

İSTANBUL TEKNİK ÜNİVERSİTESİ ★ FEN BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ

**ULUSLARARASI DEĞERLEME
STANDARTLARININ TÜRKİYE’DE UYGULANMASI
SÜRECİNDE GELİR KAPİTALİZASYONU
YAKLAŞIMININ İRDELENMESİ**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ
Şehir Plancısı Özlem Onurlu**

Anabilim Dalı : DİSİPLİNLERARASI PROGRAM

Programı : GAYRİMENKUL GELİŞTİRME

TEMMUZ 2006

**ULUSLARARASI DEĞERLEME STANDARTLARININ
TÜRKİYE’DE UYGULANMASI SÜRECİNDE GELİR
KAPİTALİZASYONU YAKLAŞIMININ İRDELENMESİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ
Şehir Plancısı Özlem Onurlu
516031014

Tezin Enstitüye Verildiği Tarih : 7 Temmuz 2006
Tezin Savunulduğu Tarih : 14 Haziran 2006

Tez Danışmanı : Yrd. Doç.Dr. Elçin TAŞ
Diğer Jüri Üyeleri : Prof.Dr. Vedia DÖKMECİ (İTÜ)
Prof.Dr. Heyecan GİRİTLİ (İTÜ)

TEMMUZ 2006

ÖNSÖZ

Tezimin hazırlanması sürecinde vermiş olduğu destek, gösterdiği anlayış ve rehberliği için tez danışmanım Sayın Yrd. Doç. Dr. Elçin Taş’a,

Koordinatörlüğünde kurulmuş olan Gayrimenkul Geliştirme Yüksek Lisans programıyla almış olduğumuz eğitim için Sayın Prof. Dr. Vedia Dökmeci’ye,

Tezimin hazırlanma sürecinde vermiş oldukları destek, profesyonel fikir ve tavsiyeleri için Sayın Can Aksoy, Tülin Diler ve çalışma arkadaşlarıma,

Bugüne kadar attığım her adımda yanımda olan, maddi ve manevi desteklerini hiçbir zaman esirgemeyen aileme,

Sonsuz teşekkürlerimi sunuyorum.

02.05.2006

Özlem Onurlu

İÇİNDEKİLER

KISALTMALAR	v
TABLO LİSTESİ	vi
ŞEKİL LİSTESİ	vii
ÖZET	viii
SUMMARY	x
1. GİRİŞ	1
1.1. Konunun Tanıtılması	1
1.2. Çalışmanın Kapsamı	3
1.3. Çalışmanın Amacı	3
1.4. Çalışmada İzlenen Yöntem	4
2. GAYRİMENKULÜN TANIMI VE GAYRİMENKUL İLE İLGİLİ KAVRAMLAR	6
2.1. Gayrimenkulün Tanımı	6
2.2. Gayrimenkul Pazarı ile İlgili Kavramlar	6
2.2.1. Arz	6
2.2.2. Talep	7
2.3. Gayrimenkul Pazarının Temel Özellikleri	8
2.4. Gayrimenkul Yatırımcıları	10
2.4.1. Aktif Yatırımcılar	10
2.4.2. Pasif Yatırımcılar	11
2.5. Gayrimenkul Yatırımlarının Avantajları	11
2.6. Gayrimenkul Yatırımlarının Dezavantajları	13
3. GAYRİMENKUL DEĞERLEME TANIM VE KAVRAMLARI	15
3.1. Tanım ve Kavramsal Çerçeve	15
3.1.1. Değerlemenin Kullanım Alanları	15
3.2. Değer Kavramı	17
3.2.1. Pazar Değeri Kavramının Tanımı	18
3.2.2. Değerlemenin Dayandığı Esas; yerel, ulusal ve uluslar arası koşullar	19
3.2.3. Gayrimenkul Değerinin Unsurları	19
3.3. Gayrimenkul Değerlemesine İlişkin Uluslararası Meslek Kuruluşları	21
3.3.1. Uluslararası Değerleme Standartları Komitesi	22
3.3.2. Avrupa Değerleme Uzmanları Derneği	22
3.3.3. Kraliyet Denetçi Müfettişleri Enstitüsü	25
3.3.4. Değerleme Enstitüsü	25
3.4. Türkiye'de Gayrimenkul Değerlemesine İlişkin Meslek Kuruluşu: SPK	26
4. TÜRKİYE'DE GAYRİMENKUL DEĞERLEME SEKTÖRÜ	28
4.1. Tanım ve Kavramsal Çerçeve	29
4.2. Pazara Dayalı Değerleme Yaklaşımları	30

4.2.1. Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı (Sales Comparison Approach)	30
4.2.2. Maliyet Yaklaşımı (Cost Approach)	30
4.2.3. Gelir Kapitalizasyonu Yaklaşımı (Income Capitalization Approach)	31
5. GELİR KAPİTALİZASYONU YAKLAŞIMI	34
5.1. Tanım	34
5.2. Yöntemler	37
5.2.1. Direkt Kapitalizasyon Yöntemi	38
5.2.2. Getiri Kapitalizasyonu: İskonto Edilmiş Nakit Akışı Yöntemi	39
6. UYGULAMA	46
6.1. Gayrimenkulün Tanımlanması	46
6.2. Pazar Analizi	48
6.2.1. Rezidans Pazarı Analizi	49
6.2.2. Ofis Pazarı Analizi	52
6.2.3. Otel Pazarı Analizi	56
6.3. Finansal Analiz	59
6.3.1. İskonto Edilmiş Nakit Akışında Kullanılan Varsayımlar	59
6.3.2. İnşaat Maliyeti Varsayımları	60
6.3.3. İskonto Edilmiş Nakit Akışı Sonuçlarının Değerlendirilmesi	67
7. SONUÇ	70
KAYNAKLAR	76
EKLER	78
ÖZGEÇMİŞ	89

KISALTMALAR

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
GYO	: Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
UDSK	: Uluslararası Değerleme Standartları Komitesi
OECD	: Organization of Economical Cooperation and Development
IMF	: International Monetary of Fund
IVSC	: International Valuation Standards Committee
TEGOVA	: The European Group of Valuers' Associations
EVS	: European Valuation Standards
RICS	: Royal Institution of Chartered Surveyors
AI	: Appraisal Institute
TBMM	: Türkiye Büyük Millet Meclisi
NBD	: Net Bugünkü Değer
İVO	: İç Verimlilik Oranı
CF	: Cash Flow
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
TMSF	: Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu

TABLO LİSTESİ

	<u>Sayfa No</u>
Tablo 5.1: İskonto edilmiş nakit akışı yöntemiyle bir alışveriş merkezinin pazar değerinin hesaplanması.....	41
Tablo 6.1: En iyi ve en doğru kullanım modelleri doğrultusunda önerilen alansal kullanımlar	48
Tablo 6.2: İnşaatı devam etmekte olan rezidans projeleri ve fiyat bilgileri ...	49
Tablo 6.3: Levent bölgesi ofis arzı, kira seviyeleri ve boşluk oranları	55
Tablo 6.4: İstanbul'da bulunan 3, 4 ve 5 yıldızlı otel sayısı ve toplam oda kapasitesi	56
Tablo 6.5: Avrupa kentlerinde otellerin doluluk oranları ve oda fiyatları (2004-2005).....	57
Tablo 6.6: İstanbul'da bulunan 5 yıldızlı otellerin ortalama oda fiyatları	58
Tablo 6.7: Rezidans modeli inşaat maliyet tablosu.....	61
Tablo 6.8: Rezidans modeli inşaat programı.....	61
Tablo 6.9: Rezidans modeli satış programı.....	62
Tablo 6.10: Ofis modeli inşaat maliyet tablosu.....	63
Tablo 6.11: Ofis modeli inşaat programı.....	63
Tablo 6.12: Otel modeli inşaat maliyet tablosu.....	64
Tablo 6.13: Otel modeli inşaat programı.....	65
Tablo 6.14: Otel modeli yıllara göre doluluk oranları.....	65
Tablo 6.15: Departman gelirinin oda gelirin oranları.....	66
Tablo 6.16: Departman giderlerinin ilgili gelir türüne oranı.....	66
Tablo 6.17: Maaş ve sözleşme hizmetlerinin toplam gelire oranı.....	67
Tablo 6.18: Sabit giderlerin toplam gelire oranı.....	67
Tablo 6.19: İskonto edilmiş nakit akışı sonuçları.....	68
Tablo 6.20: Geliştirici kar oranlarına göre hesaplanan arsa değerleri.....	69

ŞEKİL LİSTESİ

	<u>Sayfa No</u>
Şekil 5.1 : Net Bugünkü Değer Formülü.....	37
Şekil 6.1 : İstanbul’da yer alan ofis bölgeleri.....	53
Şekil 6.2 : Yıllara göre toplam ofis stoğu ve birim kira fiyatları.....	54
Şekil 6.3 : İstanbul’da bulunan 5 yıldızlı otellerin yıllara göre doluluk oranları.....	58

ULUSLARARASI DEĞERLEME STANDARTLARININ TÜRKİYE’DE UYGULANMASI SÜRECİNDE GELİR KAPİTALİZASYONU YAKLAŞIMININ İRDELENMESİ

ÖZET

Gayrimenkuller, tüm ülkelerde kişisel ve kurumsal mülkiyetin temel alanlarından birisidir. Taşınmaz varlıkların uzun vadeli bir yatırım aracı olması, gelir getirme özelliği, bir güvence veya karşılık olarak kullanılabilmesi, gayrimenkullerin değerlemesini, tüm ilişkili tarafların refahının korunması için temel bir araç haline getirmiştir. Gayrimenkul değerlemesi konusunda uluslararası platformda kurumsallaşma ve standartlaşma sağlanmış, çok sayıda meslek kuruluşu örgütlenmiş, akademik düzeyde temel ve yenileme eğitimleri düzenlenmiştir.

Başta, İngiltere ve ABD olmak üzere gelişmiş ülkelerde, gayrimenkul değerlemesi, altyapısının oluşturulduğu meslek kuruluşları tarafından gerek mesleğin etikleri, gerekse mesleğe giriş ve kalış şartlarının belirlendiği, mesleğe giriş koşullarının oldukça yüksek tutulduğu, kişilerin imza yetkili kılındığı, kural ve meslek etiklerine aykırı davranışta bulunan üyelerin derhal meslekten men edildikleri, raporlamanın usul ve yöntemlerinin bir standarda bağlandığı belli başlı bir meslek dalıdır.

Ülkemizde konuyla ilgili yapılan ilk düzenleme, 2000 yılında Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından hazırlanan 34. ve 35. Tebliğleri ile Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO) için değerlendirme yapacak kişilerin lisans alma ve bu alanda faaliyet gösterecek şirketlerin yapılması konusunda olmuştur.

Türkiye’de gayrimenkul yatırım ortaklıkları, aracı kurumlar ve halka açık şirketlerin gayrimenkul işlemleri için değerlendirme raporu mecburiyeti aranmaktadır. Gayrimenkullerin değerlendirilmesi, ülkemizde uzun yıllardan beri yapılmasına rağmen değerlendirme sırasında kullanılacak yaklaşımlar, aşamalar ve teknikleri anlatan bir yönetmelik veya yasal bir düzenleme mevcut değildir. Türkiye’de değerlendirme yaklaşımlarının uygulaması ve yorumlanması sürecinde kılavuz eksikliğinden kaynaklanan sorunlar yaşanmakta, gayrimenkul değerlendirilmesi işi istenilen düzeyde tatbik edilememektedir.

Bu konuda yaşanan son gelişme 06.03.2006 tarihinde 26100 sayılı resmi gazetede yayınlanan, “Sermaye Piyasalarında Uluslararası Değerleme Standartları” hakkındaki tebliğdir (Seri:VIII, No:45). Tez çalışmasının kapsamı doğrultusunda Uluslararası Değerleme Standartları ve ülkemiz koşullarındaki uygulama süreci incelenmiştir. Bu çalışmayla, ülkemizde uygulanan değerlendirme yaklaşımlarının uluslararası standartlarla uyum içinde yürütülmesi, yapılan değerlendirme raporlarının güvenilirliği ile şeffaflığının sağlanması ve değerlendirme uzmanları için yol gösterici olması

amaçlanmıştır. Böylece uzmanların mülk piyasalarının güvenilir bir değerlemeye olan taleplerini karşılar duruma gelmeleri sağlanacaktır.

Bu süreçte, standartlar kapsamında tanımlanan değerlendirme yaklaşımlarının uygulama alanlarında bir farklılık olup olmadığı, varsa bunun nedenleri ve Türkiye'ye özgü karşılaşılan problemler ortaya konmuştur.

Tanımlanan değerlendirme yaklaşımları arasında, ülkemizde kurumsal bir gayrimenkul sektörünün ve gayrimenkule dayalı finansman sisteminin olmamasından dolayı, uygulanabilirliği ve doğru sonuçlara ulaşmada geçerliliği tartışılan bir yaklaşımın varlığı tespit edilmiştir. Bu yaklaşım, gerektirdiği detaylı pazar analizi ve finans disiplinine dayalı hesaplama, yorum sürecinde karşılaşılan problemlerden dolayı ülkemiz değerlendirme uzmanlarının kullanmaktan kaçındığı Gelir Kapitalizasyonu Yaklaşımıdır.

Tez konusunun kapsamı doğrultusunda yaklaşımın metodolojik tanımlaması yapılarak dayandığı kavram ve yöntemler incelenmiştir. Uygulama bölümünde verilen örnek ile yaklaşımın uygulanması ve yorumlanması sürecinde, ülkemiz koşullarında geçerliliği sınanmıştır.

CRITICISM OF INCOME CAPITALIZATION APPROACH ON THE IMPLEMENTATION PROCESS OF INTERNATIONAL VALUATION STANDARDS

SUMMARY

In all countries, real estate is one of the main platforms in that is related to individual and corporate ownership. Real estate valuation is widely practiced in developed countries because real property is recognized as a long-term investment tool, a guarantee and an income generating asset. Real estate valuation business in UK and USA has standards in methodology and reporting along with industry code of ethics and strict job-entry requirements.

In Turkey, the first regulatory act regarding real estate valuation is made by Capital Markets Board of Turkey through 34th and 35th notifications in year 2000. It outlined the certification of prospective appraisers and structural definition of valuation companies that will offer service to REICs.

Valuation report is a must for the real estate related operations of REICs, intermediaries and publicly traded companies. Although, real estate valuation has been long time practiced in Turkey; there is neither legal setting nor regulations that cover valuation approaches and methodologies used in real estate valuation. The lack of legal documentation causes problems by avoiding the practice of real estate valuation at desired levels.

A recent improvement regarding the above issues is the notification about the “International Valuation Standards (IVS)” that was published in official gazette dated 06.03.06.

Within the scope of the thesis, IVS and its implementation process in our country has been examined. In this direction, the purpose of this study is to offer the following improvements: execution of real estate valuation approaches in accordance with international standards, transparency and reliability of the valuation reports, provision of necessary guidelines for the appraisers. In addition to the above examination, the problems occurred during the implementation process of IVS in Turkey has also been identified.

In Turkey, the validity and the applicability of one of the valuation approaches defined in the IVS is being questioned due to the absence of corporate real estate industry and lack of financial tools. The mentioned approach is income capitalization which most of the Turkish appraisers avoid applying because of detailed market

analysis need, calculations based on sophisticated financial discipline and problems attached to the interpretation process.

Within the scope of the thesis, conceptual basis and techniques of income capitalization approach has been explored by making a methodological definition. With the sample given in the application section, the validity and applicability of the income capitalization approach has been examined with respect to Turkey's special conditions.

1 GİRİŞ

1.1 Konunun Tanıtılması

Gayrimenkuller tüm ülkelerde kişisel ve kurumsal mülkiyetin temel alanlarından birisidir. Taşınmaz varlıkların uzun vadeli bir yatırım aracı olması, gelir getirme özelliği, bir güvence veya karşılık olarak kullanılabilmesi, gayrimenkullerin değerlemesini, tüm ilişkili tarafların refahının korunması için temel bir araç haline getirmiştir. Bu alan ABD’de 1980’li yıllardan beri kurumsallaşmış; değerlendirme mesleği standartlaştırılarak uygulaması lisansa tabi olmuş; çok sayıda meslek kuruluşu örgütlenmiş; üniversitelerde ve diğer eğitim kurumlarında temel ve yenileme eğitimleri düzenlenmiş; konunun birçok yönü hakkında çok sayıda yayın ve araştırmalar yapılmış ve yapılmaya devam etmektedir.

Özellikle gelişmiş olan ülkelerin sermaye piyasalarında çok yaygın olarak kullanılan gayrimenkule dayalı mali araçların kaynağını teşkil eden gayrimenkullerin değerlemesinde değerlendirme şirketlerinden yararlanılmaktadır. Başta, İngiltere ve Amerika Birleşik Devletlerinde (ABD) olmak üzere gelişmiş ülkelerde, gayrimenkul değerlemesi; altyapısının oluşturulduğu, meslek kuruluşları tarafından gerek mesleğin etikleri gerekse mesleğe giriş ve kalış şartlarının belirlendiği, mesleğe giriş koşullarının oldukça yüksek tutulduğu, kişilerin imza yetkili kılındığı, kural ve meslek etiklerine aykırı davranışta bulunan üyelerin derhal meslekten men edildikleri, raporlamanın usul ve yöntemlerinin bir standarda bağlandığı belli başlı bir meslek dalıdır.

Ülkemiz sermaye piyasasında, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, aracı kurumlar ve halka açık şirketlerin gayrimenkul işlemleri için değerlendirme raporu mecburiyeti aranmaktadır. İçinde bulunduğumuz şu günlerde ise; yasa tasarıları hazırlanmakta olan uzun vadeli konut finansman sisteminde, ipotek kredilerinin verilebilmesi ve ipotek teminatlı menkul kıymetlerin çıkarılabilmesi için değerlendirme faaliyetlerine ihtiyaç doğacaktır.

Türkiye’de ilk kez 2000 yılında Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından hazırlanan 34. ve 35. Tebliğleri ile Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO) için değerlendirme yapacak kişilerin lisans alma ve bu alanda faaliyet gösterecek şirketlerin yapılanması düzenlenmiştir. Gayrimenkullerin değerlemesi, Türkiye’de piyasada uzun yıllardan beri yapılmakla birlikte, bu konuda yayın eksikliği, konuya yönelmek isteyenler için bir engel oluşturmaktadır.

Ülkemizde gayrimenkul değerlendirme mesleğinin kural ve etikleri ile meslekte kalış ve çıkışı düzenleyen kurum yine SPK’dır. Bu konuda yaşanan son gelişme, kurum tarafından 06.03.2006 tarihinde 26100 sayılı resmi gazetede yayınlanan, değerlendirme ilke ve yaklaşımlarına ilişkin doğru, şeffaf ve mukayese edilebilir bilgiye ulaşmak açısından önemi olan “Sermaye Piyasalarında Uluslararası Değerleme Standartları” hakkındaki tebliğdir (Seri:VIII, No:45). Tebliğ 1 Mayıs 2006 tarihiyle yürürlüğe girecektir.

Söz konusu standartlar, Birleşmiş Milletlere bağlı olarak çalışan ve 1981 yılında kurulan Uluslararası Değerleme Standartları Komitesi (UDSK) tarafından yayınlanmakta ve belirli aralıklarla güncellenmektedir. UDSK 1981 yılında kurulmuş, Birleşmiş Milletler'e bağlı olarak çalışan ve bünyesindeki üye kuruluşlar (39 ülkeden 42 üye kuruluş, 10 ülkeden 11 gözlemci kuruluş) ile Dünya Bankası, OECD, IMF, Dünya Ticaret Örgütü, Avrupa Birliği Komisyonu, Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu ve uluslararası değerlendirme örgütleri ile yakın işbirliği içinde çalışan bir kuruluştur. Merkezi İngiltere'de olan kuruluşun başlıca amacı; gayrimenkul değerlemesi alanında uluslararası standartlar oluşturmak ve üyeler arasındaki işbirliğini arttırmaktır.

Uluslararası Değerleme Standartları; özellikle pazar değeri tanımı ile değerlendirme metodlarının belirlenmesi gibi değerlendirme mesleğine ilişkin temel kavramları saptamak suretiyle genel bir çerçeve çizmeyi amaçlamaktadır. Ayrıca içeriğinde şirket değerlemesi ve uluslararası muhasebe standartlarına ilişkin ilke ve kavramlar da dahil pek çok konuyu kapsayan bilgiler bulunmaktadır. Söz konusu standartların kapsadığı konular geniş bir alan dahilinde olmakla birlikte, esas itibarıyla bu kavramların çok detayına girilmemiş, tanımlar düzeyinde yer verilmiştir. Bu şekilde genel bir çerçeve çizilerek ulusal düzenlemelerde rehber niteliği taşıması amaçlanmıştır.

Gayrimenkul değerlemesi mesleğine ilişkin uluslararası uygulamalar incelendiğinde görülmektedir ki, değerleme sırasında kullanılacak yaklaşımlar, aşamalar ve teknikler son derece detaylı bir biçimde yönetmelikle düzenlenerek, izlenecek yollar ayrı ayrı belirlenmiştir. Ancak  lkemizde böyle bir yönetmelik mevcut değildir. Türkiye’de değerleme yaklaşımlarının uygulanması ve yorumlanması sürecinde kılavuz eksikliğinden kaynaklanan sorunlar yaşanmaktadır.

1.2 Çalışmanın Kapsamı

Tez çalışmasının kapsamı doğrultusunda Uluslararası Değerleme Standartları ve ülkemiz koşullarında uygulanma süreci incelenmiştir. Bu süreçte, uygulanma alanlarında bir farklılık olup olmadığı, varsa bunun nedenleri ve karşılaşılan problemler ortaya konmuştur.

Standartlar kapsamında tanımlanan değerleme yaklaşımları arasında, ülkemizde kurumsal bir gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı finansman sisteminin olmamasından dolayı, uygulanabilirliği ve doğru sonuçlara ulaşmada geçerliliği tartışılan bir yaklaşım tespit edilmiştir. Bu yaklaşım, gerektirdiği detaylı pazar analizi ve finans disiplinine dayalı hesaplama, yorum sürecinde karşılaşılan problemlerden dolayı ülkemiz değerleme uzmanlarının kullanmaktan kaçındığı bir yaklaşımdır. Tez çalışmasının sorunsalı olan bu yaklaşım Gelir Kapitalizasyonu Yaklaşımıdır ve tez konusunun kapsamının şekillenmesine kaynak teşkil etmiştir. Belirlenen sorun doğrultusunda çalışmanın kapsamı bu yaklaşımla sınırlandırılmıştır.

Uygulama bölümünde verilen örnek ile de yine söz konusu yaklaşımın kullanılması ve yorumlanması sürecinde, metodolojik olarak tanımları yapılan kavramlar doğrultusunda ülkemiz koşullarında geçerliliği ve uygulanabilirliği sınanmıştır.

1.3 Çalışmanın Amacı

Yapılan tez çalışmasıyla, Uluslararası Değerleme Standartlarının  lkemiz mevzuatına kazandırılması sürecinde; kullanılan değerleme yaklaşımlarının uluslararası standartlarla uyum içinde yürütülmesi, yapılan değerleme raporlarının güvenilirliği ile şeffaflığının sağlanması ve değerleme uzmanları için yol gösterici olması amaçlanmıştır. Böylece

uzmanların, mülk piyasalarının güvenilir bir değerlemeye olan talebini karşılar duruma gelmeleri sağlanacaktır.

Bu doğrultuda Gelir Kapitalizasyonu Yaklaşımı kapsamlı bir şekilde incelenerek uygulama bölümünde örnek bir çalışma sunulmuştur. Verilen örnekle, değerlendirme disipliniinde dünya genelinde kabul görmüş standartlarla uyum içinde geliştirilecek profesyonel bir değerlendirme yaklaşımının ülkemizde hayata geçirilmesi amaçlanmıştır.

1.4 Çalışmada İzlenen Yöntem

Çalışmanın kavramsal ve metodolojik araştırması sırasında yerel ve uluslararası literatür taraması yapılmıştır. Yapılan taramada İTÜ kitaplıkları, yapılmış tez çalışmaları ve internetten önemli ölçüde yararlanılmıştır. Yerel kaynak olarak öncelikle, SPK'nın konuyla ilgili yönetmelikleri taranarak, yakın zamanda Resmi Gazete'de yayınlanmış olan “Sermaye Piyasalarında Uluslararası Değerleme Standartları” tebliği incelenmiştir

Uluslararası literatür taramasında ise dünya çapında gayrimenkul değerlemesine ilişkin mesleki kuruluşlar ile düzenleyici, örgütleyici faaliyetleri ve rehberleri incelenmiştir. İzlenen bu yöntemler sonucunda elde edilen verilerle çalışma altı ana bölüme ayrılmıştır:

Birinci bölümde, konunun genel bir tanıtımı, kapsamı, amacı ve izlenen yöntem tanımlanmıştır. İkinci bölümde gayrimenkul ve pazarıyla ilgili kavramlar hakkında ağırlıklı olarak yerel literatür çalışması sonucu derlenen bilgilere yer verilmiştir. Uluslararası literatürden faydalanarak hazırlanmış üçüncü bölümde, gayrimenkul değerlendirme tanım ve kavramları araştırılarak dünyada bu konuda düzenleme yapan mesleki örgütler ve düzenleyici faaliyetleri incelenmiştir.

Dördüncü bölümde ise, ülkemizde kabul görmüş değerlendirme ilke ve yaklaşımları konusunda tek yasal belge olan “Uluslararası Değerleme Standartları” tebliğine yer verilmiştir. Söz konusu tebliğde tanımları yapılan değerlendirme yaklaşımlarından biri olan Gelir Kapitalizasyonu Yaklaşımı, tez çalışmasının sorunsalı olarak beşinci bölümde detaylı olarak incelenmiştir. Uluslararası literatürden yararlanılarak yaklaşımın metodolojik tanımlanması yapılmış, geniş bir bakış açısından bakılarak arkasındaki mantık ve yöntemleri incelenmiştir.

Altıncı bölümde, Gelir Kapitalizasyonu Yaklaşımının uygulanması ve yorumlanması sürecinde kılavuz niteliğinde bir örnek çalışmaya yer verilmiştir. Son bölümde ise ülkemizde genel olarak gayrimenkul değerleme sektöründe ve değerleme yaklaşımlarının uygulama sürecinde karşılaşılan sorunlar saptanmıştır. Sorunların tespit edilmesi sürecinde, sektörün içindeki profesyonellerle yapılan karşılıklı görüşmelerden yararlanılmış ve çıkan sonuçlar değerlendirilmiştir. Yapılan değerlendirmede, dikkate alınması gereken asgari unsurlar ve karşılaşılan problemlere yönelik çözüm önerileri sunulmuştur.

2 GAYRİMENKULUN TANIMI VE GAYRİMENKUL İLE İLGİLİ KAVRAMLAR

2.1 Gayrimenkulün Tanımı

Gayrimenkul, bulunduğu yerden başka bir yere taşınması mümkün olmayan göçümsüz varlıklar olarak tanımlanmaktadır. Bir başka tanıma göre gayrimenkul, fiziksel bir varlık olan arazi ve bu arazi üzerine insanlar tarafından yapılmış yapılar olarak tanımlanır. Gayrimenkul, yerin üstünde, üzerinde veya altındaki tüm ilaveleriyle birlikte, görülebilen, dokunulabilen maddi bir varlıktır.

Gayrimenkul sabittir ve somuttur. Gayrimenkulün yasal tarifinde aşağıdaki somut bileşenler vardır[1,2]:

- Arazi
- Ağaçlar ve mineraller gibi toprağın doğal olarak ayrılmaz parçaları
- İnsanlar tarafından araziye bağlanmış binalar ve çevre düzenlemeleri gibi ekler

Ek olarak bütün sabit bina ekleri (örneğin sıhhi tesisat, elektrik kablo sistemleri ve ısıtma sistemleri) ve binanın yapısına eklenen unsurlar (kabinler ve asansörler gibi) genellikle gayrimenkulün bir parçası olarak kabul edilirler. Gayrimenkul hem toprağın altındaki hem de üstündeki eklentileri içerir.

2.2 Gayrimenkul Pazarı ile İlgili Kavramlar

2.2.1 Arz

Arz, belirli bir süre pazarda olabilecek bütün olası fiyatlar için üreticilerin sayısal miktarı ile ürünlerin fiyatları arasındaki ilişkidir. Alım-satımda değer belirlemek için bir ürünün varlığındaki azalma önemli bir faktördür. Gayrimenkul konusunda arz, belirli bir zamanda, belirli bir piyasada belirli bir tip gayrimenkul adedinin çeşitli fiyatlarda satılık

ya da kiralık olarak sunuma hazır olmasıdır. Pazarda arzın büyümesi, gayrimenkul satış/kira değerlerinin düşmesine neden olmaktadır.[3]

2.2.2 Talep

Genel anlamda talep, belli bir süre için olabilecek minimum-maksimum fiyatlar aralığında satın alınacak bir ürünün ya da hizmetin pazar fiyatı ile miktarı arasındaki ilişkidir. Gayrimenkulde talep, belirli bir zamanda, belirli bir piyasada belirli bir tip gayrimenkul adedinin çeşitli fiyatlarda satın alma ya da kiralama isteğidir. [3]

Fiyat yükseldiği zaman talep azalmaktadır. Yüksek fiyatlarda potansiyel alıcılar daha az fiyatlı benzerleri talep etmektedirler. Fiyatlar düştüğünde ise satın alıcılar göreceli olarak daha pahalı mülklere yöneleceğinden bu mülklere talep artacaktır.

Gayrimenkul Sektöründe Talebin Belirleyici Parametreleri

Gelecekteki Kiracı Kullanıcılarının 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. Bu çerçevede 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 yönde değerlendirecektir.

İşletme Giderlerinin Seviyesindeki Değişiklikler: Gayrimenkulün işletme giderlerinin genel seviyesi kira gelirin 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.

Teknoloji: Bir yerleşimdeki nüfusun artması ya da ekonominin büyümesi gibi gelişimlerin dışında teknolojiadaki değişiklikler de o bölgedeki kiralık gayrimenkullere talebi etkileyecektir. Teknolojideki gelişmeler 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. Bir bölgedeki konut ya da işyeri kullanımı gayrimenkul yatırımının getirisini etkileyecektir.

2.3 Gayrimenkul Pazarının Temel Özellikleri

Gayrimenkul pazarları diğer tüketim malları ve hizmetleri pazarlarıyla aynı ekonomik karakteristik özelliklere sahip değildir. Diğer pazarları verimliliği, ürünün karakteristik özellikleri kadar alıcı ve satıcının davranışları hakkındaki varsayımlara bağlı olarak da değişim gösterir. Gayrimenkul piyasaları, ticari alanlardaki gayrimenkule ilişkin tüm hizmetlerin pazarlandığı piyasalardır. Herhangi bir ürünün pazarlanması, ürünün satışını, satın alınmasını veya değişimini kapsamaktadır.

Pazar kavramı içinde, ticari işlemler vasıtasıyla bir araya gelen alıcılar ve satıcılar, işlemin yapıldığı yerler ve araçlar yer almaktadır. Gayrimenkul pazarı da, gayrimenkulün alım ve satımı ile ticari bağlantı kurulan yerler ve kişileri kapsamaktadır.

Gayrimenkul pazarı, diğer pazarlardan aşağıdaki konularda farklılık gösterir[3]:

1. İkame edilebilirlik: Verimli bir pazardaki tüketim malları ya da hizmetleri birbirlerinin yerine ikame edilebilir. Gayrimenkul pazarlarında bu durumun tam tersine gayrimenkulün her parselinin konumu sabit olduğundan tektir. Fiziksel olarak birbirinin aynısı iki parsel yoktur. Bazı parseller ekonomik olarak birbirinin yerine ikame edilebilir olsa bile, coğrafya olarak farklılık gösterirler.
2. Alıcı-Satıcı Sayısı: Verimli bir tüketim malları pazarında alıcı-satıcı rekabeti serbest pazarı yaratır. Alıcılardan ya da satıcılardan hiçbir fiyatı direkt olarak etkileyebilecek

kadar büyük bir pazar payına sahip değildir. Gayrimenkul pazarında ise, sadece birkaç alıcı ve satıcı, bir defada, fiyat aralığı dâhilinde ve herhangi bir tip mülk için pazarı önemli ölçüde etkileyebilir.

3. Ekonomik Göstergelere Karşı Duyarlılık: Gayrimenkulün yüksek ve göreceli değeri büyük satın alma gücünü gerektirir. Bu nedenle gayrimenkul pazarları ekonomik göstergelerdeki değişimlere karşı çok duyarlıdır. İnşaat maliyetleri, konut maliyetleri ve kira seviyeleri pazar katılımcılarının ödeme kabiliyetinin etkisi altındadır.

4. Fiyat: Verimli bir pazarda, fiyatlar göreceli olarak tek ve kalıcıdır. Fiyat, satın alma ya da satma kararlarında öncelikli faktörlerden biridir. Gayrimenkul pazarında fiyatlar genellikle yüksektir.

5. Yasal Kısıtlamalara Bağımlılık: Verimli bir pazar kendi kendini düzenler. Gayrimenkul pazarları kendi kendini düzenleyen bir yapıya sahip değildir. Bu nedenle gayrimenkul pazarında devlet ve belediye gayrimenkulün sahipliliğini ve hak transferini kurallar ile idare eder ayrıca sözleşme ve tapu kuralları ile mülkün satışını ve satın alınığını denetim altında tutar.

6. Arz-Talep Dengesi: Verimli bir pazarda arz ve talep dengesi asla birbirinden uzak değildir. Gayrimenkul arzı ve talebi denge fiyatına doğru eğilimli olsa bile, bu denge teoriktir ve çok nadir ulaşılabilen bir sonuçtur. Belirli bir kullanım için uygun gayrimenkul arzı, pazar talebini dengelemek için yetersizdir.

7. Arzın Pazara Girme Hızı: Arz ve talep göreceli olarak dengedeysen, gayrimenkul fiyatları durağan olmaya eğilimli olur. Fakat gayrimenkule olan talep aniden artarsa, ilave arz hemen sağlanamayabilir. Benzer şekilde talep aniden düşerse arz fazlası hemen pazardan çekilemeyebilir. Bu da karşılıklı etkileşimin yavaş olduğunu göstermektedir.

8. Alıcı ve Satıcıların Ön Bilgiye Sahip Olmaları: Verimli bir pazarda alıcı ve satıcılar pazar koşullarını, diğerlerinin davranışları, geçmiş dönem aktiviteleri ve ürün kalitesi konusunda bilgilendirilmişlerdir. Gayrimenkul pazarında ise çoğu insan sıklıkla gayrimenkul alıp satmadığı için yeterli bilgiye sahip olmayabilirler. Gayrimenkulün alım satımı her seferinde bir görüşme ve pazarlık teşkil eder.

9. Organize Pazar Mekanizması: Verimli bir pazarda alıcılar ve satıcılar organize olmuş pazar mekanizmaları tarafından bir araya getirilirler. Gayrimenkul pazarında ise pazara girmek ve çıkmak zaman alır. Talepler değişkendir. Bir bölge nüfusundaki ani artış fiyatların yükselmesiyle sonuçlanabilir. Yeni binaların inşası yıllar sürebilir. Ayrıca gayrimenkul işlemlerinin büyük bir kısmı, gayrimenkul işleminin hiçbir aşamasında yer almayan bireysel alıcı ve satıcıları arasında gerçekleşmektedir.

10. Tüketim Hızı: Verimli bir pazarda mallar kolayca tüketilir, çabuk arza sunulur ve kolayca nakledilir. Gayrimenkul ise satılabilirliği düşük bir üründür. Satılabilirliğinin düşük olma sebebi, satışının büyük miktarda para içermesi ve uygun finansmanın kolayca sağlanması zorluğudur.

2.4 Gayrimenkul Yatırımcıları

Gayrimenkul yatırımcıları gayrimenkulün 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.

Gayrimenkul alanındaki herhangi bir yatırımın hedefi, gerçekte belirlenen bir statüye göre sağlanmalıdır. Gayrimenkule basit bir yatırımdan ziyade bir iş fırsatı olarak yaklaşmak gerekmektedir. Gayrimenkul yatırımcıları nitelikleri açısından aktif ve pasif olmak üzere iki grupta incelenebilir.[3]

2.4.1 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.

2.4.2 Pasif Yatırımcılar

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

2.5 Gayrimenkul Yatırımlarının Avantajları

Gayrimenkulün yatırım olarak avantajları şu şekilde sıralanabilir [1]:

1. Gayrimenkulün gerçek değerinin artması

Gayrimenkul pazarı 3 önemli alt bölüme ayrılır:

- Toprak
- Kullanım varlıkları
- Yatırım varlıkları

Tüm alt bölümler zaman içerisinde değer kazancı ya da kaybı elde ederler. İyi konumdaki bir arsanın sınırlı bir miktardaki arzına ve buna karşılık pazarda oluşan talep baskısı, arsanın ve binanın zaman içinde değer kazanmasına neden olur. Kazanılan değer:

- Malın konumunun,
- Alış fiyatının,
- Alternatif kullanımlarının,
- Tüm bu kullanımlar için pazardaki genel talebin bir fonksiyonudur. Bu değer artışı enflasyon oranını ne kadar aşarsa, malvarlığı gerçek anlamda o kadar değer kazanmış olur.

2. Enflasyona karşı korunma

Gayrimenkulün diğer bir avantajı, öngörülemeyen enflasyona karşı koruma sağlamasıdır. Bu durum, yeni inşaat maliyetlerinin genelde genel fiyat endeksine eşit ya da ondan büyük olması ve yeni bina kiralalarının yeni yapım maliyetine getiri fiyatlaması mekanizması yolu ile bağlı olmasından kaynaklanır. Eğer pazar sıkışık ise, kiralar yeni inşaat maliyetini aşabilir.

Gayrimenkulün enflasyona karşı iyi bir korunma olmasının bir diğer nedeni de pek çok ticari kiralamanın belirlenmiş aralıklarla fiyat endeksleriyle ya da pazarla ilişkilendirilmesidir.

Son faktör ise işletme giderlerinin kiracı tarafından karşılanmasıdır. Tüm bu unsurların birleşimi, gayrimenkulün fiyat düzeyindeki gelişmelere adapte olmasını sağlar (Yeniden kiralama bir gecikmeye sebep olur ancak bu göz ardı edilebilecek niteliktedir).

3. Nakit Getiri

Üç alt pazardan birisi olan yatırım malları gayrimenkulün gerçek değer artışı ve enflasyon korumasını yanı sıra nakit getiri sağlar. Gerçekten de, yatırım gayrimenkulü yatırımcıya; aylık, üç aylık ya da yıllık nakit dönüşü sağlayan birkaç enflasyon koruma biçiminden birisidir.

Nakit getiri, mala eklendiğinde (değer kazanma), ya da çıkarıldığında (değer kaybetme) toplam getiriyi oluşturur. Gayrimenkulün elde tutulduğu dönemdeki enflasyon oranı çıkarılarak, yatırım üzerindeki gerçek toplam getiriyi belirlemek mümkündür.

4. Azalan Gelir Belirsizliği/ Değişkenliği

Gayrimenkul yatırımları gelirlerinin menkul kıymetler yatırımları gelirlerinden daha az değişken olduğu saptanmıştır. Pek çok yatırım malı, kar payından önce kira ve tahvil faizi ödemek zorunda olan şirketlere kiralandığından, kira ödemeleri kaçınılmaz bir harcama türüdür. Bir şirket basit anlamıyla iş dünyasında kalabilmek için kira ödemelidir.

Kiracının kredisini değerlendirmek mümkün olmadığından ve kira dönemi boyunca ödemeler tahmin edilebilir olduğundan, gayrimenkul gelir akımının şirket karından daha az değişken olması gerekir. Gelir getiren varlık genelde gelir akımları toplamı kadar bir fiyattan satılacağından pazar fiyatının da daha az değişken olması beklenir.

5. Sistemik Riskin Azaltılması

Gayrimenkul fiyatları diğer menkul kıymetlerin fiyatları ile ters yönde hareket etmektedir. Bunun anlamı hisse senetlerinin değeri arttığında gayrimenkul fiyatlarının azalması veya tam tersi durumda gayrimenkul fiyatlarının artmasıdır. Gayrimenkullerin

hisse senetleri portföylerinde yer alması bu ters hareketleri azaltacak ve portföyün sistematik riskini en aza indirecektir.

6. Finansal Kaldıraç

Gayrimenkullerin en önemli avantajları, yabancı kaynak kullanımı yoluyla finansmanının yapılabilmesi yani kaldıraç yaratabilmesidir. Kaldıraç yoluyla borç alınan fonlar yardımıyla öz kaynak getirisi artabilecektir. Kaldıracın büyüklüğü, borcun toplam içindeki oranına ve gayrimenkul projesinin getirisine bağlıdır. Genellikle kaldıracın büyüklüğü borç alınan kaynakların ve projenin senelik getirilerinin indirgenmesi yoluyla hesap edilir. Eğer borçlanma maliyeti gelirden daha düşük ise pozitif kaldıraç, yüksekse negatif kaldıraç söz konusudur.

7. Vergi Avantajları

Gayrimenkuller üzerinde diğer yatırım araçlarına göre daha çok vergi muafiyeti bulunmaktadır. Bu durumun doğal bir sonucu olarak projenin getirisi diğer yatırım araçlarına göre göreceli olarak artmaktadır.

8. Amortisman

Gayrimenkullerde en önemli vergi avantajı amortisman ayrımı nedeniyle oluşmaktadır. Cari yıl amortismanları harcamaları arttırıp vergi konusu geliri azaltmaktadır. Amortisman sadece bir muhasebe uygulaması olması nedeniyle herhangi bir nakit çıkışı gerektirmemektedir.

2.6 Gayrimenkul Yatırımlarının Dezavantajları

Bütün yatırım araçlarında olduğu gibi, gayrimenkul yatırımları da bazı dezavantajlara sahiptir. Bu dezavantajların başlıcaları; likitide riski, anapara kaybı, getiri ve alım gücü kaybıdır.[1]

1. Likidite Riski

Menkul kıymetlerle karşılaştırıldığında, gayrimenkullerin en büyük dezavantajı likit olmamasıdır. Gayrimenkullerin elden çıkarılması zaman alıcı bir iş olup, aynı zamanda belirli bir çaba ve değer tespiti gerektirmektedir.

2. Anapara Kaybı

Gayrimenkule yatırılan sermaye, gayrimenkulün tahrip olması, ekonomik koşullardaki değişiklikler ve sahiplik haklarının yitirilmesi gibi durumlarda kaybedilir.

3. Getiri kaybı

Yatırımcılar gelir ve maliyet tahminlerinin beklenenden farklı olması durumunda, getiri kaybına uğrayabilirler. Özellikle uzun dönemli projelerde gelir ve maliyetlerin proforma tablolarla hazırlanması ve belli varsayımlar içermesi bu riskin gerçekleşme olasılığını arttırmaktadır. Ayrıca böyle bir risk nedeni ile nakit akımında düzensizlik ihtimali, borç veren kuruluşlara belirlenen dönemlerde ödeme yapılmaması riskini beraberinde getirmekte. Bu da yapılan sermaye yatırımlarını risk altına sokmaktadır.

4. Alım Gücü Kaybı

Yüksek enflasyon dönemlerinde, yatırım tamamlansa dahi, alım gücünün düşmesi nedeniyle gayrimenkulde reel anlamda değer kaybı olabilir. Ancak bu ihtimalin oluşma ihtimali düşüktür. Çünkü gayrimenkule ilişkin geçmiş döneme ait veriler, gayrimenkulün genelde enflasyonun üzerinde getiri sağladıklarını göstermektedir.

3 GAYRİMENKUL DEĞERLEME TANIM VE KAVRAMLARI

3.1 Tanım ve Kavramsal Çerçeve

Gayrimenkul Değerlemesi; 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 yaklaşımlar kullanılarak bulunmaktadır. [1]

Başka bir tanıma göre değerlendirme, bir gayrimenkulün, gayrimenkul projesinin veya bir gayrimenkule bağlı hak ve faydaların belli bir tarihteki muhtemel değerinin bağımsız ve tarafsız olarak takdirinin yapılması işlemidir. Bu işlemi gerçekleştiren kişiye ise “Değerleme Uzmanı” denmektedir. [2]

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.[2]

Gayrimenkul değerlendirme birçok ticari işlemde gerekli olabilmektedir. Genel olarak, gayrimenkule ilişkin alım, satım, ipotek, vergi, sigorta veya inşaat durumu söz konusu olduğunda gayrimenkulün değer tespitinin yapılması gündeme gelmektedir.

3.1.1 Değerlemenin Kullanım Alanları

Değerlemenin tipik kullanım alanları şunlardır: [1]

Mülkiyetin el değiştirmesi

- Olası alıcılara bir teklif fiyatı hazırlamada yardımcı olmak
- Olası satıcılara kabul edilebilir bir satış fiyatı konusunda karar vermelerine yardımcı olmak

- Gayrimenkul değişimleri için bir temel oluşturmak
- Çoklu mülkleri mülkiyetini yeniden organize etme ya da birleştirme konularında temel oluşturmak
- Bir işlemin satış fiyatı koşullarını belirlemek

Finansman ve kredi

- İpotek karşılığı borç için verilen garantinin kıymeti konusunda fikir geliştirmek
- Bir yatırımcıya gayrimenkul ipoteği, bono veya diğer kıymetli evrak satın alması konusunda karar vermesi için güvenilir bilgi sunmak
- Bir gayrimenkul için kredi sigortası veya garanti verme konusunda karara temel oluşturmak

Davalar

İstimlâk işlemleri

- Bir mülkün bütününe bir pazar değeri biçmek-örneğin el koymadan önce
- El koymadan sonra bir mülkün kalanına pazar değeri biçmek
- Bir mülke el koymanın sonucundaki zararı tahmin etmek

Mülk bölüştürme

- Sözleşme uyumsuzluklarında bir mülk için pazar değeri tahmini oluşturmak
- Bir portföyün parçası olarak bir gayrimenkul üzerinde bir pazar değeri tahmini oluşturmak
- Ortaklık payları konusunda bir pazar değeri tahmini oluşturmak

Vergi konuları

- Vergi değeri konusunda fikir oluşturmak
- Varlıkları amortismanına tabi tutulabilir kalemler, örneğin binalar; ve amortismanına tabi tutulamaz kalemler; örneğin arazi gibi; şeklinde ayırmak ve uygulanabilir amortisman oranlarını tahmin etmek.
- Hibe ve miras vergilerini saptamak

Yatırım danışmanlığı, karar verme ve muhasebe

- Kira tarifeleri ve koşulları saptamak
- Bir inşaat ya da yenileme projesi için fizibilite hazırlamak
- Sigortacıların, sigorta eksperlerinin ve sigortalıların gereksinimlerine hizmet etmek

- Şirket birleşmelerinin, hisse senedi sigortaları ve defter değerini yeniden değerlendirmeyi kolaylaştırmak
- Hacizli satışlarda ya da açık arttırmalarda malın tasfiye değeri hakkında fikir oluşturmak
- Müşterilerine yatırım amaçları, alternatifler, kaynaklar ve kısıtlamalar ve faaliyetlerinin zamanlamaları konusunda danışmanlık yapmak
- İmar komisyonları, mahkemeler ve şehir plancılarına önerilen hareketlerin olası etkileri üzerinde danışmanlık yapmak.
- Değer biçme konularında hakemlik yapmak
- Pazarın arz ve talep eğilimlerini analiz etmek
- Gayrimenkul pazarlarının durumunu belirlemek
- Sabit değerlere kıymet biçmek ve değer paylaşımı işlemlerinde yardımcı olmak

3.2 Değer Kavramı

Günlük kullanımda “değer” sözcüğü “pazar değeri”, “kira değeri”, “sigorta değeri”, “kullanma değeri”, “özgü değeri”, “yatırım değeri”, “aktif değeri”, “belirlenen değeri” 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 her biri farklı anlamlara sahiptir. Değer tespitleri standart hale getirilemez ve değerlendirme uzmanı bu ifadeleri kullanırken çok dikkatli olması gerekmektedir. Bir gayrimenkulün değerlemesi sırasında en önemli faktör “pazar değeridir”.

“Değer” kavramını iki genel sınıfa ayırmak mümkündür:[1]

a) Sübjektif değer

b) Objektif değer

Sübjektif değer, esas itibarıyla mülkün kendi bünyesindeki özellikleri ile (mülk sahibi açısından bir gayrimenkulün değeri) bir başka deyişle, daha çok mülkün “kullanım değeri” ile ilgilidir. Objektif değer, mülkün dışında bulunan, aslında, “başkaları için mülkün değeri nedir” gibi etkenleri içerir. Örneğin, belli bir kişi tarafından tasarlanan ve kullanılan pahalı bir yatak odasına sahip bir ev, içinde oturan için önemli ölçüde

subjektif değere sahiptir, fakat bu evin konut pazarındaki objektif değeri muhtemelen daha düşük olacaktır. Bunlardan birincisine “kullanım değeri” ikincisine de “pazar değeri” denir.

3.2.1 Pazar Değeri Kavramının Tanımı

“Pazar Değeri” ifadesi için zaman içinde çeşitli tanımlar yapılmıştır, ancak bunların tümü kural olarak aşağıdaki temel varsayımlara dayanır:[3]

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

ABD Gayrimenkul Değerleme Enstitüsü ve Gayrimenkul Değerleme Uzmanları Derneği tarafından da onaylanan “pazar değeri” kavramının tanımı aşağıda yer almaktadır. Buna göre pazar değeri; “Adil bir satış için gerekli olan tüm koşullar altında, bir gayrimenkulü serbest rekabete açık bir pazara getirecek olan ve para cinsinden ifade edilen en yüksek fiyatı olup, alıcı ve satıcı ayrı ayrı ihtiyatlı ve bilgili hareket ederken fiyatın gereksiz dış faktörlerce etkilenmemiş olduğu farz edilir.”[1]

Uluslararası Değerleme Standartları Komitesinin yaptığı tanıma göre ise pazar değeri, belirli bir kıymet biçme tarihinde istekli bir alıcı ve istekli bir satıcının hiçbir başka etki altında kalmadan ve kendi çıkarlarını kollayarak doğru bir pazarlama sonucu ve her iki tarafın da bilgili, ihtiyatlı ve baskı altında kalmadan satışı gerçekleştirebilecekleri tahmini bir miktardır.[4]

3.2.2 Değerlemenin Dayandığı Esas; yerel, ulusal, ve uluslararası koşullar

Tüm değerlendirme uzmanları, değerlendirme yaparken kısmen veya tamamen, pazardan elde edilen bilgi ve verilere dayanmaktadırlar. Bu bilgilerin bazıları değerlendirme raporunda görülebilen veya görülemeyen genel bir niteliğe haizdir. Örneğin, bir gayrimenkulün bir parselinin tahmini pazar değeri ulusal ve hatta uluslararası koşullardan etkilenebilir. Demografik değişiklikler, ticari ve sınai trendler, hükümetin mali politikaları, enflasyon, yüksek faiz hadleri, kredilendirme koşulları gibi faktörlerin hepsi gayrimenkulün değeri üzerinde doğrudan etkide bulunur. Örneğin; bazı yörelerde buğday fiyatlarındaki değişimler gayrimenkullerin değerini etkileyebilmekte iken; bazı yörelerde ise gayrimenkul fiyatları çelik piyasasındaki değişikliklere karşı hassasiyet göstermektedir. Bir uzman normal koşullarda bu etkileri açıkça dile getirmezken, değişen genel şartların gayrimenkulün cari piyasa değerinde ölçülebilir veya mantıklı bir değişikliğe sebep olduğu kanısına varırsa, değerlendirme raporunda bu hususlara yer verebilmektedir.

Bir gayrimenkulün yer aldığı bir kentin veya bölgenin iktisadi ve karakteristik özellikleri, gayrimenkulün pazar değerinin tahmin edilmesinde daima dikkate alınacak olan faktörlerdir. Bunlar gayrimenkulün muhtemel pazar değerini doğrudan etkilerler. Bir değerlemede en önemli husus çevrenin kapsamlı bir analizinin yapılmasıdır, zira bir gayrimenkulün her bir parseli çevresinde yer alan faktörlerden veya diğer gayrimenkullerden (aynı zamanda o bölgedeki diğer mallara ait pazar koşulları tarafından) etkilenir. Kesin değer tahmininde, çevre analizi sıklıkla ilgili gayrimenkulün kendine has özelliği kadar dikkate alınması gereken bir husustur. Bir uzmanın makul ve doğru bir değerlendirme yapabilmesi için tüm ilgili bilgileri toplayıp derlemesi, bunları düzenli bir şekilde bir araya getirmesi ve değerlendirme mesleğine özgü tecrübelerle birleştirmek suretiyle, geliştirilen standart ve tekniklere uygulaması şarttır. Yapılan bir değerlendirme gerçekleri bulmanın, sağlıklı karar vermenin ve geçmiş tecrübelerin bir kombinasyonudur.

3.2.3 Gayrimenkul Değerinin Unsurları

Bir ürün, eşya ya da hizmetin değeri onların doğası gereği oluşmaz; bu değerleri pazarı oluşturan kavramlar oluşturur. Değeri yaratan ilişkiler karmaşıktır ve değeri etkileyen

faktörler değiştiğinde değer de değişir. Tipik olarak dört karşılıklı bağımlı ekonomik faktör değeri yaratır[3]:

1. Yararlılık
2. Kıtlık
3. Arzu
4. Etkin alım gücü

Bir mülkün değeri olması için bu dört faktörün de var olması gerekir.

1. Yararlılık: Yararlılık bir ürünün insan gereksinimini, isteğini ya da arzusunu tatmin etme yeteneğidir. Bütün mülklerin kiracılara, mülk sahibi yatırımcılara ya da mülk sahibi oturanlara yararı olması gerekir. Konut mülkleri barınma gereksinimini giderirken, ticari mülklerde gelir yaratır. İkisinde de çekiciliği arttırmak için tasarım özellikleri bulunabilir. Bu özelliklere konfor denir. Bu konforların değeri onların mülk sahibi- oturan ya da kiracı-oturanlar açısından arzulanmalarına ve yararlarına bağlıdır. Kiracıya olan değeri kira olarak bir değere dönüşür. Gelir getiren mülklerden edinilen yararlar genellikle nakit akışı olarak ifade edilebilir. Yararlılığın değere katkısı mülkün özelliklerine bağlıdır. Genişlik yararlılığı, tasarım yararlılığı, konum yararlılığı ve diğer yararlılıklar mülkün değerinin gözle görülür bir biçimde arttırır.

2. Kıtlık: Kıtlık bir kalemin var olan ya da beklenen arzına karşı ona olan taleptir. Genel olarak talep sabit ise, bir malın kıtlığı onu daha fazla değerli yapar. Örneğin arazi bol miktarda bulunur; ancak kullanılabilir, arzu edilen arazi göreceli olarak daha azdır ve bu nedenle daha değerlidir. Gayrimenkul de dahil olmak üzere hiçbir kaleminde yararlılık ile kıtlık birleşmemişse değerli değildir. Örneğin hava yüksek derecede yararlı olmasına karşın tanımlanan bir ekonomik değere sahip değildir, çünkü her yerde bol miktarda bulunur.

3. Arzu: Arzu, satın alanın bir gereksinimi karşılama (örneğin, barınma, giyinme, gıda, arkadaşlık) ya da hayatı devam ettirecek şeyler dışındaki bireysel gereksinimlerini giderme isteğidir.

4. Etkin Satın Alma Gücü: Etkin satın alma gücü, bir birey ya da bir grubun bir pazara katılma yeteneğidir. Yani mal ve hizmetleri nakit ya da nakit eşdeğeri ile satın

almasıdır. Bir gayrimenkul değerin doğru biçimde belirlenmesi, pazarın mülk için ödeme yeteneğinin hassasiyetle saptanmasına bağlıdır.

5. Arz ve Talep: Değeri yaratan karşılıklı, bağımlı ve karmaşık dört faktör temel ekonomik ilke olan arz ve talebe yansır. Her hangi bir durumda bir malın yararlılığı, kıtlığı ya da bolluğu, o malı edinme için insan arzusunun yoğunluğu ve etkin satın alma gücü o malın arz ve talebini etkiler.

Bir mala olan talep, yararlılığı tarafından yaratılır ve kıtlığı tarafından etkilenir. Talep, aynı zamanda arzu ve arzuyu yaratan etkenler tarafından da etkilenir. Her ne kadar insanoğlunun gereksinimleri sınırsız ise de, arzu etkin satın alma gücü tarafından sınırlanır. Arazi sınırlı bir maldır ve belirli bir kullanım için belirli bir konumda bulunan arazi, talep fazla ise, arzı yeterli olmayacaktır. Durgun satın alma gücü, arzı da kontrol altında tutacaktır. Eğer satın alma gücü genişlerse, göreceli olarak sayısı sabit olan bir mal azalacak ve pazar güçleri tarafından yaratılan talep, arzın arttırılmasını isteyecektir.

3.3 Dünyada Gayrimenkul Değerlemesine İlişkin Mesleki Kuruluşlar

Gayrimenkul değerlendirme mesleğinin özellikli bir alan olması, teknik detaylarının fazla olması ve de mesleki etik kuralların oluşturulmasının önemi nedeniyle, bu alanda uluslararası değerlendirme standartlarını belirlemek ve yaygınlaştırmak, güvenilirliği ve şeffaflığı sağlamak, ulusal düzeydeki mesleki örgütleri tek çatı altında toplayarak bilgi alışverişini kolaylaştırmak ve bu mesleğin tanıtılmasına katkıda bulunmak maksadıyla uluslararası bazda çok sayıda mesleki değerlendirme kuruluşu kurulmuştur. Gayrimenkul değerlemesine ilişkin mesleki kuruluşların başlıca amaçları şunlardır[2]:

- i) Mesleki etiklere uygun çalışacak gayrimenkul uzmanları seçmek ve onları yetiştirmek amacıyla kural ve kriterler koymak,
- ii) Yeni uzman stajyerlerini yetiştirmek ve yetişmiş olanların da mesleki beceri ve bilgilerini arttırmak amacıyla eğitim sistemleri kurmak ve geliştirmek,
- iii) Gayrimenkul uzmanlarının görevleri sırasında uyacakları mesleki standartları ve profesyonel etikleri düzenleyen yönetmelik ve tebliğleri hazırlamak.

3.3.1 Uluslararası Değerleme Standartları Komitesi (International Valuation Standards Committee -IVSC)

IVSC, 1981 yılında kurulmuş, Birleşmiş Milletlere bağlı olarak çalışan ve bünyesindeki üye organizasyonlar (42 ülkeden 53 üye) ile Dünya Bankası, OECD, Uluslararası Muhasebeciler Birliği ve değerleme örgütleri ile yakın işbirliği içinde çalışan uluslararası bir kuruluştur. Merkezi İngiltere’de olan kuruluşun başlıca amacı; gayrimenkul değerlemesi alanında standart kurallar oluşturmak ve üyeler arasındaki işbirliğini arttırmaktır.

Bu amaçla IVSC, 4 bölümden oluşan ve değerleme mesleği ile ilgili genel uygulamalar ile metotları içeren değerleme standartları oluşturmuştur. Söz konusu standartlar; özellikle pazar değeri tanımı ile değerleme yaklaşımlarının belirlenmesi gibi mesleğe ilişkin temel kavramları saptamak suretiyle genel bir çerçeve çizmeyi amaçlamıştır.

IVSC’ye tam üye olabilmek için bazı şartların sağlanması gerekmektedir. Söz konusu şartlardan bazıları; uluslararası standartlara uyumluluğun sağlanması, değerleme mesleğini icra edebilecek nitelikte uzmanların bulunması ve komite genel kurulunun üçte ikilik kabul oyunun alınmasıdır. Sayılan şartları sağlayamayan adaylar, IVSC’ye gözlemci statüsünde katılım sağlayabilmektedir.[5]

3.3.2 Avrupa Değerleme Uzmanları Derneği (The European Group of Valuers' Associations -TEGOVA)

TEGOVA, Avrupa'nın çeşitli ülkelerinde kurulu bulunan gayrimenkul değerleme kuruluşları arasındaki koordinasyonu sağlayarak işbirliğini artırma ve gayrimenkul değerlemesi alanında standart birtakım kurallar koymak amacıyla kurulmuş bir örgüt olup, bünyesinde halen 28 ülkeden 40 üye kuruluş bulundurmaktadır.

TEGOVA, Uluslararası Değerleme Standartları Komitesi (IVSC) ile de yakın bir işbirliği içinde olan bir örgüttür. Bu işbirliğinin temel amacı, uluslararası alanda değerleme metotları 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; “Onaylanmış Gayrimenkul Değerleme Standartları (Approved European Property Valuation Standards

-EVS)” adı altında bir standartlar rehberi hazırlamıştır. Söz konusu rehber TEGOVA'ya üye olan kurumlar açısından herhangi bir zorunluluk veya cezai hükümler içermemekle birlikte tavsiye niteliğinde de olsa gayrimenkul değerlemesi mesleği açısından birtakım önemli düzenlemeler içermektedir. EVS'nin içerik ve amaçları şu şekilde özetlenebilir:[6]

- Müşterileri için güvenilir ve tutarlı değerlendirme raporları hazırlamaları için değerlendirme uzmanlarına yardımcı olmak,
- Pazar değeri ve değerlendirme metodu kavramlarına standart tanımlar getirmek suretiyle yeknesaklığı sağlamak,
- Gayrimenkul değerlemesi mesleğinin kalite standardını yükseltmek,
- Uzmanları 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.

Avrupa Değerleme Standartları (European Valuation Standards -EVS)

EVS'de yer alan hükümler ve kurallar, değerlendirme mesleğinin genel bir 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.

EVS; 12 bölümden oluşmaktadır. İlk üç bölümde esas itibarıyla gayrimenkul değerlendirme mesleğine ilişkin uluslararası standartlardan ve eksper olmanın şartlarından bahsedilmiş, daha sonraki bölümlerde ise gayrimenkul değerlendirme mesleğinin teknik detaylarına girilerek metodlar, yaklaşımlar, kavramlar ve standartlar saptanmıştır.

TEGOVA, söz konusu standartları 1957 Roma Antlaşması-Madde 110 hükümleri ile diğer uluslararası antlaşmalarla uyumlu olarak ve IVSC ile yakın bir işbirliği içerisinde oluşturmuştur. Böylelikle serbest rekabet ve dünya ticaretinin geliştirilmesi amaçlarına

hizmet edilmeye çalışılmıştır. Bu çerçevede, anılan standartlar yeniliklere açık olup, zaman içinde revize edilebilmekte hatta değişebilmektedir.

TEGOVA; üye kurumların söz konusu standartlara uyumunu arttırmak amacıyla çeşitli kitapçıklar yayımlamakta ve seminerler düzenlemekte olup, Avrupa Komisyonu ve Avrupa Birliğine üye ülkeler nezdinde bir sözcü gibi davranarak, gayrimenkul yönetimi ve değerlemesi konularında uzmanlaşmış yetkililerin görüşlerini dile getirmektedir. Buna göre; EVS’de yer alan ve gayrimenkul değerlendirme mesleğine özgü bazı önemli tespitler yapan ve kurallar koyan hükümlerden bazıları şunlardır:[2]

Değerleme Uzmanlarının Niteliği:

EVS’ye göre;

- a) Bir uzmanın, 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 uygun bir kişi olmak gibi koşullardır.
- b) Bir uzman, belirlenen standartlardan ve metotlardan ayrıldığı noktalarda, bunu nedeni ile birlikte değerlendirme raporunda şeffaflığın temini için belirtmek zorundadır zira; değerlendirme ilke veya metotlarından sapma, uzmanlar açısından bazı finansal veya hukuki sonuçlar doğurabilmektedir.
- c) 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 ve kabul görmüş bir organizasyona bağlı olarak çalıştığını ispatlamak zorundadır.
- d) Eğer bir eksper, değerlendirme yaparken bazı uzmanlık alanı gerektiren konularda yeteri kadar bilgili olmadığı kanısına varırsa, bunu müşterisine bildirmek ve konunun uzmanlarına danışmak zorundadır.

Ayrıca, çıkar çatışmasını önlemek amacıyla; bir uzman, değerlemesini yaptığı varlığa ilişkin herhangi bir taraf ile bir bağı, çıkar ilişkisi veya ilgisi varsa bunu müşterisine bildirmek zorundadır.

3.3.3. Kraliyet Denetçi Müfettişleri Enstitüsü (Royal Institution of Chartered Surveyors -RICS)

İngiltere’de değerleme faaliyetleri konusunda yetkili olan kurumdur. Bu konudaki kitabı “Standards of Asset Valuation Practice”dir. Merkezi Londra’da olan kurumun 1 başkan ve 3 yardımcısı vardır. Faaliyetleri 4 alt birimde tanımlanmıştır: Eğitim & Standartlar, Terfi, Kurumsal Hizmetler ve Stratejik Planlama.

Üyeleri gerçek kişilerden oluşmakta olup 100’ün üzerinde ülkede 75.000 “Denetçi Müfettiş (Chartered Surveyor)” bulunmaktadır. Değerleme uzmanlarında aranan akademik yeterlilik konusunda (en az lise mezunu, RICS’in tanıdığı bir okul olması şart), RICS tarafından düzenlenen eğitim ve iş tecrübesi aşamalarını tamamlamak (400 günlük eğitim ve 2 yıl staj süresi), final sınavını geçmek, yazılı ve sözlü sınavları vermek şartları aranmaktadır. (Sözlü sınavda bir projenin prezantasyonu yapılmaktadır) Ayrıca refakatçi ve gözetmenin aday hakkındaki raporu da istenmektedir. Sınavlar kuruluş bünyesinde yapılmaktadır.[7]

3.3.4 Değerleme Enstitüsü (Appraisal Institute-AI)

Amerika Birleşik Devletlerinde değerleme faaliyetleri konusunda yetkili olan kurumdur. Bu konudaki kitabı “Code of Professional Ethics and Standards of Professional Appraisal Practice”dir. 1 başkan ve 8 üyeden oluşan bir komite tarafından yönetilen kurumun merkezi Chicago’da bulunmaktadır. ABD’de ülke çapında 10 ayrı bölgeye ayrılmış bir organizasyon yapısı vardır. Üyeler gerçek kişilerdir ve 19.000 üyesi bulunmaktadır.

Akademik yeterlilik konusunda yüksek okul mezunu olmak, eğitim ve iş tecrübesi aşamalarından geçmek (4500 saatlik iş tecrübesi) ve final sınavını geçme koşulları aranmaktadır. Ayrıca adayın bir proje hazırlaması istenmektedir. Bunun yanı sıra adayın ahlaki ve etik değerlere uyumuna ilişkin danışmanından rapor talep edilmektedir. Lisanslama sınavları kuruluş bünyesinde yapılmaktadır. [8]

3.4 Türkiye’de Gayrimenkul Değerlemesine İlişkin Mesleki Kuruluş: SPK

Sermaye Piyasası Kurulu ülkemizde değerlendirme faaliyetleri konusunda düzenlemeleri yapan tek yetkili kuruluştur. Bu konuda yapmış olduğu düzenlemeler aşağıda açıklanmaktadır : [9]

Sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde değerlendirme hizmeti verecek şirketlere ve bu şirketlerin kurulca listeye alınmalarına ilişkin esaslar hakkında 28/7/1981 tarihli ve 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 15/12/1999 tarih ve 4487 sayılı Kanun'la değişik 22'nci maddesinin birinci fıkrasının (r) ve (t) bentlerine dayanılarak bir tebliğ hazırlanmıştır. Ağustos 2001’de ise Seri VIII, 34, 35 ve 36 no’lu tebliğlerle gayrimenkul değerlendirme uzmanlığı ve değerlendirme şirketleri konularında düzenlemeler yapılmıştır. SPK’nın konuyla ilgili tebliğleri Ek A’da sunulmaktadır.

Değerleme uzmanları, şirketin faaliyet konusunu yakından ilgilendiren inşaat mühendisliği, harita ve kadastro mühendisliği, işletme, ekonomi, mimarlık ve şehir ve bölge planlaması gibi alanlarda asgari 4 yıllık üniversite mezunu ve gayrimenkul değerlemesi alanında en az 3 yıl tecrübesi olan ve Kurulun lisanslamaya ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde kendilerine “*Değerleme Uzmanlığı Lisansı*” verilen kişiler olmaktadır.

Değerlemenin taşıdığı büyük önem nedeniyle, SPK sermaye piyasasında yüksek kalitede değerlendirme hizmeti alınabilmesini temin etmek amacıyla, 2001 yılından bu yana, değerlendirme uzmanlarına bir sınav sonrasında lisans verilmekte ve değerlendirme hizmeti verecek şirketler, belirli koşulları sağlamaları şartıyla, kurulca listeye alınmaktadır. Ayrıca mesleğin kural ve etikleri ile, meslekte kalış ve çıkış konusunda da düzenlemeleri mevcuttur.

SPK lisanslama sınavları, tebliğe uygun olarak halen, yılda 3 dönem olarak yapılmaktadır. Türkiye genelinde toplam 229 kişi sınavla, 114 kişi de SPK da çalışmış olmaktan dolayı; toplam 343 kişi “Değerleme Uzmanlığı” ehliyetini almış bulunmaktadır. 9 değerlendirme firması da SPK tarafından listeye alınmıştır.

Ülkemiz sermaye mevzuatı çerçevesinde, halka açık şirketler, her üç ayda bir mali tablolarını kamuya açıklamak durumundadır. Bu mali tablolarda, gayrimenkuller,

iştirakler, makine-techizat, tarım alanları, madenler, patentler, telif hakları vb. şirket varlıklarının gerçek değerleriyle yer alabilmeleri için doğru şekilde değerklenmiş olmaları gerekmektedir. Diğer taraftan, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları her gayrimenkul alım-satım, kiralamalarında ve portföylerinde bulunan tüm gayrimenkullerin en az yılda bir kez değerklemesini yaptırmak durumundadırlar. Portföy değerklerinin doğru oluşması ve güncelliğini koruyabilmesi için bu işlemler zorunludur.

SPK tarafından hazırlanan ve TBMM'de oluşturulan Alt Komisyonunda görüşölmeye başlanan Konut Finansmanı Sistemine İlişkin Kanun Tasarısı Taslağı'na göre, ipotek kredilerinin verilme aşamasında ve ipoteklerin nakde dönüştürölmesinde değerkleme yaptırılması zorunlu olacak. Tüketicilerin uygun tutarda kredi alabilmesi ve verilen kredilerin yeterli ölçüde teminatlandırılabilmesi için değerkleme kritik bir önem taşımaktadır.

4 TÜRKİYE’DE GAYRİMENKUL DEĞERLEME SEKTÖRÜ

Gayrimenkullerin değeri, Türkiye’de uzun yıllardan beri yapılmakla birlikte, bugün itibariyle değeri sırasında kullanılacak yaklaşımlar, aşamalar ve teknikleri anlatan bir yönetmelik veya yasal bir düzenleme mevcut değildir.

Bu konuda yaşanan son gelişme, SPK tarafından 06.03.2006 tarihinde 26100 sayılı resmi gazetede yayınlanan, değeri ilke, yaklaşım ve değeri sırasında dikkat edilecek hususlara ilişkin “Sermaye Piyasalarında Uluslararası Değeri Standartları” tebliğidir (Seri:VIII, No:45).

Uluslararası Değeri Standartları; özellikle pazar değeri tanımı ile değeri metotlarının belirlenmesi gibi değeri mesleğine ilişkin temel kavramları saptamak suretiyle genel bir çerçeve çizmeyi amaçlamakla beraber, içeriğinde şirket değeri ve uluslararası muhasebe standartlarına ilişkin ilke ve kavramlar da dahil pek çok konuyu kapsayan bilgiler bulunmaktadır. Anılan standartların kapsadığı konular geniş bir alan dahilinde olmakla birlikte esas itibariyle bu kavramların çok detayına girilmemiş, tanımlar düzeyinde yer verilmiş, genel bir çerçeve çizilerek ulusal düzenlemelerde rehber niteliği taşıması amaçlanmıştır.

Bu anlamda IVSC’nin üstlendiği misyon; devletler arasında bir anlaşma kaynağı olan ve yerli standartlar için rehberlik işlevi gören tarafsız, önyargısız ve iyice araştırılmış standartlar sunmaktır. Her ülkenin gayrimenkul pazarlarının işleyişi ve yasal düzenlemeleri farklı olduğu için söz konusu standartların uygulanmasında farklılaşma kaçınılmazdır.

Gayrimenkul değeri mesleğine ilişkin yurtdışı uygulamalar incelendiğinde görülmektedir ki, değeri sırasında kullanılacak yaklaşımlar, aşamalar ve teknikler son derece detaylı bir biçimde yönetmeliklerle düzenlenerek, izlenecek yollar ayrı ayrı belirlenmiştir.

Ancak ülkemizde bugün itibariyle henüz bu konuda yasal bir düzenleme, kılavuz niteliğinde bir çalışma mevcut değildir. Bugüne kadar bağımsız değerlendirme şirketleri tarafından yapılmış olan değerlendirme çalışmalarında Amerika’da konuyla ilgili mesleki örgüt olan Değerleme Enstitüsünün (Appraisal Institutetu) ilke ve yaklaşımlarının kullanıldığı gözlenmiştir.

Söz konusu tebliğ, uluslararası değerlendirme yaklaşımlarının yasal olarak ülkemizde de kabul edildiğini gösteren tek yazılı belge olması açısından tez çalışmasının kapsamı için önem arz etmektedir. Bu nedenle tebliğ dikkatle incelenmiş ve gayrimenkul değerlendirme disipliniyle ilgili olarak tanımlanan kavram ve yaklaşımlar aşağıda sunulmuştur.

4.1 Tanım ve Kavramsal Çerçeve

Arazi kalıcı olan bir varlık olarak kabul edilir, fakat onun üzerinde veya kendisine yapılan iyileştirmelerin sınırlı bir ömrü vardır. Arazinin taşınmazlığı nedeniyle her gayrimenkul parselinin özgün bir yeri vardır. Arazinin kalıcılığı aynı zamanda onun üzerindeki sınırlı ömre sahip tesislerden sonra da var olacağı anlamına gelir.[3]

Mülklerin çoğu, arazi ve ilgili iyileştirmelerle birlikte değerlendirilir. Böyle durumlarda değerlendirme uzmanı normal olarak iyileştirilmiş haliyle en verimli ve en iyi kullanımını göz önüne alarak mülkün pazar değerini takdir eder. En Verimli ve En İyi Kullanım şu şekilde tanımlanır: [3]

Bir mülkün fiziki olarak uygun olan, yasalarca izin verilen, finansal olarak gerçekleştirilebilir ve değerlemesi yapılan mülkün en yüksek değeri getirecek en olası kullanımıdır.[3]

Yasalarca izin verilmeyen ve fiziki açıdan mümkün olmayan kullanım yüksek verimliliğe sahip en iyi kullanım olarak kabul edilemez. Hem yasal olarak izin verilen hem de fiziki olarak mümkün olan bir kullanım, o kullanımın mantıki olarak niçin mümkün olduğu değerlendirme uzmanı tarafından açıklanmalıdır. Analizler, bir veya birkaç kullanımın mantıki olarak olası kullanımlar olduğunu belirlediğinde, bunlar artık finansal fizibilite bakımından test edilirler. Diğer testlerle birlikte en yüksek değerlendirme sonuçlanan kullanım, en verimli ve en iyi kullanımdır.[3]

Arz ve talep arasında ciddi bir eşitsizlik bulunan veya aşırı derecede oynak pazarlarda, mülkün en verimli ve en iyi kullanımı ileride kullanılabilecek bir hak olabilir. Değişik tipteki potansiyel en üst düzey ve en iyi kullanımların belirlenebilir olduğu diğer durumlarda değerleme uzmanı bu gibi alternatif kullanımları ve beklenen ilerideki gelir ve harcama düzeylerini tartışır. [3]

4.2 Pazara Dayalı Değerleme Yaklaşımları

4.2.1 Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı (Sales Comparison Analysis)

Bu karşılaştırmalı yaklaşım, benzer veya ikame mülklerin satışını ve ilgili pazar verilerini dikkate alır ve karşılaştırmaya dayalı bir işlemle değer takdiri yapar. Genel olarak değerlemesi yapılan bir mülk, açık pazarda gerçekleştirilen benzer mülklerin satışlarıyla karşılaştırılır. İstenen fiyatlar ve verilen teklifler de dikkate alınabilir. [3]

Emsal karşılaştırma yaklaşımı, yapılandırılmış mülkleri, boş arazileri veya boşmuş gibi addedilen arazileri değerlemek için kullanılabilir. Yeteri kadar emsal satışların bulunması halinde en yaygın ve tercih edilen değerleme yaklaşımıdır.

Ülkemiz koşullarında yaklaşımın uygulama sürecinde herhangi bir sıkıntı yaşanmamaktadır. Ancak karşılaştırmalarda genelde gerçekleşmiş satış fiyatlarından ziyade pazarda satışa sunulan mülklerin istenen fiyatları kullanılmaktadır. Bu durumun nedeni, ülkemiz de gerçekleşen satış fiyatlarının tapuda işlenen fiyattan farklı olması ve bu bilgilerin üçüncü şahıslara açık olmamasından kaynaklanmaktadır. Pazarda satışa sunulan mülklerin fiyatları ise kimi zaman profesyonel kimi zaman profesyonel olmayan emlak şirketlerinden elde edilmektedir. Bu konuda karşılaşılan sorunlar yaklaşımın uygulanması sürecinde değil, doğru ve güvenilir pazar bilgisine ulaşmada yaşanmaktadır.

4.2.2 Maliyet Yaklaşımı (Cost Approach)

Bu mukayeseli yaklaşım belirli bir mülkün satın alınması yerine; kişinin ya o mülkün tıpatıp aynısını ya da aynı yararı sağlayacak başka bir mülkü inşa edebileceği olasılığını dikkate alır. Maliyet yaklaşımında bir mülkün değeri, tahmini arsa değerine, var olan

yapının aynısını ya da benzerini yapmanın maliyeti eklenip bundan amortisman (yıpranma, eskime) çıkartılarak bulunur. [3]

Maliyet yaklaşımı, özel amaçlı veya özel mülkler, kamu yapıları, sanayi yapıları gibi pazarda sıklıkla el değiştirmeyen mülklerin değerinin takdirinde kullanılır. Ülkemiz koşullarında yaklaşımın uygulama sürecinde herhangi bir sıkıntı yaşanmamaktadır.

4.2.3 Gelir Kapitalizasyonu Yaklaşımı (Income Capitalization Approach)

Bu karşılaştırmalı yaklaşım değerlemesi yapılan mülke ait gelir ve harcama verilerini dikkate alır ve kapitalizasyon yaklaşımı ile değer tahmini yapar. Kapitalizasyon oranı, gelir tutarını değer tahminine çeviren gelir (genellikle net gelir rakamı) ve tanımlanan değer tipi ile ilişkilidir. Bu işlem doğrudan ilişkileri (Kapitalizasyon Oranı olarak bilinir), hasıla veya iskonto oranı (yatırımın getirisi hakkında önlemleri yansıtan) veya her ikisini de dikkate alır. [3]

Gelir kapitalizasyonu yaklaşımı, gelir potansiyeline sahip, düzenli ve sürekli gelir elde edilen, işletilmek veya kiraya verilmek amacıyla uzun vadede kar amacı güdülerek yapılmış gayrimenkullerin değerlemesinde kullanılır.

Ülkemiz değerlendirme sektörü profesyonelleriyle yapılan görüşmeler ve yapmış oldukları değerlendirme raporlarının bir durum değerlendirmesi tespiti neticesinde, değerlendirme uzmanlarının ağırlıklı olarak Emsal Satışlar ve İkame Maliyet Yaklaşımlarını kullandıkları görülmüştür. Bu durum, söz konusu iki yaklaşımın uzmanlar tarafından net bir şekilde anlaşıldığı ve uygulanmasında sorun olmadığını göstermektedir. Ancak aynı hususun gelir kapitalizasyonu yaklaşımı için geçerli olmadığı tespit edilmiştir.

Gelir kapitalizasyonu yaklaşımının uygulanması sürecinde, ülkemizde kurumsal bir gayrimenkul ve finansman sisteminin olmamasından kaynaklanan sorunlar yaşanmaktadır. Bu çerçevede karşılaşılan sorunlar aşağıda özetlenmiştir:

Gelir Kapitalizasyonu Yaklaşımında, gayrimenkulün yıllık gelirinden hareketle değer tespit edilmektedir. Bir gayrimenkulün gelir potansiyelini belirleyen parametreler pazardaki arz/talep dengesi, kiracı/müşteri hacmi ve sirkülasyonu, işletme giderlerinin seviyesi ve boşluk oranıdır. Bu açıdan, yöntemin uygulanması sürecinde atılacak ilk adım, ilgili pazar hakkında verilerin analizi ve yorumlanmasıdır. Bu verilerden hareketle

gayrimenkulün uzun bir zaman aralığında gelir getirme potansiyeline yönelik projeksiyon yapılabilir. Ancak ülkemizde kurumsal bir gayrimenkul piyasası olmadığından, bu konuda düzenli ve sistematik pazar bilgisine ulaşılamamaktadır. Bu nedenle uzmanlar, gayrimenkulün o günkü pazar koşullarına göre bir değerlemesini yapmak durumunda kalmaktadırlar.

Gelir kapitalizasyonu yaklaşımı, gayrimenkul hakkında ayrıntılı bilgi (gayrimenkulün kiracıları veya müşterileri, kira, oda, ciro gelirleri, işletme masrafları ve boşluk oranları) gerektirmektedir. Bu konuda sıklıkla karşılaşılan sorunlar, kimi zaman mal sahiplerinin talep edilen bu bilgilerin şirketlerinin gizli bilgisi olduğu veya kayıt altında tutmadıkları şeklinde vuku bulmaktadır.

Yaklaşım kapsamında hesaplanan finansal işlemlerde, verilerin değerlendirilerek uygun bir iskonto oranıyla değere ulaşma sürecinde oranın belirlenmesi, kritik bir öneme sahiptir. İskonto oranında yapılacak % 1'lik değişim bile büyük değer farklılıklarına yol açmaktadır. Ancak ülkemizde henüz kurumsal bir gayrimenkul finansman sisteminin olmamasından dolayı, seçilecek oranı belirlemede uzmanlar yetersiz kalmakta, dolayısıyla ulaşılan değerlerin geçerliliği en çok tartışılan konu olmaktadır.

Bu konuda karşılaşılan son problem ise; yaklaşımın finans disiplinine dayalı hesaplama ve yorum gerektirmesinden dolayı -ülkemizde de henüz bu konuda uzmanlara yol gösteren, uygulama aşamalarıyla açıklayan bir kılavuz bulunmadığından- uzmanların bu yaklaşımı uygulamaktan kaçınmasıdır.

Yukarıda sayılan nedenlerden dolayı uzmanlar yaklaşımı, öngördükleri varsayımlara dayanarak hesaplamaktadırlar. Uluslararası uygulamalarda ise ancak detaylı bir pazar analizine dayandırılan varsayımlar kabul görmektedir. Bu nedenle yöntemin geçerliliği tartışılan bir konu olmaktadır.

Gelir Kapitalizasyonu Yaklaşımı; diğer iki yaklaşımla karşılaştırıldığında, daha fazla disiplinler arası bilgi ve uzmanlık gerektirmektedir. Bu yaklaşım kapsamında değerlendirilen gayrimenkuller genellikle uzun vadede kar amacı güdülerek, işletme gelirinden yararlanılmak suretiyle yatırım amaçlı yapılmış gayrimenkuller olmaktadır. Bazı durumlarda yüksek gelir potansiyeline sahip, düzenli gelir elde edilen ve emsali bulunmayan gayrimenkullerin değerlemesinde diğer iki yaklaşım yetersiz kalmaktadır.

Bu tür gayrimenkullerin maliyet yaklaşımıyla yapı değerleri bulunsa bile, arsa arzının kısıtlı olduğu bir bölgede yer aldıklarından veya devlet tarafından teşvik amaçlı tahsis edilmiş veya dönemsel olarak kiralanmış arsalar üzerine kurulu olduklarından, arsalarına değer biçilememekte dolayısıyla bu yaklaşım uygulanamamaktadır. Yine sahip oldukları özelliklerinden dolayı bu tür gayrimenkullerin alım-satımına pazarda pek sık rastlanmamaktadır. Bu nedenle emsalleri bulunamamakta ve Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı uygulanamamaktadır.

Yukarıda özetlenen değerlendirmede, ülkemiz koşullarında Uluslararası Değerleme Standartlarının uygulama sürecinde bir farklılık olup olmadığı, varsa bunun nedenleri, ve bu konuda Türkiye'ye özgü karşılaşılan problemler ortaya konmuştur.

Tespit edilen problemler genel olarak Gelir Kapitalizasyonu Yaklaşımının uygulanması sürecinde izlenecek aşamalar ve teknikleri içeren bir kılavuz, kurumsal bir gayrimenkul ve finansman sisteminin olmamasından kaynaklanmaktadır. Tez çalışmasının sorunsalı olan yaklaşım, tez konusunun kapsamının şekillenmesine kaynak teşkil etmiş ve belirlenen problem doğrultusunda çalışmanın kapsamı bu yaklaşımla sınırlandırılmıştır.

Çalışmanın devamında yaklaşımın metodolojik tanımlanması yapılacak ve geniş bir bakış açısından arkasındaki mantık ve yöntemleri incelenecektir. Yaklaşımın uygulanması ve yorumlanması sürecinde ise ayrıntılı örneklere yer verilmiştir.

5 GELİR KAPİTALİZASYONU YAKLAŞIMI

5.1 Tanım

Gelir kapitalizasyonu yaklaşımı genel olarak, gelir yaratan bir mülkün olası yararlarını (nakit akışı, mülkiyet hakkı) mülk değerine dönüştürerek bir değer göstergesi yaratma yaklaşımı olarak tanımlanabilir. Gelir kapitalizasyonu yaklaşımında değerlendirme uzmanı, bir mülkün gelecekteki yararlarını üretme kapasitesini inceler ve geliri güncel bir değer göstergesine kapitalize eder. Beklenti ilkesi yaklaşımın temel ögesidir. [10]

Bir gelir kapitalizasyonu analizi, aşağıdaki tanımları yapılan gelecekteki mülk yararları bileşenlerini dikkate alır: [11]

Potansiyel Brüt Gelir (PBG): İşletme giderleri düşülmeden önce tam dolulukta gayrimenkule atfedilir toplam potansiyel gelirdir. Değerleme tarihinde devam ede gelen veya işletmenin birinci tam ay veya yılında beklenen kira gelirinin düzeyini veya mülkiyet dönemi içinde beklenen dönemsel geliri belirtir.

Efektif Brüt Gelir (EBG): Gayrimenkulün tüm işletmelerinden beklenen boşluk ve tahsilât kayıpları için düzeltilmiş gelirdir. Bu düzeltme kiralanan yerler ve kiracılar tarafından ödenmeyen kiralardan meydana gelen kayıpları kapsar.

Net İşletme Geliri (NİG): Efektif brüt gelirden tüm işletme giderleri çıkarıldıktan sonra kalan gerçek ve beklenen net gelirdir. Net işletme geliri alışılmış biçimde yıllık bir miktar olarak ifade edilir. Gelir kapitalizasyonu yaklaşımının bazı uygulamalarında, tek bir yılın işletme geliri, yıllar boyu devam etmesi beklenen düzenli bir sabit gelir akışını temsil edebilir. Diğer uygulamalarda gelir, yıllar boyunca önceden saptanan bir modele göre değişmesi beklenen başlangıç gelir düzeyini temsil edebilir. Bu tür uygulamalar, net işletme gelirinin analizini her yılı için tahmin edilmesini gerektirebilir.

Boşluk ve Tahsilat Kaybı: Boşluk ve tahsilat kaybı, boşluğa, kiracı değişimine ve kiranın ödenmemesine atfedilen eksilmeler için bir karşılık ayrılmasıdır. Bu unsur iki bileşeni dikkate alır:

- Bir gelir kaybı olarak fiziksel boşluk
- Sübvansiyonlar (Ofis alanının dekorasyon sürecinde kiracıya tanınan ücretsiz dönem) veya kiracıların ödememesinde kaynaklanan tahsilât kaybı

Boşluk ve tahsilât kaybı, güncel ve geleceğe yönelik arz ve talep koşullarına, bölgesel ve yerel ekonomik koşullara göre değişen potansiyel brüt gelirin bir yüzdesi olarak tahmin edilir.

İşletme Giderleri : Gelir kapitalizasyonu yaklaşımında mülk işletilmesine ilişkin yıllık giderlerin ayrıntılı bir analizi esastır. İşletme giderleri gayrimenkulü iyi halde tutmak ve gelirin üretimini devam ettirmek için gerekli dönemsel harcamalardır.

İşletme giderleri genelde doluluk oranıyla değişmeyen ve mülkün dolu veya boş olmasına bakılmaksızın ödenmesi gereken giderlerdir. Emlak vergileri, bina sigorta maliyetleri, bakım, onarım masrafları tipik olarak dikkate alınan giderlerdir. Bu harcamalar yıldan yıla büyük iniş çıkışlar göstermezler ve yönetimin kontrolüne tabi değildir.

Getiri Oranı: Gelir kapitalizasyonu yaklaşımı uygulanırken, bir değerlendirme uzmanı, yatırımcının sonuçta yatırılan miktardan daha büyük veya ona eşit bir toplam getiri aradığını varsayar. Dolayısıyla yatırımcının beklediği getirinin iki bileşeni vardır. [12]

1. Yatırılan miktarın tam olarak geri alınması, yani sermayenin geri dönüşü.
2. Riskin üstlenilmesinin bir ödülü, yani yatırılan sermayenin getirisi.

Gayrimenkulün getirileri çeşitli biçimler alabileceği için, kapitalizasyonda birçok oranlar veya getiri kıstasları kullanılır. Tüm getiri ölçüleri ya bir kapitalizasyon oranı gibi “gelir oranı” veya gelecekteki ödemeleri bugünkü değere dönüştürmek için kullanılan iskonto oranı veya iç verimlilik oranı gibi “getiri oranı” olarak sınıflandırılır.

Kapitalizasyon Oranı: Kapitalizasyon oranı, gayrimenkul pazarında arz/talep ilişkisine paralel olarak değişen satış ve kira fiyatlarına bağlı olarak belirlenmektedir. Değerlemesi

yapılacak gayrimenkulün yakın çevresinde o günkü pazar koşullarına göre satışı gerçekleşmiş emsallerin yıllık kira fiyatlarının tespitini gerektirmektedir. [12]

Ancak ülkemizde genel olarak emsal bilgisine zor ulaşılması nedeniyle bu konuda genel geçer oranlar belirlenmiştir. Örneğin konut kullanımı için bölgeye göre %7 ile % 9 arasında değişen kapitalizasyon oranları kabul edilmektedir. Bu oran ofis için % 10 ile % 11; otel, alışveriş merkezi gibi kullanımlar için ise % 12 olarak benimsenmiştir.

İskonto Oranı : İskonto terimi zaman içinde gerçekleşecek gelecekteki nakit akışlarını bugünkü değere dönüştürmek için kullanılan herhangi bir oranı tanımlar. Yatırımcılar toplam getirilerinin, yatırılan miktarın üstünde olmasını bekledikleri için, gelecekteki bir yararın bugünkü değeri o yararın bugünkü ederinden daha azdır, dolayısıyla “iskonto” kelimesi bu durumu belirtir. Belirli bir iskonto oranı türü olan bir getiri oranı, sermayenin getiri oranıdır. Bir geri dönüş değeri de dâhil olmak üzere, beklenen tüm mülk yararlarını dikkate alır. Bir getiri oranı, her birinin bugünkü değerini elde etmek için bir dizi bireysel gelire uygulanır ve iç verimlilik oranı ile aynı yoldan hesaplanır. [1]

Bir gelir oranı ise bir yıllık geliri ile bir mülkün bunun karşılığındaki sermaye değeri arasındaki ilişkiyi ifade eder. Direkt kapitalizasyon yönteminde kullanılan gelir oranı “Bütünleşik Kapitalizasyon Oranı”dır. Bu oran tek bir yılın net işletme gelirini toplam mülk değerine dönüştürmek için kullanılır. Bir bütünleşik kapitalizasyon oranı sermayenin getiri oranı veya yatırım performansının tam bir ölçüsü değildir. Öngörülen gelir ve değer değişimlerine bağlı olarak, yatırılan sermayeden beklenen getiriden daha fazla, daha az veya ona eşit olabilir.[1]

Net Bugünkü Değer (NBD) : Net bugünkü değer genel olarak, gelir yaratan bir mülkün olası yararlarını (nakit akışı, mülkiyet hakkı) mülk değerine dönüştüren bir değer göstergesidir. Bu değer göstergesine ulaşmak için değerlendirme uzmanı, bir mülkün gelecekteki yararlarını üretme kapasitesini inceler ve geliri güncel bir değer göstergesine iskonto eder. Gelir getiren gayrimenkullerin gelecekteki yararları mülkiyet ve inceleme dönemi içinde gayrimenkule ilişkin tüm nakit akışları, artı mülkün yatırımın sonunda elden çıkartılması sonucunda elde edilen hasılatı(geri dönüş değeri) içerir. Net bugünkü değer aşağıdaki formülle hesaplanmaktadır: [1]

$$NBD = \frac{CF_1}{(1+Y)} + \frac{CF_2}{(1+Y)^2} + \frac{CF_3}{(1+Y)^3} + \dots + \frac{CF_n}{(1+Y)^n} \quad (5.1)$$

NBD = Net Bugünkü Değer

CF = Belirlenen dönem için nakit akışı,

Y = Uygun dönemsel getiri oranı (iskonto oranı)

n = Dönem sayısı

PV = Başlangıçtaki Yatırım

İç Verimlilik Oranı (İVO): İç verimlilik oranı mülkiyet döneminin içinde verilen bir sermaye yatırımı için kazanılan getiri oranıdır. Bir yatırımın iç verimlilik oranı, yatırımın gelecekteki yararlarının güncel değerini yatırılan sermayeye eşitleyen getiri oranıdır. Başka bir deyişle, projenin nakit çıkışlarının bugünkü değerinin nakit girişlerinin bugünkü değerine tam olarak eşitleyen orandır. [3]

İç verimlilik oranı, yatırımın sonunda yapılan düzenlemelerin hasılatını da içeren, tüm beklenen yararlar uygulanır. Herhangi bir sermaye yatırımının, gelir vergisinden önce veya sonra getirisini hesaplamak için kullanılabilir. İçsel verimlilik oranında net bugünkü değer sıfırdır. Bu oran paranın zaman değerini kabul eder ve yatırımın ekonomik ömrünün tamamında beklenen nakit akışlarını göz önünde bulundurur. Alternatif projeler arasındaki bir seçimde iç verimlilik oranı en büyük olan projeye önem verilir.[13]

5.2 Yöntemler

Gelir Kapitalizasyonu iki temel metodolojiyi destekler: Bir değer sonucuna varmak için bir yılın gelirinin ilişkisini kullanan “Direkt Kapitalizasyon” ve zaman içinde bir dizi nakit akışları ile bir geri dönüş değeri veya tekrar satış hasılatını dikkate alan “Getiri Kapitalizasyonu”. [1]

Getiri kapitalizasyonu yönteminde beş veya on yıl arasında değişen mülkiyet dönemi içinde olası nakit girişi(gelir) ve nakit çıkışları (giderler) dikkate alınmaktadır. Bu yöntem kullanıldığı zaman, değerlendirme uzmanı zaman içinde giriş ve çıkışlar ile mülkün sonuçta geri dönüş ve tekrar satış değerinin önceden bir tahminini yapmalıdır. Diğer

tarafından direkt kapitalizasyon, değerin tahmininde bütünleşik bir oran uygulaması için bir yıllık bir nakit akışı tahminini gerektirir.

5.2.1 Direkt Kapitalizasyon Yöntemi

Direkt kapitalizasyon, gelir kapitalizasyonu yaklaşımında tek bir yılın gelir beklentisini bir değer göstergesine dönüştürmek için kullanılan bir yöntemdir. [1]

Genel olarak bu tekniğin uygulanmasında izlenen adımlar aşağıda açıklanmaktadır:

1. Konu mülk için gelir ve gider verileri araştırılır
2. Mülkün potansiyel brüt geliri, kira geliri veya herhangi başka potansiyel geliri toplamak suretiyle tahmin edilir
3. Boşluk ve tahsilat kaybı tahmin edilir
4. Konu mülkün efektif brüt gelirine varmak için, boşluk ve tahsilat kaybı toplam potansiyel brüt gelirden çıkarılır
5. Konu mülk için toplam işletme giderleri tahmin edilir
6. Net işletme gelirini bulmak için toplam işletme giderleri efektif brüt gelirden çıkarılır
7. Gelir kapitalizasyonu yaklaşımıyla bir değer tahmini üretmek için uygun bir kapitalizasyon oranı seçilerek bir değer göstergesine ulaşılır

Direkt kapitalizasyon yönteminde kullanılan temel formül şudur:

$$\text{Değer} = \frac{\text{Yıllık Net İşletme Geliri}}{\text{Kapitalizasyon Oranı}}$$

Örnek: Yıllık kira geliri 20.000 \$ olan bir ofis ünitesinin pazar değerinin hesabı

Varsayımlar: Söz konusu ofis ünitesi, bulunduğu lokasyon itibarıyla genel boşluk oranı potansiyel brüt gelirin % 10'u olarak kabul edilmiştir. İşletme giderleri ise efektif brüt gelirin % 5'i olarak kabul edilmiştir. Kapitalizasyon oranı ise % 10 olarak kabul edilmiştir.

Potansiyel Brüt Gelir : 20.000 \$

Boşluk ve Tahsilat Kaybı : 20.000 \$ x 0,10 = - 2.000 \$

Efektif Brüt Gelir : = 18.000 \$

İşletme Giderleri : 18.000 \$ x 0,05 = - 900 \$

Net İşletme Geliri : = 17.100 \$

$$: 17.100 \$ \div 0,10 = 171.000 \$$$

Gayrimenkulün pazar değeri 171.000 \$ olarak hesaplanmıştır.

5.2.2 Getiri Kapitalizasyonu: İskonto Edilmiş Nakit Akışı Yöntemi

Getiri Kapitalizasyonu, bir dizi gelecekteki nakit akışlarının uygun bir getiri oranı uygulayarak bugünkü değer göstergesine dönüştürülmesi için kullanılan yöntemdir. Gayrimenkul değerlemesinde paranın zaman değeri çok önemlidir. Bu yöntemle gelecekte beklenen yararlar değerlendirilir. Modelin kurulmasında ilk adım, beklenen nakit girişlerinin tahmin edilmesidir. [3]

Nakit girişleri, gayrimenkulün kiraya verilmesi veya satılması durumlarını dikkate alınarak hazırlanır. Bazı durumlarda gayrimenkulün bir kısmının satılması bir kısmının da kiraya verilmesi söz konusu olabilir. Daha sonra nakit çıkışları, nakit girişlerinden çıkarılarak nakit akışları oluşturulur.

Beklenen nakit akışları değerlendirme disiplinde, tüm durumu analiz edebilmek için vergi öncesi tahmin edilmektedir. Beklenen nakit akışları uygun bir iskonto oranı ile iskonto edilir. Böylece gayrimenkulün net bugünkü değerine ulaşılır. Net bugünkü değer, gelecekteki nakit akışlarının bugünkü değere getirilmiş halidir. Gayrimenkul yatırımları analizi için dönemler genellikle yıllık olarak belirlenir. Kira nakit akışı hesaplamalarında tipik dönem 5 veya 10 yıldır.

Getiri kapitalizasyonunu uygulamak için değerlendirme uzmanı aşağıdaki adımları uygular: [1]

1. Uygun bir mülkiyet(elde tutma) veya inceleme dönemi seçer
2. Gelecekteki (mülkün geri dönüşünü de içeren) tüm nakit akışlarını tahmin eder
3. Uygun bir getiri oranı seçer
4. Çeşitli getiri formüllerinden birini kullanarak, gelecekteki her yıllık yararı iskonto etmek veya gelir modelini, değer değişimini ve getiri oranını yansıtan bir toplam oran geliştirmek suretiyle, gelecekteki yararları bugünkü değere dönüştürür.

Tüm bugünkü değer problemleri aşağıdakileri dikkate alır: [11]

1. İşin başındaki başlama maliyetini
2. Zaman içindeki dönemsel nakit akışları
3. Mülkün geri dönüş veya tekrar satış değeri
4. Nakit akışları ve geri dönüş değerini başlangıç değerine eşitleyen getiri oranı

İkinci ve üçüncü maddelerde bahsi geçtiği üzere, gelir getiren mülkler tipik olarak iki tür finansal yarar sağlar: Dönemsel gelir ve mülkiyet dönemi sonunda mülkün satış değeri. Nakit akışı gayrimenkul haklarına atfedilebilen dönemsel gelirdir. Bu yararların analizinde nakit akışlarının miktarı, değişkenliği, zamanlaması ve süresinin açık olarak belirtilmesi gerekir. Her nakit akışı bugünkü değere iskonto edilir ve değerlendirilen gayrimenkul hakkının değerini elde etmek için tüm güncel değerlerin toplamı alınır. O hakkın gelecekteki değeri olan geri dönüş değeri, inceleme dönemi sonunda tahmin edilir ve o da iskonto edilir.

Mülkiyet döneminin sonunda bir tekrar satış fiyatını veya mülkün geri dönüş değerini tahmin etmenin birçok yolu vardır. Geleceğe yönelik tahminin son yılı veya tahminin sonunu takip eden yıl için gelire uygun bir kapitalizasyon oranı uygulanabilir.

Getiri kapitalizasyon yönteminde iskonto için bir getiri oranı belirlenirken iki unsur göz önüne alınır: Güncel yararlardan vazgeçme ve risk. Bu durum şöyle açıklanabilir: Bir yatırımın getirisi yatırımcı için güncel yararlardan – örneğin sermayenin hemen kullanılması- vazgeçmenin ve gelecekteki yarar ve riskleri üstlenmenin bir karşılığıdır. Bu getiri genellikle borç verenler tarafından faiz, özkaynak yatırımcıları tarafından getiri olarak adlandırılır. İskonto yöntemi, sermaye geri dönüşünün dönemsel gelir ve mülkün son geri dönüş değeri ile gerçekleşeceği beklentisini içerir. Mülkiyet döneminin uzunluğu ve iskonto oranı etkileşimlidir. Genellikle, mülkiyet dönemi ne kadar uzun olursa, risk daha fazla ve iskonto oranı daha yüksek olur.[11]

İskonto problemlerinin matematiksel çözümleri için en sık finansal hesap makinaları, veya bilgisayar hesap tabloları kullanılır (Windows programında yer alan Excel uygulaması gibi). Aşağıda bir alışveriş merkezinin iskonto edilmiş nakit akışı yöntemiyle pazar değerinin hesaplanmasına örnek sunulmaktadır.

Tablo 5.1: İskonto edilmiş nakit akışı yöntemiyle bir alışveriş merkezinin pazar değerinin hesaplanması

	1. Yıl	2. Yıl	3. Yıl	4. Yıl	5. Yıl	6. Yıl
Gelirler \$						
A Mağazası	9.900	9.900	17.306	17.999	18.718	19.467
B Mağazası	14.676	15.410	16.180	16.989	17.839	18.730
C Mağazası	16.000	16.640	17.306	17.999	18.718	19.467
D Mağazası	16.000	16.640	17.306	17.999	18.718	19.467
E Mağazası	16.000	16.640	17.306	17.999	18.718	19.467
Ara Toplam	72.576	75.230	85.404	88.985	92.711	96.598
Giderler \$						
Vergiler	- 7.000	- 7.000	- 7.800	- 7.800	- 7.800	- 8.600
Bakım	- 1.200	- 1.320	- 1.440	- 1.560	- 1.680	- 1.800
Yönetim	- 3.629	- 3.762	- 4.270	- 4.449	- 4.636	- 4.830
Tahsilat Kaybı	- 250	- 250	- 250	- 250	- 250	- 250
Yenileme	- 0	- 12.500	- 0	- 0	- 0	- 0
Ara Toplam	- 12.079	- 24.832	- 13.760	- 14.059	- 14.366	- 15.480
Net İşletme Geliri						
	60.497	50.398	71.644	74.926	78.345	81.118
Gelir Akışının Bugünkü Değeri Hesaplaması						
	Nakit Akışı		1 \$'ın % 15 iskonto oranına göre çarpanı		NBD	
1. Yıl	60.497	x	0,869565	=	52.606	
2. Yıl	50.398	x	0,756144	=	38.108	
3. Yıl	71.644	x	0,657516	=	47.107	
4.Yıl	74.926	x	0,571753	=	42.839	
5. Yıl	78.345	x	0,497177	=	38.951	
Ara Toplam						219.612 \$
Dönemsel Değer Hesaplaması (6. yıl Net İşletme Geliri %12 kapitalizasyon oranı ile kapitalize edildiğinde)						
81.118 / 0,12 = 675.983						
Dönemsel Değerin net bugünkü değeri						
675.983 x 0,497177 = 336.083 \$						
Net Bugünkü Değer						
555.695 \$						

İskonto edilmiş nakit akışı yöntemi, gelir potansiyeline sahip, düzenli ve sürekli gelir elde edilen, işletilmek veya kiraya verilmek amacıyla uzun vadede kar amacı güdülerek yapılmış gayrimenkullerin değerlemesinde kullanılır.

Söz konusu gayrimenkullere örnek olarak, geleneksel olarak bir kentin ana perakende, finansal, kamu, profesyonel hizmet faaliyetlerinin toplandığı bölge olarak tanımlanan Merkezi İş Alanında (MİA) veya turizm bölgelerinde bulunan tek veya karma kullanımların yer aldığı ofis-rezidans-alışveriş merkezi binaları, otel, kongre merkezi ve ofis binaları verilebilir. Sayılan özelliklerinden dolayı bu gayrimenkuller yüksek rant getirisine sahiptirler ve yatırım amaçlı kullanıldıkları için alım-satımlarına pazarda sık rastlanmaz.

Emsali bulunmayan bu tür gayrimenkullerin pazar değerini belirlemede kullanılan en önemli yaklaşımlardan biri gelir kapitalizasyonu yaklaşımıdır. Ancak gelir getiren binalar kadar kimi zaman arsaların da emsalinin bulunmadığı durumlar olmaktadır. Bir arsanın benzer özelliklerine sahip emsalinin bulunmadığı durumlara ya arsa arzının sınırlı olduğu bölgelerde ya da yakın zamanda imar durumunun değiştiği bölgelerde rastlanır.

Bu durumda ise gelir kapitalizasyonu yaklaşımına dayalı Arsa Artık Değer Yöntemi kullanılmaktadır. Yöntemin metodolojik açıklaması aşağıda sunulmaktadır:

Arsa Artık Değer Yöntemi (Land Residual Approach)

Artık değer, arsanın diğer üretim faktörlerinin maliyeti ödendikten sonra geriye kalan net geliridir. Bir artık değer analizinde arsa değeri, yapılandırma maliyetleri karşılandıktan sonra kalan gelire atfedilen değer olarak da tanımlanabilir. Bu yöntem en etkin ve verimli kullanım analizinde belirli bir arsanın alternatif kullanımlarının yapılabilirliğini sınarken veya arsa satışlarının olmadığı durumlarda uygulanabilir. Arsa artık değer uygulamalarında, bir değerlendirme uzmanı çoğunlukla var olmayan bir bina varsayarak, yeni bir en etkin ve verimli kullanımı dikkate alacaktır. [1]

Arsa artık değer yöntemi bir değerlendirme uzmanına, arsa satışlarına ilişkin güncel veriler mevcut olmadığı zaman arsa değerlerini tahmin etme olanağı sağlar. Uygulamada yöntem, çoğunlukla önerilen yeni inşaatlar için arsanın en etkin ve verimli kullanımını sınamak için kullanılır. Artık değer analizi, arsanın en etkin ve verimli kullanımı ve

hangi alternatif kullanımının en yüksek getiriye getireceği analizinde yararlıdır. Yöntem, değere geleneksel yaklaşımın bir parçası olarak arsa değerini tahmininin yanında en etkin ve verimli kullanım analizi doğrultusunda çeşitli kullanımların fizibilitesini test etmek amacıyla da kullanılır.

Arsanın en etkin ve verimli kullanımını doğru olarak saptamak için aşağıdaki adımlar izlenmelidir: [1]

1. Desteklenebilir bir gayrimenkul projesi geliştirme planı yaratmak veya varsaymak
2. Geliştirme maliyetini ve programını saptamak
3. Zaman içinde gerçekçi bir fiyat listesi ön tahmini yapmak
4. Arsa geliştirmesinin aşamalarını ve buna bağlı giderleri doğru olarak tahmin etmek
5. İskonto oranı içine genel giderler ve girişimci karını dahil etmek

Bu analiz aynı zamanda önerilen bir projenin yapılabilirliğinin sınanması ve uygun iskonto oranıyla iskonto edilerek bulunan kar tahmininin hesaplanmasına da olanak sağlar. [13]

Arsa Artık Değer Yöntemi, pazar analizi ve mülkün en etkin verimli kullanım analizi sonucu belirlenebilir. Pazar analizi ile En Etkin ve Verimli Kullanım Analizi aynı zamanda veri analizinin iki bileşenidir.

Pazar Analizi

Pazar Analizi her üç geleneksel değer belirleme yaklaşımı için bilgi sağlar. Maliyet yaklaşımında, konu mülkün amortismanı için; yani fiziki yıpranma, fonksiyonel ve dış eskime için maliyet tabanı oluşturur. Gelir kapitalizasyonu yaklaşımında bütün gerekli gelir, gider verilerini pazar güçleri olan arz ve talep ışığında incelenir. Satışların karşılaştırılması yaklaşımında ise pazarı betimlemek ve dolayısıyla karşılaştırılabilir mülkleri belirlemek için kullanılır. Ana hatlarıyla pazar analizi konu pazarın ve rakip arzın tanımlanması olarak özetlenebilir.

En Etkin ve Verimli Kullanım

En etkin ve verimli kullanım analiziyle değerlendirme uzmanı söz konusu mülkü etkileyen pazar güçlerini analiz eder ve nihai değer dayanaacağı kullanım ya da kullanımları tanımlar. Arsanın boşmuş gibi en etkin ve verimli kullanımı, bütün makul alternatif

kullanımlar arasından işgücü, sermaye ve koordinasyon ödemeleri yapıldıktan sonra en yüksek arsa gelirini elde edecek kullanımdır. En etkin ve verimli kullanım şöyle tanımlanmaktadır:

Boş bir arsa ya da yapılandırılmış bir mülkün fiziksel olarak mümkün, uygun bir biçimde desteklenen, finansal olarak yapılabilir ve en yüksek değerle sonuçlanan, makul bir biçimde olası ve yasal kullanımı. Bu kullanımın 4 kriteri yerine getirmesi gerekir [3]:

- Fiziksel olarak mümkün
- Yasal olarak izin verilebilir
- Finansal olarak yapılabilir
- Azami düzeyde verimli olmalıdır

Bir mülkün en etkili ve verimli kullanımı, dört kriter uygulandıktan ve çeşitli alternatif kullanımlar elendikten sonra sonuçlandırılır.

Değerlendirme:

Artık değer yönteminde, projenin net bugünkü değerinden arsaya atfedilen değere ulaşmada, ülkemiz koşullarında uygulama süreci, uluslararası standartlardan farklılık göstermektedir. Bu farklılık, ülkemizde gayrimenkul projelerine finansman sağlayan bir sistem olmadığı için arsa sahipleri ile inşaat firmalarının kat karşılığı ya da hasılat paylaşımı aracılığıyla geliştirdikleri finansman sisteminden kaynaklanmaktadır.

Gayrimenkul yatırımı konusunda, Türkiye’de yakın tarihimize kadar sürekli yaşanan yüksek enflasyon ve faiz oranları nedeniyle kredi kullanımını teşvik eden bir finansman sistemi olmadığından, yapılan yatırımların büyük kısmı öz sermaye ile yapılmıştır. Yaşanan bu finansman eksikliğine çözüm arayışı olarak iki model geliştirilmiştir. Bunlardan birisi olan “Kat Karşılığı Modeli”nde geliştirici firma, inşaat maliyetini tamamen üstlenirken, arsa sahibiyle anlaşılan biçimde inşaattan pay sahibi olmaktadır. Bu sistemde arsa sahipleri genelde paylarını kiralama yoluna giderken, geliştiriciler yatırım sürecindeki finansal açığı kapatmak için satışı tercih etmektedirler.

İkincisi “Hasılat Paylaşımı Modeli”dir. Bu modelde, maliyet konusunda yine tarafların sorumlulukları aynı olurken, projeden elde edilen toplam gelir, anlaşılan biçimde paylaşılmaktadır. Bu model, yakın zaman zarfında gerçekleşmiş veya yeni yapılmakta

olan, gerek özel sektörün gerekse Toplu Konut İdaresinin (TOKİ) özel sektörle ortaklaşa gerçekleştirdiği konut projelerinde kullanılmış ve benimsenmiştir.

Artık Değer Yöntemiyle arsa değerine ulaşma konusunda değerlendirme uzmanlarına yol gösterecek bir kılavuz olması açısından uygulama bölümünde örnek bir çalışma sunulmuştur.

6 UYGULAMA

Uygulama bölümde sunulan örnek, Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) tarafından açık arttırmaya sunulan bir arsanın pazar değerinin artık değer yöntemiyle belirlenmesi çalışmasıdır.

Söz konusu gayrimenkul, arsa arzının sınırlı olduğu Büyükdere Caddesi üzerinde yer almaktadır. Arsanın yakın çevresinde benzer özelliklere sahip, satılık olarak pazara sunulmuş arsa bulunmamaktadır. Yine aynı bölgede yakın tarihte gerçekleşmiş bir arsa satışına rastlanmamıştır. Emsali bulunmayan arsanın pazar değeri, ülkemiz koşullarında Artık Değer Yöntemiyle belirlenecektir.

Verilen örnekle, uluslararası standartların uygulanması sürecinde gayrimenkul değerlerinin daha doğru takdir edilmesi ve değerlendirme uzmanlarına yol gösterici olması amaçlanmıştır.

6.1 Gayrimenkulün Tanımlanması

Söz konusu gayrimenkul, Büyükdere Caddesi üzerinde, Gayrettepe Semti, Şişli İlçesi, İstanbul İli sınırları içinde yer almaktadır. Büyükdere Caddesi sanayi aksı olarak gelişmiş ancak kentin değişen ihtiyaçları doğrultusunda imar durumu prestijli iş alanı olarak değiştirilmiştir. Kentin merkezi iş alanı sayılan bu alanda, zaman içinde sanayi tesisleri yıkılarak yerlerine ticari binalar inşa edilmiştir. Arsaların geçirdiği bu fonksiyonel değişiklik değerlerine de yansımış, yüksek rant getirisi olan kent arsaları haline gelmişlerdir. Bugün bu aks, çok katlı ofis binaları, alışveriş merkezleri ve rezidansların yer aldığı doymuş kent toprağı haline gelmiştir.

Yasal Tanımlama

İl : İstanbul
İlçe : Şişli/ 1

Mahalle : Mecidiyeköy
Pafta : -
Ada : 2011
Parsel : 5
Alan : 15.000 m²

En İyi ve En Doğru Kullanım Kriterleri

Gayrimenkulün, en iyi ve en doğru kullanım kriterlerine göre değerlendirilmesi aşağıdaki sunulmuştur.

▪ *Yasal Mümkünlük:*

Şişli Belediyesi 1/ 1000 ölçekli imar planına göre söz konusu arsa merkezi iş alanı olarak tanımlanmıştır. Merkezi iş alanı tanımı kapsamında ticaret ve turizm kullanımları konut kullanımıyla beraber veya tek başına olarak tanımlanmıştır. Kapalı Alan Katsayısı (KAKS) 2,5'tir. Yapı yüksekliği sınırlandırılmamıştır. Toplam arsa alanının % 40'ına tekabül eden 6.000 m²'lik alan yeşil alan ve yol kullanımları için kamulaştırılmıştır. Kamulaştırma sonrası kalan net arsa alanı 9.000 m²'dir.

▪ *Fiziksel Mümkünlük:*

Arsanın fiziksel karakteristikleri içinde birçok faktör, gayrimenkulün kullanım fonksiyonlarını etkilemektedir. Arsanın boyutu, şekli, konumu, yola cephesi, topografyası, tapu kısıtlayıcıları, altyapı servisleri ve çevresindeki kentsel doku, arazinin kullanımını belirleyen fiziksel karakteristiklerdir. Gayrimenkulün fiziksel karakteristikleri açısından değerlendirilmesi aşağıda verilmiştir.

- *Boyut – Şekil:* Söz konusu gayrimenkul alanının boyutu ve şekli yüksek çekim gücü olan bir kentsel kullanım için yeterli ve uygundur.
- *Ulaşılabilirlik:* Gayrimenkul bulunduğu lokasyon itibarıyla ideal bir konuma sahiptir. Şehrin ana arterlerinden biri olan Büyükdere Caddesine cephelidir. Otobüs ve metro aracılığıyla şehrin diğer kısımlarına ulaşım kolaylıkla sağlanmaktadır. Gayrettepe metro istasyonu ve otobüs durağına yürüme mesafesinde bulunmaktadır.
- *Görünürlük:* Söz konusu gayrimenkul cadde üzerinde yüksek görünürlüğe sahiptir.

- *Altyapı Servisleri:* Gayrimenkul alanında her türlü kentsel altyapı servisi mevcuttur.

En İyi ve En Doğru Kullanım Modelleri

Söz konusu gayrimenkul şehrin Merkezi İş Alanı (MİA) da yer almaktadır. Gayrimenkulün yasal ve fiziksel kullanım kriterlerine göre ofis, rezidans veya otel gibi ticari kullanımlar söz konusu gayrimenkulün en iyi ve en doğru kullanımı yansıtacaktır. Bu durumda söz konusu arsa için 3 model önerilmektedir:

Model 1 : Rezidans -- Satış Opsiyonu

Model 2 : Ofis -- Kiralama Opsiyonu

Model 3 : Otel – İşletme Opsiyonu

Tanımlanan modellere yönelik olarak söz konusu gayrimenkul üzerinde geliştirilecek projeleri için önerilen kullanımların alansal dağılımı Tablo 6.1’de açıklanmaktadır:

Tablo 6.1 : En iyi ve en doğru kullanım modelleri doğrultusunda önerilen alansal kullanımlar

MODEL 1: REZIDANS	MODEL 2: OFİS	MODEL 3 : OTEL
Rezidans : 20.000	Ofis : 21.000	Otel : 18.000
Ortak Alanlar : 2.500	Ortak Alanlar : 1.500	İdari ve Yardımcı Ünite: 4.500
Otopark ve TA : 10.000	Otopark ve TA : 16.500	Otopark ve TA : 6.500
Toplam : 32.500	Toplam : 39.000	Toplam : 29.000

TA: Teknik Alanlar

Tablo 6.1’da önerilen brüt alan tanımları imar durumunda belirtilen KAKS göstergesine göre hesaplanmıştır. Otopark ve teknik alanların yer alacağı bodrum katları emsale dahil değildir. Finansal hesaplamalar bu rakamlar baz alınarak hesaplanmıştır.

6.2 Pazar Analizi

Olası kullanımlara yönelik yapılacak pazar araştırmaları, finansal analizde yapılacak varsayımlara baz alınarak hesaplamalarda kullanılacaktır.

6.2.1 Rezidans Pazarı Analizi

Lüks rezidans binaları, İstanbul şehir merkezinde 90'lı yıllardan itibaren ortaya çıkan yüksek binalar arasında yer almaktadır. Etiler'deki Akmerkez Rezidans, Beşiktaş'taki BJK Plaza ve Polat Plaza ilk örnekleri olup devamında Selenium Rezidans, Metrocity Rezidans ve Şişli'deki Elit Rezidans yapılmıştır. Bu projelerin başarılı olması birçok yatırımcıyı karma kullanım projeleri içinde rezidans yatırıma da yer vermesini sağlamıştır.

Tablo 6.2: İnşaatı devam etmekte olan rezidans projeleri ve fiyat bilgileri

Proje	Lokasyon	Daire Adedi	Daire Alanı (m ²)	Teslim Tarihi	Birim Satış Fiyatı \$/m ²
Kanyon	Levent	157	80- 380	Mayıs 2006	2.800- 4.200
Şişli Plaza	Şişli	179	75-324	Ocak 2007	2.500-3.000
Terrace Fulya	Şişli	245	58-221	Aralık 2007	2.800-3.800
Kempinski Residence Astoria	Esenetepe	160	111-314	2007	4.300-5.500
İstinye Park Residence	İstinye	400	150-300	Nisan 2007	3.250
Selenium Residence Twins	Fulya	366	71-300	Aralık 2007	2.500
Selenium Residence Panorama	Fulya	65	75-200	Aralık 2007	3.000
Masshattan	Maslak	3.100	85-340	2008	2.350-4.500

Tablo 6.2'de listelenen projelerin satış fiyatların ortalaması 3.328 \$/m² olarak tespit edilmiştir. Listede yer alan Kanyon ve Şişli Plaza Rezidans projeleri %100 doluluk oranına ulaşmıştır. Kempinski Rezidans Astoria'da yer alan dairelerin bir kısmının satılması ve geri kalan kısmının kiraya verilmesi planlanmaktadır. Söz konusu projelerin tamamında resepsiyon, güzellik, sağlık merkezleri, jimnastik salonları, alışveriş üniteleri, çocuk bakım, kuaför ve kuru temizleyici dükkânları yer almaktadır.

İstanbul'da proje aşamasında ve yapılması planlanan çeşitli ofis, alışveriş merkezi ve karma kullanım projeleri hakkında da bir araştırma yapılmıştır. Araştırma sonucu elde edilen bilgilerin özeti aşağıda verilmektedir:

KANYON : Eczacıbaşı Topluluğu ve İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığının yüzde 50-50 ortaklıkla, Levent'te gerçekleştirmekte olduğu proje, alışveriş merkezi, sinema-eğlence, ofis ve konut bloklarından oluşmaktadır. 2006 yılı Mayıs ayında tamamlanacak olan Kanyon projesi, 250 bin m²'lik kapalı alana sahiptir. Proje inşaatına 2003 yılında başlanmış ve yaklaşık 200 milyon dolara mal olması planlanmıştır. Proje kapsamında 29.903 m² kapalı alanlı, 25 katlı ofis bloğu, 50.841 m² alışveriş merkezi, büyüklükleri 75 m² 'den 210 m²'ye kadar değişen toplam 157 adet konut ünitesi, 1.579 kişilik toplam 9 adet salondan oluşan sinema kompleksi bulunmaktadır.

Ofis Bloğu: Ofis katları 1.167 m² kapalı alana sahiptir. Toplam kapalı alan 29.903 m² dir. 15 inci ve 25 inci katlar arasındaki toplam 11.670 m² lik ofis alanı Eczacıbaşı şirketi tarafından kullanılacaktır. 2inci ve 14üncü katlar arası kiraya verilmek üzere pazara çıkmıştır.

DUBAI TOWERS: Dubai International Properties'in (DIP) İstanbul Büyükşehir Belediyesine ait İETT garajına inşa edeceği iki gökdeleni kapsayan 500 milyon dolarlık "Dubai Towers İstanbul" projesi Levent'de yer almaktadır. Tarafların kuracakları gayrimenkul yatırım ortaklığı şirketinde DIP'in yüzde 80, İstanbul Belediyesi'nin ise yüzde 20 pay sahibi olacaktır. Gelecek dönemde şirketin yüzde 49'unun halka açılması da kuruluş şartlarından biri olacaktır. İş ve yaşam merkezi olarak tasarlanan proje kapsamında 5 yıldızlı otel, ofis, rezidans, eğlence ve alışveriş merkezi yer alacaktır. 46 bin metrekare arsaya yaklaşık 140 bin metrekare brüt alanlı inşaat yapılması planlanmaktadır. Projenin 2008'de tamamlanması bekleniyor.

SOYAK PLAZA : Soyak 2005 yılında kendi ofis binasını inşa etmek amacıyla Novartis'in arsasını satın almıştır. Projeye göre bina, Dubai Towers'ın yanında, Levent'te Büyükdere Caddesi üzerinde 80,000 m² ofis alanına sahip olacak ve 2008 yılı sonunda inşaatı bitirilecektir.

AS TOWERS (Kempinski Residence Astoria) : İstanbul Esentepe'de Tatko şirketi tarafından inşaatına başlanan proje Astaş tarafından satın alınmıştır. Mayıs 2007'de bitirilmesi planlanan proje Astower adını almıştır. 35 katlı 2 kuleden oluşan binaların 8 katı yeraltında, 27 katı yer üstündedir. Kulelerin biri tamamen rezidanslara ayrılacak.

Diğeri ise 5 yıldızlı otel, alışveriş merkezi ve ofislerden oluşacaktır. Otel işletmesinde Kempinski ile anlaşıldığı belirtilmiştir.

ÖZDİLEK ALIŞVERİŞ MERKEZİ: Özdilek ailesi, Levent'te Metrocity'nin yanındaki Roche İlaç Fabrikasının 35.079 m² 'lık arsası üzerinde büyük bir alışveriş merkezi inşa etmeyi planlamaktadır. Proje mimari planları hazırlanması aşamasındadır.

KİLER ALIŞVERİŞ MERKEZİ : Kiler Grubu, 2005 yılının sonunda 4. Levent'te Tatlıcı ailesine ait arsayı satın almıştır. Grup buraya bir alışveriş merkezi inşa etmeyi planlamaktadır.

PROMESA REZİDANS: Promesa Grubu, 4. Levent'de Kiler Projesinin hemen yanında olan 4.800 m² arsalarına rezidans inşa etmeyi planlamaktadır.

TAT TOWERS: Zincirlikuyu'da 10 yıldır inşaatı devam etmekte olan Tat Towers binalarının tamamlanıp 2006 yılı sonlarında işletmeye açılması kararlaştırılmıştır. Bina, ofis ve alışveriş merkezi olarak kullanıma açılacaktır.

ÜLKER-AKFEN PROJESİ : Proje, Ülker ve Akfen Gruplarının ortaklaşa olarak 4. Levent'te planladıkları bir projedir. Halen 5000 m² 'lık bir arsa üzerinde 30.000 m² kapalı alan ihtiva edecek şekilde inşaatına başlanmış olan bina betonarme karkas halindedir. Projenin 2007 yılı sonunda tamamlanması planlanmaktadır. Yatırımın maliyetinin 25 milyon dolar olacağı tahmin edilmektedir.

Söz Konusu Arsanın Rezidans Kullanımı için İrdelenmesi

Avantajları:

- Şehrin merkezi iş alanında bulunması
- Ticari, iş, ve kültürel aktivitelerin yer aldığı canlı bir çevreye sahip olması
- İnşa edilecek yapının üst katlarında boğaz manzarasını görecektir olması
- Ana akslarda yer almasından dolayı kolay ulaşılabilirliğe sahip olması
- Gayrettepe metro istasyonuna yakın mesafede yer alması
- A+ sosya-ekonomik sınıfının büyük bir kısmının hala şehir merkezinde oturmayı tercih etmesi

Dezavantajları:

- Yapılmakta olan ve yapılması planlanan büyük ölçekli karma kullanım projelerinin rezidans ve ticari kullanımlar yönünden arz fazlalığı yaratma ihtimalinin bulunması
- Arz fazlalığına bağlı olarak rekabetin artacağı ve buna bağlı olarak da satış fiyatlarının aynı seviyede kalma veya yavaşça düşme eğilimine girme ihtimali.

Konut projelerine olan yoğun ilgi, günümüzde şehir merkezinde başlayan bir çok projenin daha inşaatı başlanmadan maket üzerinden satışları gerçekleşmektedir. İçinde bulunduğumuz günlerde konut yatırımına olan talep göz önüne alındığında, şehir merkezinde gerçekleşecek bir rezidans projesinin tamamının kısa zaman içinde satılacağı dolayısıyla projenin fizibl olacağı olası muhtemel bir tahmindir.

6.2.2 Ofis Pazarı Analizi

Ofis piyasasında analizinde İstanbul A sınıfı ofis piyasası incelenmiştir. A sınıfı olarak tanımlanan ofisler mümkün olan en yüksek teknik standart ve konfora sahip ofislerdir. Söz konusu teknik standart ve konfor özelliklerine profesyonel güvenlik, bina yönetimi, kapalı park alanı, merkezi havalandırma, ısıtma, soğutma sistemi, yangın müdahale sistemi (sprinkler ve yangın dedektörü), yükseltilmiş döşeme verilebilir. İstanbul'un MİA'sı Beşiktaş-Maslak aksıdır. Bu alan, Beşiktaş, Fulya, Balmumcu, Zincirlikuyu, Esentepe, Şişli, Etiler, Akatlar, Levent ve Maslak'ı kapsamaktadır.

İstanbul'un A sınıfı ofis piyasası toplam 1,676 milyon m² hacme sahiptir (Sahipleri tarafından kullanılan ofis alanları bu rakama dâhil değildir.) Sahipleri tarafından kullanılan ofis alanı hacmi ise 2006 itibarıyla 700.000 m²'ye ulaşmıştır. [14]

İstanbul ofis piyasası tek merkezli olmayıp, şehir geneline yayılmış durumdadır. Avrupa Yakasında A sınıfı ofis piyasası 4 bölgede yoğunlaşmıştır: Maslak Bölgesi, Levent-Zincirlikuyu-Mecidiyeköy Bölgesi, Beşiktaş-Taksim-Nisantasi Bölgesi ve Havaalanı Bölgesi. Asya Yakasında ise 3 bölge yer almaktadır: Kavacık, Kozyatağı ve Altunizade. Avrupa Yakası A sınıfı ofis alanı, toplam ofis hacminin % 65'ini oluşturmaktadır.[14]



Şekil 6.1: İstanbul’da yer alan ofis bölgeleri

Şekil 6.1’de sunulan haritada bölgeler renkli halkalar içinde gösterilmiştir.

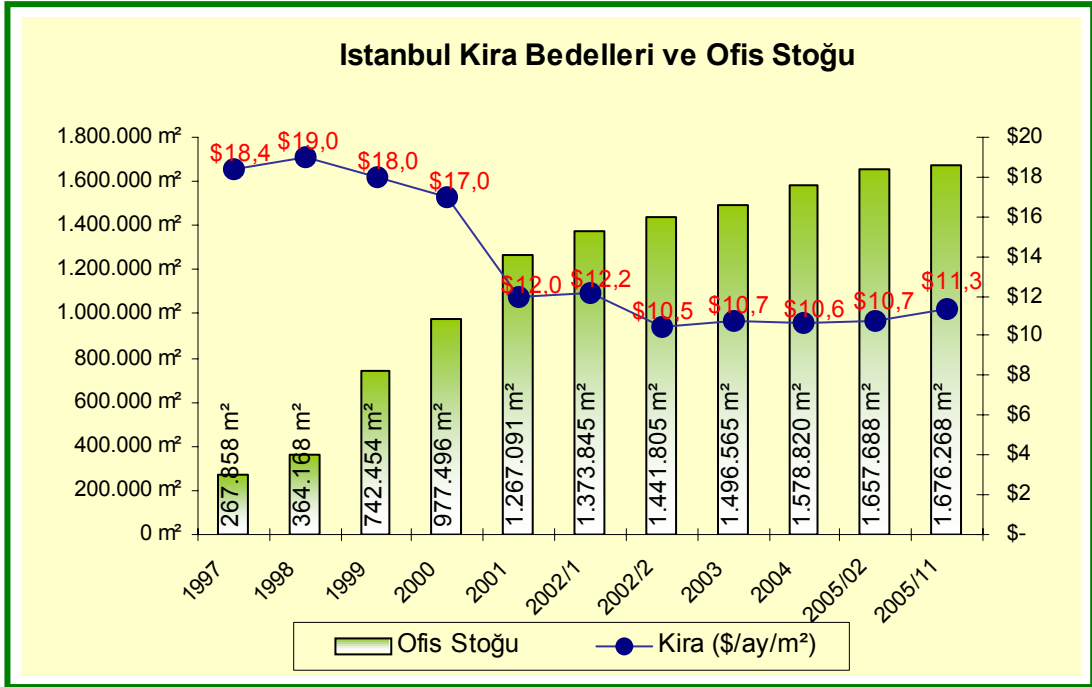
- Levent-Zincirlikuyu-Maslak Bölgesi kırmızıyla (Avrupa yakası Merkezi İş Alanı)
- Gunesli-Ikitelli and Merter Bölgesi maviyle (Avrupa yakası MİA dışı ofis bölgesi)
- Altunizade Bölgesi morla (Anadolu Yakasında)
- Kozyatağı Bölgesi yeşille (Anadolu Yakasında)
- Kavacık Bölgesi sarıyla gösterilmiştir. (Anadolu Yakasında)

Avrupa Yakasında yeni yapılan A sınıfı ofis binaları yüksek yapılar olurken, Asya Yakasında yapılar orta ve küçük ölçeğe inmektedir. Ofis alanlarının büyük kısmı kaba inşaat halinde kiralık olarak piyasaya sunulmaktadır. Kat alanları Avrupa Yakasında yaklaşık 1,000 m², Asya Yakasında ise 600 - 700 m² arasında değişmektedir. [14]

Levent- Maslak aksı şehrin finans ve ticaret merkezi olmasına rağmen Henkel, Unilever, Shell ve Citibank gibi birçok uluslar arası firma, Avrupa Yakasında yaşanan trafik sorunu, gürültü, kirlilik, otopark yetersizliği gibi nedenlerden dolayı Asya Yakasını tercih etmiştir. Aynı nedenlerden dolayı birçok firma taşınmayı düşünmektedir. Bu açıdan Kozyatağı ve Kavacık makul kira seviyeleriyle, Maslak-Levent aksına alternatif ofis alanı olarak kabul edilebilir. [15]

A sınıfı ofis piyasasının büyük çoğunluğu Avrupa Yakasında yer almaktadır. A sınıfı ofis binaları ortalama brüt kiralanabilir alanı 16.200 m² civarındadır. Avrupa Yakası ofis piyasası 465.864 m²'lik kapalı alana sahiptir. [14]

Ofis kiralama konusunda, yeni ofis binalarına taşınan firmalar, ilerisi için büyümeyi göz önünde tutarak ihtiyaçtan fazla yer kiralama yoluna gitmektedirler. Bu nedenle çalışan başına düşen birim ofis alanında bir artış yaşanmıştır. Söz konusu birim alan ortalama 16,6 m²'dir. [15]



Şekil 6.2 : Yıllara göre toplam ofis stoğu ve birim kira fiyatları

1980 yılından beri İstanbul ofis piyasası önemli dalgalanmalar yaşamıştır. Satıcının belirlediği piyasa, günümüzde arz fazlası nedeniyle alıcının koşulları belirlediği bir piyasa haline gelmiştir. 2006-2008 yıllarında bitirilmesi öngörülen projelerle arz fazlası devam edecektir. [15]

Söz konusu Gayrimenkulün Yakın Çevresi Kiralık Ofis Piyasası:

Söz konusu gayrimenkul İstanbul ofis piyasasında “Merkezi İş Alanı” olarak tanımlanan bölgenin sınırları içinde yer almaktadır. Aşağıdaki tabloda, bu bölgede görülen boşluk oranları ve kira seviyeleri verilmektedir: [14]

Tablo 6.3 : Levent bölgesi ofis arzı, kira seviyeleri ve boşluk oranları

Proje Adı	Kiralanabilir Ofis Alanı	Ortalama Kat Alanı (m ²)	Kat Sayısı	Ortalama Fiyat Seviyesi (\$/ m ²)	Boşluk Oranı	Boş Alan (m ²)
Harmancı GİZ	8.830	400	21	15,00	5%	400
İş Blokları	119.828	1033	68	21,50	0%	-
Kanyon	29.903	1167	25	18,18	13%	3.836
Büyükdere Plaza	5.222	746	7	17,00	0%	-
Metrocity	16.560	720	23	25,00	0%	-
Polat Plaza A	5.400	600	9	17,00	0%	-
Polat Plaza B	8.400	600	14	13,00	0%	-
Yapı Kredi Plaza A	19.440	986	20	15,00	0%	-
Yapı Kredi Plaza B	19.440	986	20	15,00	0%	-
Yapı Kredi Plaza C	19.440	986	20	17,24	5%	986
Tekfen Tower	33.142	1045	30	14,10	0%	-
TOPLAM	285.605	ORTALAMA		17,09	2,09 %	

Tablo 6.3'e göre Levent bölgesinde ortalama birim kira bedeli \$ 17 / m²'dir. Söz konusu bölgede A sınıfı brüt kiralanabilir ofis arzı, (sahipleri tarafından kullanılanlar hariç) toplam 285,605 m²'dir. Var olan ofis stoku, boşluk oranları ve kira seviyeleri göstergeleri, olası bir ofis projesinin fizibil olacağını kanıtlamaktadır.

Söz konusu Arsanın Ofis Kullanımı için İrdelenmesi:

Avantajları:

- Ofis alanları dekorasyonu yapılmadan kullanıcısına teslim edildiğinden birim inşa maliyeti rezidans ve otel gibi kullanımlarla karşılaştırıldığında daha düşük olmaktadır
- Görünürlük ve lokasyon bakımından söz konusu arsa ofis kullanımı için uygundur.

Dezavantajları:

- Ofis pazarının 2008 yılından itibaren yaşanacak arz fazlalığından dolayı bir durgunluğa girme ihtimali vardır. Bu arz fazlalığının, yakın gelecekte yapılması planlanan projelerin tamamlanması ile daha da artması kaçınılmazdır.
- Arz fazlalığına bağlı olarak boşluk oranlarının zamanla tedricen artacağını buna bağlı olarak da kiraların aynı seviyede kalacağını veya yavaşça düşeceği tahmin edilmektedir.

6.2.3 Otel Pazarı Analizi

İstanbul, birinci sınıf otel konaklama ve konferans tesisi zenginliği, dünyanın belli başlı şehirlerine kolayca ulaşım, köklü tarihi ve İstanbul Boğazıyla yerli ve yabancı turistler için bir çekim merkezidir. Bu özelliğinin yanı sıra, mükemmel bir iklim ve alternatif destinasyonlara göre daha düşük konaklama olanakları sunmaktadır.

Günlük hava yolu seferleri, İstanbul'u Amerika Birleşik Devletleri, Avrupa, Ortadoğu ve Asya'nın belli başlı şehirlerine bağlamaktadır. Rakipsiz dekoru ve mimari hazinelerinin zenginliğiyle, İstanbul dünyanın en büyük turizm destinasyonları arasında yer almaktadır.

Avrupa ve Asya kıtaları arasında köprü görevi gören İstanbul, Türkiye'nin en önemli şehridir. Roma, Bizans ve Osmanlı İmparatorluğu'nun başkenti olarak son iki bin yılı aşkın süredir dünya tarihinin odak noktasıdır. İstanbul'un benzersiz doğal güzellikleri, tarihi kilise, cami, saray ve çarşıları tüm dünyadan turistlerin ilgisini çekmektedir.

Tablo 6.4 : İstanbul'da bulunan 3, 4 ve 5 yıldızlı otel sayısı ve toplam oda kapasitesi

Sınıfı	Otel Sayısı	Toplam Oda Kapasitesi
5 Yıldızlı	29 Otel	6,300 Oda
4 Yıldızlı	38 Otel	4,500 Oda
3 Yıldızlı	53 Otel	4,000 Oda
Toplam	110 Otel	14.800 Oda

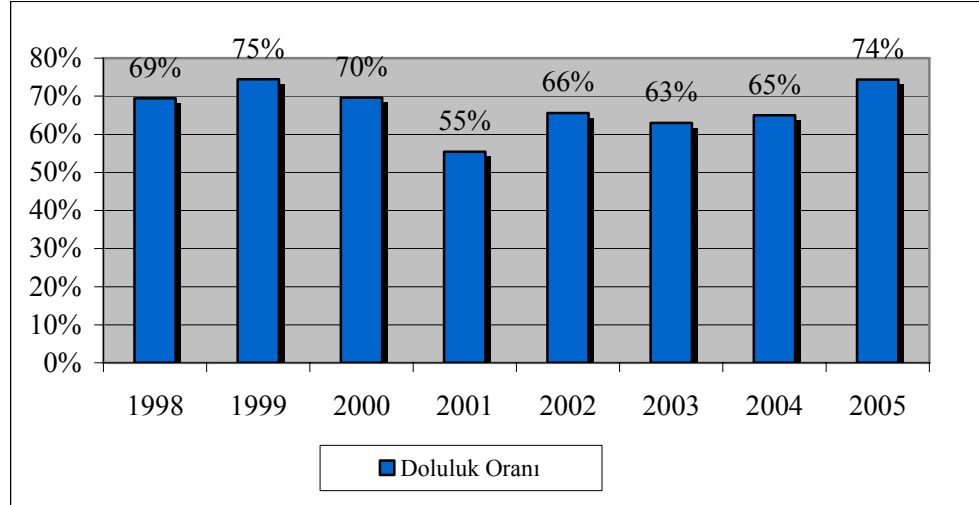
Son yıllarda uluslararası çapta önemli organizasyonlara ev sahipliği yaparak yükselişe geçen İstanbul, Avrupa'nın önemli turistik kentleri arasında 2005 yılında en yüksek doluluğu yakalayan kent olmuştur. Söz konusu doluluk oranlarına paralel olarak oda fiyatları ve gelirlerinde de artış sağlamıştır.

Tablo 6.5 : Avrupa kentlerinde otellerin doluluk oranları ve oda fiyatları (2004-2005)

Şehir	Yıllık ortalama doluluk			Ort. Oda fiyatları (€)			Oda başına gelir (€)		
	2005	2004	Değişim (%)	2005	2004	Değişim (%)	2005	2004	Değişim (%)
Kudüs	64.3	50.2	28.0	104	90	15.7	67	45	48.1
Tel Aviv	68.3	54.1	26.1	117	102	14.1	80	55	43.8
İstanbul	74.4	65.1	14.3	117	94	24.6	87	61	42.4
Moskova	72.4	74.6	-3.0	188	139	34.4	136	104	30.4
Berlin	64.4	64.2	0.4	83	85	-2.0	54	55	-1.7
Barselona	69.5	69.9	-0.7	121	124	-2.5	84	86	-3.1
Atina	62.7	61.6	1.7	134	169	-20.8	84	104	-19.4
Lizbon	56.4	60.1	-6.2	94	110	-14.5	53	66	-19.8

Deloitte şirketi tarafından düzenli olarak yapılan “Hotel Benchmark” anketi sonuçları Tablo 6.5’da özetlenmiştir. Anket sonuçlarına göre İstanbul’daki 5 yıldızlı tesislerde 2004 yılında yüzde 65 olan doluluk oranı 2005 yılında yüzde 74,4’e çıkmıştır. Avrupa içinde İstanbul’u yüzde 72 ile Moskova ve yüzde 68 ile Telaviv otelleri izlemektedir.[16]

2005 yılında yüzde 75’e yakın doluluk oranı yakalayan İstanbul’un bu başarısının arkasında son yıllarda ev sahipliği yaptığı büyük organizasyonlar bulunmaktadır. Ankete göre Avrupa genelinde oda başına gelirler 2005 yılında yüzde 4,5 dolayında artmıştır. Oda başına gelirlerde en yüksek rakamı Moskova yakalamıştır. Araştırma sonuçların göre Moskova otelleri 136 Euro ile ilk sırayı alırken onu 86 Euro ile İstanbul izlemiştir.



Şekil 6.3 : İstanbul’da bulunan 5 yıldızlı otellerin yıllara göre doluluk oranları

Şekil 6.3’de görüldüğü üzere, 1999-2001 yılları arasında yaşanan Marmara depremi, terörist etkinlikler ve 11 Eylül olayı, pazarın gerilemesine yol açmıştır. 2002 yılında bir toparlanma yaşanmasına rağmen 2003 yılı 16-20 Kasım tarihlerinde yaşanan terör saldırılarıyla ziyaretçi sayısı tekrar düşüşe geçmiştir. Düşen ziyaretçi sayısına paralel olarak da doluluk oranı da düşmüş, ancak müteakip yıllarda artışa geçmiştir. Bu artış, İstanbul için düşük sezon sayılabilecek mart, nisan, mayıs aylarında gerçekleşen uluslararası kongreler, yüksek sezonda olan temmuz, ağustos aylarında sunulan düşük maliyetli eğlence amaçlı seyahatlerle sağlanmıştır. Eylül, ekim aylarında toplantılar yeniden önem kazanırken, kasım- aralık- ocak ise tipik düşük sezon aylarıdır. [17]

Tablo 6.6: İstanbul’da bulunan 5 yıldızlı otellerin ortalama oda fiyatları

Otel Adı	Ortalama Oda Fiyatı (\$)	Bulunduğu Lokasyon
Mövenpick Otel	170	Levent
İstanbul Princess Otel	175	Levent
Sürmeli Otel	105	Gayrettepe
Dedeman Otel	120	Gayrettepe
Condrad Otel	224	Beşiktaş
Ceylan Intel Continental Otel	336	Harbiye
The Marmara Oteli	192	Taksim
Ortalama	189	

Tablo 6.6’da sıralanan otellerin ortalama oda fiyatlarının ortalaması 189 \$ hesaplanmıştır. Söz konusu oda fiyatı, tek kişilik odada yarım pansiyon kalmak için ödenen tutardır. İstanbul her dönemde karşıladığı turist akımıyla, otelcilik için ideal bir merkez konumuna gelmiştir. Şehirdeki otellerin performansı önde gelen Avrupa pazarlarına göre daha caziptir. Artan turist sirkülasyonu yeni otel yatırımlarını gerektirmektedir.

Gelişen turizm endüstrisinde önümüzdeki 10 yıl için İstanbul’a ilave 91.325 yatak gereksinimi doğacaktır. Bu ihtiyacın 600 yatak kapasiteli 5 yıldızlı oteller ve 200 yatak kapasiteli 3-4 yıldızlı otellerle karşılandığı varsayıldığından 60 yeni 5 yıldızlı ve 276 yeni 3 yıldızlı otele ihtiyaç doğacağı hesaplanmıştır.[18]

Söz Konusu Arsanın Otel Kullanımı için İrdelenmesi:

Avantajları:

- Artan doluluk oranları ve oda fiyatları yeni otel yatırımlarını gerektirmektedir.
- Lokasyon ve ulaşılabilirlik açısından merkezi iş alanında yer alması nedeniyle ideal bir konuma sahiptir .

Dezavantajları:

- Uzun vade de pazarda oluşacak arz fazlalığına ve rekabete bağlı olarak doluluk oranları ve oda fiyatlarının zamanla tedricen düşeceğini tahmin edilmektedir.
- Yoğun trafik akışının olduğu cadde konaklama amaçlı gelenler için gürültü unsuru olacaktır.

6.3 Finansal Analiz

Söz konusu gayrimenkulün en iyi ve en doğru kullanımını belirlemek amacıyla, üç farklı kullanımın karşılaştırmalı analizi yapılmıştır. Önerilen modellerin net bugünkü değerlerinin finansal analizi aşağıda verilmektedir:

6.3.1 İskonto Edilmiş Nakit Akışında Kullanılan Varsayımlar

- *İskonto Oranı* : İleri bir tarihte gerçekleşmesi planlanan rezidans, ofis ve otel projeleri için iskonto oranı % 15 kabul edilmiştir. Bu orana, % 10 seviyesinde kabul edilen, ülkemiz ekonomisi koşullarında gayrimenkul yatırımı yapma riski artı, bankaların

Amerikan Doları için açıkladıkları yıllık faiz oranı ortalaması olan % 5 toplanarak ulaşılmıştır.

- *Kapitalizasyon Oranı:* Söz konusu ofis alanı için öngörülen kapitalizasyon oranı % 10, otel için % 12'dir.

6.3.2 İnşaat Maliyeti Varsayımları

İnşaat maliyeti varsayımları konusunda Bayındırlık ve İskan Bakanlığı tarafından 12 Mart 2006 tarihinde 26106 sayılı Resmi Gazetede yayınlanan “Mimarlık ve Mühendislik Hizmet Bedellerinin Hesabında Kullanılacak 2006 Yılı Yapı Yaklaşık Birim Maliyetleri” tebliği incelenmiştir. Ancak yapılması planlanan yapıların, inşaat kalitesi ve teknik özellikler bakımından tebliğde sınıflandırılmış yapıların çok üstünde olması nedeniyle bu veriler kullanılmamıştır. Maliyetler başlığı altındaki tüm inşaat maliyetleri, konuda deneyimli inşaat firmalarından alınan bilgiler doğrultusunda oluşturulmuştur.

Aynı husus mimari proje, statik, elektrik, mekanik proje hizmet bedelleri, kontrollük, genel yönetim masrafları, yasal danışmanlar ve diğer profesyonel hizmet bedellerini içeren proje yönetim ve danışmanlık maliyeti içinde geçerlidir. Bu konuda mimarlar odasının ilgili tebliğleri incelenmiş ancak söz konusu projeler için belirlenen asgari ücretlerin çok üstünde bir bedel varsayılmıştır.

Hesaplamalarda para birimi olarak dolar kullanılmıştır. Kur hesaplamalarında 1 \$, 1,33 YTL olarak kabul edilmiştir.

Model 1: REZİDANS- Satış Opsiyonu

- Projenin inşaatının iki yıl süreceği varsayılmıştır.
- Proje ve Danışmanlık Hizmetleri \$ 1,750,000 olarak öngörülmüştür.
- Rezidans alanı birim inşaat maliyeti 1,000 \$/m² olarak belirlenmiştir.
- Ortak alanlar inşaat maliyeti 700 \$/m² olarak belirlenmiştir.
- Teknik alan ve otopark alanı inşaat maliyeti 500 \$/m² olarak belirlenmiştir.
- Harici ve Müteferrik İşler toplam inşaat maliyetinin % 5'i olarak alınmıştır.
- Müteahhit karı toplam inşaat maliyetinin % 10'u olarak alınmıştır.
- İnşaat maliyeti aşağıda tabloda açıklanmıştır:

Tablo 6.7 : Rezidans modeli inşaat maliyet tablosu

	Kapalı Alan (m²)	Birim İnş. Maliyeti (\$/m²)	Toplam Maliyet
Proje ve Danışmanlık			\$ 1.750.000
Rezidans Alanı	20.000	1.000	\$ 20.000.000
Ortak Alan	2.500	700	\$ 1.750.000
Otopark ve Teknik Alanlar	10.000	500	\$ 5.000.000
Harici&Müteferrik İşler (5%)			\$ 1.337.500
Toplam İnşaat Maliyeti			\$ 29.837.500
Müteahhit Karı (%10)			\$ 2.983.750
Toplam Geliştirme Maliyeti			\$ 32.821.250

- İnşaat programına göre nakit çıkışı Tablo 6.8’de açıklanmaktadır:

Tablo 6.8 : Rezidans modeli inşaat programı

Nakit Çıkışı	1. Yıl	2. Yıl
	40%	60%
Geliştirme Maliyeti	-\$ 13.128.500	-\$ 19.692.750

Net Bugünkü Değer Tespitinde Kullanılan Varsayımlar

- Brut satılabilir alan toplam 20.000 m²’dir.
- Rezidans için ortalama birim satış bedeli 3.250 \$/m² olarak kabul edilmiştir. (Rezidans fiyat seviyesi için yapılan pazar analizinde Tablo 6.2’de belirtilen ortalama fiyat 3.328 \$/m²’dir. Ancak yeni yapılacak rezidans projeleriyle piyasada oluşacak rekabet göz önüne alınarak, fiyat seviyesi ortalamadan düşük tutulmuştur)
- Birim satış fiyatına ortak alan ve otopark kullanım hakları dahildir.
- Satışların peşin olacağı kabul edilmiştir.
- Öngörülen satış programı ve nakit girişleri Tablo 6.9’de açıklanmıştır:

Tablo 6.9 : Rezidans Modeli satış programı

Nakit Girişleri	1. Yıl	2. Yıl	3. Yıl
Satış Oranları	% 25	% 50	% 25
Satış Gelirleri	\$16.250.000	\$32.500.000	\$16.250.000

- Ortak alan olarak 2.500 m²'lik bir alan tanımlanmıştır. Bu alan, resepsiyon, fitness center, yüzme havuzu, yönetim odası, toplantı odası, lobby, kreş, kuru temizleme, eczane ve çeşitli günlük alışveriş birimlerine ayrılmıştır.
- Teknik alanlar için 750 m² , otopark için 9.250 m² ayrılacağı varsayılmıştır.
- Kapalı otoparkın araç kapasitesi 300'dür.(85 m²'lik konut alanına 1 araç düşecek şekilde hesaplanmıştır)

Sonuç

Model 1: Rezidans - Satış Opsiyonu projesinde varsayılan satış gelirlerinden geliştirme maliyeti düşülerek elde edilen nakit akışının uygun görülen % 15 iskonto oranı ile iskonto edildiğinde, rezidans geliştirme projesinin net bugünkü değeri \$ 23.083.108 tespit edilmiştir. Yıllık nakit giriş ve çıkışlarının oluşturduğu nakit akışı Tablo 6.10'a sunulmuştur.

Model 2: OFİS-Kiralama Opsiyonu

İnşaat Maliyeti Varsayımları

- Projenin inşaatının iki yıl süreceği varsayılmıştır.
- Proje ve Danışmanlık Hizmetleri \$ 1.250,000 US olarak öngörülmüştür.
- Ofis alanı inşaat maliyeti \$ 700 US/m² olarak belirlenmiştir.
- Ortak alan inşaat maliyeti \$ 700 US/m² olarak belirlenmiştir.
- Teknik alan ve otopark alanı inşaat maliyeti \$ 500 US/m² olarak belirlenmiştir.
- Harici ve Müteferrik İşler toplam inşaat maliyetinin % 5'i olarak alınmıştır.
- Müteahhit karı toplam inşaat maliyetinin % 10'u olarak alınmıştır.
- Toplam inşaat maliyeti Tablo 6.10'de açıklanmıştır:

Tablo 6.10: Ofis modeli inşaat maliyet tablosu

	Kapalı Alan (m²)	Birim İnş. Maliyeti (\$/m²)	Toplam Maliyet
Proje ve Danışmanlık			\$ 1.250.000
Ofis Alanı	21.000	700	\$ 14.700.000
Ortak Alan	1.500	700	\$ 1.050.000
Otopark ve Teknik Alanlar	16.500	500	\$ 8.250.000
Harici&Müteferrik İşler (5%)			\$ 1.200.000
Toplam İnşaat Maliyeti			\$ 26.450.000
Müteahhit Karı (%10)			\$ 2.645.000
Toplam Geliştirme Maliyeti			\$ 29.095.000

- İnşaat programına göre nakit çıkışları Tablo 6.11’de açıklanmıştır:

Tablo 6.11 : Ofis modeli inşaat programı

	1. Yıl	2. Yıl
Nakit Çıkışı	40%	60%
Geliştirme Maliyet	-\$ 11.638.000	-\$ 17.457.000

Net Bugünkü Değer Tespitinde Kullanılan Varsayımlar

- Brüt kiralanabilir ofis alanı 21.000 m² ‘dir
- Aylık birim kira bedeli \$ 17 US /m² olarak belirlenmiştir. Yıllık kira artışı 5 % olarak kabul edilmiştir. (Ofis piyasası analizi Tablo: 6.4’de sunulan verilere dayandırılmıştır)
- Boşluk ve tahsilat kaybı potansiyel brüt gelirin % 10’u olarak kabul edilmiştir. (Hali hazırda inşaatı devam eden ve yapılması planlanan ofis projeleri göz önüne alınarak belirlenmiştir)
- İşletme giderleri efektif kira gelirin % 5’i olarak kabul edilmiştir. (Levent bölgesinde bulunan ofis binalarının işletme giderleri baz alınmıştır)
- Birim kira fiyatını otopark kullanım hakları karşılamaktadır.
- Ortak alan olarak 1.500 m²’lik bir alan tanımlanmıştır. Bu alanlarda yer alması planlanan kullanımlar: resepsiyon, bekleme salonu, toplantı odaları ve yemekhanedir.
- Teknik alanlar için 1.000 m² , otopark için 15.500 m² ayrılacağı varsayılmıştır.

- Kapalı otoparkın araç kapasitesinin 515’dir.

Sonuç

10 yıllık nakit girişinden öngörülen nakit çıkışları düşülerek elde edilen nakit akışının uygun görülen % 15 iskonto oranı ile iskonto edildiğinde, ofis geliştirme projesinin net bugünkü değeri \$ 4.376.181 olarak tespit edilmiştir. Yıllara göre nakit akışı detayları Ek B.2’de sunulmaktadır.

MODEL 3: OTEL -İşletme Opsiyonu

İnşaat Maliyeti Varsayımları

- Projenin inşaatının 2 yıl süreceği varsayılmıştır.
- Proje ve Danışmanlık Hizmetleri \$ 1,750,000 US olarak öngörülmüştür.
- Otel alanı inşaat maliyeti \$ 1.200 US/m² olarak belirlenmiştir (Bu maliyete mobilya, mefruşat, dekorasyon maliyetleri dahildir)
- İdari ve yardımcı üniteler alanı inşaat maliyeti \$ 700 US/m² olarak belirlenmiştir.
- Teknik alan ve otopark alanı inşaat maliyeti \$ 500 US/m² olarak belirlenmiştir.
- Harici ve Müteferrik İşler toplam inşaat maliyetinin % 5’i olarak alınmıştır.
- Müteahhit karı toplam inşaat maliyetinin % 10’u olarak alınmıştır.
- Toplam inşaat maliyeti Tablo 6.12’de açıklanmıştır:

Tablo 6.12 : Otel modeli inşaat maliyet tablosu

	Kapalı Alan (m²)	Birim İnş. Maliyeti (\$/m²)	Toplam Maliyet
Proje ve Danışmanlık			\$ 1.750.000
Otel Alanı	18.000	1.200	\$ 21.600.000
İdari ve Yardımcı Üniteler	4.500	700	\$ 3.150.000
Otopark ve Teknik Alanlar	6.500	500	\$ 3.250.000
Harici&Müteferrik İşler (5%)			\$ 1.400.000
Toplam İnşaat Maliyeti			\$ 31.150.000
Müteahhit Karı (%10)			\$ 3.115.000
Toplam Geliştirme Maliyeti	29.000		\$ 34.265.000

- İnşaat programına göre nakit çıkışları Tablo 6.13’de açıklanmıştır:

Tablo 6.13: Otel modeli inşaat programı

Nakit Çıkışı	1. Yıl	2. Yıl
	40%	60%
Toplam Geliştirme Maliyeti	-\$13.706.000	-\$20.559.000

Net Bugünkü Değer Tespitinde Kullanılan Varsayımlar

- Otelin 5 yıldızlı turistik tesis olacağı kabul edilmiştir.
- Otel 212 oda/ suit kapasitelidir. (Toplam brüt alan 85 m² oda alanı katsayısına bölünerek hesaplanmıştır)
- Yıllık hali hazırda sunulan oda sayısı 365 gün çarpı oda sayısı hesabıyla bulunmuştur.
- Ortalama oda fiyatı açılış yılı için \$ 190 US olarak tespit edilmiştir. (Otel piyasası araştırması Tablo 6.6’da hesaplanan ortalamaya dayandırılmıştır)
- Oda fiyatında yıllık artış ortalama % 2,5 olarak belirlenmiştir.
- Yıllara göre tahmin edilen doluluk oranları Tablo 6.14’da sunulmaktadır.

Tablo 6.14: Otel modeli yıllara göre doluluk oranları

Yıl	Doluluk Oranı
3. Yıl	75%
4. Yıl	75%
5. Yıl	75%
6. Yıl	77%
7. Yıl	77%
8. Yıl	79%
9. Yıl	79%
10. Yıl	79%
11. Yıl	80%
12. Yıl	80%
13. Yıl	83%

Gelirler

Elde edileceğini öngördüğümüz oda gelirleri dışındaki departman gelirleri, toplam oda gelirinin bir yüzdesi olarak Tablo 6.15’de gösterilmektedir.

Tablo 6.15 : Departman gelirinin oda gelirine oranları

Gelir Türü	Oda Gelirine Oranı
Yiyecek&İçecek	62 %
Telefon	4,2 %
Diğer Dep. Gelirleri	7,8 %
Kira ve Sair Gelirleri	6 %

Departman Giderleri

Nakit çıkışı olarak öngörülen departman giderleri ilgili gelirler türünün bir yüzdesi olarak Tablo 6.16’da gösterilmektedir.

Tablo 6.16 : Departman giderlerinin ilgili gelir türüne oranı

Gider Türü	İlgili Gelire Oranı
Oda	25 %
Yiyecek&İçecek	70 %
Telefon	22 %
Diğer Dep. Giderleri	60 %

Maaş ve Sözleşme Hizmetleri

Nakit çıkışı olarak öngörülen maaş ve sözleşme hizmetleri toplam gelirin bir yüzdesi olarak Tablo 6.17’de gösterilmektedir.

Tablo 6.17 : Maaş ve sözleşme hizmetlerinin toplam gelire oranı

Gider Türü	Toplam Gelire Oranı
Genel Yönetim	8,3%
İnsan Kaynakları	4,0%
Pazarlama	4,1%
Enerji	2,6%

Sabit Giderler

Nakit çıkışı olarak öngörülen sabit giderler toplam gelirin bir yüzdesi olarak Tablo 6.18’de gösterilmektedir.

Tablo 6.18 : Sabit giderlerin toplam gelire oranı

Gider Türü	Toplam Gelire Oranı
Sigorta	1,4%
Emlak Vergisi	0,2%
Bakım-Yenil eme Masrafı	3,0%
İşletici Teşvik Fonu	2,0%

Sonuç

10 yıllık nakit girişinden öngörülen nakit çıkışları düşülerek elde edilen nakit akışının uygun görülen % 15 iskonto oranı ile iskonto edildiğinde, otel geliştirme projesinin net bugünkü değeri \$ 14.629.638 US olarak tespit edilmiştir. Yıllık nakit akışı detayları Ek B.3’de sunulmaktadır.

6.3.3 İskonto Edilmiş Nakit Akışı Sonuçlarının Değerlendirilmesi

Finansal hesaplamaları yapılan üç modelin iskonto edilmiş nakit akışı sonuçları Tablo 6.19’de özetlenmektedir:

Tablo 6.19 : İskonto edilmiş nakit akışı sonuçları

	Model 1: Rezidans-Satış Opsiyonu	Model 2: Ofis-Kiralama Opsiyonu	Model 3: Otel – İşletme Opsiyonu
Geliştirme Maliyeti	\$ 32.821.250	\$ 29.095.000	\$ 34.265.000
NBD	\$ 23.083.108	\$ 4.376.181	\$ 14.629.638
IVO	-	18 %	23 %

IVO: İç Verimlilik Oranı

Uygulama örneğinde rezidans kullanımının satış, ofis kullanımının 10 yıllık kiralama ve otel kullanımının 10 yıllık işletme opsiyonu üzerinde çalışılmıştır.

Model 1: Rezidans satış opsiyonunda, elde edilen satış gelirleriyle inşaat dönemindeki finansal açık tamamen karşılandığı için iç verimlilik oranı hesaplanamamıştır. Günümüzde sunulan düşük faizli konut kredileri konut projelerine olan talebi arttırmıştır. Bu talebin sonucu, pazara sunulan rezidans projeleri daha inşaat başlamadan maket üzerinde satış geliri elde ederek binanın inşaatı için gereken sermaye ihtiyacını önceden temin edebilmektedirler.

Tablo 6.19’da sunulan verilere dayanılarak, hesaplanan finansal analizlerin sonucunda önerilen üç model için yapılan karşılaştırmalı analiz sonucu, Model 1: Rezidans – Satış Opsiyonu en yüksek net bugünkü değere ulaşarak, söz konusu gayrimenkulün en iyi ve en doğru kullanımını sağladığını kanıtlanmıştır.

Arsa arzının sınırlı olduğu bir bölgede yapılacak bir gayrimenkul projesi için piyasada uygulanan hasılat paylaşımı modeline göre geliştirici (developer) kar oranları %25 ile %35 arasında değişmektedir. Bu oranlara göre arsanın değeri Tablo 6.20’de hesaplanmıştır.

Tablo 6.20: Geliştirici (developer) kar oranlarına göre hesaplanan arsa değerleri

NBD	\$ 23.083.108		
Geliştirici Kar Oranı	25%	30%	35%
Geliştirici Karı	\$ 5.770.777	\$ 6.924.932	\$ 8.079.088
Arsaya Atfedilen Değer	75%	70%	65%
Arsanın Ekspertiz Değeri	\$ 17.312.331	\$ 16.158.176	\$ 15.004.020
Arsa Eks. Değeri / m²	\$ 1.932	\$ 1.795	\$ 1.667

Finansal analiz sonuçları incelendiğinde, Rezidans kullanımı gayrimenkulün fiziksel olarak mümkün, uygun şekilde destekleyen, finansal olarak fizibil ve en yüksek değerini belirleyen, mantık çerçevesinde en muhtemel ve yasal kullanımı olduğu görülmektedir. Gayrimenkul, en iyi ve en doğru kullanımı olarak tanımlanan bu program dâhilinde geliştirildiği takdirde önerilen kullanım arsaya en yüksek değerini kazandıracaktır. Yapılan pazar araştırması ve finansal analiz bu savı desteklemektedir. Arsa sahibi ile geliştiricinin % 25, % 30 veya % 35 kar oranları dâhilinde anlaşması takdirinde arsanın pazar değeri \$ 17.312.331 ile \$ 15.004.020 arasında değişen bir aralıkta gerçekleşecektir.

7 SONUÇ

Sonuç bölümü sorunlar ve öneriler olmak üzere iki başlık altında oluşturulmuştur: Sorunlar başlığı altında, ülkemizde genel olarak gayrimenkul değerlendirme sektöründe ve değerlendirme yaklaşımlarının uygulama sürecinde karşılaşılan sorunlar saptanmıştır. Sorunların tespit edilmesi sürecinde, sektörün içindeki profesyonellerle yapılan karşılıklı görüşmelerden yararlanılmış ve çıkan sonuçlar değerlendirilmiştir.

Öneriler bölümünde ise, gayrimenkul değerlendirme mesleğinin sadece sermaye piyasaları faaliyetleri ile sınırlı kalmadığı gerçeğinden yola çıkılarak, bu konuda yapılacak yasal düzenlemelere örnek teşkil etmesi açısından, gayrimenkul değerlemesi faaliyetlerinin daha nitelikli ve güvenilir olması için gereken asgari unsurlar saptanmaya çalışılmış ve karşılaşılan problemlere yönelik çözüm önerileri sunulmuştur

Sorunlar

Tez kapsamında, Türkiye’de gayrimenkul değerlendirme sektörünün gelişimine, sektördeki aktörlere, değerlendirme yaklaşımlarının uygulama süreçlerine ilişkin yapılan araştırma doğrultusunda sektörün sağlıklı işleyişini engelleyen problemler tespit edilmiştir. Araştırma kapsamında İstanbul’da faaliyet gösteren değerlendirme şirketlerinin yönetici ve profesyonelleriyle yapılan karşılıklı görüşmeler, mesleki konferanslar, bildiri ve konuşma metinlerinden derlenen sorunlar aşağıda özetlenmiştir:

Tek Tip Standartların Eksikliği: Ülkemizde değerlendirme yaklaşımlarının uygulama sürecinde yol gösterici, açıklayıcı, kılavuz niteliğinde bir düzenleme henüz mevcut değildir. Bu konuda açık ve net bir şekilde oluşturulacak kılavuz, değerlendirme faaliyetlerinin daha şeffaf hale getirilmesini sağlayacaktır.[19]

Veri Bankası Eksikliği :Tanımları yapılan her üç değerlendirme yaklaşımının uygulama sürecinde pazarda gerçekleşmiş veya arz halinde olan gayrimenkullerin satış ve kira fiyatlarına ulaşmak büyük önem taşımaktadır. Doğru ve güvenilir emsal bilgileri

değerleme çalışmasının da aynı şekilde sonuçlandırılmasını sağlamaktadır. Bu veriler doğru bir değer tespitine ulaşmanın anahtarlarıdır.

Bu açıdan ülkemizde değerleme çalışmaları sırasında karşılaşılan en önemli sorunlardan birisi doğru ve güvenilir emsal bulma konusudur. Değerleme uzmanları, değerlemesi yapılacak gayrimenkule emsal ararken genellikle emlakçılara başvurmaktadırlar. Ancak emlakçılardan edinilen bilgiler kimi zaman yetersiz kalmakta kimi zamanda pazarda o tarihte satışa veya kiralamaya sunulan emsaller olmaktadır. Halbuki değer tespitinde yakın zamanda gerçekleşmiş satış veya kiralamaların da önemi büyüktür.

Ülkemizde bu konuda bir veri bankası eksikliği vardır. Bugün gelişmiş ülkeler de bu konuda kamu veya özel sektör tarafından derlenmiş veri bankaları bulunmaktadır. Bu veri bankaları, herhangi bir gayrimenkule ait satış veya kira fiyatı, imar durumu, mülkiyet durumu gibi bilgilere ulaşabilme olanağı sunmaktadır. Bu sayede değerleme uzmanları zamanlarının önemli bir bölümünü verileri toplama sürecinde değil verileri değerlendirerek bir kanaate ulaşmada harcamaktadırlar. [19]

Verilere ulaşma konusunda karşılaşılan başka bir sorun ise Gelir Kapitalizasyonu Yaklaşımının uygulama sürecinde yaşanmaktadır. Yaklaşımında kullanılan hesaplamalarda konu gayrimenkule dair kira veya işletme gelirleri, alt kiracıları, boşluk ve tahsilat kaybı, işletme giderleri gibi bilgilere ihtiyaç vardır. Ancak mal sahipleri, talep edilen bu bilgilerin gizli bilgi olduğu veya düzenli kayıt altında tutmadıkları gibi nedenlerden dolayı net bir bilgi verememektedirler. Halbuki doğru bir pazar değerine ulaşmada yıllık net gelirin hesaplanmasında kullanılan bu verilerin tespiti büyük önem taşımaktadır.

Bu sorun aynı zamanda değerleme uzmanlığının ve yapılan değer takdiri işleminin öneminin toplum tarafından yeterince iyi tanınmadığının da bir göstergesidir. [19]

Yine karşılaşılan başka bir sorun ise iskonto oranının belirlenmesidir. İskonto oranı, bir ülkenin genel ekonomik durumuna, sermaye piyasasında uygulanan faiz hadlerine, çeşitli sermaye kurumları tarafından öngörülen risk oranına bağlı olarak belirlenen bir getiri oranıdır. Belirlenen yıllık gelirlerin, net bugünkü değer göstergesine dönüştürülmesinde kullanıldığı için gayrimenkulün değerini birinci derecede belirleyen en önemli göstergelerden biridir.

Bugün gelişmiş ülkelerin tamamında iskonto oranı, sermaye piyasasında yasal olarak yetkili, gayrimenkul yatırım projelerine veya konut sektörüne kredi veren finansal kurumların öngördükleri faiz oranları ve görüşleri doğrultusunda belirlenmektedir. Ancak ülkemiz de henüz gayrimenkul piyasasıyla ilgili bu tür uygulamalar ve finansman kurumları olmadığından değerlendirme uzmanları hesaplamalarında, yabancı yatırımcının ülkemizde gayrimenkul yatırımları için öngördüğü getiri oranına atfen bir iskonto oranı kullanmak durumunda kalmıştır. Bu konuda her ne kadar uzmanlar arası bir uzlaşma sağlansa da yasal olarak belirlenmiş bir getiri oranı olmadığından yapılan değerlemenin güvenilirliği, uluslararası standartlarla uyumu gibi konularda sorun yaşanmaktadır.

Aynı şekilde Direkt Kapitalizasyon yönteminde kullanılan kapitalizasyon oranı konusunda da bir belirsizlik yaşanmaktadır. Kapitalizasyon oranı, gayrimenkul pazarında arz/talep ilişkisine paralel olarak değişen satış ve kira fiyatlarına bağlı olarak belirlenmekte ve güncellenmektedir. Değerlemesi yapılacak gayrimenkulün yakın çevresinde o günkü pazar koşullarına göre satışı gerçekleşmiş emsallerin yıllık kira fiyatlarının tespitini gerektirmektedir. Ancak ülkemizde genel olarak emsal bilgisine zor ulaşılması nedeniyle bu konuda genel geçer oranlar belirlenmiştir.

Gelir kapitalizasyonu konusunda yukarıda sayılan konularda net ve kesin bilgilere ulaşamaması nedeniyle genelde varsayımlara dayalı olarak bu yaklaşım uygulanmaktadır.

Kamu Kurumları Nezdinde Bilgiye Ulaşma Konusunda Yaşanan Problemler: Ülkemizde bir gayrimenkulün imar durumu ile mülkiyet durumuna dair kayıtların bulunduğu kurumlar(Belediye ve Tapu Daireleri) birbirinden bağımsız olup kayıtlar kısmen kamunun bilgisine açıktır. Bu nedenle değerlendirme uzmanları kamu kurumları nezdinde yasal bilgilere ulaşmada sorun yaşamaktadır. [19] İmar planları vatandaşın bilgisine açıktır ancak sözlü imar durumu bilgisi verilmektedir. Tapu kayıtları ise sadece mülk sahibinin bilgisine açıktır. Bir gayrimenkulün en iyi ve en doğru kullanımını belirlemede kritik önemi olan bu bilgilere ulaşmada yaşanan sorunlardan dolayı doğru tespit yapılamamaktadır.

Mesleki Kurumsallaşmanın Eksikliği: SPK, ülkemizde değerlendirme konusunda olduğu gibi sermaye piyasalarına ilişkin olarak da borsa, türev araçları, muhasebe standartları

vs. konularda düzenleme yapan kuruluştur. Ancak değerleme disiplini başlı başına bir uzmanlık alanı olduğundan yurtdışı örneklerinde olduğu gibi bağımsız bir öz düzenleyici kurumun kurulması gerekmektedir. [20]Sağlıklı işleyen bir sermaye piyasası için bağımsız bir değerleme meslek örgütünün kurulması son derece önemlidir.

Eğitim: Ülkemizde SPK, lisanslama sınavını düzenleyip değerleme uzmanlığı sertifikası vermektedir. Lisans alma koşulu olarak sınavdan geçer not alma, 3 yıllık iş tecrübesi ve yapılmış 3 değerleme raporu örneği yeterli görülmektedir. Ancak kurum, ne sınav öncesi ne de sonrası uzmanları hiçbir eğitime tabi tutmamaktadır. Şu ana kadar sertifika almış uzmanların tamamı sınava ya kendi olanaklarıyla ya da yakın zamanda çeşitli dernek veya üniversitelerin açtığı kurslara katılarak hazırlanmışlardır. Ancak mesleğin doğru bir şekilde uygulanması, gayrimenkul, sermaye piyasaları ve yasal mevzuat çerçevesinde ki gelişmeler konusunda eğitimin önemi büyüktür.

Meslek Etiği: SPK'nun gayrimenkul değerlemesi mesleğine ilişkin yaptığı düzenlemeler mesleğe giriş şartlarını belirleme, lisanslama sınavı düzenleme ve değerleme şirketi kuruluş şartlarını belirlemekle sınırlı kalmıştır. Ancak meslek etiğinin oluşturulmasında önemi olan mesleki sorumlulukların tanımında herhangi bir düzenleme mevcut değildir. Bu konuda ki eksiklikten dolayı uzmanların kuruma ve yasalara karşı hiçbir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Öneriler

Ülkemizde, gerek özel sektör nezdinde; şirket evliliklerinde, portföylerinde bulunan gayrimenkullerin değerlemesinde, halka açılma sürecinde gerekse kamu sektörü nezdinde; TMSF ve Özelleştirme İdaresinin bünyesinde bulunan gayrimenkullerin satışında bağımsız değerleme şirketlerine ihtiyaç duyulmuştur. Bu açıdan gayrimenkul değerleme işlemleri ülkemizde sadece sermaye piyasası faaliyetleriyle sınırlı kalmamaktadır.

Bunların yanında yasa tasarıları hazırlanmakta olan ipotekli konut finansman sisteminde kredilere teminat oluşturacak gayrimenkullerin değerlemesinde, değerleme raporu mecburiyeti aranacaktır. Bu sebeple gayrimenkul değerlemesi konusunda kapsamlı bir düzenleme ve yönetmelik oluşturulması kaçınılmaz gözükmektedir. Oluşturulacak düzenlemelere katkısı olması açısından öneriler aşağıda sunulmaktadır:

Tek Tip Standartların Oluşturulması: Gayrimenkul değerlemesi işinin özel bir alan olması ve ayrı bir uzmanlık gerektirmesinden dolayı atılacak ilk adım ülkemiz yasal mevzuatı, sermaye ve gayrimenkul piyasaları açısından geçerli Tek Tip Değerleme Standartlarının oluşturulmasıdır. Ancak bu sayede raporlamada izlenecek usl ve yaklaşımlar belli bir standarda oturtulabilecektir.

Tek tip standartlar kapsamında oluşturulacak bir kılavuz, değerleme uzmanlarına yol gösterici olmasının yanı sıra mülk piyasalarının güvenilir bir değerlemeye olan taleplerini karşılar duruma gelmelerini sağlayacaktır.

Veri Bankalarının Kurulması: Sektörde şeffaflık ve standardizasyonun sağlanması açısından gerçekleşmiş veya pazarda arz halinde olan gayrimenkullerin satış ve kiralama fiyatlarının tutulduğu bir veri bankasının kurulması hem değerleme mesleği hem de gayrimenkul piyasası açısından çok büyük önem arz etmektedir. Bu konuda kurulacak veri bankaları veriye ulaşma sürecini kolaylaştırırken yapılan değerlemenin yasal ve kayıt altında tutulan verilere dayandırılmasını sağlayacaktır. Kurulacak veri bankası, hem gayrimenkul hem de sermaye piyasalarının sağlıklı işleyişinde büyük rol oynayacaktır. Ayrıca gerektiğinde yapılan değerleme çalışmasının kontrol edilmesi ve sorgulanması işlemlerinde kolaylık sağlayacaktır.

Kamu Kurumları Nezdinde Bilgiye Ulaşma: Bu konuda değerleme uzmanlarına, bilgi ve belge temininde kolaylık sağlayıcı mevzuat düzenlemeleri yapılması gerekmektedir. Bunun yanında, değerleme mesleğinin ve uzmanlarının, özel ve tüzel kişiler tarafından yasal olarak tanınması sağlıklı işleyecek bir gayrimenkul piyasasının da temellerini oluşturacaktır.

Mesleki Kurumsallaşma: Değerleme mesleğine ilişkin altyapının Türkiye'de oluşturulabilmesi için bağımsız öz düzenleyici bir meslek örgütünün kurulması gerekmektedir. Bu rgt, gayrimenkul ile ilgili işlemlerin daha sağlıklı ve güvenilir bir şekilde yapılabilmesi ve kamuyu aydınlatma prensibinin daha etkin sürdürülebilmesi doğrultusunda meslekte standartlaşma ve kurumsallaşmayı sağlayacaktır.

Eğitim: Eğitim konusunda ise mesleki yetkinliğe sahip ve ahlaki ilkelerin farkında uzmanların yetiştirilmesi için adaylar mutlaka lisanslama sınavı öncesi belli bir eğitime tabi tutulmalıdır. Sınav sonrasında ise değişen piyasa koşulları konusunda bilgilendirme

amaçlı eğitimlerin devamlı olması da önemli başka bir konudur. Sonuç olarak değerleme disiplini konusunda sorumluluk sisteminin kurulması, nitelikli ve bilinçli değerleme uzmanlarının yetiştirilmesi için eğitimin sürekliliği şarttır.

Meslek Etiği: Meslek etiğinin oluşturulması için değerleme uzmanlarının; yetkinlik, tarafsızlık, mesleki objektiflik ve çıkar çatışmasına düşmeme gibi sorumlulukları konusunda bir düzenleme yapılması gerekmektedir. Böylece standartları yüksek ve kurumsallaşmış bir sektör tam manasıyla oturtulabilir.

Ülkemiz, küreselleşen dünyaya ve Avrupa Birliğine uyum sürecinde tüm kurumlarını, hukuksal, ekonomik ve mali sistemlerini yeniden yapılandırma sürecindedir. Türkiye gibi henüz alt ve üst yapı çalışmalarını tamamlama aşamasında olan bir ülkede gayrimenkul değerleme sektörünün de bahsi geçen hususlar konusunda yapılandırılması gerekmektedir.

KAYNAKLAR

- [1] **Töre, E.**, 2004. Gayrimenkul Değerlemesi, The Appraisal of Real Estate Kitabı Onikinci Baskı Çevirisi, İMKB Yayınları, İstanbul.
- [2] **Güngör E.**,1999. Gayrimenkul Değerlemesi ve Türkiye’de Sermaye Piyasalarında Gayrimenkul Ekspertiz Şirketlerine Yönelik Düzenlemeler Yapılmasına İlişkin Öneriler, Yeterlilik Etüdü, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara
- [3] **Alp, A. ve Yılmaz, M.U.**, 2000. Gayrimenkul Finansmanı ve Değerlemesi, İMKB Yayınları, İstanbul
- [4] **Seri VIII, No:45**, 2006. Sermaye Piyasalarında Uluslararası Değerleme Standartları Tebliği, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara .
- [5] <http://www.ivsc.org>
- [6] <http://www.tegova.org>
- [7] <http://www.rics.org>
- [8] <http://www.appraisalinstitute.org>
- [9] [http:// www.spk.gov.tr](http://www.spk.gov.tr)
- [10] **Miles, M.E, Haney, R.L ve Berens, G.**, 2000. Real Estate Development Principless and Process, Second Edition, Urban Land Institute, Washington.
- [11] **Seçkin, N.**, 1998. Gayrimenkul Yatırım Kararlarında Fizibilite Analizi, Yüksek Lisans Tezi, İ.T.Ü İşletme Fakültesi, İstanbul
- [12] **Appraisal Institute, Third Edition**, 1993. The Dictionary of Real Estate Appraisal, Chicago.
- [13] **Yılmaz, D.**, 2006. Gayrimenkul Geliştirme Projelerinde Fizibilite Analizi, Yüksek Lisans Tezi, İ.T.Ü İşletme Fakültesi, İstanbul
- [14] **JLL Pega**, 2006. İstanbul Ofis Pazarı Raporu, İstanbul
- [15] **Erten, E.**, 2006, Kişisel Görüşme

- [16]Turizmde Bu Sabah Gazetesi, 20 Şubat 2006 tarihli haber
- [17] **Önkal, M.**,2006, Kişisel Görüşme
- [18] GYODER, Gayrimenkul Zirvesi VI, 2006, Gayrimenkul Araştırma Raporu
- [19] **Çelen, G.**, 2006, Kurumsal Değerleme 2006: Uluslararası Değerleme Standartları Uygulamaları Konferansı Metni, İstanbul, 24 Nisan
- [20] **Dönmez, İ.**, 2006, Kurumsal Değerleme 2006: Uluslararası Değerleme Standartları Uygulamaları Konferansı Metni, İstanbul, 24 Nisan

EKLER

- EK A** : Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde Değerleme Hizmeti
Verecek Şirketlere ve Bu Şirketlerin Kurulca Listeye Alınmalarına
İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ
- EK B.1** : Rezidans Modeli Nakit Akış Tablosu
- EK B.2** : Ofis Modeli Nakit Akış Tablosu
- EK B.3** : Otel Modeli Nakit Akış Tablosu

EK A.

TEBLİĞ

**SERMAYE PİYASASI MEVZUATI ÇERÇEVESİNDE DEĞERLEME HİZMETİ
VERECEK ŞİRKETLERE VE BU ŞİRKETLERİN KURULCA LİSTEYE
ALINMALARINA İLİŞKİN ESASLAR HAKKINDA TEBLİĞ**

(12 / 08 / 2001 tarihli ve 24491 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmıştır.)

1- (12.06.2002 tarihli ve 24783 sayılı R.G.’de; Seri: VIII, No: 36 sayılı Tebliğ değişikliği yayımlanmıştır.)

2-(14.07.2003 tarihli ve 25168 sayılı R.G.’de; Seri : VIII, No:38 sayılı Tebliğ değişikliği yayımlanmıştır.)

3-(09.09.2004 tarihli ve 25578 sayılı R.G.’de; Seri : VIII, No: 43 sayılı Tebliğ değişikliği yayımlanmıştır.)

Seri : VIII

No : 35

BİRİNCİ BÖLÜM

Amaç, Dayanak, Tanım ve Kısaltmalar

Amaç

Madde 1 – Bu Tebliğin amacı, sermaye piyasası mevzuatına tabi ortaklıkların, sermaye piyasası mevzuatı uyarınca değerlendirme yaptırmaları zorunlu tutulan işlemlerine ilişkin olarak değerlendirme hizmeti vermek üzere Kurulca listeye alınacak gayrimenkul değerlendirme şirketlerine ilişkin esasları belirlemektir.

Dayanak

Madde 2 – Bu Tebliğ, 28/7/1981 tarihli ve 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun 15/12/1999 tarih ve 4487 sayılı Kanunla değişik 22 nci maddesinin birinci fıkrasının (r) ve (t) bentlerine dayanılarak hazırlanmıştır.

Tanım ve kısaltmalar

Madde 3 – Bu Tebliğde geçen;

Kanun : 28/7/1981 tarihli ve 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu,

Kurul : Sermaye Piyasası Kurulunu,

Şirket : Gayrimenkul değerlendirme şirketini,

Değerleme : Bir gayrimenkulün, gayrimenkul projesinin veya bir gayrimenkule bağlı hak ve faydaların belli bir tarihteki muhtemel değerinin bağımsız ve tarafsız olarak takdirini,

Gayrimenkul Değerleme Şirketi : Bir gayrimenkulün, gayrimenkul projesinin veya bir gayrimenkule bağlı hak ve faydaların belli bir tarihteki muhtemel değerinin bağımsız ve tarafsız olarak, bu değeri etkileyen gayrimenkulün niteliği, piyasa ve çevre koşullarını analiz ederek uluslararası alanda kabul görmüş değerlendirme standartları çerçevesinde yazılı olarak raporlayabilecek düzeyde bilgi ve tecrübe sahibi değerlendirme uzmanları vasıtasıyla takdir edilmesi konusunda faaliyet gösteren ve Kanunda ekspertiz kurumu olarak ifade edilen hizmet şirketini,

Değerleme Uzmanı : Bir gayrimenkulün, gayrimenkul projesinin veya bir gayrimenkule bağlı hak ve faydaların değerlemesini yapacak gayrimenkul değerleme şirketleri tarafından istihdam edilen, şirketin faaliyet konusunu yakından ilgilendiren inşaat mühendisliği, harita ve kadastro mühendisliği, işletme, ekonomi, mimarlık ve şehir ve bölge planlaması gibi alanlarda asgari 4 yıllık üniversite mezunu ve gayrimenkul değerlemesi alanında en az 3 yıl tecrübesi olan ve Kurulun

lisanslamaya ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde kendilerine Değerleme Uzmanlığı Lisansı verilen kişileri,

Sorumlu Değerleme Uzmanı : Şirket sermayesinde asgari %10 oranında pay sahibi olan, gayrimenkul değerlemesi alanında en az 5 yıl tecrübesi olan, değerleme uzmanı sayılmak için belirtilen diğer şartların tamamını taşıyan ve şirket adına değerleme çalışmasını kendi kişisel sorumlulukları ile yürüten ve şirket adına değerleme raporlarını tek başına imzalamaya yetkili olan değerleme uzmanlarını, Müşteri : Değerleme yaptırmak üzere şirket ile sözleşme imzalayan ortaklıkları, İfade eder.

İKİNCİ BÖLÜM

Kurulca Listeye Alınmaya ve Listedden Çıkartılmaya İlişkin Esaslar Başvuru koşulları

Madde 4 – Sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde değerleme hizmeti verebilmek amacıyla kurul listesine alınmak üzere başvuracak şirketlerin;

- a) Anonim şirket olmaları,
- b) Esas sözleşmelerinin Türk Ticaret Kanunu hükümlerine uygun olması,
- c) Ödenmiş sermayelerinin en az 300 milyar TL olması,
- d) Ödenmiş sermayelerini temsil eden hisse senetlerinin tamamının nakit karşılığı çıkarılmış olması,
- e) Hisse senetlerinin tamamının nama yazılı olması,
- f) **(Değişik: Seri: VIII, No: 36 sayılı Tebliğ ile)** Ödenmiş sermayesinin asgari %20'sinin, en az iki sorumlu değerleme uzmanına ait olması,
- g) Sorumlu değerleme uzmanları dahil en az 5 adet değerleme uzmanının istihdam edilmesi,
- h) Faaliyetlerini sürdürebilmek için yeterli mekan, personel ve donanımına sahip olması, zorunludur.

(İkinci fıkra ek: Seri: VIII, No: 36 sayılı Tebliğ ile) Şirketin ödenmiş sermayesinin asgari %90'ının, kuruldan değerleme Uzmanlığı Lisans Belgesi almış en az iki sorumlu değerleme uzmanına ait olması halinde birinci fıkranın (c) bendinde belirtilen asgari ödenmiş sermaye miktarının 75 milyar TL. olması yeterlidir.

(Üçüncü fıkra değişik: Seri: VIII, No: 36 sayılı Tebliğ ile) Birinci fıkranın (c) bendi ile ikinci fıkrada belirtilen asgari ödenmiş sermaye, her yıl Maliye Bakanlığınca ilan edilen yeniden değerlendirme oranı dikkate alınarak Kurulca yeniden belirlenebilir.

Kurula başvuru

Madde 5 – Başvuru dilekçesine;

- A. Şirkete ilişkin olarak;
- a) Listeye alınma talebine ilişkin yetkili organ kararının noter onaylı bir suretinin,
- b) Varsa son 3 yıllık faaliyet raporlarının,
- c) Son durum itibarıyla esas sözleşmenin bir nüshasının,
- d) Sermayenin ödendiğine ilişkin yeminli mali müşavir raporunun,
- e) Varsa son 3 yıllık bilanço ve gelir tablolarının,

- f) Bilgisayar yazılımı ve donanımına ilişkin bilgilerin,
 - g) Organizasyon yapısı ve yöneticiler dışındaki personele ilişkin bilgilerin,
 - h) Varsa son 3 yıl içerisinde gerçekleştirilen değerlendirme işlemleri ve müşteriler hakkında bilgilerin,
 - i) Hazırlanan değerlendirme raporlarında izlenen prosedür, uyulan rapor standartları, kullanılan analiz yöntemleri, standart rapor formları ile takip edilen uluslararası standartları açıklayıcı bilgilerin,
 - j) Değerleme raporlarının yazımı sırasında kullanılan çalışma kağıdı örneklerinin,
 - k) Varsa son 3 yıllık faaliyet dönemi içinde uluslararası standartlara uygun olarak hazırlanmış değerlendirme raporlarından 5 adet örneğin,
 - l) Şirketin ortaklık yapısı hakkındaki bilgilerin,
 - m) Varsa imzalanan know-how sözleşmelerinin birer örneğinin,
- B. Ortaklara ilişkin olarak;
- a) Tüzel kişiler için faaliyetlerine ve ortaklık yapılarına ve yöneticilerine ilişkin bilgilerin,
 - b) Gerçek kişiler için öz geçmişlerinin,
 - c) 7 nci maddede belirtilen belgelerin,
 - d) Varsa yurtdışı ortakları ile işbirliği yaptığı yabancı kuruluşlarla ilgili bilgilerin,
 - e) Varsa iştirak ettikleri ortaklıkların son üç yıllık mali tabloları, ortaklık yapıları ile faaliyet raporlarının,
- C. Yöneticilere ve denetçilere ilişkin olarak;
- a) Öz geçmişlerinin,
 - b) 7 nci maddede belirtilen belgelerin,
 - c) Varsa iştirak ettikleri ortaklıkların son üç yıllık mali tabloları, ortaklık yapıları ile faaliyet raporlarının,
- D. Değerleme uzmanlarına ilişkin olarak;
- a) Öz geçmişlerinin,
 - b) Değerleme uzmanlığı lisanslarının birer örneğinin,
 - c) 7 nci maddede belirtilen belgelerin, eklenmesi zorunludur .
- Kurul, başvuruların değerlendirilmesi sırasında, gerekli görülmesi halinde ek bilgi ve belge isteyebilir. Kurula yapılacak başvurularda standartları Kurulca belirlenecek formların kullanılması zorunludur.

Kurul incelemesi

Madde 6 – Gayrimenkul değerlendirme şirketlerinin listeye alınmaları konusundaki başvurular, Kurulca Tebliğde aranan şartların yerine getirilip getirilmediği hususları gözönüne alınarak incelenir. İnceleme sonucunda uygun görülen şirketler listeye alınır ve Kurulca kamuya duyurulur. Şirketin listeye alınması, sözkonusu şirkete resmi teminat verilmesi anlamına gelmez.

Ortakların, yöneticilerin, denetçilerin ve değerlendirme uzmanlarının nitelikleri

Madde 7 – Şirketin ortakları, yöneticileri, denetçileri, değerlendirme uzmanları ile şirketin tüzel kişi ortaklarının yönetim kurulu üyelerinin;

- a) 4389 sayılı Bankalar Kanunu, kara paranın aklanmasının önlenmesine dair 4208 sayılı Kanun, ödünç para verme işleri hakkında mevzuata aykırılıktan dolayı hükümlülüklerinin bulunmaması ve/veya taksirli suçlar hariç olmak üzere affa uğramış olsalar dahi ağır hapis veya 5 yıldan fazla hapis yahut zimmet, nitelikli zimmet, irtikap, rüşvet, hırsızlık, dolandırıcılık, sahtecilik, inancı kötüye kullanma, dolanlı iflas gibi yüz kızartıcı suçlar ile istimal ve istihlak kaçakçılığı dışında kalan kaçakçılık suçları; resmi

ihale ve alım satımlara fesat karıştırma veya devlet sırlarını açığa vurma, vergi kaçakçılığı veya vergi kaçakçılığına teşebbüs ya da iştirak suçlarından dolayı hüküm giymemiş olmaları,

b) Kendileri veya sınırsız sorumlu ortak oldukları kuruluşlar hakkında iflas kararı verilmemiş ve konkordato ilan edilmemiş olması,

c) Faaliyet yetki belgelerinden biri veya birden fazlası iptal edilmiş yahut borsa üyeliği iptal edilmiş kuruluşlarda iptalde sorumluluğu bulunan kişilerden olmaması,

d) Kanuna muhalefetten dolayı mahkumiyetlerinin bulunmamış olması,

e) Kanunun 46 ncı maddesinin birinci fıkrasının (i) bendi uyarınca işlem yasaklı olmaması, gerekir.

İlgililer bu nitelikleri taşıdıklarına dair noterce tasdikli beyanda bulunurlar.

Sorumlu değerlendirme uzmanları birden fazla gayrimenkul değerlendirme şirketine ortak olamazlar.

Pay devirleri

Madde 8 – Sorumlu değerlendirme uzmanlarının sermaye paylarını temsil eden hisse senetlerinin devrine ilişkin olarak Kurulun uygun görüşünün alınması zorunludur. Kurulun uygun görüşü alınmadan yapılan pay devirleri hükümsüzdür ve pay defterine kaydolunamaz. Sorumlu bir değerlendirme uzmanının herhangi bir nedenle şirketten ayrılması veya lisansının iptal edilmesi nedeniyle tek bir sorumlu değerlendirme uzmanının kalması ve 6 ay içinde ikinci bir değerlendirme uzmanının Tebliğde sorumlu değerlendirme uzmanı için belirtilen koşulları sağlayamaması halinde şirket listeden çıkarılır. Diğer pay devirlerinde yeni ortağın, Tebliğde aranan şartları taşıdığına ilişkin beyan ile birlikte şirket yönetim kurulu tarafından en geç 15 gün içinde Kurula bilgi verilir.

(İkinci fıkra ek: Seri: VIII, No: 36 sayılı Tebliğ ile) 4 üncü maddenin ikinci fıkrasına uygun olarak Kurula başvuran ve listeye alınan şirketlerden herhangi bir nedenle anılan fıkradaki koşulları kaybedenler 6 ay içinde belirtilen koşulları yeniden sağlamakla ya da asgari ödenmiş sermayelerini 4 üncü maddenin birinci fıkrasının (c) bendinde belirtilen miktara artırmakla yükümlüdürler. Aksi halde listeden çıkarılırlar.

Listeden çıkarılma

Madde 9 – Aşağıdaki koşulların oluşması halinde şirket Kurul listesinden çıkarılabilir.

a) 4 üncü maddede belirtilen koşulların kaybedilmesi,

b) Değerlemenin yetkili olmayan kişilerce yapılması,

c) Değerleme sırasında yeterli inceleme yapılmaması, değerlendirme standartları ve değerlendirme mesleği ile ilgili düzenlemelere uyulmaması,

d) Çalışma kağıtlarının raporda ulaşılan sonucu kanıtlayacak düzeyde olmaması,

e) Hatalı, eksik, yanıltıcı ve gerçeğe aykırı rapor düzenlenmesi veya bilgi verilmesi,

f) Herhangi bir nedenle, şirkette görev yapan değerlendirme uzmanı sayısının beşin altına düşmesi ve bu durumun 6 ay süre ile devam etmesi,

g) Kurulca veya Kurulca görevlendirilenlerce istenebilecek her tür bilgi veya belgenin verilmemesi veya geciktirilmesi,

h) Tebliğde düzenlenen bağımsızlık ilkesinin ihlali,

ı) 8 inci madde hükmüne aykırılık.

Birinci fıkroda sayılan şartların dışında, şirketin uymakla yükümlü olduğu mevzuata aykırı iş ve eylemlerinin tespit edilmiş olması ve Kurulca bu konuda yazılı olarak uyarılmış olmasına rağmen, şirketin bu uyarılara uymaması halinde de, şirket Kurul tarafından listeden çıkarılır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

Faaliyet Esasları

Sorumluluk

Madde 10 – Gayrimenkul değerlendirme şirketleri ve değerlendirme raporunu imzalayan sorumlu değerlendirme uzmanı hazırlanan raporda ulaşılan sonuçlar dolayısıyla; raporun belirlenen standartlara uygun olmaması, yeterli incelemenin yapılmaması, hatalı verilerin kullanılması ve buna benzer nedenlerle kusurlarıyla müşterilerine veya sözkonusu rapordan faydalanan üçüncü kişilere verdikleri zararlardan dolayı müştereken sorumludurlar. Şirketin ortakları, yöneticileri ve çalışanlarının cezai sorumlulukları saklıdır.

Bağımsızlık ilkesi

Madde 11 – Gayrimenkul değerlendirme şirketleri ile bu şirketlerde çalışan değerlendirme uzmanları, değerlendirme çalışmalarında bağımsız ve objektif olmak zorundadırlar. Bağımsızlık, mesleki faaliyetin dürüst ve tarafsız yürütülmesini sağlayacak bir anlayış ve davranışlar bütünüdür. Değerleme uzmanlarının, değerlendirme faaliyetleri sırasında, bireysel olarak dürüst ve tarafsız olmaları yanında, bağımsızlıklarını ortadan kaldıracabilecek durumların da bulunmaması gerekir.

Değerleme uzmanları çalışmaları sırasında ortaya çıkabilecek çıkar çatışmalarından uzak kalmak, dürüstlük ve tarafsızlıklarını etkileyebilecek hiçbir müdahaleye imkan vermemek, inceleme sonucunda ulaştıkları görüşlerini, başkalarının doğrudan veya dolaylı çıkarlarını düşünmeksizin raporlarında açıklamak zorundadırlar.

Bağımsızlığı ortadan kaldıran durumlar

Madde 12 – Gayrimenkul değerlendirme şirketi veya değerlendirme uzmanının bağımsızlığının zedelendiğine dair tereddüt oluşması halinde, bağımsızlığın ortadan kalktığı kabul edilir. Aşağıdaki durumlarda bağımsızlık ortadan kalkmış sayılır:

a) Gayrimenkul değerlendirme şirketlerinin ortakları, yöneticileri, değerlendirme uzmanları ve bunların üçüncü dereceye kadar (üçüncü derece dahil) kan ve sıhrî hısımları ile eşleri veya gayrimenkul değerlendirme şirketleri tarafından;

1) Değerleme sözleşmesinde öngörülenler dışında müşteriden veya müşteri ile ilgili olanlardan, doğrudan veya dolaylı olarak bir menfaat elde edildiğinin veya menfaat sağlanacağı vadinin ortaya çıkması,

2) Müşteriyle veya müşterinin ortaklarıyla veya müşterinin yönetim, denetim veya sermaye bakımlarından doğrudan ya da dolaylı olarak bağlı bulunduğu veya nüfuzu altında bulundurduğu gerçek veya tüzel kişilerle ortaklık ilişkisine girilmiş olduğunun belirlenmiş olması,

3) Müşteri ile müşterinin sahibi olduğu şirketlerin iştiraklerinde kurucu, yönetim kurulu başkan veya üyesi ya da önemli karar yetki ve sorumluluğu taşıyan başka sıfatlarla görev alınması,

4) Müşteriler veya iştirakleri ile olağan ekonomik ilişkiler dışında borç-alacak ilişkisine girilmiş olması,

b) Geçmiş yıllara ilişkin değerlendirme ücretinin, geçerli bir nedene dayanmaksızın, müşteri tarafından ödenmemesi,

c) Değerleme ücretinin, değerlendirme sonuçları ile ilgili şartlara bağlanmış olması veya piyasa rayicinden bariz farklılıklar göstermesi.

Yukarıdaki şartlar şirkete dışarıdan hizmet veren kişi ve kuruluşlar için de geçerlidir.

İşin kabulü ve işin devri

Madde 13 – Gayrimenkul değerleme şirketleri ve/veya değerleme uzmanları, 12nci maddede belirtilen bağımsızlığı ortadan kaldıran durumların meydana gelmesi halinde bu ilişkilerde taraf olan müşteriden iş alamazlar.

12 nci maddede sayılan hususlardan herhangi birisinin, işin kabulünden sonra öğrenilmesi halinde, şirket derhal işi sona erdirerek, durumu en geç bir hafta içinde Kurula gerekçeleri ile birlikte bildirmekle yükümlüdür. Bu durumda şirket çalışma notlarını ve gerekli tüm bilgileri, yerine geçecek olan şirkete devreder. Bu bildirim yapılmaksızın durumun tespit edilmesi halinde, Kurul 9 uncu madde hükümleri uyarınca, gerekli tedbirleri almaya yetkilidir.

Mesleki özen ve titizlik ilkesi

Madde 14 – Gayrimenkul değerleme şirketlerinde çalışan değerleme uzmanları, değerleme görevinin planlanması, yürütülüp sonuçlandırılması ve değerleme raporunun hazırlanması safhalarında gerekli mesleki özen ve titizliği göstermek zorundadırlar. Özen ve titizlik, dikkatli ve basiretli bir değerleme uzmanının aynı koşullar altında ayrıntılara vereceği önemi, göstereceği dikkat ve gayreti ifade eder.

Yasaklar

Madde 15 – Gayrimenkul değerleme şirketleri, değerleme faaliyeti dışında gayrimenkullerle ilgili piyasa araştırması, fizibilite çalışması, gayrimenkul ve buna bağlı hakların hukuki durumunun analizi, boş arazi ve geliştirilmiş proje değeri analizi, en yüksek ve en iyi kullanım değeri analizi gibi alanlarda danışmanlık hizmeti verebilirler. Emlak komisyonculuğu dahil başka bir faaliyette bulunamazlar.

Değerleme uzmanları ise;

- a) Aynı anda birden fazla gayrimenkul değerleme şirketinde görev alamazlar,
- b) Emlak komisyonculuğu faaliyetinde bulunamazlar,
- c) Meslekleri ile ve meslek onurlarıyla bağdaşmayan davranışlarda bulunamazlar,
- d) Bilgi ve yeteneklerinin yeterli olmadığı işleri kabul edemezler,
- e) Kendilerine değerleme hizmeti verdikleri ortaklıklarda ve iştiraklerinde her ne unvanla olursa olsun aradan 2 yıl geçmedikçe görev alamazlar.

Sır saklama yükümlülüğü

Madde 16 - Değerleme uzmanları, şirketin yöneticileri ve denetçileri, müşterileri ve değerlemesini yaptıkları işlerle ilgili bilgileri açıklayamazlar, doğrudan veya dolaylı kendilerine veya üçüncü kişilere menfaat sağlama amacıyla veya başkalarını zarara uğratma amacıyla kullanamazlar. Bu yükümlülük görevden ayrıldıktan sonra da devam eder.

Ancak;

- a) Müşterilerinin açık onayı veya talebinin olması,
- b) Mevzuat uyarınca yetkili kamu kuruluşlarınca talep edilmesi,
- c) İlgili meslek odaları veya derneklerce mesleki amaçlarla talep edilmesi, hallerinde ilgili kişi ve kuruluşlara söz konusu bilgiler verilebilir.

Sözleşme zorunluluğu

Madde 17 – Gayrimenkullerin, gayrimenkul projelerinin veya gayrimenkule dayalı hak ve faydaların şirket tarafından değerlemesinin yapılabilmesi için şirket ile müşteri

arasında tarafların hak ve yükümlölüklerini belirleyen bir değerleme sözleşmesi imzalanması zorunludur. Sözleşmenin asgari olarak;

- a) Değerlemesi yapılacak gayrimenkule, gayrimenkul projelerine veya gayrimenkule dayalı hak ve faydalara ilişkin bilgileri,
- b) Sözleşmenin taraflarını tanıtıcı bilgileri,
- c) Ücretin tesbitine ilişkin esasları,
- d) Çalışma saatleri ve tahsis edilen personele ilişkin esasları,
- e) Sözleşmenin süresi, sözleşmeden caymanın veya sona ermesinin şartları,
- f) Şirketin hukuki ve mali sorumluluğuna ilişkin esasları, içermesi zorunludur.

Ücretin tesbiti

Madde 18 – Değerleme hizmeti karşılığında alınacak ücret, şirket ve müşteri arasında serbestçe belirlenir ancak bu ücret;

- a) Önceden kararlaştırılmış bir değer tahminine bağlanamaz.
- b) Değerleme işleminin tamamlanmasından sonra belirlenemez.
- c) Ödenmesi şarta bağlı olamaz.

Know-how sözleşmesi

Madde 19 - Şirketin uluslararası değerleme kuruluşları ile know-how sözleşmesi yapması halinde, yapacağı know-how sözleşmesinde aşağıdaki asgari hususların bulunması zorunludur.

- a) Uluslararası değerleme kuruluşunun unvanı ve adresi,
- b) Şirketin unvanı ve merkez adresi,
- c) Uluslararası değerleme kuruluşunun kendi ülkesinde ve uluslar arası değerleme uygulamalarında kullandığı yöntemler ve teknikler konusunda değerleme kuruluşuna bilgi aktarımına ilişkin esaslar,
- d) Şirketin değerleme faaliyetini gerçekleştirirken hazırladığı raporlarda uluslararası değerleme kuruluşunun adını kullanıp kullanmayacağı,
- e) Uluslararası değerleme kuruluşuna ödenecek ücret,
- f) Sözleşmenin süresi.

Know-how sözleşmesinin bir örneği, imzalanmasını takiben 15 gün içerisinde Kurula gönderilir.

Raporlama standartları

Madde 20 - Değerleme işlemine ve varılan sonuçlara ilişkin olarak hazırlanan değerleme raporunun bu Tebliğin ekinde belirtilen bilgileri asgari olarak içerecek şekilde yazılı olarak en az 3 nüsha hazırlanması ve en az bir sorumlu değerleme uzmanı tarafından imzalanması zorunludur.

EK B.1: REZİDANS MODELİ NAKİT AKIŞ TABLOSU

Toplam Arsa Alanı	9.000 m ²
Kat Alanı Katsayısı	2,5
İnşaat Alanı	22.500 m ²
Bodrum Katları	10.000 m ²
Toplam Kapalı Alan	32.500 m²

	Kapalı Alan	Birim İnş. Maliyeti (\$/m²)	Toplam Maliyet
Proje ve Danışmanlık			\$1.750.000
Rezidans Alanı	20.000	\$1.000	\$20.000.000
Ortak Alan	2.500	\$700	\$1.750.000
Otopark ve Teknik Alanlar	10.000	\$500	\$5.000.000
Harici&Müteferrik İşler (5%)			\$1.337.500
Toplam İnşaat Maliyeti			\$29.837.500
Müteahhit Karı (%10)			\$2.983.750
Toplam Geliştirme Maliyeti			\$32.821.250

İnşaat Alanı		İnşaat Programı		Satış Programı	
Brüt Satılabilir Alan	20.000 m ²	1. Yıl	40%	1. Yıl	25%
Satış Fiyatı	3.250 \$/m ²	2. Yıl	60%	2. Yıl	50%
				3. Yıl	25%

	1. Yıl	2. Yıl	3. Yıl
Nakit Çıkışı	40%	60%	
Toplam Geliştirme Maliyeti	-\$13.128.500	-\$19.692.750	
Nakit Girişi			
Rezidans Geliri	\$16.250.000	\$32.500.000	\$16.250.000
Denge	\$3.121.500	\$12.807.250	\$16.250.000
Kümülatif Toplam	\$3.121.500	\$15.928.750	\$32.178.750

İskonto oranı	15%
NBD	\$ 23.083.108

EK B.2 : OFİS MODELİ NAKİT AKIŞ TABLOSU

Toplam Arsa Alanı	9.000
Kat Alanı Katsayısı	2,5
İnşaat Alanı	22.500
Bodrum Katları	16.500
Toplam Kapalı Alan	39.000

	Alan (m²)	Birim İnş. Maliyeti (\$/m²)	Toplam Maliyet
Proje ve Danışmanlık			\$ 1.250.000
Ofis Alanı	21.000	\$ 700	\$ 14.700.000
Ortak Alan	1.500	\$ 700	\$ 1.050.000
Otopark ve Teknik Alanlar	16.500	\$ 500	\$ 8.250.000
Harici&Müteferrik İşler (5%)			\$ 1.200.000
Toplam İnşaat Maliyeti			\$ 26.450.000
Müteahhit Karı (%10)			\$ 2.645.000
Toplam Geliştirme Maliyeti			\$ 29.095.000

Varsayımlar	
Brüt Kiralanabilir Alan(m²)	21.000
Aylık Birim Kira Bedeli	\$ 17
Yıllık Birim Kira Bedeli	\$ 204
Yıllık Kira Artışı	5%
Boşluk ve Tahsilat Kaybı	10%
İşletme Giderleri	5%

	1. Yıl	2. Yıl	3. Yıl	4. Yıl	5. Yıl	6. Yıl	7. Yıl	8. Yıl	9. Yıl	10. Yıl	11. Yıl	12. Yıl	13. Yıl
Nakit Çıkışı	40%	60%											
Toplam Maliyet	-\$11.638.000	-\$17.457.000											
Nakit Girişi													
Potansiyel Brüt Gelir			\$ 4.284.000	\$ 4.498.200	\$ 4.723.110	\$ 4.959.266	\$ 5.207.229	\$ 5.467.590	\$ 5.740.970	\$ 6.028.018	\$ 6.329.419	\$ 6.645.890	\$ 6.978.185
Eksi:													
Boşluk ve Tahsilat Kaybı			-\$428.400	-\$449.820	-\$472.311	-\$495.927	-\$520.723	-\$546.759	-\$574.097	-\$602.802	-\$632.942	-\$664.589	-\$697.818
Efektif Brüt Gelir			\$ 3.855.600	\$ 4.048.380	\$ 4.250.799	\$ 4.463.339	\$ 4.686.506	\$ 4.920.831	\$ 5.166.873	\$ 5.425.216	\$ 5.696.477	\$ 5.981.301	\$ 6.280.366
Eksi:													
İşletme Giderleri			-\$192.780	-\$202.419	-\$212.540	-\$223.167	-\$234.325	-\$246.042	-\$258.344	-\$271.261	-\$284.824	-\$299.065	-\$314.018
Net Operasyon Geliri	-\$11.638.000	-\$17.457.000	\$ 3.662.820	\$ 3.845.961	\$ 4.038.259	\$ 4.240.172	\$ 4.452.181	\$ 4.674.790	\$ 4.908.529	\$ 5.153.956	\$ 5.411.653	\$ 5.682.236	\$ 5.966.348
Dönemsel Değer												\$ 59.663.478	
Net Nakit Akışı	-\$11.638.000	-\$17.457.000	\$3.662.820	\$3.845.961	\$4.038.259	\$4.240.172	\$4.452.181	\$4.674.790	\$4.908.529	\$5.153.956	\$5.411.653	\$65.345.714	
Kümülatif Toplam	-\$11.638.000	-\$29.095.000	-\$25.432.180	-\$21.586.219	-\$17.547.960	-\$13.307.788	-\$8.855.607	-\$4.180.818	\$727.711	\$5.881.667	\$11.293.320	\$76.639.035	

Kapitalizasyon Oranı	10%
İskonto Oranı	15%
NBD	\$4.376.181
IVO	18%

EK B.3: OTEL MODELİ NAKİT AKIŞ TABLOSU

Toplam Arsa Alanı	9.000 m ²
Kat Alanı Katsayısı	2,5
İnşaat Alanı	22.500 m ²
Emsale Ek Bodrum Katları	6.500 m ²
Toplam Kapalı Alan	29.000 m²

	Kapalı Alan (m ²)	Birim İnş. Maliyeti (\$/m ²)	Toplam Maliyet
Proje ve Danışmanlık			\$ 1.750.000
Otel Alanı	18.000	\$ 1.200	\$ 21.600.000
İdari ve Yardımcı Üniteler	4.500	\$ 700	\$ 3.150.000
Otopark ve Teknik Alanlar	6.500	\$ 500	\$ 3.250.000
Harici&Müteferrik İşler (5%)			\$ 1.400.000
Toplam İnşaat Maliyeti			\$ 31.150.000
Müteahhit Karı (%10)			\$ 3.115.000
Toplam Geliştirme Maliyeti	29.000		\$ 34.265.000

	1. Yıl	2. Yıl	3. Yıl	4. Yıl	5. Yıl	6. Yıl	7. Yıl	8. Yıl	9. Yıl	10. Yıl	11. Yıl	12. Yıl	13. Yıl
Nakit Çıkışı	40%	60%											
Toplam Geliştirme Maliyeti	-\$13.706.000	-\$20.559.000											
Varsayımlar													
Halihazırda Tutulan Odalar			77.380	77.380	77.380	77.380	77.380	77.380	77.380	77.380	77.380	77.380	77.380
Kullanılan Odalar			58.035	58.035	58.035	59.583	59.583	61.130	61.130	61.130	61.904	61.904	61.904
Doluuluk Oranı			75%	75%	77%	77%	79%	79%	79%	80%	80%	80%	80%
Ortalama Oda Fiyatı			\$ 190	\$ 195	\$ 200	\$ 205	\$ 210	\$ 215	\$ 220	\$ 226	\$ 231	\$ 237	\$ 243
Yıllık Fiyat Artış Oranı	2,5%												

Gelirler													
Oda			\$11.026.650	\$11.302.316	\$11.584.874	\$12.191.149	\$12.495.928	\$13.141.010	\$13.469.535	\$13.806.274	\$14.330.562	\$14.688.827	\$15.056.047
Yiyecek&İçecek	62,0%		\$6.836.523	\$7.007.436	\$7.182.622	\$7.558.513	\$7.747.475	\$8.147.426	\$8.351.112	\$8.559.890	\$8.884.949	\$9.107.072	\$9.334.749
Telefon	4,2%		\$463.119	\$474.697	\$486.565	\$512.028	\$524.829	\$551.922	\$565.720	\$579.863	\$601.884	\$616.931	\$632.354
Diğer Dep. Gelirleri	7,8%		\$860.079	\$881.581	\$903.620	\$950.910	\$974.682	\$1.024.999	\$1.050.624	\$1.076.889	\$1.117.784	\$1.145.728	\$1.174.372
Kira ve Sair Gelirleri	6,0%		\$661.599	\$678.139	\$695.092	\$731.469	\$749.756	\$788.461	\$808.172	\$828.376	\$859.834	\$881.330	\$903.363
Toplam Gelir			\$19.847.970	\$20.344.169	\$20.852.773	\$21.944.069	\$22.492.670	\$23.653.818	\$24.245.163	\$24.851.292	\$25.795.012	\$26.439.888	\$27.100.885

Eksi:

Department Giderleri													
Oda	25,0%		-\$2.756.663	-\$2.825.579	-\$2.896.219	-\$3.047.787	-\$3.123.982	-\$3.285.252	-\$3.367.384	-\$3.451.568	-\$3.582.641	-\$3.672.207	-\$3.764.012
Yiyecek&İçecek	70,0%		-\$4.785.566	-\$4.905.205	-\$5.027.835	-\$5.290.959	-\$5.423.233	-\$5.703.198	-\$5.845.778	-\$5.991.923	-\$6.219.464	-\$6.374.951	-\$6.534.324
Telefon	22,0%		-\$101.886	-\$104.433	-\$107.044	-\$112.646	-\$115.462	-\$121.423	-\$124.459	-\$127.570	-\$132.414	-\$135.725	-\$139.118
Diğer Dep. Giderleri	60,0%		-\$516.047	-\$528.948	-\$542.172	-\$570.546	-\$584.809	-\$614.999	-\$630.374	-\$646.134	-\$670.670	-\$687.437	-\$704.623
Toplam Departman Giderleri			-\$8.160.162	-\$8.364.166	-\$8.573.270	-\$9.021.938	-\$9.247.487	-\$9.724.873	-\$9.967.995	-\$10.217.195	-\$10.605.189	-\$10.870.319	-\$11.142.077

Eksi:

Maaş&Sözleşme Hizmetleri													
Genel Yönetim	8,3%		-\$1.647.382	-\$1.688.566	-\$1.730.780	-\$1.821.358	-\$1.866.892	-\$1.963.267	-\$2.012.349	-\$2.062.657	-\$2.140.986	-\$2.194.511	-\$2.249.373
İnsan Kaynakları	4,0%		-\$793.919	-\$813.767	-\$834.111	-\$877.763	-\$899.707	-\$946.153	-\$969.807	-\$994.052	-\$1.031.800	-\$1.057.596	-\$1.084.035
Pazarlama	4,1%		-\$813.767	-\$834.111	-\$854.964	-\$899.707	-\$922.199	-\$969.807	-\$994.052	-\$1.018.903	-\$1.057.596	-\$1.084.035	-\$1.111.136
Enerji	2,6%		-\$516.047	-\$528.948	-\$542.172	-\$570.546	-\$584.809	-\$614.999	-\$630.374	-\$646.134	-\$670.670	-\$687.437	-\$704.623
Toplam Maaş&Sözleşme Hizmetleri			-\$3.771.114	-\$3.865.392	-\$3.962.027	-\$4.169.373	-\$4.273.607	-\$4.494.225	-\$4.606.581	-\$4.721.746	-\$4.901.052	-\$5.023.579	-\$5.149.168

Sabit Giderler Öncesi Gelir			\$7.916.694	\$8.114.611	\$8.317.476	\$8.752.758	\$8.971.576	\$9.434.720	\$9.670.588	\$9.912.352	\$10.288.771	\$10.545.990	\$10.809.640
------------------------------------	--	--	--------------------	--------------------	--------------------	--------------------	--------------------	--------------------	--------------------	--------------------	---------------------	---------------------	---------------------

Eksi:

Sigorta	1,4%		-\$277.872	-\$284.818	-\$291.939	-\$307.217	-\$314.897	-\$331.153	-\$339.432	-\$347.918	-\$361.130	-\$370.158	-\$379.412
Emlak Vergisi	0,2%		-\$39.696	-\$40.688	-\$41.706	-\$43.888	-\$44.985	-\$47.308	-\$48.490	-\$49.703	-\$51.590	-\$52.880	-\$54.202
Bakım-Yenileme Masrafı	3,0%		-\$595.439	-\$610.325	-\$625.583	-\$658.322	-\$674.780	-\$709.615	-\$727.355	-\$745.539	-\$773.850	-\$793.197	-\$813.027
İşletici Tesis Fonu	2,0%		-\$396.959	-\$406.883	-\$417.055	-\$438.881	-\$449.853	-\$473.076	-\$484.903	-\$497.026	-\$515.900	-\$528.798	-\$542.018
Toplam Sabit Giderler			-\$1.309.966	-\$1.342.715	-\$1.376.283	-\$1.448.309	-\$1.484.516	-\$1.561.152	-\$1.600.181	-\$1.640.185	-\$1.702.471	-\$1.745.033	-\$1.788.658

Net Operasyon Geliri			\$6.606.728	\$6.771.896	\$6.941.193	\$7.304.449	\$7.487.060	\$7.873.568	\$8.070.407	\$8.272.167	\$8.586.300	\$8.800.957	\$9.020.981
-----------------------------	--	--	--------------------	--------------------	--------------------	--------------------	--------------------	--------------------	--------------------	--------------------	--------------------	--------------------	--------------------

Dönemsel Değer													\$75.174.844
-----------------------	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	---------------------

Net Nakit Akışı	-\$13.706.000	-\$20.559.000	\$ 6.606.728	\$ 6.771.896	\$ 6.941.193	\$ 7.304.449	\$ 7.487.060	\$ 7.873.568	\$ 8.070.407	\$ 8.272.167	\$ 8.586.300	\$ 8.800.957	\$ 9.020.981
------------------------	----------------------	----------------------	---------------------	---------------------	---------------------	---------------------	---------------------	---------------------	---------------------	---------------------	---------------------	---------------------	---------------------

Kümülatif Nakit Akışı	-\$13.706.000	-\$34.265.000	-\$27.658.272	-\$20.886.377	-\$13.945.183	-\$6.640.734	\$846.326	\$8.719.893	\$16.790.300	\$25.062.467	\$33.648.767	\$117.624.568	
------------------------------	----------------------	----------------------	----------------------	----------------------	----------------------	---------------------	------------------	--------------------	---------------------	---------------------	---------------------	----------------------	--

Kapitalizasyon Oranı	12%
İskonto Oranı	15%
NBD	\$14.629.638
IVO	23%

ÖZGEÇMİŞ

1981 yılında İzmir’de doğan Özlem Onurlu ortaokul ve lise eğitimini İzmir’de tamamladıktan sonra 1999 yılında Mimar Sinan Üniversitesi Şehir ve Bölge Planlama bölümüne girmeye hak kazanmıştır. 2003 yılında mezun olduktan sonra İstanbul Teknik Üniversitesi, Gayrimenkul Geliştirme Yüksek Lisans Programında eğitimine devam etmiştir. Eğitimi sırasında Pega Gayrimenkul Danışmanlık Şirketi Değerleme Departmanında çalışmaya başlamış olup halen aynı şirkette görevini devam ettirmektedir.