç} \quad (6.6)$$

$$P / D \text{ Oranı} = \text{Borsa Fiyatı} / \text{Defter Değeri} \quad (6.7)$$

$$\text{Defter Değeri} = \text{Özsermaye} / \text{Hisse Sayısı} \quad (6.8)$$

Sektör ortalamasının altındaki oran iyidir. Bu oran ile şirketin hisse fiyatı ile muhasebe kurallarına göre bir hissenin defter değeri arasındaki ilişki ölçülür. Aynı şekilde halka açılacak şirketlerin hisse fiyatlamasında da kullanılan bir hesaplama [4].

$$\text{Hisse Fiyatı} = \text{Sektör Ortalama } P / D \text{ Oranı} * \text{Hisse Defter Değeri} \quad (6.9)$$

## 6.5 Ekonomik Katma Değer (EVA)

Ekonomik katma değer kavramı reel karlılığı ölçmek için kullanılan bir yöntemdir. Bu yöntemde reel karlılığa ulaşmak için, muhasebe karından özsermayenin fırsat maliyeti düşülür. EVA değerinin pozitif olması, firma faaliyetlerinin hissedarlar için değer yarattığı; EVA değerinin negatif olması ise firma faaliyetlerinin hissedarlar için değer kaybettiği anlamına gelir.

EVA'nın hesaplanabilmesi için üç faktörün belirlenmesi gerekir.

- Sermaye yoğunluğu faaliyette bulunan sektörün özelliğine bağlıdır. GMYO'lar hızlı kapasite artışı yapan firmalar gibi yoğun bir sermaye yatırımı içindedirler ancak bu yatırımlar yoğunluklar gelecek yıllarda karlılığa katkıda bulunmaktadır.
- Sermaye maliyeti belirlenmesinde en önemli faktörler risksiz faiz oranı, vergi oranı, pazar risk primi, firmaya ait beta ve firmanın sermaye yapısıdır.
- Sermaye verimliliği ekonomik çevre şartları ve yönetsel fonksiyonlarla ilgilidir. Kötü ve beceriksiz bir yönetim sağladığı düşük kazançlar, sermaye maliyetini bile karşılamaya yetmeyebilir. Kötü kazançların nedeni, kötü stratejik planlama, ekonomik döngü, çeşitlendirilmemiş veya kötü çeşitlendirilmiş portföy olabilir [23].

$$EVA = ( FVÖK - Vergi ) - ( WACC * Kullanılan Sermaye ) \quad (6.10)$$

$$EVA = Net Kar - ( WACC * Kullanılan Sermaye ) \quad (6.11)$$

$$FVÖK: Faiz ve Vergi Öncesi Faaliyet Karı \quad (6.12)$$

$$WACC = Borç / Varlık * r_b ( 1 - \gamma ) + Özsermaye / Varlık * r_e \quad (6.13)$$

$$r_e = r_{RF} + ( r_m - r_{RF} ) \beta \quad (6.14)$$

$r_b$  = Borçlanma Faizi

$\gamma$  = Firmayla ilgili marjinal vergi

$r_e$  = Özsermayenin fırsat maliyeti

$r_{RF}$  = Risksiz faiz oranı

$r_m$  = Hisse getirisi

## 6.6 Portföy Karlılığı

Halka açılacak bir şirketin iyi olup olmadığında temel etken portföyündeki projeler ve gayrimenkullerdir. Şirketin hisse fiyatlamasına benzer şekilde GMYO portföyündeki varlıkların teker teker kalitesi ölçümlenmelidir.

Portföydeki varlıkların yatırım kalitesini ölçerken en çok paranın zaman değerini dikkate alan NPV, IRR ve MIRR teknikleri kullanılır. NPV metodunda, projenin nakit giriş ve çıkışları netleştirilerek belirli bir iskonto oranı ile bugünkü değere indirgenir. Proje pozitif bir NPV değerine sahipse finansal olarak gerçekleşebilir, bu çıkıştan fazla nakit girişi olacağını gösterir. Ancak yine de alternatif yatırım fırsatları ve getirileri yatırım kararında etkili olacaktır.

İskonto oranı sermaye maliyetinden az olamaz. NPV metodunda nakit çıkış ve girişlerine ilişkin varsayımlar hayati bir önem taşır. Bu nedenle analiz başında kullanılan varsayımların sıralanmalı ve ulaşılan sonuca hangi öngörülerle gidildiği belirtilmelidir.

IRR metodunda projenin nakit girişlerini nakit çıkışlarına eşitleyecek iskonto oranı bulunur. Bu oran yatırım için güvenlik eşiği olup aynı zamanda alternatif getiri oranları ile bir karşılaştırma sağlar. Bu oran sermaye maliyetinin altında olmamalıdır. IRR oranı ne kadar yüksek ise yatırım o kadar karlıdır. Ancak önemli yatırımlarda IRR ve NPV birlikte kullanılır. Böylece mutlak değerler ve oranlar arasındaki ilişki daha açık görülebilir. IRR hesabı da NPV metodunda yer alan nakit giriş ve çıkışlarına ilişkin değerleri esas alır. Minimum istenen getiri oranının altında IRR'a sahip projeler kalitesiz projelerdir.

MIRR metodunda ise nakit çıkışları NPV tekniği ile proje döneminin başına 0 zamanına indirgenirken ( nakit çıkışlarının bugünkü değeri bulunurken ), yatırım dönemi boyunca beklenen nakit girişleri ise istenen bir orandan bileşiklenerek proje döneminin sonuna taşınır. Bu şekilde hem sermaye maliyeti anlamında istenen bir iskonto oranı kullanılmış olur, hem de IRR metodunun yatırım dönemi boyunca sermaye maliyetini sabit kabul eden varsayımının eksikliği giderilmiş olur.

MIRR metodu NPV ve IRR metodlarında kabul edilen genel eksiklikleri gidermekte kullanılır. Bu metod yatırım dönemi boyunca seçilen iskonto ve bileşikleme oranlarına karşı çok hassastır. Analizde amaca göre iskonto ve bileşikleme oranları sabit de tutulabilir [4].

## **6.7 Enflasyondan Arındırma**

Bir varlığın değeri hesaplanırken ister reel nakit akımları reel iskonto oranlarından indirgensin, isterse nominal nakit akımları nominal iskonto oranından indirgensin değer aynı çıkacaktır.

Reel iskonto oranı, reel beklenen getiri oranıdır. Nominal beklenen getiri, tarihsel verilerle örneğin hazine bonosu getirileri olabilir, bu durumda beklenen enflasyon oranı kullanılarak istenen reel getiri oranı hesaplanabilir.

Firma değeri hesaplanırken reel nakit akımları için nominal oranın veya nominal akımlar için reel oranın kullanılması en önemli hatadır. Nominal oranın içinde zaten beklenen enflasyon da yer almaktadır [4].

#### **6.8 Firmanın Bir Aile veya Grup Tarafından Kontrol Edilmesi**

Bu tür firmaların bilinen özellikleri şöyledir:

- Bu firmaların çoğu zaman sadece birkaç hissedarı olur ve çoğunlukla aynı ailenin üyeleridir.
- Firma sahipleri ve firma yönetimi arasında yakın bir ilişki vardır.
- Mevcut hissedarlar arasında hisseler ya hiç ya da çok az el değiştirir.
- Eğer firma halka açıksa, borsadaki işlem hacmi düşüktür.

Firma değerlendirme prensiplerine göre değerlendirilmiş bir firmanın 1.000.000 \$ olan değeri 100.000 paya bölünmüş ise, hisse değeri 10 \$ olarak hesaplanır. Fakat tek bir hisse ele alındığında, bir hissenin değeri 10 \$'dan azdır. Diğer yönden bakılırsa, hisse fiyatının hisse sayısı ile çarpımı firmanın gerçek değerinden düşük olabilir. Bunun nedeni, firma kontrolü için ödenen primdir. Firmayı kontrol eden hissedarlar,

- Yeni bir firma satın almayı, veya firmayı likidite etmeyi,
- Yönetimi değiştirmeyi,
- Stratejik politikaları belirlemeyi,
- Karpayı ödemelerine karar vermeyi
- Yöneticiler için primödemeyi

kontrol ederler.

Normal olarak bir firma %100 sahiplik için değerlendirilir. Toplam değer bulunduktan sonra, azınlık parları düşülür.

Azınlık Payı Hisse Değeri = Toplam Firma Değeri [ (1-Azınlık Payı) / Pay Sayısı ]

Bu hesaplama ile azınlık hisse değerinden, kontrol gücü hisse değerine ulaşılabilir. Kontrol gücüne ulaşmak için ödenecek prim:

$$\text{Kontrol Primi (\%)} = [ 1 / (1 - \text{Azınlık Payı}) ] - 1$$

Bu tip firmaların hisseleri borsada çok işlem görmediğinden likiditesi düşüktür. Bu nedenle, hisse değeri likidite primi için iskontolanmalıdır. Eğer, bu bir azınlık payı hissesi ise hem likidite hem de azınlık payı primi için iskontolanmalıdır [23].

### 6.9 Bir GMYO Şirketinde Hisse Fiyatlaması

Dördüncü bölüm'de anlatılan Otel Projesi'nin ve beşinci bölüm'de anlatılan ABC Plaza'nın, kuruluş işlemleri tamamlanan ve halka arzı gerçekleştirilecek olan bir GMYO'nun portföyünde yer alan gayrimenkuller olduğu varsayımından hareketle XYZ GMYO olarak adlandırılacak olan GMYO şirketinin pay başı net aktif değeri yani hisse senedi değeri aşağıdaki uygulamada iki farklı yöntemle hesaplanacaktır. Geliştirme projesi ve kira geliri sağlayan ofis katları ile portföyün çeşitlendirilmesi amaçlanmıştır. Ayrıca İstanbul ve Bodrum gayrimenkulleri ile portföyde bölgesel çeşitlendirme de yapılmıştır.

GMYO'ların hazırlamakla yükümlü oldukları standart portföy tablosu Ek A'de verilmiştir. Bu tablodaki alış maliyeti kolunu gayrimenkulün tapu senedinde yazılan değeri olup, satın alındığı tarihdeki dolar kuru kullanılır. Ekspertiz rayiç değeri yasal ekspertiz şirket raporundaki gayrimenkul satış değerini (geliştirme projeleri için tamamlanmaları durumundaki satış değerleri) göstermektedir. Bakiye borç ise portföyde yer alan sözkonusu gayrimenkul için ödenmesi gereken borç miktarını yani proje maliyetini göstermektedir. Bu değer geliştirme projeleri için genellikle planlanan inşaat maliyetleri, pazarlama giderleri, yönetim giderleri ve proje için öngörülen diğer giderlerden oluşmaktadır. Basit bir matematiksel hesap sonucu gayrimenkul satış değerinden giderlerin (borç) çıkarılması sonucunda portföy değeri bulunmaktadır.

Firma portföyünde yer alan tüm gayrimenkullerin şirkette yarattığı değer toplam portföy değerini vermektedir. Portföy değerine mali tablolarda yer alan hazır değerler, alacaklar ve diğer aktifler eklenip, borçlar düşüldükten sonra net aktif değere ulaşılmaktadır. Net aktif değer pay sayısına bölünmesi sonucunda ise pay başı net aktif değer, bir adet hisse senedi değeri bulunmaktadır.

### 6.9.1 Uygulamada Kullanılacak Varsayımlar

Hisse senedi değeri hesaplanacak olan GMYO'nun 1 Nisan 2000 tarihinde kurulduğu ve ticari ünvanını kazandığı varsayılmıştır. Bu durumda Tebliğ gereği XYZ Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin altı (6) ay içerisinde SPK'na halka arz başvurusunda bulunması ve bir yıl içerisinde halka arzını gerçekleştirmiş olması gerekmektedir. Bu nedenle aşağıdaki varsayımlar göz önüne alınarak hisse senedi değeri hesaplanmıştır.

Şirket Adı: XYZ Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş

Kuruluş Tarihi : 01.04.2000

Çıkarılmış Sermayesi: 6.000.000.000.000 TL

Planlanan Halka Arz Tarihi: 20.02.2001

Yapılabilirlik etüdü ve proje analizi IV. Bölüm'de anlatılan Otel Geliştirme Projesi'nin uygulama projelerinin tamamlandığı ve ruhsatının alındığı kabul edilmiştir. Söz konusu geliştirme projesinin portföyde geliştirme projeleri bölümünde yer alabilmesi için bu koşulları sağlaması gerekmektedir. Tebliğ'de ruhsatın alınmasına ilişkin açık bir madde bulunmamasına rağmen SPK denetiminde projenin inşaatına başlamaya hazır durumda olduğunu gösterir bir belge niteliğini taşıyan inşaat ruhsatnamesi istenmektedir. Portföy'de yer alacak otel geliştirme projesi için aşağıdaki varsayımlar kullanılmıştır.

Arsa Tapu Tarihi: 03.05.2000

Alış Maliyeti : 2.100.000.-USD

2.100.000.-USD x 612.243-TL/USD (\*)  $\cong$  1,286 trilyon TL)

(\*) Alış tarihi itibarıyla 1.-USD = 612.243.-TL'dir. (Merkez Bankası Döviz Satış Kuru)

Ekspertiz Rapor Tarihi: 04.01.2001

Ekspertiz Bedeli : 12.000.000.-USD

(12.000.000.-USD x 667.028-TL/USD  $\cong$  8.004 trilyon TL)

Rapor tarihi itibarıyla 1.-USD = 667.028.-TL'dir. (Merkez Bankası Döviz Satış Kuru)

IV. Bölüm'de yasal ekspertiz şirket değerlendirme formatında hazırlanan örnek uygulama raporundaki ABC Plaza'nın XYZ GMYO şirketinin portföyünde yer aldığı varsayımıyla

bu plazadaki altı ofis katının kiraya verilmesi ve kira geliri elde edilmesi öngörülmüştür. Ayrıca XYZ GYO A.Ş.'nin ekspertiz bedeli üzerinden kira sözleşmesini imzalamış olması ve her yıl kira bedelinin ekspertiz firma tarafından bulunan değer oranında arttırılacağına sözleşmede yer alması gerekmektedir. Bu gayrimenkul ile ilgili aşağıdaki varsayımlar kullanılmıştır.

Tapu Tarihi: 20.05.2000

Alış Maliyeti : 5.200.000.-USD

$5.200.000.-USD \times 623.929-TL/USD \cong 3,244$  trilyon TL)

Alış tarihi itibarıyla 1.-USD = 623.929.-TL'dir. ( Merkez Bankası Döviz Satış Kuru)

Ekspertiz Rapor Tarihi: 12.01.2001

Ekspertiz Bedeli : 14.400.000.-USD

$(14.400.000.-USD \times 668.899.-TL/USD (*) \cong 9,632$  trilyon TL)

Rapor tarihi itibarıyla 1.-USD = 668.899.-TL'dir. ( Merkez Bankası Döviz Satış Kuru)

#### **6.9.2 İskonto Edilmiş Nakit Akımları ile Hisse Fiyatlandırma**

İskonto edilmiş nakit akımları yöntemi ile otel projesi ve ofis katlarının 10 yıllık nakit akışları hesaplanmıştır. İskonto oranı otel projesi için %17, ofis katları için ise %12 alınmıştır. Otel projesinin piyasa iskonto oranının %12'den daha yüksek seçilmesinin nedeni projenin gerçekleştirilebilme riskinden kaynaklanmaktadır. Gayrimenkullerin 10. yıl değerleri kapitalizasyon oranı ile bulunmuştur. Yıllık kira fiyat artış oranı %3 alınmıştır. Kira sözleşmesinin 2001 yılından itibaren geçerli olduğu ve 2010 yılına kadar devam etmesi öngörülmüştür. Bu yöntem ile hazırlanan analiz Tablo 6.1'de yer almaktadır. Bu analizdeki DCF değerleri aşağıdaki Tablo 6.2'ye taşınarak pay başı değer hesaplanmıştır. Aracı kurum tarafından halka arz öncesinde uygulanacak iskonto oranı %30 alınmıştır. Çıkarılmış sermaye değeri 1.000'e bölünerek pay sayısı hesaplanmıştır. 15.02.2001 tarihindeki dolar kuru esas alınarak değerler TL'ye çevrilmiştir. (1 USD = 685.978 TL'dir.)

**Tablo 6.1: İskonto Edilmiş Nakit Akımları Analizi**

**OTEL PROJESİ İSKONTO EDİLMİŞ NAKİT AKIM TABLOSU**

| PROJE GELİR-GİDER ANALİZİ | NPV<br>(i = 0,17) | 2000     | 2001       | 2002       | 2003       | 2004       | 2005       | 2006      | 2007       | 2008       | 2009       | 2010       | İŞSONU<br>TOPLAMI |
|---------------------------|-------------------|----------|------------|------------|------------|------------|------------|-----------|------------|------------|------------|------------|-------------------|
| GELİRLER                  | 5.940.160         |          | 0          | 0          | 1.591.360  | 1.810.871  | 2.044.417  | 2.292.794 | 2.583.378  | 2.887.046  | 3.213.439  | 3.358.087  | 19.781.373        |
|                           |                   | 0        | 0          | 0          | 848.229    | 825.959    | 796.993    | 763.948   | 735.701    | 702.716    | 688.516    | 597.097    | 5.940.160         |
| PROJENİN 10. YIL DEĞERİ   | 6.491.771         | 0        | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0         | 0          | 0          | 0          | 38.509.652 | 36.509.652        |
|                           |                   | 0        | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0         | 0          | 0          | 0          | 6.491.771  | 6.491.771         |
| GİDERLER (*)              | 4.750.197         | 386.681  | 1.248.473  | 4.484.788  | 848.794    | 90.544     | 102.221    | 114.640   | 129.169    | 144.352    | 160.672    | 167.903    | 7.878.236         |
|                           |                   | 330.496  | 912.026    | 2.800.169  | 452.959    | 41.298     | 39.850     | 38.197    | 36.785     | 35.138     | 33.426     | 29.855     | 4.750.197         |
| KÜMÜLATİF GELİR           |                   | 0        | 0          | 0          | 1.591.360  | 3.402.231  | 5.446.648  | 7.739.443 | 10.322.821 | 13.209.866 | 16.423.305 | 56.291.025 |                   |
| KÜMÜLATİF GİDER           |                   | 386.681  | 1.635.153  | 6.119.941  | 6.968.735  | 7.059.278  | 7.161.499  | 7.276.139 | 7.405.308  | 7.549.660  | 7.710.332  | 7.878.236  |                   |
| FARK (+)(-)               |                   | -386.681 | -1.248.473 | -4.484.788 | 742.566    | 1.720.328  | 1.942.196  | 2.178.155 | 2.454.209  | 2.742.693  | 3.052.787  | 39.699.816 | 48.412.789        |
| KÜMÜLATİF FARK            | 7.681.734         | -386.681 | -1.635.153 | -6.119.941 | -5.377.375 | -3.657.047 | -1.714.851 | 463.304   | 2.917.513  | 5.660.206  | 8.712.973  | 48.412.789 |                   |

(\*) Arsa satınalma gideri dahil edilmemiştir.

**ABC PLAZA İSKONTO EDİLMİŞ NAKİT AKIM TABLOSU**

EKSPERTİZ TARİHİ 12.01.2001  
AYLIK KİRA DEĞERİ (\$) 126.000  
SATIŞ DEĞERİ (\$) 14.400.000  
KİRA ARTIŞ ORANI 0,03

| KİRA GELİRLERİ ANALİZİ    | NPV<br>(i = 0,12) | 2000 | 2001      | 2002      | 2003      | 2004      | 2005      | 2006      | 2007       | 2008       | 2009       | 2010       | İŞSONU<br>TOPLAMI |
|---------------------------|-------------------|------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|------------|------------|-------------------|
| GELİRLER                  | 8.509.423         |      | 1.512.000 | 1.557.360 | 1.604.081 | 1.652.203 | 1.701.769 | 1.752.822 | 1.805.407  | 1.859.569  | 1.915.356  | 1.972.817  | 17.333.386        |
|                           |                   | 0    | 1.205.357 | 1.108.498 | 1.019.422 | 937.504   | 862.169   | 792.888   | 729.174    | 670.579    | 616.693    | 567.136    | 8.509.423         |
| TAŞINMAZIN 10. YIL DEĞERİ | 6.490.577         |      |           |           |           |           |           |           |            |            |            | 22.577.795 | 22.577.795        |
|                           |                   | 0    | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0          | 0          | 0          | 6.490.577  | 6.490.577         |
| KÜMÜLATİF GELİR           | 15.000.000        | 0    | 1.512.000 | 3.069.360 | 4.673.441 | 6.325.644 | 8.027.413 | 9.780.236 | 11.585.643 | 13.445.212 | 15.360.568 | 39.911.181 |                   |

**Tablo 6.2: İskonto Edilmiş Nakit Akımları ve Pay Başı Değer**

| <b>PROJE</b>                | <b>GELİR<br/>TİPİ</b> | <b>DEĞERLEME<br/>METODU</b> | <b>İSKONTO<br/>ORANI</b> | <b>DEĞERLER<br/>(\$)</b> | <b>DEĞERLER<br/>(MİLYON<br/>TL)</b> |
|-----------------------------|-----------------------|-----------------------------|--------------------------|--------------------------|-------------------------------------|
| OTEL PROJESİ                | PROJE<br>KARI         | DCF                         | %17                      | 7.681.734                | 5.269.500                           |
| ABC PLAZA                   | KİRA<br>GELİRİ        | DCF                         | %12                      | 15.000.000               | 10.289.670                          |
| <b>TOPLAM PORTFÖY</b>       |                       |                             |                          |                          | <b>15.559.170</b>                   |
| PAY SAYISI (1.000.000 ADET) |                       |                             |                          |                          | <b>6.000</b>                        |
| PAY BAŞI DEĞER (TL)         |                       |                             |                          |                          | <b>2.593</b>                        |
| HALKA ARZ İSKONTO ORANI     |                       |                             |                          |                          | <b>%30</b>                          |
| PAY BAŞI DEĞER (TL)         |                       |                             |                          |                          | <b>1.815</b>                        |

**6.9.3 Net Aktif Değer Yöntemi ile Hisse Fiyatlaması**

Bu yöntemde gayrimenkullerin yasal ekspertiz şirketler tarafından hesaplanan piyasa değerleri çok önemlidir. Tebliğ'de formatı verilmiş olan portföy tablosuna gayrimenkullerin alış maliyetleri, ekspertiz değerleri ve bakiye borç miktarları yazılarak toplam portföy değeri bulunur. Bu değerlere şirketin alacakları, borçları, hazır değerleri ve diğer aktifleri eklenerek net aktif değere ulaşılır. Net aktif değer pay sayısına bölünmesi sonucu pay başı değer (hisse değeri) bulunur. Tablo 6.3 ve 6.4'de uygulamaya esas örnek XYZ GMYO A.Ş.'nin bilgileri yerleştirilmiş ve pay başı değeri hesaplanmıştır. XYZ GMYO A.Ş.'nin mali tablosunda alacak, borç, hazır değer ve diğer aktif bilgilerinin aşağıdaki gibi olduğu varsayılmıştır.

|                |                          |
|----------------|--------------------------|
| Hazır Değerler | = 1.200.000.000.000.- TL |
| Alacaklar      | = —                      |
| Borçlar        | = 5.000.000.000.-TL      |
| Diğer Aktifler | = 500.000.000.000.-TL    |

**Tablo 6.3 : XYZ GMYO A.Ş Portföy Tablosu**

MİLYON TL

|                | PORTFÖYDE YER ALAN<br>VARLIKLARIN TÜRÜ     | TANITIM<br>BİLGİLERİ -<br>YERİ -<br>ALANI | SATIN<br>ALMA<br>TARİHİ | ALİŞ<br>MALİYETİ | EKSPERTİZ<br>RAPORU<br>TARİHİ | EKSPERTİZ<br>DEĞERİ<br>I | BAKİYE<br>BORÇ<br>II | PORTFÖY<br>DEĞERİ<br>III = I - II | GRUP İÇİ<br>ORANLAR<br>(%) | VARLIK<br>GRUBU<br>PORTFÖY<br>ORANI (%) |
|----------------|--------------------------------------------|-------------------------------------------|-------------------------|------------------|-------------------------------|--------------------------|----------------------|-----------------------------------|----------------------------|-----------------------------------------|
| <b>A</b>       | <b>GAYRİMENKULLER (1)</b>                  |                                           |                         |                  |                               |                          |                      |                                   |                            |                                         |
|                | Gayrimenkul Projeleri                      |                                           |                         |                  |                               |                          |                      |                                   |                            |                                         |
|                | Otel Projesi                               | Muğla<br>/20.000 m <sup>2</sup>           | 03.05.2000              | 1.286.000        | 04.01.2001                    | 8.004.000                | 3.258.530            | 4.745.469                         | 33                         |                                         |
|                | TOPLAM GEYRİMENKUL<br>PROJELERİ            |                                           |                         |                  |                               |                          |                      | 4.745.469                         |                            | 33                                      |
|                | Binalar - Konutlar                         |                                           |                         |                  |                               |                          |                      |                                   |                            |                                         |
|                | Maslak ABC Plaza                           | İstanbul<br>/7.500 m <sup>2</sup>         | 20.05.2000              | 3.244.000        | 12.01.2001                    | 9.632.000                |                      | 9.632.000                         | 67                         |                                         |
|                | TOPLAM BİNALAR-<br>KONUTLAR                |                                           |                         |                  |                               |                          |                      | 9.632.000                         |                            | 67                                      |
|                | Arsalar                                    |                                           |                         |                  |                               |                          |                      |                                   |                            |                                         |
|                | Araziler                                   |                                           |                         |                  |                               |                          |                      |                                   |                            |                                         |
|                | Sınırlı Aynı Haklar                        |                                           |                         |                  |                               |                          |                      |                                   |                            |                                         |
|                | GAYRİMENKULLER (1)                         |                                           |                         |                  |                               |                          |                      | 14.377.469                        |                            |                                         |
| <b>B</b>       | MÜLKİYETE<br>GEÇİRİLMEMİŞ<br>VARLIKLAR (2) |                                           |                         |                  |                               |                          |                      |                                   |                            |                                         |
| <b>C</b>       | MENKUL KIYMETLER<br>(3)                    |                                           |                         |                  |                               |                          |                      |                                   |                            |                                         |
| <b>D=A+B+C</b> | <b>TOPLAM PORTFÖY<br/>DEĞERİ</b>           |                                           |                         | 4.530.000        |                               | 17.636.000               | 3.258.530            | 14.377.469                        |                            | 100                                     |

**Tablo 6.4 : XYZ GMYO A.Ş. Net Aktif Değer Tablosu**

|                      |                                 |                           |
|----------------------|---------------------------------|---------------------------|
| <b>D = A+B+C</b>     | <b>TOPLAM PORTFÖY DEĞERİ</b>    | <b>14.377.469</b>         |
| <b>E</b>             | <b>Hazır Değerler</b>           | <b>1.200.000</b>          |
| <b>F</b>             | <b>Alacaklar</b>                | <b>0</b>                  |
| <b>G</b>             | <b>Borçlar</b>                  | <b>5.000</b>              |
| <b>H</b>             | <b>Diğer Aktifler</b>           | <b>500.000</b>            |
| <b>I=D+(E+F-G+H)</b> | <b>NET AKTİF DEĞER</b>          | <b>16.072.469</b>         |
| <b>J</b>             | <b>PAY SAYISI</b>               | <b>6.000.000.000 ADET</b> |
| <b>K=I/J</b>         | <b>PAY BAŞI NET AKTİF DEĞER</b> | <b>2.679</b>              |
|                      |                                 |                           |
|                      | <b>DİĞER BİLGİLER</b>           |                           |
|                      | Alınan Krediler                 | 0                         |
|                      | Rehin, İpotek ve Teminatlar     | 0                         |
|                      | Sigorta Tutarları               | 0                         |

#### **6.9.4 Benzer Şirket Yaklaşımı ile Hisse Fiyatlama**

Benzer şirket yaklaşımı ile pay başı değeri hesaplamada piyasa değerlerine göre, XYZ GMYO A.Ş'nin İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem görmekte olan diğer gayrimenkul yatırım ortaklıkları şirketleri ile karşılaştırılması yapılmış ve Tablo 6.5'de gösterilmiştir.

Halka açık gayrimenkul yatırım ortaklıklarının 31 Ocak 2001 tarihi itibari ile İMKB'na bildirmiş oldukları Net Aktif Değer göz önünde bulundurulmuş daha sonra bu net aktif değer şirketlerin piyasa değerlerine oranlanmıştır.

Çalışmaya baz alınan şirketlerin 31 Ocak 2001 itibari ile İMKB'na bildirmiş oldukları değerler, 15 Şubat 2001 tarihindeki II. seans borsa kapanış fiyatları üzerinden toplam piyasa değerleri ve Piyasa Değeri / Net Aktif Değeri oranları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Piyasada işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıklarının net aktif değerleri piyasa değerleri ile karşılaştırıldığında İş GYO dışındaki şirketlerin piyasa değerlerinin net aktif değerlerinden daha düşük değerlerde işlem gördükleri sonucuna varılmaktadır. İş GYO net aktif değeri %01 hata ile piyasa değerine eşittir. Piyasa değerinin net aktif değere

göre iskontosuz EGS GYO'da %82'den Alarko GYO'da %39'a kadar değişmektedir. Nurol GYO %9 ile en düşük iskonto oranına sahip yatırım ortaklığıdır.

**Tablo 6.5: İMKB'de İşlem Gören GMYO'ların Piyasa Değeri/Net Aktif Değeri Oranları**

| ŞİRKET<br>(GMYO) | 15.02.2001<br>İl. Seans<br>Kapanış<br>Fiyatı | Sermaye<br>(TL milyar) | Piyasa<br>Değeri<br>(TL milyon) | Net Aktif<br>Değer<br>(TL milyon) | NAD'e<br>Prim<br>(isk) | Piyasa<br>D./ Net<br>Aktif D. |
|------------------|----------------------------------------------|------------------------|---------------------------------|-----------------------------------|------------------------|-------------------------------|
| Alarko           | 11.000                                       | 3.125                  | 34.375.000                      | 56.493.378                        | -0,39                  | 0,61                          |
| EGS              | 650                                          | 50.000                 | 32.500.000                      | 184.473.535                       | -0,82                  | 0,18                          |
| İhlas            | 660                                          | 5.883                  | 3.882.780                       | 14.202.098                        | -0,73                  | 0,27                          |
| İş               | 1.825                                        | 91.000                 | 166.075.000                     | 166.344.924                       | -0,002                 | 0,998                         |
| Nurol            | 1.625                                        | 10.000                 | 16.250.000                      | 17.941.521                        | -0,09                  | 0,91                          |
| Osmanlı          | 900                                          | 15.000                 | 13.500.000                      | 33.603.372                        | -0,60                  | 0,40                          |
| Vakıf            | 2.550                                        | 3.501                  | 8.927.550                       | 18.703.259                        | -0,52                  | 0,48                          |
| Y.Kredi          | 2.650                                        | 10.000                 | 26.500.000                      | 65.543.339                        | -0,60                  | 0,40                          |

İMKB'de işlem gören Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının ortalama piyasa değeri / net aktif değeri oranı (EGS GYO, İhlas GYO ve İş GYO ekstrem değerlere haiz oldukları için ortalamaya alınmamıştır.) %56 olarak bulunmaktadır. Bu oran %44'lük bir iskontoya tekabül etmektedir.

XYZ GMYO'nun 15 Şubat 2001 tarihi itibarı ile Net Aktif Değeri 16,072 trilyon TL'sidir. Bu net aktif değer rakamı piyasa değeri / net aktif değeri oranı ortalaması %56 ile çarpıldığında ( %44 iskonto uygulandığında ) XYZ GMYO için piyasa oranlarına göre halka arz sonrası toplam şirket değeri 9,00 trilyon TL olarak bulunmaktadır. Dokuz trilyon olarak hesaplanan piyasa değeri sonucu pay başı değer 1.500 TL olmaktadır.

#### 6.9.5 Farklı Yöntemlerle Elde Edilen Değerlerin Karşılaştırılması

XYZ GMYO A.Ş.'nin iskonto edilmiş nakit akımları yöntemi, net aktif değer yöntemi ve piyasa değeri yaklaşımı ile hesaplanan pay başı değerlerinin karşılaştırılması aşağıdaki Tablo 6.6'de yapılmıştır.

**Tablo 6.6:** Farklı Yöntemler ile Bulunan Pay Başı Değerlerinin Karşılaştırılması

| KULLANILAN YÖNTEM              | XYZ GMYO A.Ş.<br>PAY BAŞI DEĞERİ | HALKA ARZ<br>ISKONTO<br>ORANI | PAY BAŞI<br>SATIŞ<br>DEĞERİ |
|--------------------------------|----------------------------------|-------------------------------|-----------------------------|
| İskonto Edilmiş Nakit Akımları | 2.593 TL                         | %30                           | 1.815 TL                    |
| Net Aktif Değer                | 2.679 TL                         | %30                           | 1.875 TL                    |
| Piyasa Yaklaşımı               | 2.679 TL                         | %44                           | 1.500 TL                    |

Halka arz prosedüründe iki farklı iskonto kavramı bulunmaktadır. Söz konusu iskonto tutarları değerlendirme ve satış aşamalarında yatırım bankaları ile yapılan pazarlıklar çerçevesinde belirlenmektedir. Bunların birincisi portföy değerinin bulunmasında kullanılan nakit akımları iskontosu, diğeri ise hisselerin halka arzında kullanılan satış fiyatı iskontosudur [4].

İskonto edilmiş nakit akımları yönteminde, fizibilite etüdü finansal analizlerinde elde edilen gelir - gider farkının pay başı değerini doğrudan etkilediği görülmektedir. Bunun nedeni kullanılan değerlerin direk olarak yapılabirlik etüdü raporlarından alınmış olmasıdır.

Net aktif değer yönteminde, ekspertiz değeri yasal ekspertiz raporlarından alınmaktadır. Bakiye borç ise fizibilite etüdündeki tahmini proje maliyetlerinin iskonto edilmiş değeridir. Bu yöntemle hesaplanan pay başı değer ekspertiz değerinden ve fizibilite etüdündeki maliyet tahmininden etkilenmektedir.

Yukarıda halka arz iskonto oranı olarak kullanılan değer, piyasadaki aracı kurumların gayrimenkul yatırım ortaklıklarına halka arz öncesi uyguladıkları iskontodur. Bu nedenle şirketlerin ilk halka arzları sırasında hisse senedi satın alınması bireysel yatırımcı açısından daha avantajlı olmaktadır.

## 7. SONUÇ

Günümüzde gelişmiş finansal piyasalarda uzun süredir uygulama alanı bulan gayrimenkul yatırım ortaklıklarına ülkemizde 1996 yılı sonlarından itibaren artan bir talep gözlenmesinin arkasında gayrimenkul finansmanı dışında farklı sebepler yattığı görülmektedir. Taleplerin kaynağı incelendiğinde görülmektedir ki, özellikle finansal kesimin önde gelen temsilcisi bankalar, bilançolarının aktifinde taşıdıkları yüksek tutarlardaki gayrimenkulleri bilanço dışına alabilecek ancak aynı zamanda gelirinin bir bölümünü ve yönetimini kaybettirmeyecek bir gayrimenkul yatırım aracı olarak gayrimenkul yatırım ortaklığına rağbet etmektedir. Hemen görülebileceği üzere bu husus aslında yasa koyucunun gayrimenkul projelerinin finansmanında bir alternatif yaratma amacıyla uyuşmamaktadır.

Diğer taraftan mevcut vergisel düzenlemeler de gayrimenkullerin satışını destekler mahiyette olduğundan gayrimenkul yatırım ortaklığı kurucusu olan finansal kuruluşlar kendi aktiflerine kayıtlı bu gayrimenkulleri satıp-kiralamak (sale-lease back) yoluyla ilgili yıl bilançolarına gayrimenkul satış kanı yazmaktadır. Aynı zamanda ortağı oldukları gayrimenkul yatırım ortaklığından bu gayrimenkulleri kiralamak suretiyle kullanımına devam edebilmektedirler. Sonuç olarak gayrimenkulü alan, satan kiralayan aynı grup içinde kalmakta ve amaçlanan faydaya ulaşılamamaktadır.

Faaliyet konusunun belirliliği ilkesi hukuki olarak bir inşaat şirketinin mevcut faaliyetlerinden vazgeçmesi koşuluyla gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşmesine engel değildir. Bu durumda şirketin aktifindeki inşaat faaliyeti ile ilgili kalemleri boşaltması ve varsa yatırım teşvikleri ve buna benzer yatırım kolaylıklarından vazgeçmesi gerekir. Uygulamada faaliyetlerini devam ettiren bir inşaat şirketinin gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşmesi belirtilen nedenlerle oldukça güç olacak ve amacı inşaat faaliyetini finanse etmek olan şirket sahiplerince istenmeyecektir. Bu durumdaki inşaat şirketleri için, inşaat projelerini satabilecekleri ayrı bir gayrimenkul yatırım ortaklığı şirketi kurmak daha rasyonel bir çözüm olacaktır. Böylece inşaat şirketi olarak projelerini gayrimenkul yatırım ortaklığına satarak inşaatın finansman yükünden

kurtulmuş olacaklar, ikinci aşamada ortağı oldukları gayrimenkul yatırım ortaklığı hisse senetlerini halka satarak koydukları ortaklık payını geri alabileceklerdir. Sonuç olarak bu yolla inşaat şirketinin projesi gayrimenkul yatırım ortaklığı aracılığı ile dolaylı olarak halka satılmış olacaktır [10].

Altıncı bölümde hesaplanan pay başı değerlerini etkileyen unsurlar bu bölümde tartışılacaktır. İndirgenmiş nakit akım yöntemi ile hesaplanan pay başı değerinde:

- Geliştirme projesi DCF değerinde yapılabilecek %1 hata pay başı değerini % 0,34 oranında etkilemektedir.
- Kira geliri elde edilen gayrimenkul için hesaplanan DCF değerinde yapılabilecek %1 hata pay başı değerini % 0,66 oranında etkilemektedir.
- Toplam (geliştirme projesi ve kiralık gayrimenkul için) DCF değerinde yapılabilecek % 1 hata, portföy değerinin DCF değerlerinin toplamı olması nedeniyle doğal olarak pay başı değerini yapılan hata oranında yani %1(direk) olarak etkilemektedir.
- DCF değerinde yapılabilecek %1'lik bir hatanın pay başı değerini, söz konusu gayrimenkulün portföydeki oranı kadar etkilediği görülmektedir. Örnek uygulamada otel projesinin toplam portföy değerindeki oranı %34, kiralık gayrimenkulün toplam portföy değerindeki oranı ise %66 olduğundan, yapılabilecek hatanın dağılımı bu oranlarda pay başı değerine yansımaktadır.

Aynı şekilde, net aktif değer yönteminde de ekspertiz değeri ve bakiye borç kolonunda yer alan tahmini proje maliyetinde yapılması olası hatalar portföy değerini dolayısıyla da pay başı değerini söz konusu gayrimenkulün portföy değerindeki oranı kadar etkileyecektir.

Buradan çıkan sonuç pay başı değerinin, ekspertiz değeri ve bakiye borç değerinin bir fonksiyonu olduğudur. Bu nedenledir ki ekspertiz değerindeki güvenilirlik ve proje maliyetlerinin tahminindeki hassasiyet gayrimenkul yatırım ortaklıklarında hisse değerini belirlemektedir.

- Tebliğ 4 numaralı ekte örneği verilen standart portföy tablosunda yer alan satın alma tarihi ve alış maliyeti ilgili gayrimenkulün tapu senedinde yazılı değerleridir. Ekspertiz rapor tarihi ve ekspertiz değeri ise yasal ekspertiz şirketleri tarafından

belirlenen piyasa rayıç değerleridir. Bu değerler tapu senedinden ve yasal olarak kabul görmüş şirketlerin raporlarından alındıkları için bireysel yatırımcı açısından terettüt yaratmamaktadır. Ancak bakiye borç kolonunda yer alan proje maliyetinin (halka arzdan sonra proje için gerçekleşmesi öngörülen maliyetler) hesabına ilişkin tebliğde herhangi bir husus yer almamakta ve maliyetler ekspertiz raporlarında belirtilmemektedir. Bu durumda portföy tablosunun bu kolonuna gayrimenkul yatırım ortaklığı fizibilite raporlarının finansal analiz bölümlerinde hesaplanan proje maliyetinden gerçekleşen maliyetler düşüldükten sonra bulunan değer yazılmaktadır.

- Her ne kadar tebliğde bu husus belirtilmemiş olsa da, SPK tarafından halka açılma izni için başvuran gayrimenkul yatırım ortaklığı şirketinden proje maliyetine ilişkin hesaplamalar incelenmek üzere talep edilmektedir. Ancak kamuyu aydınlatma prensibinin daha etkin bir şekilde uygulanabilmesi için geliştirme projeleri fizibilitelerinin SPK tarafından standartlaştırılarak maliyete ilişkin bilgilerin izahnamede yer almasının gerekliliği bu çalışmanın bir sonucudur.
- SPK'nın kendi meslek alanını doğrudan ilgilendirmeyen konularda düzenleme yapmasının beklenmesi elbette doğru değildir. Ancak yatırım teşvik belgelerinin alınması işlemlerinde dahi talep edilen yapılabirlik etüdü raporlarının, bir risk sermayesi şirketi gibi halkı yatırım riskine ortak eden gayrimenkul yatırım ortaklıklarından da talep edilmesi gerekmektedir.
- İnşaat sektörü yüksek karın elde edilebildiği; buna karşın aynı oranda yüksek risklerin söz konusu olduğu bir alandır. İnşaat projeleri, fizibilite ve tasarımın yapıldığı soyut aşamadan uygulamanın tamamlandığı somut aşamaya kadar birçok belirsizlik ve riskleri barındırır. Projede hedeflenenler ile uygulama sırasında ortaya çıkanlar arasında çoğu zaman büyük sapmalar oluşur. Bu nedenle özellikle büyük projelerde belirgin olarak göze çarpan maliyet/süre aşımının incelenmesi ve değerlendirilmesi önem taşımaktadır.
- İnşaat sektöründe sözleşme çeşitlerine göre ortaya çıkan riskler fiyat tabanlı ve maliyet tabanlı olarak karşılaştırılabilir. Fiyat tabanlı sözleşmeler götürü ve birim fiyat sözleşmelerini içerir. Bu fiyatlar bütün maliyetleri, risk olasılıkları ve karı içerir.

Maliyet tabanlı sözleşmelerde hedef maliyet ve maliyet+kar gibi çeşitli yaklaşımları içerir. Risk davranışı ve sonuçları sözleşme tiplerinde farklı yollar izler.

Gerek birim fiyat usulü ihale ve sözleşmelerde, gerekse maliyet+kar usulu sözleşmelerde inşaatın toplam maliyeti işin başında tek bir değere bağlanarak sonuçlandırılmaz. Fiyat farkları ve projede yapılabilecek olası değişiklikler keşif artışına neden olur. Sadece götürü bedelli sözleşmelerde işin başında belirlenen toplam maliyet proje sonuna kadar geçerli olabilir. Bu tip sözleşmelerde de hazırlanan keşifin dışına çıkılması durumunda ek maliyetler gündeme gelebilir.

Yapım işleri ihalelerinde avan proje ve bunlara dayalı keşiflerle ihaleye çıkılma işlemine son verilerek, uygulama veya kesin projeler ve bunlara dayalı doğru, gerçeğe yakın keşiflerle ihaleye çıkılması projenin başarısı açısından önem taşımaktadır. Anahtar teslimi veya teklif fiyat esas alınarak ihale yapılması belirsizlikleri, dolayısıyla riskleri azaltacaktır.

Ülkemizde inşaat, mühendislik, teknik müşavirlik ve müteahhitlik hizmetleri alanları ile ilgili olarak 3194 sayılı İmar Kanunu, 2886 sayılı Devlet İhale Kanunu, 6235 sayılı Türk Mühendis ve Mimar Odaları Birliği Kanunu, 3458 sayılı Mühendislik ve Mimarlık Hakkındaki Kanun, 2863 sayılı Kültür ve Tabiat Varlıklarını Koruma Kanunu, 3030 sayılı Büyükşehir Belediyeleri Kanunu, 3981 sayılı İmar ve Gecekondu Kanunu, 1164 sayılı Arsa Ofisi Kanunu, 2960 sayılı Boğaziçi Koruma Kanunu, 5846 sayılı Fikir ve Sanat Eserlerini Koruma Kanunu, 7269 sayılı Umumi Hayata Müessir Afetler Dolayısıyla Alınacak Tedbirlerle, Yapılacak Yardımlara Dair Kanun başta olmak üzere diğer bazı kanun, kanun hükmünde karamameler, yönetmelikler, tüzükler ve yönergeler uygulamaya yön vermektedir. Projelerin hayata geçirilmesinde yukarıdaki kanunlara uygunluk önem taşımakta, gerekli izinlerin alınmasında zorluklarla karşılaşmaktadır.

- Gayrimenkul sertifikalarında, konu olan projenin gerçekleştirilememesi veya tamamlanmasının gecikmesi halinde SPK'ya bilgi verilmekte ve ek sürenin de aşılması durumunda cezai hükümler uygulanmaktadır. Gayrimenkul sertifikalarının getirdiği edimler ve cezai şartlar bir banka tarafından garanti edilmektedir. Sonuç olarak gayrimenkul sertifikaları süresi sonunda bir edimi gerektirir ancak gayrimenkul yatırım ortaklığı hisse senedi ise bir şirkete ortaklığı ifade eder ve dolayısıyla da bir süre ile sınırlı değildir. Ancak gayrimenkul yatırım ortaklıkları

portföylerinin de yurtdışı uygulamalarında olduğu gibi sigorta ettirilmesi bu ortaklık türünün gelişmesi açısından önem taşımaktadır.

- Geliştirme projeleri yapılabilirlik (fizibilite) etüdünün hazırlanması, projecilikte yaşamsal bir öneme sahiptir. İyi hazırlanmamış ve sağlıklı verilere dayanmayan bir proje, proje planlaması, yatırım kararının alınması aşamasında, en gelişkin yöntemler ile analiz edilse bile sonuç anlamlı olmayacaktır.

Yapılabilirlik etüdünün başarılı bir biçimde hazırlanması, yalnızca analiz aşamasında önemli olmakla kalmayıp aynı zamanda projenin uygulama aşamasında da kilit bir rol oynamaktadır. Proje uygulamasını yönlendirecek olan ana çizgiler proje yapılabilirlik etüdü hazırlama aşamasında belirginleşir. Bu çerçevede, proje hazırlama sürecine özel bir önem verilmeli ve sonradan giderilmesi mümkün olmayacak veya son derece pahalıya mal olacak hataları ortadan kaldıracak şekilde bir hazırlık yapılmalıdır.

Özellikle gelişmekte olan ülkeler bu aşamaya yeterince kaynak ve zaman ayırmamakta, bunun ortaya çıkardığı sıkıntıları ise uygulama sürecinde yaşamaktadırlar. Ülkemizde faaliyetleri kapsamında toplu konut yatırımları gerçekleştiren Emlak Bankası'nın başarısız olduğu projelerin altında yatan en büyük neden, yanlış yer seçimi ve hatalı pazar analizleridir. Bu da projenin başlangıcında hassasiyetle ele alınmayan yapılabilirlik etüdülerindeki eksikliklerden kaynaklanmaktadır.

Yapılabilirlik etüdü raporlarının esasları ile ilgili Devlet Planlama Teşkilatı ve Devlet İstatistik Enstitüsü, SPK'ya gerekli desteği sağlamalı ve böylece başarı ile sonuçlandırılacak yatırımlar teşvik edilmelidir.

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarında üzerinde önemle durulması gereken bir diğer konu gayrimenkullerin değerlendirme işlemleridir. Gelişmiş ülkelerin sermaye piyasalarında çok yaygın olarak kullanılan gayrimenkule dayalı mali araçların kaynağını teşkil eden gayrimenkullerin değerlendirme işlemlerinde, gayrimenkul ekspertiz şirketlerinden yararlanılmaktadır.

- Gayrimenkul değerlemesine ilişkin hukuki esaslar bu tezin konusu olmamakla birlikte, şu iki örnek bu konudaki birbirinden çok farklı (çelişik) iki uygulamanın

varlığını göstermektedir. Gayrimenkullerin sermaye piyasaları aracılığı ile finansmanında kullanılabilecek araçlardan ipotekli borç senedi veya irat senedinin ihracında, Medeni Kanun, senetlerin dayalı olduğu gayrimenkullerin değerinin tespitinin tapu idaresi tarafından yapılmasını zorunlu tutarken, Sermaye Piyasası Mevzuatı'nda, bir sermaye piyasası kurumu olan gayrimenkul yatırım ortaklıklarının gerçekleştirdikleri, gayrimenkul alım-satım, kiraya verme gibi işlemlerinde özel hukuk tüzel kişisi olan ve Sermaye Piyasası Kurulu'na listeye alınan gayrimenkul ekspertiz şirketlerinin değerlendirme yapması esası getirilmiştir.

- Ülkemizde gayrimenkul değerlendirme mesleğinin, kural ve etikleri ile, uygulama standartlarını belirleyerek mesleğe giriş ve çıkışı kontrol eden bir meslek kuruluşu bulunmamaktadır. Bunun yanı sıra, değerlendirme kuralları, değerlendirme sırasında dikkat edilecek hususlara ilişkin olarak herhangi bir kanun, yönetmelik veya benzeri bir yasal düzenleme de mevcut değildir.

Buna karşın sermaye piyasalarında, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, aracı kurumlar ve halka açık borsa şirketlerinin gayrimenkul işlemleri için ekspertiz raporu mecburiyeti aranmakta, ancak bu konuda yeterli yasal düzenlemelerin olmaması, gayrimenkul değerlemesi alanında bir meslek organizasyonu veya düzenleyici kurum olmaması gibi nedenlerden dolayı, gayrimenkul değerlendirme işi arzu edilen kalitede tatbik edilememektedir. Bu çerçevede, sermaye piyasasının özel bir alan olması ve ayrı bir uzmanlık gerektirmesi, gayrimenkul değerlendirme yapacak şirketlerin sahip olmaları gereken asgari şartları belirleyen bir düzenleme yapılması, bu şirketlerin sayılarının artırılması ve gelişiminin sağlanması ihtiyacını doğurmuştur.

- Bu aşamada; her ne kadar Sermaye Piyasası Kurulu'nun görevi gayrimenkul ve emlak piyasası gibi kendi meslek alanını doğrudan ilgilendirmeyen bir konuda geniş kapsamlı, mesleki bir düzenleme yapmak değilse de, böyle bir mesleğin ve meslek kuruluşuna ilişkin Türkiye'de oluşturulabilmesi, özellikle de sermaye piyasası alanında faaliyet gösteren kurumların gayrimenkul ile ilgili işlemlerinin daha sağlıklı ve güvenilir bir şekilde yapılabilmesi ve kamuyu aydınlatma prensibinin daha etkin bir şekilde uygulanabilmesi için sermaye piyasası alanı ile sınırlı bile olsa, gayrimenkul değerlendirme mesleği ile ilgili bir merkezin ya da kurumun kurulması için öncülük etmesi, Sermaye Piyasası için zorunluluk olarak gündeme gelmiştir.

- Türkiye’de sermaye piyasalarında gayrimenkul değerlemesi mesleğine ilişkin düzenlemeler yapacak, mesleğin etiklerini belirleyecek, mesleğe giriş ve meslekte kalış şartlarını belirleyip uygulayacak, kural ve meslek etiklerine aykırı davranışta bulunan üyelere uygulanacak yaptırımları belirleyip uygulayacak, raporlamanın usul ve yöntemlerini belli bir standarda bağlayacak, eksperlerin eğitimlerine ilişkin düzenlemeler yapacak bir kurumun kurulması gerekmektedir.

Belirlenen amaçlara hizmet edebilecek bir kurumun, halen kuruluş çalışmaları devam eden “Sermaye Piyasası Eğitim, Araştırma-Geliştirme ve Lisanslama A.Ş.” altında örgütlenerek faaliyet göstermesi planlanmaktadır. Bu sayede gayrimenkul ekspertiz mesleğinin sermaye piyasaları faaliyetleri ile sınırlı olan kısmının düzenlenmesi ve denetlenmesi mümkün olabilecektir.

- Sermaye Piyasası Kurulu, sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde ekspertiz hizmeti verecek şirketlere ve bu şirketlerin kurulca listeye alınmalarına ilişkin esaslar tebliği tasarısı hazırlamıştır (Nisan 2001). Bu tebliğde eksper, gayrimenkul ekspertiz şirketleri tarafından istihdam edilen ve Sermaye Piyasası Eğitim, Araştırma-Geliştirme ve Lisanslama A.Ş. tarafından verilen Gayrimenkul Değerleme Eksperti Lisans Belgesi’ne sahip kişilerle, ulusal veya uluslararası kabul görmüş ve Kurul’ca uygun görülen kuruluşlardan gayrimenkul değerlemesi konusunda lisans veya sertifika almış kişiler olarak tanımlanmaktadır. Sermaye tabanlı bu şirketlerin, tasarıda verilen formatda hazırlayacakları raporların portföy değeri ile ilgili sorunları çözmediği görülmektedir.
- Avrupa (TEGOVA), Amerikan (USPAP) ve uluslararası (IVSC) standartlar birlikte incelendiğinde, Avrupa ve uluslararası standartların Amerikan standardının türevleri olduğu görülmektedir. İngiliz standardı (RICS) ise Avrupa standartları esas olmak üzere ülke özelliklerine göre hazırlanmış diğer yerel standartları içermektedir. Türkiye’de değerlendirme işlerinin geliştirilmesi ve sunulmasında uyulması gereken kriterler USPAP (Uniform Standard of Professional Appraisal Practice) esas alınarak belirlenmeli ancak hukuki yapıdan kültürel özelliklere kadar tüm yerel özellikleri içerecek şekilde desteklenmelidir.

Standartlar ve lisanslama ile ilgili olarak “Değerleme Uzmanları Derneği”nin çalışmaları da devam etmektedir. Dernek tarafından Amerikan standartları Türkçe’ye çevrilmiş olup

Ülke koşulları ile ilgili entegrasyon çalışmaları yapılmaktadır. Kurulması planlanan lisanslama şirketinin öncelikle akreditasyon belgesi alması ve daha sonra TEGOVA'ya sertifikasyon için başvuru yapması gerekmektedir. Böylece Türkiye'deki değerlendirme raporları ile yabancı değerlendirme raporları aynı standart ve kaliteye erişebilecektir. Türkiye'de kurulacak lisanslama şirketinin Avrupa Değerleme Birliği tarafından kabul gören uzmanlar yetiştirebilmesi TEGOVA'nın onayı ile mümkün olabilecektir. Lisanslama şirketinin TEGOVA onaylı sertifikasyon başvurusunda hazırlaması gereken belge ve dökümanlar aşağıda sıralanmıştır:

- Kalite yönetim el kitabı,
- Sertifikasyon broşürü,
- Sertifikalandırılan ekspertlerin listesi (en az 30 kişi),
- İki aşamalı sınavın gerçekleştirildiğinin belgelendirilmesi,
- Akreditasyon sertifikasının bir örneği,
- Lisanslama şirketinin en son tarihli bağımsız denetim (audit) raporu,
- Lisanslama şirketi ortaklarının listesi,
- Tüm dökümanların Türkçe ve İngilizce olarak düzenlendiğinin belgelendirilmesi.

Bu çalışmalar gayrimenkul değerlemesi ile ilgili sorunları ve tartışmaları ortadan kaldıracak, pay başı değerinin de sertifikalı uzmanların hazırladıkları değerlerle daha hassas hesaplanmasını sağlayacaktır.

- Yatırım kararı verilmesinde kullanılan net bugünkü değer, seçilen indirgeme oranına bağlı olarak değişir. İndirgeme oranı büyüdükçe yatırımın net bugünkü değeri azalmaktadır. İndirgeme oranının iyi belirlenmesi, yatırım kararının tutarlı olmasını ve ticari açıdan zarar edilmemesini sağlar. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları portföy varlıklarının DCF değerlerinin hesaplanmasında seçilen iskonto oranı portföy tablosunda yer alması gereken değerlerden biri olmalıdır.

NBD yöntemi de verimli yatırım kararları almak için yeterli değildir. NBD yönteminin gerçeği yansıtmayan varsayımlardan dolayı ortaya çıkan eksiklerinin giderilmesi

halinde, NBD daha verimli bir yatırım kararı yöntemi haline getirilebilir. Bu yöntemi geliştirme aşamasında, nakit akışlarını niteliklerine göre sınıflandırmak, her bir nakit akışı sınıfı için bir risk oranı belirlemek, nakit akışlarını ve niteliklerini güvence altına almak (hedging) en önemli adımlardır.

Ancak bir hususu da belirtmek gerekir ki, hisse senedinin fiyatı portföye olduğu kadar piyasaların genel durumuna ve ekonomik konjonktüre de paralellik arz eder. Ayrıca şirketin geleceğine ilişkin beklentiler de hisse senedinin borsada oluşan fiyatının net aktif değerinden farklılaşmasına yol açabilir.

- Pay başı hesabında portföy tablosu yerine standartlaştırılmış mali tabloların kullanılması yukarıdaki belirsizlikleri ortadan kaldıracaktır. Türkiye’de muhasebe sistemi gereği kayıtlar tarihi maliyetler üzerinden yapılırken portföy tablolarında rayiç değerler açıklanmaktadır. Bu durumda mali tablolara bakmaya alışkın yatırımcılar için anlaşılabilir bir durum ortaya çıkmaktadır. Dünyadaki gayrimenkul yatırım ortaklıklarında pay başı değeri mali tablolardan edinilen bilgilerle hesaplanmakta ve bu yöntemle yapılan değerlendirme tartışmaları ortadan kaldırmaktadır.

GYO’lar önümüzdeki dönemde Türkiye’nin gayrimenkul piyasasında yaşanan sorunlara kısmen de olsa çözümler üretebilecek bir potansiyele sahiptir. Atıl hazine ve devlet arazilerini değerlendirerek ekonomiye kazandırabilecek, ortak girişimler yoluyla büyük projeler gerçekleştirebilecek, finans kuruluşları ile uzun vadeli finansman kaynakları (mortgage) yaratabilecek yetkiye ve güce sahip olabilecektir. Bunun için anılan sorunların hızla çözümüne yönelik çalışmalar yapılması gerekmektedir.

## KAYNAKLAR

- [1] **Alp, A. ve Yılmaz, M.U.**, 2000. Gayrimenkul Finansmanı ve Değerlemesi, İMKB Yayınları, İstanbul
- [2] **D.P.T.**, 2000. VIII. Beş Yıllık Kalkınma Planı İnşaat Mühendislik, Teknik Müşavirlik ve Müteahhitlik Hizmetleri Özel İhtisas Komisyonu Raporu, Ankara.
- [3] **Akçay, B.**, 1999. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, İşletme ve Finans Yayınları, Ankara
- [4] **Tuncel, K.**, 2000. Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Girişimcilere ve Uygulamacılara Yönelik Eğitim Programı, GYODER, İstanbul
- [5] **Ergen, E.**, 2001. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, *Yüksek Lisans Tezi*, İ.T.Ü. Fen Bilimleri Enstitüsü, İstanbul.
- [6] **Kargül, D.**, 1996. Yatırımlarda Proje Analizi, İstanbul Üniversitesi Matbaası, İstanbul.
- [7] **Şahin, H.**, 2000. Yatırım Projeleri Analizi, Uludağ Üniversitesi Matbaası, Bursa.
- [8] **Seçkin, N.**, 1998. Gayrimenkul Yatırım Kararlarında Fizibilite Analizi, *Yüksek Lisans Tezi*, İ.T.Ü. Fen Bilimleri Enstitüsü, İstanbul.
- [9] **Güngör, E.**, 1999. Gayrimenkul Değerlemesi ve Türkiye’de Sermaye Piyasalarında Gayrimenkul Ekspertiz Şirketlerine Yönelik Düzenlemeler Yapılmasına İlişkin Öneriler, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara.
- [10] **Tuncel, K.**, 1997. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Türkiye Uygulaması, Sermaye Piyasası Kurulu Yayını, No:105, Ankara
- [11] **Gökçe, G.**, 1998. Gayrimenkul Yatırım Fonları, Gayrimenkul Yatırım Fonları Ortaklıkları, Gayrimenkul Sertifikaları ve Hazine Taşınmaz

Mallarının Bu Yollarla Değerlendirilmesi, Maliye Bakanlığı Milli Emlak Genel Müdürlüğü, Ankara

- [12] **Seri VI No:11, R. Gazete No.23517, R.G.Tarihi 8.11.1998, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, Sermaye Piyasası**
- [13] **www.spk.gov.tr, Sermaye Piyasası Kurulu**
- [14] **Ayanoğlu, K., Düzyol C., İter, N. ve Yılmaz, C., 1996. Yatırım Projelerinin Planlaması ve Analizi, İktisadi Sektörler ve Koordinasyon Genel Müdürlüğü D.P.T. Yayınları, Ankara.**
- [15] **Aktaşlı, B., 1985. Toplu Konut Projelerine Yönelik Fizibilite Çalışmaları İçin Sistemli Bir Yaklaşım Önerisi, Yüksek Lisans Tezi, İ.T.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.**
- [16] **Soydan, Ş., 1993. Yatırım Fizibilite Üzerinde Hedef Programlamasının Uygulanması, Yüksek Lisans Tezi, İ.T.Ü. Fen Bilimleri Enstitüsü, İstanbul.**
- [17] **Eski, O., 1993. Avan (Ön) Proje Evresinde Bina Maliyetinin İnşaat İmalatlarına Dayalı Olarak Hesaplanmasına Yönelik Bir Model, Yüksek Lisans Tezi, İ.T.Ü. Fen Bilimleri Enstitüsü, İstanbul.**
- [18] **Karslı, D., 1998. İnşaat Süresini Etkileyen Faktörler ve İnşaat Süresi Tahmin Modelleri, Yüksek Lisans Tezi, İ.T.Ü. Fen Bilimleri Enstitüsü, İstanbul.**
- [19] **Düzyol, M. C., 1997. Türkiye'de Bina İnşaatı Sektörü ve 1990-2010 Dönemi Bölgesel İhtiyaç Tahmini, D.P.T. Yayınları, Ankara.**
- [20] **Gül, M., 1998. Sümer Holding Örneğinde Özelleştirme İçin Gayrimenkul Değerlemeleri, Yüksek Lisans Tezi, İ.T.Ü. Fen Bilimleri Enstitüsü, İstanbul.**
- [21] **www.tegova.org, The European Group of Valuers' Associations**
- [22] **www.ivsc.org, International Valuation Standards Committee**
- [23] **Teker, S., 2001 Firma Değeri Hesaplama Yöntemleri, İ.T.Ü. Vakfı Eğitim Semineri Notları, İstanbul.**
- [24] **Teker, S., 1999. Proje Yönetimi Ulusal Kongresi Bildiriler Kitabı, İstanbul.**

- [25] **Özden, Ü.**, 1996. Investment Analysis Practises In Turkey, USA and UK, Capital Market Board, Ankara.
- [26] **Richard T. Garrigan, John F.C. Parsons.**, 1997. Real Estate Investment Trusts: Structure, Analysis and Strategy, USA.



## **EKLER**

### **EK A : GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARINA İLİŞKİN ESASLAR TEBLİĞİ**

**EK A**

## **GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARINA İLİŞKİN ESASLAR TEBLİĞİ**

**Yürürlükten Kaldırılan Tebliğler :**

(22.7.1995 tarih ve 22351 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri: VI, No: 7 Sayılı Tebliğ ile buna ek Tebliğ Seri :VI, No:8 sayılı Tebliğ; Seri :VI, No:11 sayılı aşağıda metni yer alan aynı adlı yeni Tebliğ ile yürürlükten kaldırılmıştır.)

1-( 8. 11.1998 tarih ve 23517 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.)

2- (21.10.1999 tarih ve 23853 sayılı Resmi Gazete'de "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ" Seri:VI, No:12 yayımlanmıştır.)

3- (08.06.2000 tarih ve 24073 sayılı Resmi Gazete'de "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ" Seri:VI, No:13 yayımlanmıştır.)

**Seri : VI**

**No : 11**

### **BİRİNCİ BÖLÜM**

#### **Amaç, Kısaltmalar, Dayanak ve Tanımlar**

##### **Amaç**

**Madde 1 -** Bu Tebliğ'in amacı, gayrimenkul yatırım ortaklıklarının kurucularına ve kuruluş usullerine, hisse senetlerinin Kurul kaydına alınması ve halka arzına, yönetimine ve yöneticilerinde aranacak niteliklere, faaliyet konuları ve portföy sınırlamaları ile kamuyu aydınlatma kapsamında periyodik olarak açıklayacakları bilgilere ilişkin esasları düzenlemektir.

## Kısaltmalar

Madde 2 - Bu Tebliğ'de geçen ;

|          |                                                 |
|----------|-------------------------------------------------|
| Ortaklık | :Gayrimenkul Yatırım Ortaklığını                |
| Kurul    | :Sermaye Piyasası Kurulu'nu,                    |
| Bakanlık | :Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'nı,                |
| Kanun    | :2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nu,        |
| TTK      | :Türk Ticaret Kanunu'nu,                        |
| TTSG     | :Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi'ni ifade eder. |

## Dayanak

Madde 3 - Bu Tebliğ, Kanun'un 32, 35 ve 36 ncı maddelerine dayanılarak hazırlanmıştır.

## Tanımlar

**Madde 4-** Bu Tebliğ'de geçen bazı kavramlar aşağıda tanımlanmıştır.

a) Gayrimenkul yatırım ortaklığı: Bu Tebliğ ile belirlenmiş usul ve esaslardahilinde, gayrimenkullere, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına, gayrimenkul projelerine, gayrimenkule dayalı haklara ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilen, belirli projeleri gerçekleştirmek üzere adi ortaklık kurabilen ve bu Tebliğ'de izin verilen diğer faaliyetlerde bulunabilen sermaye piyasası kurumlarıdır.

b) Lider girişimci: Ortaklıkta tek başına veya biraraya gelmek suretiyle sermayenin asgari %25 i oranında pay sahibi olan ve bu Tebliğ'in 7 ve 8 inci maddelerinde yazılı şartları taşıyan ortak ya da ortaklardır. Ortaklık hisse senetlerinin halka arz edilmesi sonrasındaki pay edinimleri bu kapsamda değerlendirilmez. Ortaklığın ticaret unvanında doğrudan ismi veya unvanı kullanılan veya doğrudan olmasa da ortaklığın ticaret unvanında kendisi ile bağlantılı olduğu izlenimini uyandıran bir ibareye yer verilen gerçek veya tüzel kişilerin bu Tebliğ kapsamında lider girişimci olması zorunludur.

c) Müteahhit: Ortaklık ile yaptığı bir sözleşme çerçevesinde, ortaklığın portföyünde yer alan gayrimenkul projelerinin inşaat işlerini gerçekleştirmeyi taahhüt eden gerçek yada tüzel kişilerdir.

d) İşletmecî şirket: Ortaklık ile yaptığı bir sözleşme çerçevesinde ortaklığın mülkiyetinde bulunan veya kiralamış olduğu otel, hastane, alışveriş merkezi, iş merkezi, ticari parklar, ticari depolar, konut siteleri, süper marketler ve bunlara benzer nitelikteki gayrimenkulleri ticari maksatla işleten şirketlerdir.

e) Danışman şirket: Ortaklık ile yaptığı bir sözleşme çerçevesinde ortaklığa proje geliştirme ve kontrol hizmetleri de dahil olmak üzere ortaklık portföyünün geliştirilmesi ve alternatif yatırım imkanlarının araştırılmasına yönelik hizmetleri sunabilen şirketlerdir.

f) Ekspertiz şirketi: Ortaklıkla yaptığı bir sözleşme çerçevesinde, ortaklık portföyünde yer alan gayrimenkullerin, gayrimenkul projelerinin ve gayrimenkule dayalı hakların rayiç değerlerini ve kira rayiçlerini tespit etmek konusunda hizmet veren şirketlerdir.

g) Bağımsızlık: Taraflar arasında son 2 yıl içerisinde istihdam, sermaye veya ticari anlamda doğrudan veya dolaylı bir ilişki kurulmamış olması ve eş dahil üçüncü dereceye kadar kan veya sıhrî hısımlık bulunmaması halidir.

h) Öz sermaye: 29/1/1989 tarihli ve 20064 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Seri: XI, No: 1 sayılı “Sermaye Piyasasında Mali Tablo ve Raporlara İlişkin İlke ve Kurallar Hakkında Tebliğ”in 3 numaralı ekinde tanımlanmış olan öz sermaye tutarıdır.

ı) Portföy değeri: Ortaklığın aktifinde yatırım amacıyla bulundurulmuş gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri, haklar, sermaye piyasası araçları ve ters repo işlemlerinin rayiç değerleri toplamıdır.

i) Net aktif değeri : Ortaklık portföy değerine hazır değerler, alacaklar ve diğer aktiflerin eklenerek toplam borçların düşülmesi suretiyle bulunan tutardır.

## **İKİNCİ BÖLÜM**

### **Kuruluş ve Dönüşüme İlişkin Esaslar**

#### **Ortaklık Türleri**

#### **Madde 5- Ortaklıklar;**

a) Belirli bir projeyi gerçekleştirmek amacıyla süreli,

b) Belirli alanlarda yatırım yapmak amacıyla süreli veya süresiz,

c) Amaçlarında bir sınırlama olmaksızın süreli veya süresiz, olarak kurulabilirler.

#### **Kuruluş Şartları**

**Madde 6-** Ortaklıklar, ani usulde kurulabilirler. Ayrıca mevcut ortaklıklar esas sözleşmelerini Kanun ve bu Tebliğ hükümlerine uygun olarak değiştirerek, gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşebilirler. Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının kuruluşunun ya da faaliyet konusu farklı olan şirketlerin gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşümlerinin Kurul'ca uygun görülebilmesi için;

A- Ani usulde kurulacak ise,

- a) Kayıtlı sermayeli olarak anonim ortaklık şeklinde kurulması,
- b) Ortaklığın, çıkarılmış sermayesinin asgari %49 u oranındaki hisse senetlerini, bu Tebliğ'de belirlenen süre ve esaslar dahilinde halka arz etmek üzere kurulmuş olması,
- c) Başlangıç sermayesinin 1 trilyon TL'den az olmaması,
- d) (Değişik : Seri: VI, No: 13 sayılı Tebliğ ile) Başlangıç sermayesini temsil eden hisse senetlerinin en az %25'inin nakit karşılığı çıkarılmış olması,
- e) Ticaret unvanında "Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı" ibaresini taşıması,
- f) Kanun'un 30 uncu maddesinin birinci fıkrasının (f) bendinde belirtilen portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunmak için Kurul'a başvurmuş olması,
- g) Kurucu ortaklardan en az birisinin lider girişimci olması,
- h) Kurucu gerçek kişiler ile kurucu tüzel kişilerin yönetim kurulu üyelerinin bu Tebliğ'in 7 nci maddesinde belirtilen şartları haiz olması,
- ı) Esas sözleşmesinin Kanun ve bu Tebliğ hükümlerine uygun olması,
- j) Kurul'un uygun görüşünün alınması,

**B- Dönüşecek ise,**

- a) Kayıtlı sermaye sistemi içinde yer alması veya bu amaçla Kurul'a başvurmuş olması,

b) Ortaklığın, çıkarılmış sermayesinin asgari %49 u oranındaki hisse senetlerini, bu Tebliğ'de belirtilen süre ve esaslar dahilinde halka arz edeceğini Kurul'a karşı taahhüt etmiş olması,

c) Mevcut ödenmiş veya çıkarılmış sermayesinin 1 trilyon TL'den az olmaması,

d) (Ek bent: Seri: VI, No: 13 sayılı Tebliğ ile) (c) bendinde belirtilen sermayesinin enaz %25'inin nakit karşılığı çıkarılmış olması,

e) Ticaret unvanını "Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı" ibaresini içerecek şekilde değiştirmek üzere Kurul'a başvurmuş olması. (\*)

f) Kanun'un 30 uncu maddesinin birinci fıkrasının (f) bendinde belirtilen portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunmak için Kurul'a başvurmuş olması,

g) Mevcut ortaklardan en az birisinin lider girişimci olması,

h) Ortaklıkta %10 veya üzerinde paya sahip gerçek kişi ortaklar ile tüzel kişi ortakların yönetim kurulu üyelerinin bu Tebliğ'in 7 nci maddesinde sayılan şartları haiz olması,

i) Esas sözleşmesini Kanun ve bu Tebliğ hükümlerine uygun şekilde değiştirmek üzere başvurmuş olması,

j) Kurul'un uygun görüşünün alınması,zorunludur.

Ani usulde kuruluş için gerekli olan asgari başlangıç sermayesi veya dönüşümün uygun görülebilmesi için gereken asgari ödenmiş veya çıkarılmış sermaye tutarı, Maliye Bakanlığınca ilan edilen yeniden değerlendirme oranının %80'inin altında olmamak şartı ile her yıl Kurul'ca yeniden belirlenerek ilan edilir.

#### **Kurucuların Nitelikleri**

##### **Madde 7- Kurucuların;**

a) Müflis olmamaları ve zimmet, ihtilas, irtikap, rüşvet, emniyeti suistimal, sahtecilik, hırsızlık, dolandırıcılık, istihsal kaçakçılığı hariç kaçakçılık gibi yüzkızartıcı suçlardan dolayı veya Kanun'a muhalefetten dolayı hüküm giymemiş olduklarını yetkili adli mercilerden belgelendirmeleri,

b) Sermaye piyasası faaliyetlerine ilişkin Kurul düzenlemeleri çerçevesinde faaliyet izinlerinden biri veya birkaçı, sürekli veya geçici olarak kaldırılmış veya Borsa üyeliğinden geçici veya sürekli olarak çıkarılmış kuruluşlarda bu müeyyideyi gerektiren olayda sorumluluğu tespit edilmiş kişilerden olmamaları,

c) Yabancı uyruklu olmaları halinde, yabancıların gayrimenkul iktisabına ilişkin ilgili mevzuat hükümleri saklı kalmak kaydıyla, 6224 sayılı Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu uyarınca gerekli izinleri almış olmaları, zorunludur.

Kurul, haklarında kesinleşmiş bir mahkumiyet kararı olmamakla birlikte, kuruculardan birisi veya birkaçı aleyhinde bu maddede sayılan fiillerden dolayı suç duyurusunda bulunulmuş olması halinde, ortaklığın kuruluş veya dönüşüm talebini yargılama sonuçlanıncaya kadar erteleyebilir.

#### **Lider girişimciye ilişkin özel şartlar**

**Madde 8-** Bu Tebliğ'in 4 üncü maddesinin (b) bendinde tanımlandığı şekilde ortaklıkta lider girişimci olabilecek;

#### **A- Gerçek kişilerin;**

a) Yıllık brüt gelirlerinin asgari 100 milyar TL olması ve bu gelirlerinin istikrar arzeder nitelikte olması,

b) Toplam menkul ve gayrimenkul varlıklarının vergiye esas değerinin en az 1 trilyon TL olması,

c) Ortaklığın faaliyet konusuna giren alanlarda yeterli bilgi ve tecrübeye sahip olması,

#### **B- Tüzel kişilerin;**

a) En az 5 yıllık faaliyet geçmişinin olması,

b) Ortaklık başvurusunda bulunulan döneme ilişkin mali tablolarının bağımsız denetimden geçirilmiş olması,

c) Son üç faaliyet döneminde kâr elde etmiş olması,

d) En son mali tabloları itibariyle aktif toplamının 3 trilyon TL'den, net dönem kârının ise 300 milyar TL'den az olmaması,

e) Ortaklığın faaliyet konusuna giren alanlarda yeterli bilgiye sahip olması, zorunludur. Ancak kamu kurum ve tüzel kişileri ile kamu yararına faaliyet gösteren tüzel kişilerde lider girişimciye ilişkin mali yeterlilik şartları aranmayabilir.

Bu maddenin (A) ve (B) bentlerinde yer alan asgari tutarlar, Maliye Bakanlığı'nca ilan edilen yeniden değerlendirme oranının %80'inin altında olmamak şartıyla her yıl Kurul'ca yeniden belirlenerek ilan edilir.

#### **Kuruluş veya Dönüşüm İşlemleri**

**Madde 9-** Ani usulde kurulacak veya dönüşecek olan ortaklıkların, bu Tebliğ'in 1 numaralı ekinde gösterilen belgelerle birlikte Kurul'a başvurmaları zorunludur.

Kurul; başvuruyu, Kanun ve bu Tebliğ hükümlerine uygunluk yönünden inceler ve herhangi bir aykırılık husus bulunmaması halinde kuruluş veya dönüşüm talebine ilişkin uygun görüş verir.

Kurul'ca başvurunun uygun görülmesi halinde, ani usulde kuruluşta kuruluşun, dönüşümde ise esas sözleşme değişikliklerinin onaylanması talebi ve sermayenin bu Tebliğ hükümlerine uygun olarak ödenmiş olduğunu gösterir belgeler ve gerekli diğer belgelerle birlikte Bakanlığa başvurulur.

Ani usulde kurulan ortaklıklar, Bakanlığın kuruluş iznini vermesinin ardından, TTK'nın ilgili hükümlerine uygun olarak şirketin ticaret siciline tescili ile tüzel kişilik kazanırlar.

Dönüşecek ortaklıklar ise, Bakanlığın onay vermesinin ardından, esas sözleşme değişikliklerinin genel kurul tarafından onaylanması amacıyla ortaklık genel kurulunu ve gerekiyorsa, TTK'nın 389 uncu maddesi hükmü uyarınca imtiyazlı pay sahipleri genel kurulunu toplantıya çağırırlar. Değişikliklerin onaylanması ve ticaret siciline tescili ile birlikte dönüşüm işlemleri tamamlanmış olur.

#### **Aynı Sermaye**

**Madde 9/A- (Ek: Seri : VI, No: 13 sayılı Tebliğ ile)** Ortaklıklar, kuruluşlarında ve sermaye artırımlarında, TTK hükümleri çerçevesinde aynı sermaye koyabilirler. Ancak, gerek kuruluşta gerekse sermaye artırımı sonrasında, çıkarılmış sermayenin nakden ödenen kısmının 6 ncı maddenin birinci fıkrasının (A) bendinin (d) alt bendi ve (B) bendinin (d) alt bendinde belirtilen oranın altına düşmemesi zorunludur. Aynı sermaye artırımı kararı sadece genel kurulda alınabilir. Ortaklıkların esas sözleşmelerinde bu

hususla yer verilmesi zorunludur. Aynı sermaye artırımını sırasında Kurul'un Seri: I, No: 26 Tebliği'nin esas sermaye sistemine tabi ortaklıklar için öngörülen hükümleri uygulanır.

Kuruluştaki aynı sermaye konması durumunda, kurucular mahkemeye başvurarak şirkete konacak aynı sermayenin değerini tespit edilmesi için bilirkişi atanmasını talep ederler. Bilirkişi raporu yanında ekspertiz raporu da dikkate alınarak bu madde hükümleri çerçevesinde belirlenecek sermaye rakamını içeren ve kurucularca imzalı esas sözleşme ile Kurul'a başvurulur.

Aynı sermaye artırımını yapılması durumunda Kurul'a yapılacak esas sözleşme ön izin başvurusu öncesinde bilirkişi ve ekspertiz raporlarının hazırlanmış olması gerekir.

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarına aynı sermaye olarak ancak üzerinde ipotek bulunmayan veya gayrimenkulün değerini doğrudan ve önemli ölçüde etkileyecek nitelikte herhangi bir takyidat şerhi olmayan bina, arsa, arazi ve buna benzer nitelikteki gayrimenkuller konabilir, bunlar dışında kalan maddi ve gayrimaddi varlıklar aynı sermaye olarak konulamaz.

Aynı sermaye olarak konulacak gayrimenkullerin değer tespitinde, TTK uyarınca mahkemece yapılan görevlendirme neticesinde hazırlanacak bilirkişi raporuna ek olarak, Kurul tarafından listeye alınmış ve 39 uncu maddede sayılan nitelikleri haiz bir ekspertiz kuruluşundan ayrıca ekspertiz raporu alınması şarttır. Hazırlanan raporlarda gayrimenkulün değerine ilişkin olarak ulaşılan tutarlardan düşük olanı aynı sermaye olarak esas alınır.

Sermaye olarak konulacak gayrimenkuller, ortaklığın tüzel kişilik kazanması veya sermaye artırımının tescilinden itibaren en geç 10 gün içerisinde tapu siciline ortaklık adına tescil ettirilir.

## **ÜÇÜNCÜ BÖLÜM**

### **Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınması**

#### **Kayda alınma başvurusu**

**Madde 10-** Ani usulde kurulan veya esas sözleşme tadili yoluyla gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşen ortaklıkların kuruluşlarının veya esas sözleşme değişikliklerinin ticaret siciline tescilini takip eden bir yıl içinde, faaliyetlerin yürütülebilmesi için gerekli

olan mekan, donanım ve personeli temin etmeleri ve organizasyonu kumaları, kaynaklarının zorunlu giderler dışında kalan kısmı ile varlık portföyünü oluşturmaları ve halka arz edilecek hisse senetlerinin kayda alınması talebiyle Kurul'a başvurmaları zorunludur.

Bir yıllık süre içinde başvuruda bulunmayan veya gerekli şartları sağlamadığı için başvurusu Kurul'ca uygun görülmeyen ortaklıkların gayrimenkul yatırım ortaklığı olarak faaliyette bulunma hakları ortadan kalkar. Ortaklıklar, bir yıllık sürenin bitiminden veya Kurul'un olumsuz görüşünün kendilerine bildirildiği tarihten itibaren en geç üç ay içinde esas sözleşme hükümlerini gayrimenkul yatırım ortaklığı faaliyetini kapsamayacak şekilde değiştirmek ve kayıtlı sermaye sisteminden çıkmak üzere Kurul'a başvurmakla yükümlüdürler. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları bu değişiklikleri yapmadığı takdirde, TTK'nın 434 üncü maddesinin birinci fıkrasının (2) ve (6) numaralı bentleri hükümleri gereğince münfesihi addolunur. Ancak Kurul, hisse senetlerinin ihraç edileceği piyasalarda önemli olumsuzlukların ortaya çıkması halinde ortaklığın başvurusu üzerine bir yıllık süreyi uzatabilir.

Bu madde uyarınca yapılacak ilk halka arzdan önce, rüçhan haklarının tamamen kullandırılması suretiyle sermaye artırımını yapılarak çıkarılmış sermaye artırılamaz.

### **Halka Arz**

**Madde 11-** Ortaklığın hisse senetlerinin halka arzında, Kurul'un hisse senetlerinin halka arzına ve satış yöntemlerine ilişkin düzenlemelerine uyulur. Hisse senetlerinin halka arz edilmesine ilişkin başvurunun Kurul'ca yetkilendirilmiş bir aracı kuruluş tarafından yapılması zorunludur.

Aracı kuruluşun başvuru dilekçesinin ekinde:

- a) Mevcut ortakların paylarını halka arz edebilmeleri için bu Tebliğ'in 2 numaralı ekinde,
- b) Sermaye artırımını suretiyle hisse senetlerinin halka arz edilmesi halinde bu Tebliğ'in 3 numaralı ekinde,
- c) Mevcut ortakların sermaye paylarının bir kısmının halka arz edilmesi ve sermaye artırımını yapılarak artırılabilecek sermayeyi temsil eden hisse senetlerinin halka arz edilmesi yöntemlerinin birlikte kullanılacak olması halinde ise bu Tebliğ'in 2 ve 3 numaralı ekinde, sayılan belgeler ile Kurul'a başvurusu zorunludur.

(Üçüncü fıkra: Seri: VI, No: 13 sayılı Tebliğ ile yürürlükten kaldırılmıştır.)

### **Kurul Kaydına Alınma**

**Madde 12-** Kurul, ortaklığın portföy işletmeciliği faaliyet izni başvurusun ve hisse senetlerinin kayda alınması başvurusunu birlikte değerlendirir. Portföy işletmeciliği faaliyet izni verilmesinde Kurul esas olarak, ortaklığın faaliyetlerini yürütmeye elverişli bir mekana, donanım, personele, organizasyona, yöneticilere sahip olup olmadığını inceler ve inceleme sonucunda ortaklığın portföy işletmeciliği faaliyetini yürütebileceği sonucuna varırsa bu konuda yetki belgesi verir.

Kayda alma hususunda ise Kurul başvuruları, izahname ve sirkülerin ortaklık ve halka arz olunacak hisse senetlerine ilişkin mevzuatta öngörülen bilgileri içerip içermediğini dikkate alarak, kamunun aydınlatılması çerçevesinde inceler, incelemeleri sonucunda açıklamaların yeterli olmadığı ve gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmayarak halkın istismarına yolaçacağı sonucuna varırlarsa, gerekçe gösterilerek başvuru konusu hisse senetlerinin Kurul kaydına alınmasından imtina edilebilir, uygun görülen hisse senetleri Kurul kaydına alınır.

Kurul kaydına alınma, ihraç edilen hisse senetlerinin ve ortaklığın Kurul veya kamuca tekeffülü anlamına gelmez, ve reklam amacıyla kullanılamaz.

### **Kurul'a Bildirim**

**Madde 13-** Hisse senetleri Kurul kaydına alınan ortaklıklar;

- a) Kuruluş esas sözleşmesinin ilan edildiği TTSG'nin bir nüshasını ilan tarihini,
- b) Halka arza ilişkin izahname, sirkülerler, satışa ilişkin ilan ve reklamların yayınlandığı gazetelerin birer nüshasını yayın tarihlerini,
- c) Halka arz sonrasında oluşan yeni ortaklık yapısı ve satış sonuçları hakkındaki bilgileri, satış süresinin bitimini,

Takip eden altı işgünü içinde Kurul'a gönderirler.

### **Borsa Kotasyon**

**Madde 14-** Ortaklıklar, satış süresinin bitimini takip eden 15 gün içinde çıkardıkları hisse senetlerinin Borsa kotuna alınması için gerekli belgenin verilmesi istemiyle Kurul'a

başvururlar. Bu belgenin alınmasını takiben 15 gün içinde de hisse senetlerinin kote edilmesi isteği ile Borsa'ya müracaat edilmesi zorunludur.

#### **Hisse Senetlerinin Türü ve Devri**

**Madde 15- (Değişik: Seri: VI, No: 13 sayılı Tebliğ ile)** Ortaklık hisse senetleri nama veya hamiline yazılı olarak ihraç edilebilir. Ancak, aynı sermayeyi temsil eden hisse senetleri ile lider girişimcinin asgari sermaye payını temsil eden hisse senetlerinin nama yazılı olması zorunludur.

Lider girişimcinin asgari sermaye payını temsil eden hisse senetleri, halka arz suretiyle satış süresinin bitimini takip eden bir yıl boyunca bir başkasına devredilemez. Söz konusu hisse senetleri ancak belirtilen sürenin dolmasından sonra Kurul kaydına alınabilir.

Aynı sermaye karşılığı çıkarılacak hisse senetlerinin devrinde TTK'nun 404 üncü maddesi uygulanmaz.

#### **İmtiyazlı Pay İhracı**

**Madde 16-** Ortaklıklar, yönetim kurulu üyelerinin seçiminde aday gösterme imtiyazı tanıyan hisse senedi dışında imtiyaz veren herhangi bir menkul kıymet ve gayrimenkul sertifikası ihraç edemezler. Halka açılma sonrasında, hiçbir şekilde yönetim kurulu üyeliğine aday gösterme imtiyazı da dahil olmak üzere imtiyaz yaratılamaz.

### **DÖRDÜNCÜ BÖLÜM**

#### **Ortaklığın Yönetimine İlişkin Esaslar**

##### **Yönetim Kurulu Üyelerinin ve Denetçilerin Nitelikleri**

**Madde 17-** Ortaklıklarda görev alacak yönetim kurulu üyelerinin ve denetçilerin, bu Tebliğ'in 7 nci maddesinin (a) ve (b) bentlerinde yer alan şartları taşımaları, ayrıca, gayrimenkul geliştirme, inşaat mühendisliği, mimarlık, ekonomi, işletme, hukuk, finans veya benzeri alanlarda eğitim veren dört yıllık yüksek öğrenim kurumlarından mezun olmuş olmaları ve ortaklığın faaliyet konusunu yakından ilgilendiren hukuk, inşaat ve finans gibi alanlarda en az üç yıllık tecrübeye sahip olmaları şartı aranır. Yalnızca gayrimenkul alım satım işi ile uğraşmak bu alanda edinilmiş tecrübe sayılmaz.

Yönetim kurulu üyeleri en fazla bir yıl için seçilebilirler, ancak tekrar seçilmelerine bir engel yoktur.

#### **Yönetim Kurulunun Oluşumu**

**Madde 18-** Yönetim ve denetim kurulu, TTK'nın ilgili maddeleri uyarınca seçilir ve görev yapar. Ancak, yönetim kurulunda görev alacak üyelerin çoğunluğunun Türkiye Cumhuriyeti vatandaşı olması ve en az 1/3'ünün;

- a) Lider girişimciden,
- b) Lider girişimcinin %10'dan fazla paya veya bu oranda oy hakkına sahip olduğu şirketlerden,
- c) Ortaklıkta %10 veya üzerinde pay sahibi veya bu oranda oy hakkı olan diğer ortaklardan,
- d) Ortaklıkta yönetim kuruluna aday gösterme imtiyazını içeren pay sahibi ortaklardan,
- e) Danışmanlık hizmeti alınan şirketten,
- f) İşletmeci şirketlerden,
- g) (c) ve (d) bentlerinde yazılı kişilerin %10'dan fazla paya veya bu oranda oy hakkına sahip olduğu şirketlerden, bu Tebliğ'in 4 üncü maddesinin (g) bendinde tanımlanan anlamda bağımsız olması ve bu hususa ortaklık esas sözleşmesinde açıkça yer verilmesi zorunludur. 1/3'ün hesaplanmasında küsuratlı sayı ortaya çıktığı takdirde en yakın tam sayı esas alınır.

#### **Genel müdür**

**Madde 19 -** Ortaklıkta genel müdür olarak görev yapacak kişilerin ekonomi, finans, işletme, hukuk, inşaat, mimarlık veya benzer alanlarda eğitim veren dört yıllık yüksek öğrenim kurumlarından mezun olmuş olması ve gayrimenkul yatırımları ile yakından ilgili olan hukuk, inşaat ve finans gibi alanlarda en az beş yıllık tecrübeye sahip olması şartı aranır. Yalnızca gayrimenkul alım satımı ile uğraşmak bu alanda edinilmiş tecrübe sayılmaz.

### **Yönetim kurulu üyelerine ilişkin yasaklar**

**Madde 20 -** Yönetim kurulu üyeleri, yönetim kurulunun alacağı kararlarda taraf olan kimselerden bu Tebliğ'in 4 üncü maddesinin (g) bendi anlamında bağımsız olmaması durumunda, bu hususu gerekçeleri ile birlikte yönetim kuruluna bildirmek ve toplantı tutanağına işletmekle yükümlüdür. Bu hususta TTK'nın 332 nci maddesi hükmü saklıdır.

Yönetim kurulu üyeleri, TTK'nın 334 üncü maddesi ile getirilen şirketle muamele yapma yasağından ve 335 inci maddesi ile getirilen rekabet yasağından muaf tutulmak için ortaklık genel kurulundan izin alamazlar. Bu hususa ortaklık esas sözleşmesinde yer verilmesi zorunludur.

### **Özellik arz eden kararlar**

**Madde 21-** Ortaklık ile aşağıda (A) bendinde sayılan taraflar arasında, (B) bendinde sayılan hususlardaki yönetim kurulu kararları oybirliği ile alınmadığı takdirde kararın gerekçeleri ile birlikte bu Tebliğ'in 43 üncü maddesinin ikinci fıkrası hükmüne uygun olarak Kurul'a ve Borsa'ya bildirilmesi, ayrıca yapılacak ilk genel kurul toplantısının gündemine alınarak ortaklara bilgi verilmesi gerekir.

#### **A) Taraflar;**

- a) Lider girişimci ,
- b) Ortaklıkta sermayenin %10 veya üzerinde paya veya bu oranda oy hakkına sahip ortaklar,
- c) Ortaklıkta yönetim kuruluna aday gösterme imtiyazını içeren pay sahibi ortaklar,
- d) Ortaklığa danışmanlık hizmeti veren şirket,
- e) (a),(b) ve (c ) bentlerinde sayılanların %10 dan fazla paya veya bu oranda oy hakkına sahip oldukları diğer şirketler,

#### **B) Özellik arz eden kararlar;**

- a) Ortaklık portföyünden varlık alınması, satılması, kiralanması veya kiraya verilmesine ilişkin kararlar,

- b) Ortaklığın portföyündeki varlıkların pazarlanması işini üstlenecek şirketlerin belirlenmesine ilişkin kararlar,
- c) Kredi ilişkisi kurulmasına ilişkin kararlar,
- d) Ortaklığın hisse senetlerinin halka arzında, satın alma taahhüdünde bulunan aracı kuruluşun belirlenmesine ilişkin kararlar,
- e) Ortak yatırım yapılmasına ilişkin kararlar,
- f) Ortaklığa mali, hukuki veya teknik danışmanlık hizmeti verecek gerçek veya tüzel kişilerin belirlenmesine ilişkin kararlar,
- g) Ortaklığa proje geliştirme, kontrol veya müteahhitlik hizmeti verecek gerçek veya tüzel kişilerin belirlenmesine ilişkin kararlar,
- h) (A) bendinde yer alan tüzel kişilerin ihraç ettiği menkul kıymetlerin ortaklık portföyüne alınmasına ilişkin kararlar,
- i) Bunlar dışında kalmakla birlikte, (A) bendinde sayılan taraflardan herhangi birisinin lehine sonuç doğurucu nitelikteki kararlar.

#### Ortaklık portföyünün idaresi

Madde 22 – Ortaklıklar, yeterli sayıda yönetici ve personeli istihdam etmek kaydıyla kendi portföylerini yönetebilecekleri gibi, proje geliştirme ve kontrol hizmetleri de dahil olmak üzere ortaklık portföyünün geliştirilmesi ve alternatif imkanların araştırılmasına yönelik hizmetleri ortaklık dışından, bu işlerde uzmanlaşmış danışman şirketlerden alabilirler. Ortaklık portföyünün menkul kıymetlerden oluşan kısmının danışmanlık sözleşmesi kapsamında yönetilebilmesi için, bu hizmetin Kurul'dan portföy yönetimi yetki belgesi almış bir kuruluştan alınması zorunludur.

Ortaklık ile danışmanlık hizmeti verecek kuruluş arasında düzenlenecek sözleşme, ortaklık yönetim kurulunca onaylanarak feshi ihbara gerek kalmaksızın 1 yıl sonunda sona erer . Tarafların yazılı mutabakatı ile sözleşme aynı süre için yenilenebilir. Ancak bu sürenin sona ermesi beklenmeden ortaklık yönetim kurulunun kararı ile 30 gün önceden yazılı ihbarda bulunmak kaydıyla sözleşme sona erdirilebilir.

Danışmanlık hizmeti karşılığı olarak ödenecek komisyon giderlerinin tutarı, ortaklığın varlıklarının değeri, dönem karı veya her ikisi üzerinden belirlenebilir. Söz konusu komisyonlar toplamı ortaklığın aktiflerinin %1 ini, yıllık net karının %15 ini aşamaz.

## **BEŞİNCİ BÖLÜM**

### **Yatırımlar ve Portföy Yönetimine İlişkin Esaslar**

#### **Faaliyet kapsamı**

**Madde 23 - Ortaklıklar genel olarak aşağıda belirtilen kapsamda faaliyet gösterirler;**

- a) Ortaklık portföyünü oluşturmak, gerektiğinde portföyde değişiklikler yapmak, ortaklık portföyünü çeşitlendirerek yatırım riskini en aza indirecek şekilde dağıtmak, gayrimenkuller, gayrimenkule dayalı işlemler ve menkul kıymetler hakkındaki gelişmeleri sürekli olarak izleyerek ortaklık portföyünün yönetimine ilişkin gerekli tedbirleri almak, portföyün değerini korumaya ve artırmaya yönelik araştırmalar yapmak veya yaptırtmak,
- b) Ortaklık portföyünü oluşturan veya portföye alınması planlanan varlıklar hakkında bu Tebliğ uyarınca gerekli hukuki şartların sağlanıp sağlanmadığını araştırmak, bu hususta gerekli raporların hazırlanmasını temin etmek,
- c) Portföydeki varlıkların değerinin tespitine ilişkin raporların hazırlanmasını temin etmek,
- d) Portföy dışından danışmanlık hizmeti alınması suretiyle yönetiliyorsa ilgili kuruluşların çalışmalarını izlemek,
- e) Bu Tebliğ ile kendilerine yüklenilen diğer görevleri ve yürütülmesine izin verilen diğer faaliyetleri gerçekleştirmek.

#### **Yapamayacakları İşler**

**Madde 24 - Ortaklıklar ;**

- a) Bankalar Kanunu'nda tanımlandığı üzere mevduat toplayamazlar ve mevduat toplama sonucunu verecek iş ve işlemler yapamazlar,

- b) Bu Tebliğ'de izin verilen işlemler dışında ticari , sınai veya zirai faaliyetlerde bulunamazlar,
- c) Bu Tebliğ'de izin verilen yatırım alanları ile sınırlı olmak üzere kendi adına portföy işletmeciliği faaliyeti dışında sermaye piyasası faaliyetinde bulunamazlar,
- d) Hiç bir şekilde gayrimenkullerin inşaat işlerini kendileri üstlenemez, bu amaçla personel ve ekipman edinemezler. Ancak yürütülen projelerin kontrol işleri dahili olarak yürütülecekse bu amaçla istihdam edilen personel kapsam dışındadır.
- e) 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 değerlendirilmez.
- f) 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.

#### Yatırım faaliyetleri

Madde 25 - Ortaklıklar, bu Tebliğ'deki sınırlar saklı kalmak üzere ;

- a) Gayrimenkul sertifikalarını, konut kredileri karşılığında ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetleri ve bunlara benzer nitelikte oldukları Kurul'ca kabul edilen menkul kıymetleri alabilirler ve satabilirler,
- b) (a) bendinde sayılanların yanısıra diğer sermaye piyasası araçlarını alabilir ve satabilirler, ters repo işlemleri yapabilirler,
- c) Alım satım karı veya kira geliri elde etmek maksadıyla ofis, konut, iş merkezi, alışveriş merkezi, hastane, otel, ticari depolar, ticari parklar ve buna benzer gayrimenkulleri satın alabilir ve satabilirler. Otel, hastane veya buna benzer faaliyete geçirilebilmesi için belirli asgari donanım ihtiyacı duyan gayrimenkullerin kiraya verilmeden önce tefrişini temin edebilirler,
- d) Mülkiyetlerini edinerek alım satım karı elde etmek veya kat irtifakı tesisi suretiyle proje geliştirmek maksadıyla arsa ve arazileri alabilirler,

e) Kamu veya özel tüzel kişiliklerince veya gerçek kişilerce, ortaklık adına, üzerlerinde proje geliştirilmesi maksadıyla müstakil ve daimi bir hak niteliğinde üst hakkı tesis edilen gayrimenkulleri mülkiyetini edindikten sonra kazanç elde etmek amacıyla satabilirler,

f) İlgili mevzuat uyarınca gerekli tüm izinleri alınmış , projesi hazır ve onaylanmış, inşaata başlanması için yasal gerekliliği olan tüm belgelerinin tam ve doğru olarak mevcut olduğu bağımsız ekspertiz şirketleri tarafından onaylanmış gayrimenkule dayalı projelere, projenin her aşamasında gayrimenkul geliştirme karı veya kira geliri elde etmek amacıyla mülkiyetlerini edinmek veya üst hakkı tesis ettirmek suretiyle yatırım yapabilirler,

g) Gayrimenkuller üzerinde intifa hakkı kurabilir ve bu hakkı kullanabilirler, devre mülk irtifakı kurabilirler, sahip oldukları arsalar üzerinde ticari kar elde etmek maksadıyla üst hakkı yükümlüsü olabilirler,

h) Özel düzenlemeler saklı kalmak kaydıyla Yap- İşlet- Devret modeliyle geliştirilecek projeleri, bu maddenin (f) bendinde anılan şartların sağlanması koşuluyla kendisi veya başkaları lehine üst hakkı tesis ettirmek suretiyle gerçekleştirebilirler,

ı) Kurul'ca uygun görülecek nitelikte teminata bağlanmış olmak kaydıyla , ileride oluşacak kira gelirlerinden pay almak amacıyla mülkiyetini edinme amacı olmaksızın veya kat irtifakı tesis edilmeksizin bu maddenin (f) bendindeki şartları taşıyan gayrimenkule dayalı projelere sözleşme hükümleri çerçevesinde yatırım yapabilirler,

i) Bu maddenin (f) bendindeki şartları taşıyan gayrimenkule dayalı projelere , müştereken malik olanların aralarındaki sözleşmede ortaklığın payına düşen kısım üzerindeki tasarrufuna ilişkin bir sınırlama olmaması şartıyla kat irtifakı tesisi yoluyla müştereken yatırım yapabilirler,

j) Mülkiyetlerini edinmek kaydıyla yurt dışındaki gayrimenkulleri alıp satabilirler, gayrimenkule dayalı olmak kaydıyla yabancı menkul kıymetlere yatırım yapabilirler,

k) Özel sözleşme hükümleri müsait olmak kaydıyla, kira geliri elde etmek amacıyla üçüncü şahıslardan gayrimenkul kiralayabilirler ve bunları tekrar kiraya verebilirler,

l) Dövizle dayalı işlemlerinin doğurduğu kur ve borçlarının doğurduğu faiz oranı risklerine karşı korunmak amacıyla swap ve forward işlemler yapabilirler, opsiyon yazabilirler, mala dayalı olanlar hariç vadeli işlem sözleşmeleri alabilirler.

## **Yatırımlara ilişkin yasaklar**

### **Madde 26- Ortaklıklar,**

- a) Hiç bir şekilde hisse senetlerini satın aldıkları ortaklıkların sermayesine ve yönetimlerine hakim olma amacı güdemez ve hiç bir ortaklıkta sermaye veya oy haklarının %5 inden fazlasına sahip olamazlar,
- b) Altın ve kıymetli madenlere yatırım yapamazlar,
- c) Borsa'da veya Borsa dışı teşkilatlanmış piyasalarda işlem görmeyen sermaye piyasası araçlarına yatırım yapamazlar. Sermaye piyasası araçlarının alım satımlarının Borsa kanalıyla yapılması zorunludur,
- d) Mala dayalı vadeli işlem sözleşmelerine veya mala yatırım yapamazlar,
- e) Menkul kıymetleri açığa satamazlar, ödünç menkul kıymet işlemi yapamazlar,
- f) Türev araçları kullanarak korunma amacını aşan işlemler yapamazlar,
- g) Kanunen ödemekle yükümlü olduğu vergi , harç ve benzeri diğer giderler hariç olmak üzere varlıkların portföye alımı sırasında varlık değerinin %3 ünü aşan komisyon ücreti ve benzeri giderler yapamazlar,
- h) Herhangi bir şekilde, devredilebilmesi konusunda bir sınırlamaya tabi olan varlıklara yatırım yapamazlar.

### **Portföy sınırlamaları**

### **Madde 27 - Ortaklıklar,**

- a) Bu Tebliğ'in 25 inci maddesinin (a) bendinde yazılı menkul kıymetlere en çok portföy değerlerinin %20 si oranında yatırım yapabilirler,
- b) Bu Tebliğ'in 25 inci maddesinin (b) bendinde sayılan menkul kıymet ve işlemlere portföy değerinin en çok %10 u oranında yatırım yapabilirler. Ancak portföye alınan varlıkların veya projelerin maliyetlerine ilişkin bedel ödemeleri belirli hakedişler karşılığında veya taksitler halinde yapılıyorsa , ödemelere karşılık gelen nakit fazlaları ters repo, vadeli veya vadesiz mevduat, hisse senedi, devlet tahvili, hazine bonosu,

tahvil , finansman bonosu , yatırım fonu katılma belgesi veya benzeri menkul kıymetler vasıtasıyla değerlendirilebilir. Bu takdirde bu bentte belirtilen sınırlama uygulanmaz.

c) Hisse senetleri ile A tipi yatırım fonu katılma belgelerine yapılan yatırım tutarı portföy değerinin %5 inden fazla olamaz.

d) Bu Tebliğ'in 25 inci maddesinin (j) bendinde belirtilen yabancı gayrimenkullere ve gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına portföy değerinin en çok %10 u oranında yatırım yapabilirler,

e) Portföyde bulunan ve alımından itibaren bir yıl geçmesine rağmen üzerlerinde proje geliştirilmesine yönelik herhangi bir tasarrufta bulunulmayan arsa ve arazilerin oranı portföy değerinin %10 unu aşamaz.

#### **Mutlak hakların tesisi**

Madde 28 - Ortaklığın edineceği gayrimenkullere ilişkin aynı haklar Medeni Kanun hükümlerine göre tesis edilir. İrtifak haklarından yalnızca intifa hakkı, devre mülk irtifakı ve üst hakkı tapuda ayrı bir sayfaya ortaklık lehine daimi ve müstakil bir hak olarak kaydolunması şartıyla tesis ettirilebilir. Üst hakkının devredilebilmesine ilişkin olarak bu hakkı doğuran sözleşmede herhangi bir sınırlama getirilemez. Ancak özel kanun hükümleri saklıdır.

#### **Tapuya şerhi zorunlu sözleşmeler**

Madde 29 - Ortaklık lehine sözleşmeden doğan şufa, vefa, iştirak haklarının, gayrimenkul satış vaadi sözleşmelerinin, rehinli alacakların serbest dereceye ilerleme haklarının ve ortaklığın kiracı konumunda olduğu kira sözleşmelerinin tapu siciline şerhi zorunludur.

#### **Portföyün çeşitlendirilmesi**

Madde 30 - Genel amaçlı gayrimenkul yatırım ortaklıklarının portföyünün en az 3 farklı gayrimenkul ve/veya gayrimenkul projesinden oluşması zorunludur. Sermaye piyasası araçları bu sınırlamaya dahil edilmez. Portföye alınacak gayrimenkul veya gayrimenkul projelerinin herbirinin portföydeki ağırlığı %10 dan daha aşağı olamaz. Ancak asgari gayrimenkul veya gayrimenkul projesi sayısının üzerindeki çeşitlendirmelerde bu oran aranmaz.

Belirli alanlarda faaliyet göstermek veya belirli projelere yatırım yapmak üzere kurulan ortaklıkların portföylerinin en az %75'inin unvanlarında ve/veya esas sözleşmelerinde belirtilen varlıklardan oluşması zorunludur.

Ortaklıkların, portföylerini uzun vadeli yönetmeleri esastır. Yatırım yapılmasından itibaren bir yıl geçmeden portföyden satışı yapılan varlıkların toplam değeri, varlığın satışına ilişkin yönetim kurulu kararının alındığı tarihte, ortaklığın son bir yıl içerisinde yatırım yaptığı varlıkların portföy değerinin %25'ini aşamaz. Yukarıdaki hesaplamaya sermaye piyasası araçları dahil edilmez ancak satış vaadi sözleşmeleri de satışlar gibi dikkate alınır.

#### **Portföy sınırlarının aşımı**

Madde 31 - Portföydeki varlıkların satılması , sermaye artırımını veya buna benzer nedenlerle bu Tebliğ'in 27 nci maddesinde belirtilen sınırlamaların aşılması halinde fazla miktardaki nakit mevcudunun en geç altı ay içerisinde bu Tebliğ'in 25 inci maddesinde belirlenen şekilde değerlendirilmesi zorunludur. Altı aylık süre içinde yatırım yapılmasının imkansız olduğunun veya yatırım yapılırsa büyük zarar doğuracağının anlaşılması halinde bu süre Kurul'ca uzatılabilir. Değer artışlarından kaynaklanan sınır aşımalarının ise bir ay içerisinde bu Tebliğ'in 27 nci maddesindeki sınırlamalar dikkate alınarak giderilmesi zorunludur.

#### **İşletmeci şirket**

Madde 32 - Ortaklık portföyünde kira geliri elde etme amacına yönelik gayrimenkuller olması halinde, söz konusu gayrimenkullerin veya onların bağımsız bölümlerinin nihai kiracılara kiralanabilmesi ve söz konusu kiracılara kiralama işlemine bağlı olarak güvenlik, temizlik, genel idare ve buna benzer nitelikteki hizmetlerin sunulabilmesi için ortaklık ile bir işletmeci şirket arasında , bu tür hizmetlerin sunulması amacına yönelik bir sözleşme yapılması zorunludur. Kiracılara kiralama işleminin sonucunda herhangi bir hizmetin sunulmasının gerekmediği ve kira gelirinin dışında herhangi bir gelir elde edilmediği durumlarda işletmeci şirket kullanılması zorunlu değildir.

(Seri:VI, No:12 sayılı Tebliğ ile değişik ikinci fıkra) Ortaklıkta doğrudan veya dolaylı olarak yönetim kontrolünü sağlayacak oranda sermaye payına, oy hakkına veya aday gösterme imtiyazına sahip olan gerçek veya tüzel kişiler ortaklığa danışmanlık hizmeti veremezler. Danışman şirket ile işletmeci şirket sıfatı aynı kişide birleşemez.

### **Sigorta mecburiyeti**

Madde 33 - Ortaklık portföyünde yer alan arsa, arazi, haklar ve henüz inşaatına başlanmamış projeler ve sermaye piyasası araçları hariç olmak üzere tüm varlıkların oluşabilecek her tür hasara karşı rayiç değerleri üzerinden sigortalanması zorunludur. Ayrıca portföydeki projelerin tamamlanamama veya varlıkların değer kaybına ilişkin sigorta yapılması mümkündür.

### **Teminat verebilme**

Madde 34 - Kat karşılığı yapılan projelerde , projenin gerçekleştirileceği arazilerin sahiplerince ortaklığa bedelsiz veya düşük bedel karşılığı ortaklık lehine üst hakkı tesis edilmesi halinde , projenin teminatı olarak arazi sahibi lehine ipotek veya sınırlı ayni haklar tesis edilmesi ve yapılacak yatırımlar için kredi temini amacıyla portföydeki varlıkların rehnedilmesi mümkündür. Portföydeki varlıkların üzerinde bu amaçlar dışında hiçbir suretle üçüncü kişiler lehine tasarrufta bulunulamaz. Bu şekilde doğacak toplam yükümlülüklerin değeri ortaklık portföyündeki varlıkların rayiç değerleri toplamını aşamaz.

### **Borçlanma sınırı**

Madde 35 - Ortaklıklar, kısa süreli fon ihtiyaçlarını karşılamak için veya portföyleri ile ilgili maliyetlerini karşılamak amacıyla, bağımsız denetimden geçmiş son bilançolarında yer alan özsermaye tutarlarının iki katı kadar kredi kullanabilirler. Söz konusu kredilerin üst sınırının hesaplanmasında ortaklığın finansal kiralama işlemlerinden doğan borçları ve gayrinakdi kredileri de dikkate alınır.

Ortaklıklar sermaye piyasası mevzuatındaki sınırlamalar dahilinde borçlanma senedi ihraç edebilirler. Ancak ihraç edecekleri borçlanma senetleri için sermaye piyasası mevzuatı uyarınca hesaplanacak ihraç limitinden yukarıdaki fıkrada bahsedilen krediler düşülür.

Ortaklıklar, portföydeki gayrimenkullerin satış veya satış vaadi sözleşmeleri ile satışından kaynaklanan senetli alacaklarına dayalı olarak Kurul düzenlemeleri çerçevesinde varlığa dayalı menkul kıymet ihraç edebilirler.

## **İnşaat hizmetleri**

Madde 36 - Ortaklığın yürüttüğü projelerin inşaatlarının, tarafların inşaat işlerinden doğan karşılıklı hak ve yükümlülüklerini içeren bir sözleşme dahilinde müteahhitlerce yapılması zorunludur.

Sözleşmenin kapsamı taraflar arasında serbestçe belirlenir ancak asgari olarak müteahhidin borçlarını, ödeme koşullarını, ayıba karşı tekeffülün şartlarını, sözleşmeden rücunun şartlarını, iş sahibinin tazminat isteme hakkını ve sözleşmenin sona ermesinin şartlarını kapsaması zorunludur.

Müteahhitin seçiminin ve sözleşme koşullarının yönetim kurulu tarafından onaylanması zorunludur.

## **Adi ortaklık oluşturmak**

Madde 37 - Ortaklıklar münhasıran bir projeyi gerçekleştirmek maksadıyla, gerçekleştireceği projenin inşaat işlerinin yürütülebilmesini sağlamak üzere bir veya birkaç ortakla adi ortaklık oluşturabilir. Ortaklığın bu amaçla adi ortaklığa katılımı iştirak kapsamında değerlendirilmez .

## **ALTINCI BÖLÜM**

### **Değerlemeye İlişkin Esaslar**

#### **Değerleme gerektiren işlemler**

Madde 38 – Ortaklıklar, ters repo işlemleri ve portföylerinde bulunan menkul kıymetlerin değerlemesinde Kurul düzenlemelerine uyarlar. Ayrıca aşağıda sayılan işlemler için belirtilen sürelerde , Kurul’ca listeye alınmış ve bu Tebliğ’in 39 uncu maddesinde sayılan nitelikleri haiz bir ekspertiz şirketine, işleme konu olan varlıkların ve hakların değerlerini ve rayiç kira bedellerini tespit ettirmekle yükümlüdürler;

- a) Portföyde yeralan gayrimenkullerin, hakların ve gayrimenkule dayalı projelerin alım veya satımı,
- b) Portföyde yer alan gayrimenkullerin kiraya verilmesi,
- c) Kiraya verilmek üzere gayrimenkul kiralınması,

d) Portföyde yer alan gayrimenkullerden kiraya verilenlerin kira sözleşmelerinin yenilenmesi veya uzatılması,

e) Gayrimenkul ipoteği kabul edilmesi,

f) Gayrimenkule dayalı projelerin inşaatına başlanabilmesi için, yasal prosedüre uyulduğunun ve gerekli belgelerin tam ve doğru olarak mevcut olduğunun tespit edilmesi,

g) Ortaklık portföyünde yer alan ve yıl içerisinde herhangi bir nedenle rayiç değeri tespit edilmemiş olan varlıkların yıl sonu değerlerinin tespiti.

h) (Ek: Seri: VI, No: 13 sayılı Tebliğ ile) Ortaklığa aynı sermaye konulması,

#### **Ekspertiz şirketinin seçimi**

**Madde 39 –** Bu Tebliğ'in 38 inci maddesi uyarınca değer tespiti yapacak olan ekspertiz şirketlerinin;

a) Kurul'ca listeye alınmış olması,

b) Bu Tebliğ'in 21 inci maddesinin (A) bendinde sayılan taraflardan, yine bu Tebliğ'in 4 üncü maddesinin (g) bendi anlamında bağımsız olması,gerekir.

Kurul'ca listeye alınan değerlendirme yapmaya yetkili ekspertiz şirketleri bu Tebliğ'in 5 numaralı ekinde sayılmıştır. Yurt dışında gayrimenkul alım satım işlemlerinde bu maddenin (a) bendindeki şart aranmaz.

#### **Ekspertiz raporlarında uyulacak hususlar**

**Madde 40 -** Ekspertiz şirketlerince hazırlanacak rayiç değer raporlarında değerlendirme sonucu döviz cinsinden ifade ediliyor olsa dahi ilgili varlığın Türk Lirası cinsinden değerinin yer alması zorunludur. Projeler söz konusu ise, projenin rapor tarihi itibarıyla bitirilmiş olması varsayımı ile Türk Lirası cinsinden değerine ve rapor tarihi itibarıyla tamamlanmış kısmının Türk Lirası cinsinden değerine yer verilir.

Ekspertiz şirketlerince hazırlanan raporlarda döviz cinsinden ifade edilen rayiç değerlerin rapor tarihinden sonra cari döviz kurlarına göre düzeltilerek kamuya açıklanması mümkün değildir.

## **Ekspertiz değerinin kullanılması**

**Madde 41 - Varlıkların ve hakların rayiç değerlerinin tespiti her yıl sonu itibarıyla yapılır. Yıl sonu rayiç değer tespit işlemi son üç ay içerisinde herhangi bir şekilde ekspertizi yapılan varlıklar için ihtiyaridir. Ortaklık gerek duyduğunda portföyünün rayiç değerini tespit ettirerek ortaklığın net aktif değerini kamuya açıklayabilir.**

Kurul düzenlemeleri çerçevesinde düzenlenecek mali tablolarda portföydeki varlıklar maliyet bedelleri ile gösterilir ancak en son ekspertiz değerleri bilanço dipnotlarında açıklanır.

Ortaklık portföyündeki varlıklar uzun süreli olarak kiralama anlaşmasına konu edilebilir. Ancak bu durumda sözleşmede yazılı kira bedellerinin en geç beş yılda bir tespit edilen rayiç değerler üzerinden yenilenmesi zorunludur.

Ortaklığın yapacağı portföye alım işlemleri tespit edilen ekspertiz değerinden yüksek, yapacağı portföyden satış işlemleri ve kiralamalar tespit edilen ekspertiz değerinden düşük olamaz. Kira bedelinin yenileneceğı dönemlerde belirlenecek kira bedellerinin, ekspertiz şirketince tespit edilecek kira rayicinden az olamayacağı hükmünün kira sözleşmelerinde yer alması zorunludur.

## **YEDİNCİ BÖLÜM**

### **Çeşitli Hükümler**

#### **Portföy değeri tablosu**

**Madde 42 - Ortaklıklar, aylık dönemler itibarıyla portföylerindeki varlıklara ve bunların maliyet bedelleri ile en son tarihli ekspertiz raporunda belirtilen rayiç değerlerine ilişkin olarak bu Tebliğ'in 4 numaralı ekinde örneğı verilen tabloyu düzenlemek ve ay sonunu takip eden altı işgünü içerisinde Kurul'a ve ortaklık hisse senetlerinin işlem gördüğü Borsa'ya göndermek zorundadırlar.**

#### **Bilgi verme ve kamuyu aydınlatma**

**Madde 43 - Ortaklıklar, Kurul'un özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde kamuya duyurmakla yükümlü oldukları hususlara ek olarak;**

- a) Bu Tebliğ hükümleri uyarınca veya ihtiyari olarak hazırlanan ekspertiz raporlarını, kendilerine teslimini ,
- b) Portföyün %10 unu aşan alım satımlarını, kararın alınmasını ,
- c) Bu Tebliğ'in 42 nci maddesi uyarınca hazırlanacak portföy değeri tablosunu ay sonunu ,
- d) Kurul düzenlemeleri çerçevesinde hazırlanacak bağımsız denetim raporu ve mali tabloları hazırlanmasını ,
- e) Yıllık faaliyet raporunu hazırlanmasını ,
- f) Her tür ilan ve reklamın yayınlandığı gazetelerin birer nüshasını yayımı , takip eden altı iş günü içinde Kurul'a göndermek zorundadırlar.

Yukanda belirtilen hususlara ek olarak, bu Tebliğ'in 21 inci maddesi çerçevesinde kamuya duyurulması gereken nitelikteki yönetim kurulu kararlarının en seri haberleşme vasıtasıyla en geç izleyen iş günü saat 9.00'a kadar Kurul'a ve hisse senetlerinin işlem gördüğü Borsa'ya gönderilmesi ve yapılacak ilk genel kurul toplantısının gündemine alınarak ortaklara bilgi verilmesi şarttır. Bu maddenin (c),(d) ve (e) bentlerinde sayılan tablo ve raporlar talep etmeleri halinde ortaklara da gönderilir. Ayrıca, ortaklığın gözetim ve denetimine yönelik olarak Kurul'ca talep edilebilecek her tür bilgi ve belgenin Kurul'ca belirlenecek süre içerisinde gönderilmesi zorunludur.

#### **Unvana ilişkin yasak**

Madde 44 - Kanun hükümleri ve bu Tebliğ esasları dahilinde kurulan ve faaliyet gösteren ortaklıklar dışında hiç bir kuruluş ticaret unvanında veya ilan ve reklamlarında "gayrimenkul yatırım ortaklığı" veya aynı anlama gelebilecek başka bir ibare kullanamaz.

#### **Fona yatırılacak ücret**

Madde 45 - Ortaklık hisse senetlerinin Kurul kaydına alınmasından önce Kanun'un 28 nci maddesi uyarınca kayda alma ücreti Kurul hesabına peşin olarak yatırılır.

## **Diğer hükümler**

**Madde 46 - Ortaklıklara ilişkin olarak bu Tebliğ'de hüküm bulunmayan hallerde Kanun, TTK ve ilgili mevzuat hükümlerine uyulur.**

## **Kaldırılan hükümler**

**Madde 47 - Bu Tebliğ'in yayımından önce, 22/7/1995 tarihli ve 22351 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmış Seri:VI, No:7 sayılı "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği" ve 23/1/1996 tarihli ve 22532 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri:VI, No:8 "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliğine Ek Tebliğ " yürürlükten kaldırılmıştır.**

**Geçici Madde 1 - Bu Tebliğ'in yayımından önce kurulmuş ortaklıklar , Tebliğ'in yayımı tarihinden itibaren bir yıl içinde esas sözleşmelerini bu Tebliğ hükümlerine uygun olarak düzeltmek zorundadırlar.**

**Yukarıda belirtilen ortaklıkların ayrıca esas sözleşmelerinde yer alan oyda imtiyaza ilişkin maddenin aday gösterme imtiyazı sağlayacak şekilde değiştirilmesi mümkündür.**

**Geçici Madde 2 - Bu Tebliğ uyarınca yeniden değerlendirme değer artış oranına endekslenmiş tutarlar 1/1/2000 tarihinden itibaren uygulanır.**

## **Yürürlük**

**Madde 48 - Bu Tebliğ yayımı tarihinde yürürlüğe girer.**

## **Yürütme**

**Madde 49 - Bu Tebliğ hükümlerini Kurul yürütür.**

## **KURULUŞ VEYA DÖNÜŞÜMDE ARANACAK BELGELER**

1. TTK, Kanun'a ve bu Tebliğ'e uygun olarak hazırlanmış esas sözleşme,
2. Lider girişimciyi tanıttıcı bilgiler ( gerçek veya tüzel kişi ),
3. Lider girişimcinin bilgi ve tecrübesine ilişkin bilgiler ( gerçek veya tüzel kişi ),
4. Diğer ortakları tanıttıcı bilgiler,

5. Gerçek kişi lider girişimcinin vergi beyannamesi, mali yeterliliğini tevsik eden diğerk belgeler,
6. Ortakların , yönetim kurulu üyeleri ve denetçinin adli sicil kayıtları,
7. Ortakların, yönetim kurulu üyeleri ve denetçinin müflis olmadıklarına ilişkin beyanları,
8. Tüzel kişi ortakların yöneticilerinin Tebliğ’de sayılan nitelikleri haiz olduklarını tevsik eden belgeler,
9. Yabancı ortakların 6224 sayılı Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu uyarınca alacakları izin belgesi,
10. Tüzel kişi lider girişimcinin son 3 yıla ilişkin mali tabloları,
11. Tüzel kişi lider girişimcinin son yıla ilişkin bağımsız denetim raporu,
12. Tüzel kişi lider girişimcinin esas sözleşmesi,
13. Lider girişimcinin iştirak ettiğı şirketlere ilişkin bilgi (gerçek veya tüzel kişi),
14. Ortaklık yöneticilerinin iştirak ettiğı şirketlere ilişkin bilgi,
15. Yönetim kurulu üyelerinin ve denetçinin bağımsızlık beyanları,
16. Dönüşecek şirketin faaliyet raporu,
17. Dönüşecek şirketin bağımsız denetim raporu,
18. Portföye alınması düşünülen varlıklara, gerçekleştirilmesi planlanan proje ve faaliyetlere ilişkin bilgiler , varsa ekspertiz raporları ve fizibilite raporları,
19. Ortaklığın portföy işletmeciliğı başvurusu,
- 19/a. (Ek: Seri: VI, No: 13 sayılı Tebliğ ile) Aynı sermaye konması sözkonusu ise bilirkişi ve ekspertiz raporları
20. Kurul’ca talep edilebilecek diğerk bilgi ve belgeler.

## **MEVCUT ORTAKLARIN PAYLARINI HALKA ARZ ETMELERİ HALİNDE ARANACAK BELGELER**

1. Gayrimenkul yatırım ortaklığının mekan, personel ,yönetici, organizasyon düzenini ve donanımını açıklayan belgeler,
2. Ortaklığın muhasebe kayıt düzenini açıklayan belgeler,
3. İmzalanan aracılık sözleşmesinin bir örneği,
4. Sözleşme taraflarının imza sirküleri,
5. Lider girişimcinin asgari payını 1 yıl süreyle satmayacaklarına ilişkin noter onaylı beyanı,
6. Hisse senetlerini halka arz edecek olan ortakların, ortaklıktan alacakları , o gayrimenkul yatırım ortaklığının ortağı oldukları ve çıkarılmış sermayedeki paylarının oran ve miktarını gösterir belge,
7. Halka arz bir tüzel kişi tarafından yapılıyorsa o tüzel kişinin yetkili organınca alınacak halka arz kararının noter tasdikli bir örneği,
8. Esas sözleşmenin son halinin bir örneği, kuruluşu takiben değişiklik olduysa tescile dair TTSG ilanlarının birer örneği,  
  
8/a. (Ek: Seri: VI, No: 13 sayılı Tebliğ ile) Ayni sermaye konulmuş ise bilirkişi ve ekspertiz raporları ile genel kurul toplantı tutanağı ve hazırlanmış cetveli,
9. İzahname,
10. Sirküler,
11. Hisse senedi örneği,
12. Halka arz edilecek hisse senetlerinin üzerinde devir ve tedavülünü kısıtlayıcı veya senet sahibinin haklarını kullanmasına engel olacak kayıtlar olmadığını belgeleyen ortaklıktan ve paylarını satacak olan ortaklardan alınmış beyanlar,
13. Halka arz edilecek hisse senetleri üzerindeki zilyetliğin herhangi bir rehin veya teminat işlemine dayanmadığına ilişkin ortakların beyanı,

14. Halka arz edilecek hisse senetlerinin seri numaraları ve kupür dağılımlarını içerecek şekilde dökümü,
15. Hisse senetlerinin satış fiyatının tespitine dayanak oluşturan fiyatlama raporu ve bu fiyatın hesaplanmasında esas alınan varsayımlar,
16. Yöneticilerin müflis olmadıklarına ilişkin beyanları,
17. Yöneticilerin adli sicil kayıtları,
18. Yöneticilerin özgeçmişleri ,
19. Ortaklığın kuruluş bilançosu ve gelir tablosu,
20. Ortaklığın portföy tablosu ,
21. Başvuru tarihi itibarıyla ortaklığın portföyünde yer alan varlıkların değerlerinin tespitine ilişkin ekspertiz raporları,
22. Portföydeki varlıkların tapu belgelerinin örnekleri,
23. Portföyde yer alan varlıkların üzerindeki ipotek ve teminatlar ile rehne verilme durumlarına ilişkin bilgi,
24. Kiralanan ve kiraya verilen gayrimenkullere ilişkin sözleşmeler ,
25. Kiralanan ve kiraya verilen gayrimenkullere ilişkin ekspertiz raporları,
26. Yöneticilerin, büyük ortakların ve lider girişimcinin iştirakleri hakkında bilgi ,
27. Başvuru tarihine kadar yapılan harcamalar ve kullanılan krediler hakkında bilgi,
28. Ön satışlar , satış yapılan taraflar ve satış koşulları hakkında bilgi,
29. Personelin özgeçmişleri ve Tebliğ kapsamında sayılan nitelikleri haiz olduklarını tevsik eden belgeler,
30. Portföydeki varlıkların sigorta durumlarına ilişkin bilgiler,
31. Bağımsız özel denetim raporu,

32. Tahsisli satış sözkonusu ise buna ilişkin yetkili organ kararı ve alıcılarla yapılan sözleşmelerin bir örneği,
33. Danışman şirketi, faaliyetlerini , ortaklık yapısını tanıtıcı bilgi ve danışmanlık sözleşmesinin bir örneği,
34. İşletmeci şirketin faaliyetlerini , ortaklık ve mali yapısını tanıtıcı bilgi ve yapılan sözleşmelerin bir örneği,
35. Müteahhitlerin faaliyetlerini , ortaklık ve mali yapılarını tanıtıcı bilgi ve yapılan sözleşmelerin bir örneği,
36. Hisse senedi bedellerinin yatırılacağı hesap numarasını bildirir yazı ,
37. Kurul'ca gerekli görülmesi halinde izahnamedeki bilgileri tevsik eden ortaklığın mali durumu veya faaliyetlerine ilişkin olarak istenebilecek diğer bilgi ve belgeler.

#### **SERMAYE ARTIRIMI SURETİYLE HALKA ARZDA ARANACAK BELGELER**

1. EK/2'de sayılan belgelerden ; (5),(6),(7),(12) ve (13) numaralı bentlerde sayılanlar dışındaki belgeler ,
2. (Değişik: Seri: VI, No: 13 sayılı Tebliğ ile) Sermaye artırımına ilişkin yönetim kurulu kararının noter onaylı bir nüshası ile aynı sermaye konması sözkonusu ise buna ilişkin bilir kişi ve ekspertiz raporları,
3. Kurul'un ilgili düzenlemeleri uyarınca ilan zorunluluğu bulunuyorsa, yönetim kurulu kararlarının ilanlarının yapıldığı gazetelerin birer nüshası,
4. Pay bedellerinin yatırılacağı özel hesabı bildirir yazı,
5. Kurul'ca ayrıca istenebilecek diğer bilgi ve belgeler.

#### **KURUL LİSTESİNDE BULUNAN EKSPERTİZ ŞİRKETLERİ**

1. Gayrimenkul Ekspertiz ve Değerlendirme A.Ş.  
Yıldız Posta Cad. Timlo İş Hanı No:29, Kat:8,  
Esentepe/ İSTANBUL
2. Vakıf Gayrimenkul Ekspertiz ve Değerlendirme A.Ş.  
Ebuzziya Tevfik Sok. No:20/5, Çankaya/ ANKARA

## ÖZGEÇMİŞ

Ebru Gündüz, 1976 yılında Ankara'da doğmuştur. Orta ve lise eğitimini 1987-1994 yılları arasında Ankara Özel Atılım Lisesi'nde birincilikle tamamlamıştır. 1994 yılında girdiği İstanbul Teknik Üniversitesi İnşaat Mühendisliği Bölümü'nden 1998 yılında İnşaat Mühendisi ünvanı ile mezun olmuştur. 1998 yılında İstanbul Teknik Üniversitesi, Yapı İşletmesi Anabilim Dalı, İnşaat Mühendisliği Programı'nda yüksek lisans eğitime hak kazanmıştır. 1998-1999 yılları arasında Tepe İnşaat Sanayi A.Ş.'de planlama mühendisi, 2000-2001 yılları arasında İktisat GYO A.Ş.'de yatırım analisti olarak çalıştı. Tezin teslim edildiği tarih itibariyle gayrimenkul değerlendirme hizmetleri veren Çelen Değerleme Merkezi'nde iş hayatına devam etmektedir. Ulusal ve uluslararası birçok kongre ve konferanslara katılmıştır.