

**T.C.
GAZİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
MUHASEBE-FİNANSMAN BİLİM DALI**

**GAYRİMENKUL DEĞERLEME YÖNTEMLERİ
VE
GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARINDA DEĞER TESPİTİ**

MASTER TEZİ

**Hazırlayan
Aykan ÜRETEN**

**Tez Danışmanı
Prof. Dr. Mevlüt KARAKAYA**

Ankara – 2007

Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü'ne

Aykan ÜRETEN'E ait “Gayrimenkul Değerleme Yöntemleri ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında Değer Tespiti” adlı çalışma, jürimiz tarafından Muhasebe-Finansman Bilim Dalında YÜKSEK LİSANS TEZİ olarak kabul edilmiştir.

Başkan : Prof. Dr. H. Kâmil Büyükmirza

Üye : Prof. Dr. Mevlüt Karakaya (Danışman)

Üye : Prof. Dr. Hasan Kaval

ÖNSÖZ

Gayrimenkul bireysel veya kurumsal olsun tasarrufların değerlendirildiği önemli bir yatırım aracıdır. Enflasyonun düşmesi ile birlikte faizlerin de düşmesi, hem dünyada hem de Türkiye’de gayrimenkul yatırımlarını en gözde yatırım haline getirmektedir. Avrupa Birliği ile uyum çalışmaları çerçevesinde, gayrimenkule ilişkin pek çok alanda yeni yasal düzenlemelerin yapılması, Türkiye’de gayrimenkul yatırımlarını daha güvenilir bir duruma getirmektedir. Bu nedenle, yerli ve yabancı yatırımcıların gayrimenkul sektörüne gösterdiği ilginin önümüzdeki yıllarda daha da artması beklenmektedir.

Ülkemizde gayrimenkul değerlendirme ve uluslararası standartlara uyum konusunda alınması gereken yolun çok başında olduğu bir gerçektir. Bu çalışmada, gayrimenkul değerini etkileyen unsurlar ve gayrimenkul değerinin en doğru nasıl hesaplanması gerektiği konusunda, gelişmiş ülkelerde uygulanan yöntemler ortaya konulmaktadır. Ayrıca, gayrimenkul sektörünün kurumsal bazda gelişmesi için en önemli yasal düzenlemelerden birisi olan Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO) incelenerek, bu sektörün son 10 yılda neden fazla gelişemediği anlatılmakta ve GYO sektörünün geleceğine ilişkin beklentiler ifade edilmektedir.

Bu çalışmanın son bölümde, İMKB’de hisse senetleri işlem gören GYO firmalarının fiyat katsayılarına ve nakit akımlarına göre firma değerleri, uygulamalı olarak tespit edilmeye çalışılmaktadır. Nakit akımlarına göre yapılan değerlemede, kullanılan öngörüler değiştirilerek, GYO firmalarının değerinin nasıl etkilendiği ve en çok nelere karşı hassas olduğu detaylı bir şekilde verilmektedir.

Gayrimenkul değerlendirme ile ilgili literatürün Türkiye’de çok kısıtlı olduğu dikkate alındığında, bu çalışmanın gayrimenkul konusunda yapılacak diğer çalışmalara ışık tutması beklenmektedir.

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ.....	i
İÇİNDEKİLER.....	ii
KISALTMALAR CETVELİ	vii
TABLO VE ŞEKİLLER CETVELİ.....	ix
GİRİŞ.....	1

1. BÖLÜM

DEĞER VE GAYRİMENKUL KAVRAMLARI

1.1. DEĞER KAVRAMLARI.....	4
1.1.1. Değer Kavramı	4
1.1.1.1. Piyasa Değeri (Pazar Değeri)	6
1.1.1.2. Kullanım Değeri	9
1.1.1.3. Yatırım Değeri	10
1.1.1.4. Faal İşletme Değeri.....	11
1.1.1.5. Vergi Değeri	13
1.1.1.6. Diğer Değer Tanımları	13
1.1.2. Değeri Yaratıcı Unsurlar.....	15
1.1.2.1. Fayda.....	15
1.1.2.2. Kısıtlılık.....	16
1.1.2.3. İstek.....	16
1.1.2.4. Satın Alma Gücü	17
1.1.3. Değeri Etkileyen Unsurlar	17
1.1.3.1. Sosyal Faktörler.....	18
1.1.3.2. Ekonomik Faktörler.....	18
1.1.3.3. Yasal Faktörler	19
1.1.3.4. Çevresel Faktörler	19
1.2. GAYRİMENKUL KAVRAMLARI	20

1.2.1. Gayrimenkul Kavramı	20
1.2.1.1. Arazi ve Mülkiyet Kavramları	22
1.2.1.2. Tapu Kütüğünde Ayrı Kaydedilen Bağımsız ve Sürekli Haklar	23
1.2.1.3. Kat Mülkiyeti Kütüğüne Kayıtlı Bağımsız Bölümler	24
1.2.2. Gayrimenkul Çeşitleri.....	24
1.2.2.1. Konut	25
1.2.2.2. Ticari Gayrimenkul.....	25
1.2.2.3. Endüstriyel Gayrimenkul.....	25
1.2.2.4. Tarımsal Gayrimenkul.....	25
1.2.2.5. Özel Amaçlı Gayrimenkul	26
1.2.3. Gayrimenkul Piyasaları.....	26
1.2.4. Gayrimenkul Değerleme Standartları	30
1.2.4.1. Uluslararası Değerleme Standartları Komitesi.....	30
1.2.4.2. Uluslararası Değerleme Standartları Mevzuatı	31
1.2.5. Türkiye’de Gayrimenkul Değerleme Şirketleri.....	35
1.2.5.1. Gayrimenkul Değerleme Şirketlerine İlişkin Mevzuat.....	35
1.2.5.2. Raporlama Standartları.....	39
1.2.5.3. Davranış Kuralları (Ahlaki İlkeler)	42

2. BÖLÜM

GAYRİMENKUL DEĞERLEME

2.1. GAYRİMENKUL DEĞERLEME	47
2.2. DEĞERLEME SÜRECİ	48
2.2.1. Problemin Tanımı	50
2.2.1.1. Müşterilerin ve Muhtemel Kullanıcıların Belirlenmesi	50
2.2.1.2. Değerlemenin ve Kullanım Amacının Belirlenmesi	51
2.2.1.3. Bulunacak Değerin Belirlenmesi.....	51
2.2.1.4. Değerleme Tarihi	52
2.2.1.5. Gayrimenkulün Özelliklerinin Belirlenmesi	53
2.2.1.6. Olağandışı Öngörüler ve Hipotetik Koşullar.....	53

2.2.2. İşin Kapsamı.....	53
2.2.3. Veri Toplama ve Gayrimenkul Tanımı	53
2.2.4. Veri Analizi.....	54
2.2.4.1. Piyasa Analizi	54
2.2.4.1.1. Hedef Kitle Pazarının Belirlenmesi Teknikleri	54
2.2.4.1.1.1. Müşterilerin İkâmet Alanlarına Göre Pazar Alanının Belirlenmesi	55
2.2.4.1.1.2. İkâme Taşınmazlara Göre Pazar Alanının Belirlenmesi	56
2.2.4.1.1.3. Benzerlik Yöntemi İle Pazarın Belirlenmesi	57
2.2.4.1.2. Talep Tahmini.....	62
2.2.4.1.3. Arz Tahmini	68
2.2.4.2. En Verimli ve En İyi Kullanım Analizi	68
2.2.5. Arazi Değerinin Tahmin Edilmesi.....	72
2.2.6. Değerleme Yöntemlerinin Uygulanması	72
2.2.7. Bulunan Değerlerin Karşılaştırılması ve Değer Kararı	73
2.2.8. Bulunan Değerin Raporlanması.....	73
2.3. GAYRİMENKUL DEĞERLEME YÖNTEMLERİ.....	74
2.3.1. Arsa Değerinin Tespiti	75
2.3.1.1. Gayrimenkul Hakları ve Kamu Kontrolü.....	75
2.3.1.2. Fiziksel Özellikler ve İmkanlar	76
2.3.1.3. En Verimli ve En İyi Kullanım.....	77
2.3.1.4. Arsa Değerleme Yöntemleri.....	77
2.3.1.4.1. Çıkarma Yöntemi.....	78
2.3.1.4.2. Oran Yöntemi	79
2.3.1.4.3. Gelir İndirgeme Yöntemi.....	79
2.3.2. Maliyet Yöntemi	82
2.3.2.1. Uluslararası Değerleme Standartları	84
2.3.2.2. Değerleme Süreci.....	85
2.3.2.2.1. Arsa Değeri.....	85
2.3.2.2.2. Yeniden İnşa Etme veya Yerine Koyma Maliyeti	86
2.3.2.2.3. Direkt ve Dolaylı Maliyetin Tahmin Edilmesi.....	87
2.3.2.2.4. Girişimci Kârı ve Girişimci Teşviki.....	88
2.3.2.2.5. Amortisman	89

2.3.2.3. Maliyet Tahmin Yöntemleri	94
2.3.2.3.1. Karşılaştırmalı Birim Yöntemi	94
2.3.2.3.2. Birim İş Yöntemi	96
2.3.2.3.3. Miktar Araştırma Yöntemi	97
2.3.3. Satışları (Emsal) Karşılaştırma Yöntemi	98
2.3.3.1. Uluslararası Standartlar	100
2.3.3.2. Arz ve Talep	104
2.3.3.3. İkame Etme Prensibi.....	105
2.3.3.4. Denge Prensibi	105
2.3.3.5. Değerleme Süreci	106
2.3.3.5.1. Veri Araştırması	107
2.3.3.5.2. Verilerin Doğrulanması	108
2.3.3.5.3. Karşılaştırılacak Ölçütün Seçilmesi	108
2.3.3.5.4. Karşılaştırılabilir Satışların Analizi	109
2.3.3.5.5. Değerleme Sonucu	111
2.3.4. Gelir İndirgeme Yöntemi	111
2.3.4.1. Uluslararası Standartlar	112
2.3.4.2. Değerleme Süreci	114
2.3.4.2.1. Gelir ve Gider Analizi	116
2.3.4.2.2. Doğrudan İndirgeme Yöntemi.....	117
2.3.4.2.3. Yıllık Nakit Akımlarının İndirgenmesi Yöntemi	120

3. BÖLÜM

GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARINDA DEĞER TESPİTİ

3.1. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI (GYO)	121
3.1.1. GYO'ların Faaliyetleri	124
3.1.1.1. GYO'ların Yapamayacakları İşler	125
3.1.1.2. GYO'ların Yapabilecekleri İşler.....	126
3.1.2. GYO'larda Vergilendirme.....	128
3.1.3. GYO'larda Portföy Sınırlamaları	128

3.1.4. GYO'larda Değerlemeye İlişkin Esaslar.....	129
3.1.5. GYO'larda Portföy Değerinin Tespiti.....	131
3.2. İMKB'DE GYO SEKTÖRÜNDE FİYAT KATSAYILARI YÖNTEMİ	
İLE DEĞERLEME	132
3.2.1. Piyasa Değeri ve Önemi.....	133
3.2.2. Fiyat Katsayıları Yöntemi İle Değerlemede Prensipler	135
3.2.2.1. Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD/DD).....	137
3.2.2.2. Fiyat / Kazanç (Piyasa Değeri / Net Kâr)	146
3.2.2.3. Fiyat / Net Aktif Değeri (Piyasa Değeri / Net Aktif Değeri)	150
3.3. İMKB'DE GYO SEKTÖRÜNDE NAKİT AKIMLARI YÖNTEMİ İLE	
DEĞERLEME.....	154
3.3.1. Kullanılan Veriler	154
3.3.2. Kullanılan Yöntem	156
3.3.3. Öngörüler.....	156
3.3.4. Örnek Uygulama	158
3.3.4.1. Vergi Oranı	160
3.3.4.2. Satış Büyüme Hızı	162
3.3.4.3. Esas Faaliyet Kar Marjı.....	163
3.3.4.4. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (WACC)	164
3.3.5. Sektördeki Firmaların İNA Yöntemi İle Değerlemesi.....	165
3.3.6. Türkiye'de GYO Sektörünün Geldiği Nokta	169
3.3.7. GYO Firmalarının Yaptıkları Yatırımlar	171
3.3.8. Türkiye'de GYO Sektörünün Gelişmemesinin Nedenleri	172
SONUÇ VE DEĞERLENDİRME	178
KAYNAKÇA.....	187
EKLER	191
ÖZET.....	212
ABSTRACT	214

KISALTMALAR CETVELİ

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
AGYO	Atakule Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
AKMGY	Akmerkez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
ALGYO	Alarko Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
AOSM	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
başk.	başkaları
CBD	Central Business District
DED	Devam Eden Değer
F/K	Fiyat/Kazanç
FCFF	Free Cash Flow to the Firm
FVAÖK	Faiz Vergi ve Amortisman Öncesi Kâr
GRGYO	Garanti Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
GSMH	Gayri Safi Milli Hasıla
GYO	Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
IHGYO	İhlas Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
ISGYO	İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
IVSC	International Valuation Standards Committee
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
İNA	İndirgenmiş Nakit Akımı
KDV	Katma Değer Vergisi
KVB	Kısa Vadeli Borç
MDV	Maddi Duran Varlık
MODV	Maddi Olmayan Duran Varlık
NAD	Net Aktif Değer
NOPLAT	Net Operational Profit Less Adjusted Taxes
NUGYO	Nurol Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
PD/DD	Piyasa Değeri/Defter Değeri
Perp.	Perpetually
R.G.	Resmi Gazete
RIC	Real Estate Investment Companies

ROIC	Return on Investment Capital
sf.	sayfa
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
UDES	Uluslararası Değerleme Standartları
UDSK	Uluslararası Değerleme Standartları Komitesi
UFRS	Uluslararası Finansal Raporlama Standartları
USD	Amerikan Doları
UVB	Uzun Vadeli Borç
UVDSK	Uluslararası Varlık Değerleme Standartları Komitesi
vb.	ve benzerleri
VKGYO	Vakıf Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
WACC	Weighted Average Cost of Capital
YKGYO	Yapı Kredi Koray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
YTL	Yeni Türk Lirası

TABLO VE ŞEKİLLER CETVELİ

1. BÖLÜM

Tablo 1.1. Piyasa (Pazar) Değeri Dışı Değerler.....	6
Tablo 1.2. Etkin Piyasalar ve Gayrimenkul Piyasaları	28
Tablo 1.3. Standartların Yapısı	34

2. BÖLÜM

Tablo 2.1: Değerleme Süreci	49
Şekil 2.1. Pazar Alanları	55
Şekil 2.2. İkâme Taşınmazlara Göre Pazar Alanının Belirlenmesi	56
Şekil 2.3. Applebaum İşaretleme Tekniğinin Uygulanması	59
Tablo 2.2. Finanse Edilebilecek Perakende Alan Projeksiyonu	64
Tablo 2.3. Yıllık İşletme Gelir ve Giderleri (USD).....	117
Tablo 2.4. Karşılaştırılabilir Satışlardan İndirgeme Oranının Belirlenmesi.....	119

3. BÖLÜM

Tablo 3.1. Piyasa Değerleri (Milyon USD)	138
Tablo 3.2. Defter Değerleri (Milyon USD)	139
Tablo 3.3. Piyasa Değeri / Defter Değeri Katsayıları	139
Grafik 3.1. GYO Firmalarının Piyasa Değerleri	140
Grafik 3.2. GYO Firmalarının Defter Değerleri	141
Grafik 3.3. Firma Bazında Piyasa Değerleri.....	141
Grafik 3.4. Firma Bazında Defter Değerleri.....	142
Tablo 3.4. Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller ve Ekspertiz Değerleri	143
Tablo 3.5. Net Kârlar (Milyon USD)	148
Tablo 3.6.Fiyat / Kazanç Katsayıları	148
Grafik 3.5. GYO Firmalarının Net Kârları	149

Grafik 3.6. Firma Bazında Net Kârlar	150
Tablo 3.7. AKMGY Portföy Tablosu (30.06.2006)	150
Tablo 3.8. Net Aktif Değerleri (Milyon USD)	151
Tablo 3.9. Piyasa Değeri / NAD Oranları	151
Grafik 3.7. GYO Firmaları Net Aktif Değerleri	152
Grafik 3.8. Firma Bazında Net Aktif Değerler.....	153
Tablo 3.10.Vergi Oranı ve Öngörülen Firma Değeri	161
Tablo 3.11. Satış Büyüme Hızı ve Öngörülen Firma Değeri.....	162
Tablo 3.12. Esas Faaliyet Kar Marjı ve Öngörülen Firma Değeri.....	164
Tablo 3.13. AOSM ve Öngörülen Firma Değeri	165
Tablo 3.14. Öngörülen Firma Değerleri ve Gerçekleşen Piyasa Değerleri	166
Grafik 3.9. GYO Sektörü Öngörülen ve Gerçekleşen Firma Değerleri.....	166
Tablo 3.15. Öngörülen Firma Değerleri ve Gerçekleşen Piyasa Değerleri	167
Grafik 3.10. GYO Sektörü Piyasa Değerlerinin Gelişimi	169
Grafik 3.11. GYO Sektörü Net Aktif Değerlerinin Gelişimi	170
Grafik 3.12. GYO Sektörü Net Aktif Değerlerinin Dağılımı	172
Grafik 3.13. İMKB 100 ve GYO Endeksinin Gelişimi.....	173

EKLER

EK 1

Tablo 1: Bilanço ve Gelir Tablosu.....	192
Tablo 2: Gelecek Yıllardaki Faaliyetler İle İlgili Öngörüler	195
Tablo 3: Tahmini Bilançolar	197
Tablo 4: Tahmini Gelir Tabloları	199
Tablo 5: Tahmini Net Faaliyet Kârı	200
Tablo 6: Tahmini Yatırılan Sermaye	201
Tablo 7: Tahmini Net Nakit Akımı	202
Tablo 8: Öngörülen Temel Performans Oranları.....	204
Tablo 9: Öngörülen Ekonomik Kâr.....	205
Tablo 10: Öngörülen Diğer Oranlar	206
Tablo 11: AKMGY Nakit Akımlarına Göre Firma Değeri.....	207

Tablo 12: AGYO Nakit Akımlarına Göre Firma Değeri	208
Tablo 13: ALGYO Nakit Akımlarına Göre Firma Değeri	209
Tablo 14: ISGYO Nakit Akımlarına Göre Firma Değeri	210
Tablo 15: VKGYO Nakit Akımlarına Göre Firma Değeri	211

GİRİŞ

Gayrimenkul, kişi ve kuruluşların tasarruflarını değerlendirdikleri en önemli yatırım aracı olup, nesiller arası servet aktarımı konusunda en güvenilir varlıktır. Bu nedenle toplumların sahip oldukları servetin en büyük parçasını genellikle gayrimenkuller oluşturur. İnsanların hayatları boyunca çalışarak biriktirdikleri ile yıllarca hayalini kurdukları bir evi almaları, çok bilinen bir gerçektir. Hayatımızda bu kadar önemli olan bir varlığı alırken veya satarken doğru değerini bilmek, herkesin en doğal hakkıdır. Gelişmiş ülkelerde gayrimenkul değerlemesi ile ilgili yıllarca süren çalışmalar neticesinde, hem bu iş ile uğraşan kişilere hem de uygulanacak değerlendirme yöntemlerine bir standart getirilmiş olup, yıllardır uygulanmaktadır.

Gayrimenkul piyasasının hukuki alt yapısının hazırlanmasına ve gayrimenkul değerlemesine yönelik olarak son yıllarda Türkiye’de de önemli adımlar atılmaktadır. Sermaye Piyasasında Uluslararası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ, 06.03.2006 tarihli Resmi Gazetede yayınlanmış ve 01.05.2006 tarihinden geçerli olmak üzere yürürlüğe girmiştir. Uluslararası Değerleme Standartları’nın kabulü ile değerlendirme faaliyetlerinin daha sağlıklı bir şekilde yapılması, başta Avrupa Birliği olmak üzere uluslararası uygulamalar ile paralellik tesis edilmesi, ülkemizde hazırlanan değerlendirme raporlarının uluslararası alanda kabul edilebilirliğinin sağlanması, kurumsal bir gayrimenkul finansman sisteminin oluşturulmasının yanısıra, gayrimenkul değerinin doğru olarak takdir edilmesi ve bunların sahibi olan şirketlerin hisse senetlerinin değerlerinin de sağlıklı olarak oluşmasına katkıda bulunulması amaçlanmıştır.

Sermaye Piyasası Kurulu tarafından hazırlanan Konut Finansmanı Kanunu’nda (mortgage), gayrimenkul değerlendirme, iki farklı süreçte ihtiyaç duyulan bir hizmettir. İlk olarak kredinin açılması aşamasında ilgili gayrimenkulun değerinin doğru bir şekilde tespit edilmesi büyük önem taşımaktadır. Çünkü, kullanılan kredinin geri ödenmemesi halinde ilgili

gayrimenkul satılarak alacak tahsil edilmektedir. Bu nedenle gayrimenkul değerinin doğru belirlenmesi, ödenmeme riskine karşılık, kredi verenin elindeki teminata güvenebilmesini ve alacağını tahsil edebileceğinden emin olmasını sağlamaktadır. Gayrimenkul değerlemesine ihtiyaç duyulan ikinci süreç ise takip aşamasıdır. Ödenmeyen ve takibe geçilen bir kredide, ilgili gayrimenkulun satışı için ihaleye çıkılması öncesinde değerlendirme yapılmakta ve bu değer doğru belirlenmesi ihale ve satış sürecinde büyük önem taşımaktadır.

Gayrimenkul sektörü ile ilgili olarak önümüzdeki aylarda yasalaşması beklenen önemli bir tasarı ise “Emlak Müşavirliği Yasa Tasarısı”dır. Avrupa Birliği ile uyum çalışmaları çerçevesinde çıkarılacak yasa ile Emlakçılık yapacak kişilerin üniversite mezunu ve mesleki lisans belgesi sahibi olmaları zorunluluğu getirilerek, bu sektörde çalışacak kişilerin belirli bir disipline ve eğitime sahip olmaları istenilmektedir. Böylelikle, gayrimenkul alım-satımı ve değerlemesi gibi konularıyla uğraşan herkes, bu işi daha profesyonelce öğrenmek ve yapmak zorunda kalacaktır.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı (GYO) gayrimenkullere, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına, gayrimenkul projelerine, gayrimenkule dayalı haklara ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilen, belirli projeleri gerçekleştirmek üzere ortaklık kurabilen sermaye piyasası kurumlarıdır. SPK mevzuatında böyle tanımlanan GYO’ların finansal tanımı ise, en kısaca, **“Gayrimenkul Portföyü Yönetim Şirketi”** biçimindedir. Ülkemizde on yıllık bir geçmişe sahip olan GYO’lar, bu süreçte finansman sorunu yaşayan gayrimenkul sektörüne kaynak yaratmada çok yetersiz kalmışlardır.

Sermaye Piyasası Kurulunca, gayrimenkul yatırım ortaklığı modelinin işlerliğinin artırılması amacıyla, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ hazırlanarak, Kurulun 29.06.2006 tarihli toplantısında karara bağlanmış ve 12.07.2006 tarih ve

26226 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır. Ülkemizde GYO modelinin dünya uygulamasına paralel şekilde geliştirilmesine ve mevcut düzenlemelerdeki sınırlamaların esnetilmesi suretiyle, gayrimenkul finansmanında GYO'ların daha fazla kullanılmasına yönelik olarak yürütülen çalışma sonucunda hazırlanan tebliğ ile, yabancı yatırımcılar lehine önemli düzenlemeler yapılmıştır. Böylece, GYO sektörünün önümüzde yıllarda gelişiminin hızlanması ve uzun vadeli fonları temin edebilecek firmaların sektöre girmesi beklenmektedir.

Gayrimenkul sektörünün ve hukuki alt yapının gelişiminin son yıllarda hızlanmasına paralel olarak, gayrimenkul değerlendirme ve GYO sektörüne olan ilgi de önemli ölçüde artmıştır. Bu nedenle, bu çalışmada ağırlıklı olarak gayrimenkul değerlendirme yöntemleri ve GYO sektörü incelenerek, ulaşılan sonuçlar değerlendirilmeye çalışılmıştır.

Birinci bölümde, değer ve değeri etkileyen unsurlar, gayrimenkul kavramı, gayrimenkul çeşitleri, gayrimenkul piyasaları, değerlendirme standartları ve gayrimenkul değerlendirme şirketleri incelenmiştir.

İkinci bölümde, gayrimenkul değerlendirme süreci ve arsa değeri konularının üzerinde durulmuş ve bu bölümün esas konusu olan gayrimenkul değerlendirme yöntemleri detaylı bir şekilde açıklanmıştır.

Üçüncü bölümde, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları incelenmiş ve İMKB'de hisse senetleri işlem gören GYO firmalarının, fiyat katsayılarına ve nakit akımlarına göre firma değerleri, uygulamalı olarak tespit edilmeye çalışılmıştır.

1. BÖLÜM

DEĞER VE GAYRİMENKUL KAVRAMLARI

1.1. DEĞER KAVRAMLARI

1.1.1. Değer Kavramı

Değer sözcüğü, günlük hayatımızda emin olmadan, sıkça kullandığımız bir sözcüktür. Ancak, ekonomik açıdan değer kavramını, fiyat ve maliyet kavramlarından ayıran, önemli farklılıklar bulunmaktadır. Gayrimenkul piyasası, gayrimenkulun kullanım haklarının para veya başka varlıklar karşılığında, kişi ve kurumlar arasında değişimi ile oluşmaktadır. Fiyat, alıcı ile satıcı arasında, alışverişe konu olan işlem çerçevesinde, alıcının ödemeyi satıcının ise almayı kabul ettiği tutarı ifade eder. Bu nedenle, fiyat bir sonuçtur.

Maliyet ve değer kavramları, genellikle, eş anlamlı olarak kullanılmaktadır. Ancak, maliyet kavramı değerlendirme yapanlar tarafından, değişimle değil, üretimle ilişkilendirilmektedir. Maliyet belli bir amaca ulaşmak için katlanılan fedakarlıkların parasal bir ifadesidir. Maliyet Muhasebesi'nde maliyet kavramı, genellikle, üretim faaliyeti sonucu elde edilen mamül ya da hizmet maliyetleri ile sınırlı tutulmaktadır. Vergi Usûl Kanunu'na göre maliyet bedeli, iktisadi bir kıymetin iktisap edilmesi veyahut değerinin artırılması münasebetiyle yapılan ödemelerle, bunlara müteferri bilimum giderlerin toplamını ifade eder.

Değer, satın alınacak bir mal veya hizmet için, alıcılar ve satıcılar arasında oluşturulan fiyat ile ilgili ekonomik bir kavramdır. Değer, gerçek bir veri olmayıp, bir tanıma göre, belirli bir zamanda mal ve hizmetler için

ödenmesi muhtemel bir fiyatın takdirinden ibarettir. Değerin ekonomik anlamdaki önemi, değerlemenin yapıldığı tarihte malın sahibi veya hizmeti alan kişiye tahakkuk eden yararlar hakkında, piyasanın görüşünü yansıtmasıdır.

Değer, alıcılar ile satıcıların herhangi bir mal veya hizmet için üzerinde mutabakata varılması olası kuramsal veya hayali bir fiyattır. Bu nedenle değer belirli bir zaman içerisinde satın alma amacıyla bir mal veya hizmet için ödenmesi muhtemel fiyatın tahminidir.

Değerin çeşitli tür ve tanımları vardır. Bazı tanımlanmış değerler, değerlemede sıkça kullanılmaktadır. Değerlemenin kullanımı ve anlaşılmasında, değer tip ve tanımının açık bir şekilde yapılmış olması ve belirli bir değerlendirme görevine uygun olmasının önemi çok büyüktür. Değer tanımındaki bir değişiklik, mülklere biçilen değerler üzerinde ciddi etkiler yapabilir

Gayrimenkul değerlemede, değer birden çok anlamı bulunmaktadır. Değerleme uzmanları karışıklığa yol aşmamak için, değer sözcüğünü tek başına kullanmamaktadırlar. Bu çalışmada, gayrimenkul değerlemede sıkça kullanılan değer kavramlarına, “Piyasa Değeri (Pazar Değeri), Kullanım Değeri, Yatırım Değeri, Faal İşletme Değeri, Vergi Değeri ve Diğer Değer Tanımlarına” yer verilmektedir (Uluslararası Değerleme Standartları Tebliği, www.rega.basbakanlik.gov.tr).

Farklı değer tiplerinin olması, değerlendirme uzmanları veya değerlendirme hizmetlerinden yararlananlar açısından, karışıklığa yol açmamalıdır. Pazarda en sık kullanılan değer türü olan Pazar Değeri, tüm diğer değer türlerinden ayrı tutulmaktadır. Diğer değer türlerinin de, her birinin kendi içerisinde bir mantığı ve uygulaması bulunmaktadır.

Tablo 1.1. Piyasa (Pazar) Değeri Dışı Değerler



1.1.1.1. Piyasa Değeri (Pazar Değeri)

Piyasa değeri kavramı, iş dünyasında ve gayrimenkul piyasasında en önemli, en bilinen ve en çok kullanılan değer kavramıdır. Bilançolarda ve gayrimenkule dayalı kredilerde, piyasa değerleri kullanılmaktadır. Bu nedenle, piyasa değeri, gayrimenkul değerlendirme raporlarının çoğunda, bulunmaya çalışılan değerdir.

Piyasa değerinin tanımında ülkelere göre farklılıklar olabilmektedir. Uluslararası Değerleme Standartları Komitesi (International Valuation Standards Committee - IVSC) tarafından, uluslararası standart olarak tanımlanan piyasa değeri aşağıdadır;

Piyasa değeri (pazar değeri), istekli alıcı ve istekli satıcı arasında yapılan pazarlıklar sonucunda, tarafların her birinin tam bilgiye sahip olduğu, herhangi bir zorlama olmadan, mantıklı hareket ettiği varsayımı ile, bir gayrimenkulün değerlendirme tarihi itibarıyla, değişime konu olan tahmini tutarıdır.

Değerleme Enstitüsü tarafından geliştirilen tanıma göre ise, en olası piyasa değeri (Appraisal Institute, 2001);

1. Satışın gerçekleşme tarihinin belli olduğu,
2. Gayrimenkul haklarının tam olarak değerlendirildiği, açık ve rekabetçi bir piyasanın olduğu,
3. Alıcı ve satıcının her birisinin mantıklı ve her türlü bilgiye sahip olduğu,
4. Fiyatın aşırı etkilere maruz kalmadığı,
5. Alıcı ve satıcının istekli olduğu,
6. Her iki tarafın da kendi çıkarları doğrultusunda hareket ettiği,
7. Pazarlama faaliyetlerinin yeterli olduğu ve herkese açık bir piyasada, gerekli zamanın verildiği,
8. Ödemenin nakit veya finansal olarak nakit benzeri işlemlerle yapıldığı,
9. Fiyatın gayrimenkulun normal satış koşullarını içerdiği, herhangi birisi tarafından getirilen özel finansman ve satış koşulları gibi ödünlere içermediği,

durumlarda gerçekleşmektedir.

Pazar Değeri; Pazar değeri tanımının gereklerini karşılayan koşullarda, değerlemenin yapıldığı tarihte, piyasada satışa sunulmuş olması durumunda, mülkün el değiştireceği tutarın bir temsilidir. Pazar değeri'ni tahmin etmek için bir değerlendirme uzmanı, ilk olarak en verimli ve en iyi kullanımı veya en olası kullanımı tespit etmelidir. Bu kullanım, bir mülkün mevcut kullanımının devamı niteliğinde olabileceği gibi bir başka alternatif kullanım da olabilir. Bu tespitler, pazardaki bulgulardan elde edilebilir.

Pazar değeri, mülkün niteliğini ve bu mülkün piyasada işlem görebileceği koşulları yansıtan değerlendirme yaklaşımları ve prosedürlerinin uygulanmasıyla tahmin edilir. Pazar değerini tahmin etmek amacıyla, en sık

uygulanen yaklaşımlar arasında, satışları (emsal) karşılaştırma yaklaşımı, indirgenmiş nakit analizini de içeren gelir indirgeme yaklaşımı ve maliyet yaklaşımı yer almaktadır.

Uluslararası Değerleme Standartları (UDES) Tebliği'ne göre; tüm pazar değeri ölçüm yöntemleri, teknikleri ve prosedürleri, uygulanabilir bir yeterlilikte olmaları ve doğru bir şekilde uygulanmaları halinde, piyasadan elde edilen kriterleri esas aldıklarında, pazar değeri'nin ortak bir tanımını oluşturacaklardır. Emsal karşılaştırmaları veya diğer pazar karşılaştırmaları, pazardaki gözlemlerden kaynaklanmalıdır. İnşaat maliyetleri ve amortisman, bu unsurların piyasa esaslı tahminleri üzerinden yapılan bir analiz ile tespit edilmelidir. Her ne kadar veri kullanılabilirliği ve piyasa veya mülkün kendisiyle ilişkili durumlar hangi değerlendirme yöntemlerinin en ilgili ve en uygun yöntemler olacağını belirleyecek olsa da, söz konusu prosedürlerden herhangi birinin kullanımından elde edilecek sonuç, her bir yöntemin piyasadan elde edilen verileri esas alması durumunda, pazar değeri olmalıdır.

Pazar değerlemeleri, genelde karşılaştırılabilir özelliklerle ilgili bilgileri esas alır. Değerleme süreci'nde, bir değerlendirme uzmanının yeterli ve konu ile ilgili bir araştırma yapması, yetkin analizler gerçekleştirmesi ve bilgili ve desteklenebilir hükümlere varması gerekir. Bu süreçte değerlendirme uzmanları, verileri sorgulamadan kabul etmeyecek, ancak alakalı tüm pazar kanıtlarını, eğilimlerini, karşılaştırılabilir nitelikteki işlemleri ve diğer bilgileri dikkate alacaklardır. Pazar verilerinin sınırlı olduğu durumlarda veya esasen mevcut olmadığı anlarda (örneğin bazı özel amaçlara yönelik mülklerle ilgili olarak), değerlendirme uzmanı, durumu doğru bir şekilde açıklamalı ve takdirin, verilerin yetersizliği nedeniyle sınırlı olup olmadığını belirtmelidir.

Gayrimenkul, pazarlanması göreceli olarak daha uzun bir zaman gerektiren ve kolayca paraya çevrilemeyen mallardan oluşması nedeniyle, piyasa değerini temsil eden fiyata ulaşmak için, diğer bir çok mal ve hizmetlerden farklılık gösterir. Karakteristik olarak, daha uzun teşhir süresi

ihtiyacı, malların anında satılabileceği spot piyasanın yokluğu, gayrimenkullerin ve gayrimenkul piyasalarının niteliği ve çeşitliliği, profesyonel değerlendirme uzmanlarına ve değerlendirme standartlarına olan ihtiyacı artırmıştır.

Bir muhasebe terimi olan makul değer, Uluslararası Finansal Raporlama Standartları ve diğer muhasebe standartlarında, bilgili ve istekli taraflar arasında, herhangi bir ilişkiden etkilenmeyecek şartlar altında, bir varlığın el değiştirebileceği fiyatı veya yükümlülüklerin yerine getirilmesinde esas teşkil edecek olan meblağ anlamında kullanılmaktadır. Makul değer, genelde finansal tablolarda, hem pazar hem de pazar değeri dışı değerlerin rapor edilmesinde kullanılmaktadır. Bir varlığın pazar değerinin belirlendiği durumlarda, bu değer makul değere eşit olacaktır.

1.1.1.2. Kullanım Değeri

Gayrimenkul değerlendirme uygulamaları, değerlendirme uzmanlarını piyasa değeri dışında diğer değer çeşitlerini de sıkça hesaplamak durumunda bırakmaktadır. Kullanım değeri, ekonomik olarak değeri olan bir varlığın verimliliğini esas alan bir kavramdır. Bu değer, belirli bir kullanım için tahsis edilen gayrimenkullerin değerini tespit etmek için kullanılmaktadır. Kullanım değeri, gayrimenkul hakkındaki yönetim anlayışına ve işletmenin faaliyetlerinin değişmesi gibi dışsal faktörlere bağlı olarak değişebilmektedir.

Kullanım değeri, belirli bir mülkün, belirli bir kullanıcı için, belirli bir kullanıma yönelik olarak sahip olduğu değerdir. Bu nedenle de, pazar ile ilişkili değildir. Bu değer tipi, mülkün en verimli ve en iyi kullanımına veya mülkün satılması halinde elde edilecek parasal değere bakılmaksızın, bir parçasını oluşturduğu kuruma yaptığı katkı üzerine odaklanmaktadır. Kullanım Değeri'nin muhasebedeki tanımı, bir varlığın süregelen kullanımından ve kullanım ömrünün sonunda elden çıkartılmasından beklenen gelecekteki tahmini nakit akışlarının şimdiki değeridir.

Bir mülkün kullanım değerinin pazar değeri ile eşit olması, yalnızca tesadüften ibaret olacaktır. Bir mülkün kullanım değeri, eğer bu mülkü kullanmakta olan kurum, bu mülkü aynı ürünün veya hizmetin tipik bir üreticisinden daha faydalı ve kârlı bir şekilde kullanabilecek bir durumdaysa, genelde pazar değeri'nden daha yüksek olma eğiliminde olacaktır. Diğer yandan kullanım değeri, kurumun bu varlığı maksimum kapasitesi ve verimiyle kullanamaması durumunda Pazar Değeri'nden daha düşük olabilecektir. Ayrıca bu kurum, özel üretim haklarına, olağanüstü sözleşmelere, benzersiz patentlere ve lisanslara, belirli bir uzmanlığa, özel bir peştemaliye ve bir başka sahibe devredilemeyecek nitelikteki diğer maddi olmayan varlıklara sahipse, Kullanım Değeri Pazar Değeri'nden daha yüksek olabilecektir.

Bir gayrimenkul hem kullanım değerine hem de piyasa değerine sahip olabilir. Örneğin, halihazırda kullanılan eski bir fabrikanın arsası işletme için ciddi bir kullanım değerine sahiptir. Ancak, bu arsa aynı zamanda başka bir kullanım için ciddi bir piyasa değerine de sahip olabilir. Ayrıca, söz konusu gayrimenkulün satılabileceği bir piyasa varsa ve alıcılar gayrimenkulün kullanım özellikleri için de para ödemeye istekliyse, gayrimenkulün kullanım değeri piyasa değerine eşit olacaktır. Ancak, gayrimenkulün kullanım özellikleri için prim ödeyecek istekli alıcı yoksa, tahmin edilen kullanım değeri, piyasa değerinden oldukça yüksek olacaktır.

Bazı gayrimenkullerin sürekli alım satıma konu olan derin bir piyasası olmaz. Diğer bir deyişle, çok az sayıda alıcı ve satıcının bulunduğu bir piyasada, gayrimenkulün değerini tahmin etmek pek mümkün değildir. Böyle durumlarda, piyasa değerinin alternatifi olarak kullanım değeri hesaplanabilir.

1.1.1.3. Yatırım Değeri

Kullanım değeri bir gayrimenkulün belirli bir kullanımı üzerinde odaklanırken, yatırım değeri belirli bir gayrimenkulün yatırımcılar açısından

değeri üzerinde odaklanır. Belirli kişi ve kurumların yatırım ihtiyacı, bir gayrimenkulun yatırım değerini ortaya çıkarmaktadır.

Yatırım değeri, bir mülkün belirli bir yatırımcı veya yatırımcı grubu için, belirlenmiş yatırım hedefleri doğrultusunda ifade ettiği değerdir. Bu subjektif kavram, bir mülkü, tanımlanabilir yatırım hedefleri ve/veya kriterleri bulunan belirli bir yatırımcı, yatırımcılar grubu veya kurumla ilişkilendirir. Bir varlığın yatırım değeri, o varlığın pazar değerinden daha fazla veya daha az olabilir. Yatırım değeri terimi yatırım mülkünün pazar değeri ile karıştırılmamalıdır. Bununla birlikte pazar değeri, belirli bir mülke birçok kişi tarafından atfedilen yatırım değerlerini yansıtabilir. Yatırım değeri 1.1.6'da verilen özel değer ile ilişkilidir.

Yatırım değeri belirli bir yatırımcı ile söz konusu yatırım arasında subjektif bir ilişkiyi yansıtır. Yatırım değeri ile piyasa değeri göstergeleri genellikle çok benzer olmasına rağmen, bu subjektiflik piyasa değeri ile yatırım değeri arasında önemli bir farklılık yaratır. Finansal olarak ifade edilirse, yatırım değeri, bireyin isteklerini, ihtiyacını veya yatırım amacını karşılayan bir gayrimenkul için ödemek istediği fiyattır. Örneğin, piyasadaki gayrimenkullerin yıllık getiri oranı %8, ancak müşteri yıllık %10 getirisi olan bir gayrimenkul talep etmektedir. Müşteri piyasada böyle bir fırsat çıkması halinde yatırım yapmayı istemektedir. Bu nedenle, yatırım değeri genellikle yatırım amaçlı gayrimenkul alım-satımlarında kullanılmaktadır.

Örnekte olduğu gibi, yatırım değerini belirleyen kriter müşteri tarafından belirlenebileceği gibi, gayrimenkul ve yatırım değeri üzerinde uzman kişiler tarafından da belirlenebilir.

1.1.1.4. Faal İşletme Değeri

Bazı gayrimenkuller çalışan bir işletmenin (örneğin, otel, tatil köyü, restaurant, sanayi tesisleri vb.) ayrılmaz parçalarıdır. Böyle bir gayrimenkulun

piyasa değeri genellikle faal işletme değeri kavramı ile ifade edilmektedir. Faal işletme değeri kavramı, değerlendirme raporlarında kullanım değeri ve yatırım değeri yerine, daha çok piyasa değeri ile ilişkilendirilir.

Faal işletme değeri, bir işletmenin bir bütün olarak değeridir. Bu kavram, faaliyetlerini sürdüren bir kuruluşun her biri tek tek alındığında pazar değeri'ni oluşturan bileşenler olarak görülmeyen, ancak toplam işletme değerinin bölümlerini oluşturan unsurların değerlemesini içerir. Bu nedenle "Faal İşletme Değeri" kavramı, sadece bir işin veya kurumun parçasını oluşturan mülklere uygulanabilir.

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

Firma değerlemesinde faal işletme değerinin hesaplanmasının arkasında, işletmelerin gelecekteki faaliyetlerinin sonsuza kadar devam edeceği varsayımı yatmaktadır. Buna karşın bir işletmenin likidite değeri hesaplanırken işletmenin faaliyetlerine son vereceği varsayılır.

Firma değerlemesinde hesaplanan faal işletme değeri, hem firmanın sahip olduğu arsa, bina gibi gayrimenkulleri hem de işletmenin üretim konusu olan faaliyetleri neticesinde yarattığı tüm nakit akımlarını içerir. Bu nedenle firmanın bulunan toplam değerinden, arsa, bina gibi gayrimenkullerin ayrılması kolay bir işlem değildir. Ayrıca, buna gerek de yoktur. Çünkü, işletmenin sonsuza kadar faaliyette bulunacağı varsayılıyorsa, işletmenin üzerinde kurulduğu arsa ve binalar da sonsuza kadar kullanılacaktır.

Yukarıdaki açıklamalarda görüldüğü gibi, faal işletme değeri iki önemli parçadan oluşmaktadır. Örneğin, restaurant işletmeciliğinde faal işletme değeri, restaurantın bulunduğu arsa ve bina ile restaurant faaliyetlerinde elde

edilen kazancı birlikte değerlendirmektedir. Eğer, restaurantta yemekler, hizmet çok iyi ise ve çok müşterisi varsa, bulunan faal işletme değeri gayrimenkul değerinin çok üzerinde olacaktır. Aksi takdirde ise işletmenin değeri hızla düşecektir. Burada faal işletme değeri, gayrimenkulun değerine göre daha değişkendir. Çünkü, faal işletme değeri sadece sabit varlıkları değil, elle tutulmaz varlıkları da kapsamaktadır.

Firma değeri, firmanın maddi duran varlıklarının değeri ile maddi olmayan varlıklarının değerlerinin toplamından oluşmaktadır. Genellikle, bir firmanın değeri fiziksel varlıklarının değerinden daha büyük olup, yakın zamanda bu alanda yapılan çalışmalar da, piyasa değeri ile defter değeri arasındaki farkı açıklama ve hesaplama konuları üzerinde yoğunlaşmaktadır. Günümüzde, varlık denildiğinde firmanın fiziksel varlıkları yanında; çalışanların beyin gücü, bilgi sermayesi, mesleki zeka ve öğrenen organizasyon yapısı gibi maddi olmayan varlıkları da anlaşılmaktadır (Ercan, Öztürk ve Demirgüneş, 2003).

1.1.1.5. Vergi Değeri

Vergi hesaplamak amacıyla bulunan gayrimenkul değeridir. Vergi değeri tam olarak piyasa değerini yansıtmayabilir. Ancak, genellikle piyasa değeri ile ilişkilendirilerek hesaplanmaktadır. Vergi değeri piyasa değerinin veya maliyet değerinin bir yüzdesi olarak da belirlenebilir.

Bir mülkün vergi değeri, ilgili yasalarda yer alan tanımları esas alan değeridir. Vergi değeri, aksi açık bir şekilde belirtilmediği sürece pazar değeri ile uyumlu olarak görülemez.

1.1.1.6. Diğer Değer Tanımları

Sigortalananabilir Değer; Bir mülkün, bir sigorta sözleşmesi veya poliçesinde yer alan tanımlar çerçevesindeki değeridir.

Tasfiye veya Zorunlu Satış Değeri; Pazar değeri tanımının gerektirdiği pazarlama süresine göre çok kısa bir zaman içerisinde bir mülkün satışından makul olarak elde edilebilecek tutardır. Bazı ülkelerde zorunlu satış değeri, gönülsüz bir satıcı ve satıcının bu dezavantajını bilen alıcı veya alıcıların bulunduğu durumları da içerebilir.

Özel Değer; Pazar değeri'nin üzerinde yer alan olağandışı bir değer unsurunu ifade eder. Özel değer, (örneğin, bir mülkün bitişiğindeki mülk gibi) başka bir mülk ile fiziksel, ekonomik veya fonksiyonel ilişkisinden kaynaklanabilir. Genelde pazardan ziyade, bir mülkün özel bir sahibi veya kullanıcısı ya da potansiyel bir sahibi veya kullanıcısıyla ilgili olarak yaşanan bir değer artışıdır. Bu nedenle de, özel değer sadece özel bir çıkarı olan alıcıya uygulanabilir. Evlilik (birleşme) değeri, bir mülkteki iki veya daha fazla sayıdaki hakkın birleşmesinden kaynaklanan değer artışıdır ve özel değere bir örnek niteliğindedir. Özel değer, işletme değeri ve yatırım değeri unsurları ile de ilişkili olabilir. Değerleme uzmanı, bu tür mülklerin değerini takdir etmek için kullanılan kriterlerin pazar değerini takdir etmek için kullanılanlardan ayrı olduğunu ve kullanılan her tür özel varsayımı açık bir şekilde belirtmelidir.

İpotek Teminatlı Kredi Değeri; Değerleme uzmanının mülkün uzun vadede kullanılabilecek özelliklerini, normal ve yerel pazar koşullarını ve mülkün mevcut ve uygun alternatif kullanımlarını hesaba katarak gelecekteki pazarlanabilirliğini basiretli bir şekilde değerleyip, tespit ettiği değerdir. İpotek teminatlı kredi değerinin takdirinde spekülasyon unsurları hesaba katılmayabilir. İpotek teminatlı kredi değeri, açık ve şeffaf bir şekilde belgelendirilmelidir. Bu tanım, Avrupa Topluluğunun 89/647/ECC Direktifinde tanımlanmıştır. İpotek teminatlı kredi değeri, söz konusu direktifler çerçevesinde bir bankanın aldığı ipotek teminatına ilişkin risklerin hesaplanmasında kullanılabilecek muhtelif risk analiz tekniklerinden biridir. Bu uzun vadeli bir risk analiz tekniğidir ve zamanın belirli bir noktasındaki değeri belirlemek için uygun bir yöntem değildir. Bu nedenle, bu standartlarda yer alan diğer yöntemlerden önemli bir şekilde ayrılır.

1.1.2. Değeri Yaratan Unsurlar

Ekonomik açıdan baktığımızda, değer, mal veya hizmetin doğasında olan bir şey değildir. Değer, piyasayı oluşturan bireylerin düşüncelerinde veya duygularında yaratılmaktadır. Bu nedenle değeri yaratan unsurlar oldukça karmaşıktır. Değeri yaratan unsurlar değiştikçe, doğal olarak, değer de değişmektedir.

Değeri yaratan temelde dört ekonomik faktör bulunmaktadır.

1. Fayda
2. Kıtlık
3. İstek
4. Satın alma gücü

Fayda ve kıtlık arz faktörlerini ifade ederken, istek ve satın alma gücü talep faktörlerini ifade etmektedir.

1.1.2.1. Fayda

Fayda bir mal veya hizmetin bir kişinin istek ve ihtiyacını karşılama gücüdür. Her gayrimenkulun sahibine veya kiracısına mutlaka faydası vardır. Konutlar insanların barınma ihtiyacını karşılamakta, ticari gayrimenkuller ise gelir yaratmaktadır. Her iki tip gayrimenkulun de çekiciliğini artıran özellikleri vardır. Bu özellikler rahatlık veya konfor olarak adlandırılır. Sağlanan bu konfor ve rahatlığın değeri, gayrimenkulu kullanan kişinin elde ettiği faydaya bağlıdır. Örneğin, gayrimenkulu kullanan kiracı bu gayrimenkulden çok fayda sağlıyor ise, sağladığı bu çok fayda kendisine yüksek kira bedeli olarak yansıyacaktır.

Konfor bir gayrimenkulun çekiciliğini veya kullanıcısının tatminini artıran her türlü faydaları kapsar. Büyüklük, yerleşim, tasarım ve insan

ihtiyacını karşılayan diğer özel unsurlar gayrimenkulun değerini önemli ölçüde etkiler.

Bir gayrimenkulun sağladığı doğal faydaları, örneğin, deniz veya nehir kenarında olması veya şehre bakan güzel bir manzaraya sahip olması gibi ifade edebiliriz. Doğal faydalar dışında, insanların yaptıkları hayatı kolaylaştırıcı imkanları ise, örneğin, alışveriş merkezlerine yakın olması, yüzme havuzu, tenis kortları, yürüyüş alanları bulunması ve ulaşım rahatlığı gibi imkanların olması şeklinde sayabiliriz.

Gayrimenkul sahipliği demek, bir gayrimenkul üzerinde bulunan kullanım haklarına sahip olmak demektir. Kullanım hakları üzerindeki kısıtlamalar gayrimenkulden sağlanan faydaları ve sonuçta gayrimenkulün değerini azaltabilir. Diğer bir deyişle, bir gayrimenkul yalnızca yasal olarak en faydalı kullanım şeklinde değerlendirildiğinde en yüksek değerine ulaşabilir. Kullanım hakları üzerindeki çevreyle ilgili düzenlemeler, bölgeyle ilgili düzenlemeler, tapuyla ilgili sınırlamalar ve diğer kısıtlar bir gayrimenkulden sağlanacak fayda ve sonuçta değeri yükseltebilir veya azaltabilir.

1.1.2.2. Kıtlık

Kıtlık bir mal ile ilgili talep karşısında, mevcut veya tahmin edilen arzıdır. Eğer, talep sabit ise, bir malın kıt olması o malı genellikle daha değerli yapar. Arsa, örneğin, genel olarak çoktur. Ancak, faydalı ve istenilen nitelikte arsa nispeten kıttır ve bu nedenle daha değerlidir. Hiç şüphesiz, bir arsanın değerli olabilmesi için kıtlık ve faydanın bir arada olması gerekir. Örneğin, havanın insan yaşamı için önemini ve faydasını ölçmek bile mümkün değildir. Ancak, hava o kadar boldur ki ekonomik olarak bir değeri yoktur.

1.1.2.3. İstek

İstek, insan ihtiyaçlarını karşılayan bir malı satın alma arzusudur. Bu

arzu giyinme, barınma, gıda gibi zorunlu ihtiyaçlar için olabileceği gibi, yaşamımızda hayati öneme sahip olmayan bireysel gereksinimler için de olabilir.

1.1.2.4. Satın Alma Gücü

Satın alma gücü, piyasadaki bir birey veya grubun peşin veya eşdeğeri bir ödeme ile bir mal ve hizmeti elde etme kabiliyetidir. Bir gayrimenkulun değeri hakkında doğru bir yargıda bulunabilmek için söz konusu gayrimenkulu satın alacak piyasadaki kişilerin ödeme gücünü doğru bir şekilde tahmin etmek gerekir.

Değeri yaratan bu dört ekonomik faktörün arasındaki karmaşık ilişki ekonominin temel prensibi olan arz ve talebi yansıtmaktadır. Bir malın faydası, söz konusu malın az veya bol oluşu, insanların onu elde etmek için istekliliği ve o malı elde etmek için sahip olduğu satın alma gücü, o mal ile ilgili arz ve talebi oluşturan faktörlerdir.

1.1.3. Değeri Etkileyen Unsurlar

Etkin piyasaların aksine gayrimenkul piyasalarında arz ve talep çok nadir olarak dengededir. Gayrimenkul piyasalarını önemli ölçüde etkileyen dört dışsal faktör bulunmaktadır. Bunlar;

- Sosyal faktörler
- Ekonomik faktörler
- Yasal faktörler
- Çevresel faktörler

Bu faktörlerin aralarındaki etkileşimi, piyasada mevcut olan her gayrimenkulun değerini etkilemektedir.

1.1.3.1. Sosyal Faktörler

Değerleme uzmanlarının üzerinde durdukları başlıca sosyal faktörler nüfusun özellikleri ile ilgilidir. Nüfusun yapısı gayrimenkul için potansiyel talebi oluşturur. Çünkü, gayrimenkul değeri sadece nüfusun artmasından veya azalmasından etkilenmez, aynı zamanda yaş, cinsiyet, evlenme ve boşanma oranları, aile yapısı gibi faktörler de gayrimenkul talebini ve sonuçta değerini etkiler. Özellikle hızlı göç alan şehir ve bölgelerde gayrimenkul talebi ve değeri hızla artar. Ayrıca, farklı tercihlerde tüketicilerin bulunması, bu tercihlere uygun binaların ve çevrenin oluşturulmasına neden olmaktadır. Binaların ve çevrenin bu tercihlere uygun olup olmaması, tüketicilerin söz konusu gayrimenkule ödeyeceği fiyatı doğrudan etkilemektedir.

1.1.3.2. Ekonomik Faktörler

İnsanların satın alma gücü, hem satın alınabilecek gayrimenkul sayısını hem de kalitesini sınırlandırmakta ve talebi doğrudan etkilemektedir. Gayrimenkul değerini etkileyen ekonomik faktörlerin başlıcaları aşağıda verilmiştir (Appraisal Institute, 2001);

- İşgücü
- Ücret seviyesi
- Ekonomik büyüme
- Toplumun ekonomik durumu
- Fiyat seviyesi
- Uzun vadeli kredi imkanı ve maliyeti
- Bitmiş ve bitmekte olan gayrimenkul stoku
- Yeni yapımına başlanan ve plan aşamasında olan projeler
- Doluluk oranı
- Mevcut gayrimenkullerin fiyat ve kira durumu
- İnşaat maliyetleri

1.1.3.3. Yasal Faktörler

Hükümetin politik ve yasal olarak alacağı kararların gayrimenkul değeri üzerinde büyük bir etkisi vardır. Belirli bir zamanda veya belirli bir bölgedeki yasal ortam, normal piyasa şartları altında oluşabilecek arz ve talep tutarlarını ciddi ölçüde azaltabilir veya artırabilir. Hükümet gayrimenkul kullanımını etkileyen pek çok imkan ve hizmeti belirli bir bölgede veya dönemde halka sunabilir. Böyle bir durum, söz konusu bölge veya dönemde gayrimenkul fiyatlarının artmasına neden olur. Bu nedenle, değerlendirme uzmanları, aşağıdaki faktörlerin gayrimenkul değerini nasıl etkilediğini dikkatli bir şekilde tanımlamalı ve uygulamalıdır.

- Kamu hizmetleri, örneğin, elektrik, su, doğalgaz, güvenlik, ulaşım imkanları, sağlık, itfaiye, çöp toplama vb.
- Ulusal ve yerel maliye politikaları
- Gayrimenkul değerini etkileyen özel düzenlemeler, örneğin, kiralari sınırlayan yasalar, yasal olarak getirilen muafiyet ve istisnalar, yeni gelişmeleri kısıtlayan düzenlemeler, borçlanma tutarını ve vadesini etkileyen yasalar, borç veren kuruluşlara sağlanan imkanlar vb.

1.1.3.4. Çevresel Faktörler

Gayrimenkul kullanımını engelleyen bazı doğal ve insan yapımı kısıtlamalar bulunmaktadır. Örneğin, nehirler, dağlar, göller ve okyanuslar doğal engellerdir. Gayrimenkulun değerini ve potansiyel kullanımını engelleyen insan yapımı engellere ise, kara yolları, demir yolları ve hava limanları örnek verilebilir. Diğer önemli faktörler ise iklime ve toprağa bağlı olarak ortaya çıkan çevresel faktörlerdir. Örneğin, yağın kar ve yağmur miktarı, hava sıcaklığı, nem, arazinin ve toprağın yapısı, deprem riski vb. Gayrimenkulun bulunduğu bölgedeki çevresel faktörlerin, gayrimenkulun değeri üzerinde önemli bir etkisi bulunmaktadır.

Ulaşım imkanlarının kolaylığı, okul, hastane, park, yeşil alan, mağazalar, kültürel faaliyetler, ibadet yerleri, iş kolaylığı gibi imkanların mevcut olması, potansiyel alıcıların gözünde gayrimenkulun kolay pazarlanabilmesi açısından önemlidir. Bir arazinin veya arsanın kullanımı, kişi veya kuruluşların alacağı ekonomik kararlar gereği değiştirilebilir. Ancak, söz konusu gayrimenkulu yerini değiştirmek mümkün değildir. Bu nedenle, yer seçimi kararı verilebilecek en önemli kararlardandır.

Gayrimenkul değerini etkileyen bu dört faktör genellikle karşılıklı etkileşim içindedir. Örneğin, hükümetin konut piyasasını canlandırmak amacıyla alacağı yasal kararlar, ekonomik faktörleri, örneğin, kişilerin satın alma güçlerini etkileyen kararlar olmalıdır. Değerleme uzmanlarının arz ve talebi etkileyen bu faktörleri sınıflandırmasının ve etkilerini belirlemesinin, yapılacak değerlemenin sağlıklı olmasında büyük önemi vardır.

1.2. GAYRİMENKUL KAVRAMLARI

1.2.1. Gayrimenkul Kavramı

Gayrimenkul, fiziksel bir varlık olan arazi ve bu arazi üzerine insanlar tarafından yapılmış yapılar olarak tanımlanır. Gayrimenkul, yerin üstünde ve altındaki tüm ilaveleriyle birlikte, görülebilen, dokunulabilen maddi bir “şey”dir. Değer, gayrimenkulun yararlılığı veya toplumun ihtiyaçlarını karşılama kapasitesine bağlı olarak yaratılır. Değerin yaratılmasına, gayrimenkulün eşsizliği, dayanıklılığı, yerinin sabitliği, göreceli olarak sınırlı bir arzının olması ve söz konusu yerin özel yararlılığı katkıda bulunur.

Gayrimenkul kelime olarak, yabancı, başka anlamına gelen “**gayr**” sözcüğü ile nakledilmiş, taşınmış anlamına gelen “**menkul**” sözcüğünün birleşmesiyle oluşmuştur. Bu nedenle “**taşınmaz mal**” olarak da

adlandırılmaktadır (Kızılot ve başk., 2005).

Gayrimenkul, diğer adıyla taşınmaz mal veya mülk; bir yerden bir yere taşınması olanaksız olan, durağan malları ifade etmektedir.

1982 tarihli T.C. Anayasası'nın 35. maddesinde mülkiyet hakkından bahsedilmiştir. Buna göre "Herkes, mülkiyet ve miras haklarına sahiptir. Bu haklar, ancak kamu yararı amacıyla kanunla sınırlanabilir. Mülkiyet hakkının kullanılması toplum yararına aykırı olamaz". Anayasa'da yapılan bu düzenleme, mülkiyet hakkının önemini vurgulayan en önemli göstergelerden birisi olmaktadır (Kızılot ve başk., 2005).

Anayasamızın yanı sıra, Türk Medeni Kanunu'nun 683. maddesinde de mülkiyet hakkının içeriğinden bahsedilmektedir. Adı geçen madde gereğince; "Bir şeye malik olan kimse, hukuk düzeninin sınırları içinde, o şey üzerinde dilediği gibi kullanma, yararlanma ve tasarrufta bulunma yetkisine sahiptir. Malik, malını haksız olarak elinde bulunduran kimseye karşı istihkak davası açabileceği gibi, her türlü haksız el atmanın önlenmesini de dava edebilir" (Kızılot ve başk., 2005).

Gayrimenkul; arazi ve ağaçlar ve madenler gibi arazinin doğal parçası olan her şeyin yanı sıra, binalar ve iyileştirmeler gibi araziye insanlar tarafından yapılan eklentileri de kapsamaktadır. Elektrik, su, ısıtma tesisatı ve asansör gibi tüm sabit bina eklentileri de gayrimenkulun bir parçasıdır. Gayrimenkul ayrıca hem toprak üstü hem de toprak altı tüm eklentileri içerir.

Gayrimenkul (Taşınmaz Mülk); toplum yararı amacıyla geliştirilmiş sınırlamalar dışında, sahiplerine diledikleri gibi kullanma hakkı veren, Türk Medeni Yasası uyarınca, arazi, tapu kütüğünde ayrı sayfaya kaydedilen bağımsız ve sürekli haklar ile kat mülkiyeti kütüğüne kayıtlı bağımsız kısımlardır (Açlar ve Çağdaş, 2002).

Medeni Kanun'un 704. maddesine göre, gayrimenkul mülkiyetinin

konusunu; arazi, tapu kütüğünde ayrı sayfaya kaydedilen bağımsız ve sürekli haklar ile kat mülkiyeti kütüğüne kayıtlı bağımsız bölümler oluşturmaktadır.

1.2.1.1. Arazi ve Mülkiyet Kavramları

Medeni Kanun'un 704. maddesi araziyi gayrimenkul olarak saymıştır. Arazi de tapu siciline kaydedilmektedir. Sınırları, yüzölçümü ve niteliği yeterli biçimde belli edilmiş arazi parçasına **parsel** adı verilmektedir. Kadastro ve tapulama tespitine dayanan her parsel, tapu kütüğünde ayrı bir sayfaya tescil edilmektedir (Kızılot ve başk., 2005).

Mülkiyet, sahiplikle ilgili tüm menfaatler, haklar ve faydaları kapsayan hukuki bir kavramdır. Mülk, sahibine bu sahiplikten dolayı belirli bir menfaat edinme imkanı veren sahiplik hakkından oluşur. Fiziksel bir varlık olan gayrimenkul ve hukuki bir kavram olan mülkiyet arasında bir ayrım yapmak için mülkiyet hakkı terimi kullanılır. Mülkiyet hakkı sahipliğiyle ilişkili hakların bileşimi, bazı ülkelerde haklar demeti olarak adlandırılır. Haklar demeti kavramı, mülk sahipliğini, her biri mülk sahibinin belirgin ve ayrı bir hakkını temsil eden birbirine bağlanmış çubuklar grubuna benzetilir. Örneğin, kullanma, satma, kiralama, hibe etme hakları, bu hakların hepsini kullanma veya hiçbirini kullanmama hakları arasında seçim yapma hakkı. Gayrimenkul dışındaki diğer kalemler üzerindeki hakların sahipliği Kişisel Mülkiyet olarak adlandırılır. Herhangi bir nitelendirme veya belirleme yapılmadan mülkiyet kavramı, taşınmaz mülkiyet hakkı, kişisel mülkiyet ve diğer mülkiyet hakları ile bunların bileşiminden doğan mülkiyetleri kapsar.

Taşınmaz mülkiyet hakkı, bir taşınmaz mala sahip olmaktan kaynaklanan tüm menfaatleri ve gelirleri kapsar. Taşınmaz mülkiyeti üzerindeki menfaat ve gelir hakkının bir delili olarak, taşınmazı dışında bir tapu ile kanıtlanmalıdır. Taşınmaz mülkiyeti, fiziksel olmayan bir kavramdır.

Kişisel mülkiyet, taşınmaz mal olmayan tüm maddi ve maddi olmayan

varlıklar üzerindeki hak ve menfaatleri kapsar. Maddi kişisel mülk kalemleri, bir taşınmaz mala sabit olarak bağlı olmayıp, hareketlilik niteliğine sahiptir.

1.2.1.2. Tapu Kütüğünde Ayrı Kaydedilen Bağımsız ve Sürekli Haklar

Medeni Kanun'un gayrimenkul niteliğinde saydığı ve tapu kütüğüne ayrı sayfaya kaydedilen bağımsız ve sürekli haklar, gerçekte irtifak haklarının belli bir türü olmakla birlikte, sosyal ve daha çok da ekonomik ihtiyaçların zorlanmasıyla, hukuki düzenleme ve tapu sicil tekniği ile sağlanan, menkul mülkiyetinin konusudur. Mütemmim cüz prensibinin bir istisnası olan bu haklar, ilişkin oldukları arazinin, üstünde veya altında, arazinin mülkiyetinden bağımsız olarak hak sahibinin mülkü durumundadır.

Tapu kütüğünde, ayrı sayfaya kaydedilen bağımsız ve sürekli haklar; **üst hakkı** ve **kaynak hakkı**'dır

Üst hakkı, sahibine, yüklü taşınmazın (arazinin) altında veya üstünde, bir yapı inşa etme veya mevcut olan yapıyı (inşaatı) muhafaza etme ve bu yapının (inşaatın), mülkiyet hakkına sahip olma yetkisini sağlayan, bir irtifak hakkıdır. Bu nedenle, üst hakkı, tüm bu kapsamlı içeriği ile birlikte "**üst hakkı irtifakı**" olarak adlandırılmaktadır. Üst hakkı, bu özelliği ile taşınmaz malikin mülkiyet hakkından doğan yetkilerini sınırlar ve onu arazisinde, bir yapının inşasına ve muhafazasına katlanmak zorunda bırakır (Kızılot ve başk., 2005).

Kaynak hakkı, hak sahibine, bir başkasının arazisindeki kaynağın sularını almak ve kendi arazisine aktarmak yetkisini sağlayan bir irtifaktır. Kaynak hakkının, eşyaya bağlı irtifak veya şahsi irtifak olarak kurulması mümkündür. Aksi kararlaştırılmadıkça, şahsi kaynak irtifakı devredilebilir ve mirasçıya intikal eder. Müstakil ve daimi hak niteliği durumlarda, gayrimenkul olarak tapu kütüğünde ayrı bir sayfaya kaydedilir.

1.2.1.3. Kat Mülkiyeti Kütüğüne Kayıtlı Bağımsız Bölümler

Kat mülkiyeti kütüğüne kayıtlı bağımsız bölümler de gayrimenkul olarak sayılmıştır. Bunlar arasında madenler de yer almaktadır.

Medeni Kanun'un 718. maddesinde de bu durum açıkça ifade edilmiştir: "Arazi üzerindeki mülkiyet, kullanılmasında yarar olduğu ölçüde, üstündeki hava ve altındaki arz katmanlarını kapsar. Bu mülkiyet kapsamına, yasal sınırlamalar saklı kalmak üzere yapılar, bitkiler ve kaynaklar da girer."

1.2.2. Gayrimenkul Çeşitleri

Değerleme uzmanları tarafından değerlendirilen gayrimenkuller, kullanıcı ve gayrimenkul cinsi açısından beş çeşide ayrılmaktadır. Bunlar;

- Konut
- Ticari Gayrimenkul
- Endüstriyel Gayrimenkul
- Tarımsal Gayrimenkul
- Özel Amaçlı Gayrimenkul

Bu gayrimenkul çeşitlerinin her bir değerlendirme açısından ayrı bir uzmanlığı ve tecrübeyi gerektirmektedir.

Endüstriyel gayrimenkuller bazen ticari gayrimenkuller ile, aynı şekilde, bazı apartman daireleri ve özel amaçlı gayrimenkuller ticari gayrimenkuller ile veya endüstriyel gayrimenkuller ile karıştırılmaktadır. Bu karışıklığı önlemek amacıyla, gayrimenkul çeşitleri aşağıda kısaca açıklanmıştır.

1.2.2.1. Konut

İnsanların barınmak amacıyla kullandıkları apartman dairesi, villa gibi her türlü ev bu kapsamda değerlendirilmektedir. Gayrimenkul piyasaları içerisinde etkin piyasa teorisine en yakın piyasadır.

1.2.2.2. Ticari Gayrimenkul

Ticari ve endüstriyel gayrimenkul ayrımının özünde yatan şudur; “Mallar endüstriyel gayrimenkullerde üretilirler, ticari gayrimenkullerde alınıp ve satılırlar.” Ofis binaları, alışveriş merkezleri, mağazalar ve konusu ticaret olan her türlü işletmenin yer aldığı gayrimenkuller bu kapsamda değerlendirilir.

1.2.2.3. Endüstriyel Gayrimenkul

Endüstriyel üretimin yapıldığı her türlü gayrimenkulu kapsamaktadır. Gıda üretiminin yapıldığı fabrikalardan, ileri teknoloji üreten fabrikaların bulunduğu gayrimenkullere kadar oldukça geniş ve değerlemesi özel uzmanlık isteyen bir gayrimenkul çeşididir (Appraisal Institute, 2005).

1.2.2.4. Tarımsal Gayrimenkul

Bazı ülkelerde, arazi, gelir ve istihdam yaratması veya başka nedenlerle, en çok tarımsal gayrimenkul olarak kullanılmaktadır. Tarımsal gayrimenkullerin değerlemesi toprağın verimliliği, su hakları, hayvancılığa ve tarıma sağlanan destekler vb. gibi özel bilgileri de gerektirir.

Bazı bölgelerdeki tarımsal gayrimenkuller, şehre veya gelişime açık olan yerlerde oldukları için yakın bir gelecekte konut, ticari, endüstriyel veya özel amaçlı gayrimenkul olarak kullanılma imkanına sahiptir. Bu nedenle bu tür gayrimenkulleri sadece tarımsal açıdan değil, diğer kullanım imkanları

açısından da değerlendirmek gerekir.

1.2.2.5. Özel Amaçlı Gayrimenkul

Özel amaçlı gayrimenkuller, okullar, golf alanları, ibadet alanları gibi gayrimenkulleri kapsamaktadır. Bu tip gayrimenkuller genellikle özel bir kullanıma tahsis edildikleri ve bu nedenle piyasada pek alınıp satılmadıkları için karşılaştırmalı bir analiz yapmak ve piyasa değerini hesaplamak oldukça zordur (Appraisal Institute, 2004).

1.2.3. Gayrimenkul Piyasaları

Arazi, arsa veya toprak olarak ifade ettiğimiz kara parçaları ve üzerinde inşa edilen her türlü yapı, insanların sosyal ve ekonomik faaliyetlerini gerçekleştirdikleri yerlerdir. Genelde gayrimenkul olarak nitelendirebileceğimiz bu varlık, hem dokunulabilir fiziksel bir varlıktır, hem de insan refahının bir kaynağıdır. Gayrimenkul yaşamın ve toplumun temel taşlarında olduğu için pek çok bilim dalı, örneğin, hukuk, ekonomi, sosyoloji ve coğrafya, bu konu ile yakından ilgilenmiştir.

Bu bilim dallarından her biri gayrimenkul ile değişik açılardan ilgilenmiştir. Hukuk; daha çok gayrimenkulun kullanımı ve sahipliği ile ilgilenmiştir. Ekonomi bilimi; işgücü, sermaye ve girişimcilik ile birlikte toprağı, üretimin dört unsurundan birisi olarak dikkate almıştır. Toprak; aynı zamanda bir ülkenin refahını artıran pek çok doğal kaynağı da insanlara sunmaktadır. Sosyoloji bilimi; toprağı, hem bireyler tarafından alınıp satılan bir mal olarak, hem de tüm insanlar tarafından paylaşılması gereken bir kaynak olarak kabul etmiştir. Coğrafya ise; arazinin fiziksel özelliklerini tanımlama ve onu kullanan insanların faaliyetleri üzerinde yoğunlaşmıştır.

Bu bilim dallarının bir arsa veya arazinin nitelikleri konusunda ortak oldukları noktalar şunlardır;

- Arazinin her parseli yerleşimi itibariyle tektir.
- Arazi fiziksel olarak yer değiştiremez.
- Arazi dayanaklıdır.
- Arazinin arzı kısıtlıdır.
- Arazi insanlar için faydalıdır.

Gayrimenkul uzmanları bu özellikleri gayrimenkul değerinin temeli olarak kabul ederler. Gayrimenkul fiziksel bir varlık olmasına karşın, değer ekonomik bir kavramdır. Diğer bilim dalları tarafından gayrimenkul ile ilgili kullanılan kavramlar kabul edilmekle birlikte, değerlendirme uzmanları daha çok piyasanın gayrimenkulun değerini nasıl belirleyeceği ile ilgilidirler. Çünkü, piyasalar sosyal, ekonomik ve politik olaylar karşısında insanların göstereceği davranışları yansıtırlar.

Bir konut satın almak çoğu insanın hayatı boyunca yaptığı önemli yatırımdır. Konut sahibi olma isteğinin aşağıdaki gibi pek çok nedeni olabilir;

- Düzenli bir aile ortamı yaratmak
- Kiradan kurtulmak veya kira geliri elde etmek
- İşe, alışveriş veya eğlence merkezlerine yakın olmak
- Konut kredilerinden yararlanmak
- Kısa vadede alım-satım kârı elde etmek
- Uzun vadeli yatırım yapmak

Gayrimenkul piyasaları, diğer piyasaların sahip olduğu bazı genel özelliklere sahip olmakla birlikte, kendine özgü bir çok özelliğe de sahiptir. Arz ve talebin tamamen serbest ve etkin bir şekilde oluştuğu tam rekabet piyasasının özellikleri ile gayrimenkul piyasalarının özellikleri, Tablo 1.2.'de karşılaştırmalı olarak verilmektedir (Appraisal Institute, 2001:99).

Tablo 1.2. Etkin Piyasalar ve Gayrimenkul Piyasaları

Etkin Piyasalar	Gayrimenkul Piyasaları
Mal ve hizmetler homojen olduğu için kolaylıkla ikame edilebilir.	Birbirine yakın iki parsel arsanın özellikleri bile tam olarak birbiriyle aynı değildir.
Mal ve hizmetlerin nitelikleri birbirlerine çok benzer olduğu için fiyatlar nispeten düşük ve istikrarlıdır.	Fiyatlar düşük değildir. Çoğu işlemde ipotekli kredi (mortgage) kullanıldığından, finansal imkanlar fiyatı etkiler. Satın alma gücünü işsizlik oranı, ücret seviyesi ve demografik özellikler de etkilemektedir.
Çok sayıda piyasa katılımcısının olması rekabetin çok yoğun olduğu serbest bir piyasa yaratır ve piyasa katılımcılarının hiçbirisi fiyatı doğrudan etkileyebilecek güce sahip değildir.	Belirli bir zamanda, belirli bir gayrimenkul ile, belirli bir fiyat aralığında ilgilenen genellikle az sayıda alıcı ve satıcı vardır. Bu nedenle bireysel alıcı ve satıcı fiyatı etkileyebilir.
Devletin piyasa üzerinde çok az kısıtlaması vardır.	Devletin ve yerel yönetimlerin gayrimenkul sahipliği ve alım-satımında bir çok kısıtlaması vardır. Kredi imkanlarının kolaylaştırılması veya zorlaştırılması piyasayı doğrudan etkilemektedir.
Arz ve talep denge seviyesine yakındır. Piyasa rekabetin etkisiyle kısa sürede denge seviyesine döner.	Arz ve talep dengelenmeye çalışır, fakat denge noktasına çok seyrek olarak ulaşılır. Belirli bir amaç için kullanılabilecek gayrimenkulun arzı piyasa talebi ile hemen karşılanmaz. Yeni arz ortaya çıkarken talep değişebilir.
Alıcı ve satıcılar piyasa koşulları, diğer piyasa katılanlarının davranışı, geçmiş piyasa hareketleri, ürün kalitesi ve ürünün ikame edilebilirliği hakkında tam bilgiye sahiptirler.	Piyasa katılanları her zaman piyasa hakkında tam bilgiye sahip değildir ve çok azı piyasa hakkında tecrübeye sahiptir.
Piyasa ile ilgili bilgilere kolayca ulaşılabilir.	Bilgiye kolaylıkla ulaşamaz.
Alıcı ve satıcılar organize olmuş piyasa mekanizması sayesinde bir araya gelirler. Satıcılar talebe cevap verebilmek için piyasaya kolaylıkla girebilirler.	Alıcı ve satıcılar organize ve kolay bir şekilde bir araya gelemeyiz.
Mallar bir yerden diğer bir yere kolaylıkla taşınabilir.	Gayrimenkul taşınmaz bir varlıktır. Bir yerde ortaya çıkan talep, diğer bir yerdeki arz ile karşılanamaz.
Dışsal ekonomik faktörler fiyatı az da olsa etkileyebilir.	Dışsal ekonomik faktörlerin fiyat üzerinde çok önemli bir etkisi vardır.

Gayrimenkulun sahibine sağladığı faydalar dışında, bu piyasanın

canlı ve gelişiyor olması, ulusal ekonomiye de ciddi katkılar sağlamaktadır. İnşaat sektörü yüksek tutarda ve çok sayıda alt sektör girdisi kullandığı için, bu sektörün büyümesi ekonomik büyümeyi hızlandırmaktadır. Ayrıca, devletin ve belediyelerin topladığı vergileri de artırmaktadır.

Arsa, konut gibi gayrimenkul yatırımları, halk tarafından güvenli ve uzun vadeli en iyi yatırım araçlarından birisi olarak kabul edilmektedir. Ancak, bireylerin yıllar boyunca çalışarak tasarruf ettikleri birikimlerini gayrimenkule yatırırken çok dikkatli olmaları gerekmektedir. Gayrimenkul yatırımdan da ciddi ölçüde zarar edilebileceği gerçeği, genellikle göz ardı edilmektedir. İnsanların hayatları boyunca yapacakları bu en önemli yatırımda gayrimenkul uzmanlarından yardım almaları çok doğru bir yaklaşımdır. Gayrimenkul değerlendirme uzmanlarının başlıca görevi, bir gayrimenkulün faydaları ve değeri hakkında karar vermek durumunda olan alıcılara, satıcılara, kredi verenlere, sigorta yapanlara, yatırımcılara, devlet görevlilerine sağlıklı karar almaları konusunda yardımcı olmaktır.

Kullanıcı ve gayrimenkul çeşidi açısından gayrimenkul piyasalarını beş farklı piyasa olarak incelenebilir (Appraisal Institute, 1999).

- Konut Piyasası
- Ticari Gayrimenkul Piyasası
- Endüstriyel Gayrimenkul Piyasası
- Tarımsal Gayrimenkul Piyasası
- Özel Amaçlı Gayrimenkul Piyasası

Bu piyasaların her biri fiyat ve yerleşim gibi belirli özelliklere göre alt piyasalara ayrılabilir. Gayrimenkullerin özellikleri birbirlerine yakın olduğu zaman, alıcı ve satıcılar arasındaki rekabet daha yoğun olmakta ve sonuçta piyasada fiyatlar birbirine yaklaşmaktadır.

1.2.4. Gayrimenkul Değerleme Standartları

1.2.4.1. Uluslararası Değerleme Standartları Komitesi

Uluslararası Değerleme Standartları (UDES), Uluslararası Değerleme Standartları Komitesi (UDSK) tarafından yayınlanmakta olup, belirli aralıklarla sürekli güncellenmektedir. Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (UFRS) ile ilgili benimsenecek değerleme yöntemleri hakkında en başta gelen uluslararası komite UDSK'dır.

Ülkeler arasında değerleme konusunda ortaya çıkan değerleme farklılıklarını ve yanlış anlamaları ortadan kaldırmak için 1981 yılında Uluslararası Varlık Değerleme Standartları Komitesi (UVDSK) kurulmuştur. 1994 yılında komitenin adı değişmiş ve UDSK olmuştur. UDSK'nın iki temel amacı bulunmaktadır;

- Kamu yararına mülklerin değer tespiti için değerleme standartlarını oluşturmak, yayınlamak ve bu standartların dünya çapında kabulünü sağlamak,
- Dünya devletlerinde uygulanan standartlar arasında uyum sağlamak ve ortaya çıktıkça bu standartlar arasındaki ifade ve uygulama farklılıklarını belirlemek ve açıklamak.

Profesyonel değerleme uzmanlarının deneyimleri ve ülkelerin UDSK aracılığıyla birbirleriyle kurmuş oldukları iletişim ağı, değerleme disiplini destekleyen esaslar üzerinde, birkaç konu hariç, halihazırda dünya çapında bir fikir birliği olduğunu göstermektedir. Yerel yasalar ve ekonomik koşullar, duruma göre, bazı özel uygulamalar yapılmasını gerektirebilse de, değerleme teknik ve yöntemlerinin temelleri genelde dünya çapında bir benzerlik gösterir. UDSK, bu esasları yaymak ve desteklemek amacını gütmektedir. UDSK Standartları, Uygulamaları ve Kılavuz Notları bu esaslara dayanmaktadır.

1.2.4.2. Uluslararası Değerleme Standartları Mevzuatı

Sermaye Piyasasında Uluslararası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (Seri: VIII, No: 45), 06.03.2006 tarihli Resmi Gazetede yayınlanmış ve 01.05.2006 tarihinden geçerli olmak üzere yürürlüğe girmiştir. Tebliğin amacı, sermaye piyasası mevzuatına tabi ortaklıkların, sermaye piyasası kurumlarının ve ihraççıların sermaye piyasası mevzuatı uyarınca yaptıracakları değerleme işlemlerinde verilen değerleme hizmetlerine ilişkin esasları belirlemektir. Sermaye piyasası mevzuatı uyarınca yapılan değerleme işlemlerinde, değerlemeyi yapanlar, Tebliğin ekinde yer alan Uluslararası Değerleme Standartlarına aynen uymak ve bunları uygulamak zorundadırlar.

Uluslararası Değerleme Standartlarının geliştirilmesi üç temel amaç için yapılmaktadır;

- Sınır ötesi işlemleri kolaylaştırmak, mülkiyetin devri işlemleri ile ilgili olarak alınan kredilerin ve ipotek karşılığı verilen kredilerin teminat altına alınması için yapılan değerlemelerin güvenilirliği ve finansal bilgilendirme raporlarının şeffaflığını sağlamak, hukuk davalarını ve vergi sorunlarını çözüme kavuşturarak uluslararası mülk piyasalarının gelişimine katkıda bulunmak,
- Dünyadaki değerleme uzmanları için yol gösterici olarak çalışmak, böylece onların uluslararası mülk piyasalarının güvenilir bir değerlemeye olan taleplerini karşılar duruma gelmelerini sağlamak, küresel alandaki iş dünyasının finansal bilgilendirme raporları konusundaki istemlerini karşılamak,
- Yeni kurulan ve sanayileşmeye yeni başlamış ülkelerin ihtiyaçlarını karşılamak üzere değerleme standartları ve finansal bilgilendirme raporları sağlamak.

Uluslararası Değerleme Standartları çerçevesinde yapılan değerlemeleri kullananlar, bunların yüksek etik değer standartlarına sahip uzman profesyoneller tarafından hazırlandığından emin olabilmelidirler. Değerleme kullanımını kapsamı genişledikçe, mülk değerlemesi terimi, önceleri finansal bilgilendirme raporlarının kullanılmasıyla ilgili değerlemelerde başvuru ve daha kısıtlayıcı bir terim olan varlık değerlemesine göre daha fazla geçerlilik kazanmıştır. Profesyonel bir mülk değerlendirme uzmanı, mülkiyet hakkının devri dahil, kredi veya ipotek teminatı olarak verilmesi düşünülen gayrimenkul, dava konusu olan mülk veya çözüm bekleyen vergi ödemesi ve finansal raporlarda sabit varlık gibi ele alınan mülkler gibi genellikle mülk değeri takdiri gerektiren çok çeşitli işlemlerde, gerekli niteliklere, yeteneğe ve deneyime sahip bir kişidir.

Uluslararası Değerleme Standartları'nın kabulü ile; değerlendirme faaliyetlerinin daha sağlıklı bir şekilde tatbik edilmesi, başta Avrupa Birliği olmak üzere uluslararası uygulamalar ile paralellik tesis edilmesi, ülkemizde hazırlanan değerlendirme raporlarının uluslararası alanda kabul edilebilirliğinin sağlanması, kurumsal bir gayrimenkul finansman sisteminin oluşturulmasının yanı sıra, gayrimenkul değerinin doğru olarak takdir edilmesi ve bunların sahibi olan şirketlerin hisse senetlerinin değerlerinin de sağlıklı olarak oluşmasına katkıda bulunulması amaçlanmıştır (www.spk.gov.tr).

Uluslararası Değerleme Standartları'nın uygulanması neticesinde;

- Ülkemizde gayrimenkul işlemlerine yönelik olarak gerek ulusal gerekse uluslararası ölçekte yapılan işlemler daha şeffaflaşacak ve kolaylaşacak,
- Kurumsal bir gayrimenkul finansman sisteminin kurulmasına ve mülk piyasalarının gelişimine katkıda bulunulacak,
- İpotek karşılığı verilen kredilerin teminat altına alınabilmesi için yapılan değerlemelerin güvenilirliği ile finansal raporların daha gerçekçi olması sağlanacaktır.

UDSK, profesyonel değerleme işlemlerinin karmaşıklığını, mülkiyet durumlarının farklılıklarını, diğer profesyonel mesleki disiplinlerde değerleme çalışmalarını uygularken karşılaşılan zorlukları, kullanım ve terminolojinin tercümesinde karşılaşılan problemleri ve toplumun genel kabul görmüş standartlarla uyum içerisinde geliştirilmiş profesyonel değerlemelere olan ihtiyacını bilmektedir. Dolayısıyla, bu standartların içeriği ve formatı, bu konularla birlikte tasarlanmakta olup, standartların yapısının iyi anlaşılması, doğru kullanılması açısından önemlidir.

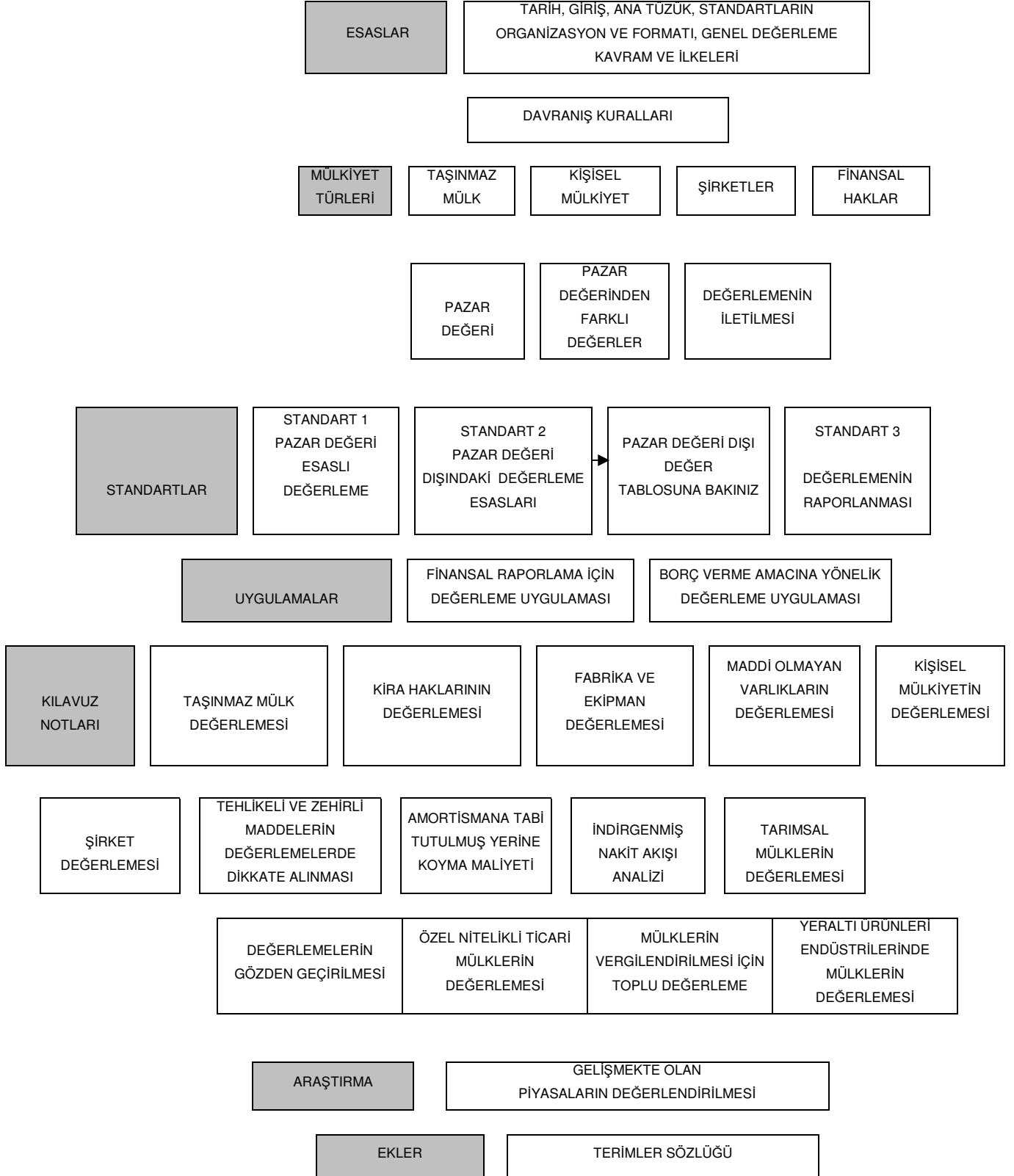
Uluslararası Değerleme Standartlarının üç temel unsuru olan standartlar, uygulamalar ve kılavuz notları eşit ağırlığa sahiptir ve UDES'e uygun olarak hazırlanan tüm değerlemeler, standartların tamamında ayrıntılı bir şekilde gösterilmiş olan tüm ilke ve kurallara uygun olmalıdır.

Sermaye Piyasası Kurulu tarafından hazırlanan ve 06.03.2006 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan, Sermaye Piyasasında Uluslararası Değerleme Standartları Hakkındaki Tebliğ, Resmi Gazete formatında yaklaşık 260 sayfalık bir metindir. Uluslararası Değerleme Standartları Tebliğinde yer alan Standartların Yapısı Tablo 1.3.'de verilmektedir.

Standartların organizasyonu, 10 bölümden oluşmakta olup, aşağıdaki gibidir;

- Giriş
- Genel Değerleme Kavram ve İlkeleri
- Davranış Kuralları
- Mülk Türleri
- Standartlara Giriş
- Standartlar
- Uygulamalar
- Kılavuz Notları
- Araştırma Raporu
- Terimler Sözlüğü

Tablo 1.3. Standartların Yapısı



Standartların uygulamasında ve değerlendirme hizmetlerinin kullanılmasında sık sık çeşitli sorunlarla karşılaşilmektedir. **Kılavuz Notları**, belli değerlendirme konularında yol gösterici bir rol oynamakta ve standartların daha özel iş ve hizmet sağlayan durumlarda nasıl uygulanacağını göstermektedir. Değerleme uzmanlarının, UDES'e göre değerlendirme yaparken, standartlar ve uygulama bölümünün yanı sıra, kılavuz notlarına da uymaları gerekmektedir.

Gayrimenkul değerlendirme ile ilgili uluslararası standartlara, konu bütünlüğü açısından, ilgili kısımlarda yer verilmiştir.

1.2.5. Türkiye’de Gayrimenkul Değerleme Şirketleri

1.2.5.1. Gayrimenkul Değerleme Şirketlerine İlişkin Mevzuat

Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde Değerleme Hizmeti Verecek Şirketlere ve Bu Şirketlerin Kurulca Listeye Alınmalarına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ, 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 hazırlanmıştır. Tebliğ ile sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde gayrimenkul değerlendirme hizmeti verecek şirketlerin Kurulca listeye alınmalarına, listeden çıkarılmalarına, bu şirketlerin ortaklarının, yöneticilerinin ve bu şirketlerde çalışacak değerlendirme uzmanlarının niteliklerine ilişkin esaslar belirlenmiş ve bu şirketlerin faaliyetlerini sürdürürken uyacakları kurallar düzenlenmiştir. Ancak, Kurul’un yetkisi yalnızca sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde gayrimenkul değerlemesi hizmeti verecek şirketler üzerinde olup, bu kapsamın dışındaki gayrimenkul değerlendirme şirketlerinin Kurul düzenlemelerine uymak gibi bir zorunluluğu bulunmamaktadır.

Gayrimenkul Değerleme Şirketleri’nin faaliyet konusu, gayrimenkullerin, gayrimenkul projelerinin ve veya bir gayrimenkule bağlı hak

ve faydaların belli bir tarihteki muhtemel değerinin takdir edilmesidir. Şirketler bu faaliyetlerini istihdam edecekleri yeterli bilgi ve tecrübeye sahip değerlendirme uzmanları vasıtasıyla yerine getireceklerdir. Şu anda SPK tarafından listeye alınan 12 adet Gayrimenkul Değerleme Şirketi bulunmaktadır.

Gayrimenkul Değerleme Şirketi; Bir gayrimenkulun, gayrimenkul projesinin veya bir gayrimenkule bağlı hak ve faydaların belli bir tarihteki muhtemel değerinin bağımsız ve tarafsız olarak, bu değeri etkileyen gayrimenkulun 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 şirkettir.

Değerleme Uzmanı; Bir gayrimenkulun, gayrimenkul projesinin veya bir gayrimenkule bağlı hak ve faydaların değerlemesini yapacak gayrimenkul değerlendirme 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 üç yıl tecrübesi olan ve Kurulun lisanslamaya ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde kendilerine Değerleme Uzmanlığı Lisansı verilen kişilerdir.

Sorumlu Değerleme Uzmanı; Şirket sermayesinde asgari % 10 oranında pay sahibi olan, gayrimenkul değerlemesi alanında en az 5 yıl tecrübesi olan, değerlendirme uzmanı sayılmak için belirtilen diğer şartların tamamını taşıyan ve şirket adına değerlendirme çalışmasını kendi kişisel sorumlulukları ile yürüten ve şirket adına değerlendirme raporlarını tek başına imzalamaya yetkili olan değerlendirme uzmanlarıdır.

Değerleme uzmanları yapacakları değerlemelerde bağımsız ve tarafsız bir şekilde piyasa ve çevre koşullarını analiz ederek, uluslararası

alanda kabul görmüş değerleme standartları çerçevesinde değerleme raporu hazırlayacaklardır.

Aşağıdaki koşulları yerine getiren şirketler, sermaye piyasası çerçevesinde değerleme hizmeti verebilmek amacıyla Kurul Listesi'ne alınmak üzere başvuruda bulunabilecektir;

- Anonim şirket olmaları,
- Esas sözleşmelerinin Türk Ticaret Kanunu hükümlerine uygun olması,
- Ödenmiş sermayelerinin en az 300 milyar TL olması, ödenmiş sermayelerini temsil eden hisse senetlerinin tamamının nakit karşılığı çıkarılmış olması,
- Hisse senetlerinin tamamının nama yazılı olması,
- Ödenmiş sermayesinin asgari %20'sinin, en az iki sorumlu değerleme uzmanına ait olması,
- Sorumlu değerleme uzmanlar dahil en az 5 adet değerleme uzmanının istihdam edilmesi,
- Faaliyetlerini sürdürebilmek için yeterli mekan, personel ve donanımına sahip olması,

zorunludur.

Şirket sermayesinin asgari %90'ının, Kurul'dan değerleme uzmanlığı lisans belgesi almış en az iki sorumlu değerleme uzmanına ait olması halinde, yukarıda belirtilen asgari ödenmiş sermaye tutarının 75 milyar TL olması yeterlidir. Belirtilen asgari sermaye, her yıl Maliye Bakanlığı'nca ilan edilen yeniden değerleme oranı dikkate alınarak Kurulca yeniden belirlenebilir.

Kurulca listeye alınan gayrimenkul değerleme şirketlerinin faaliyetleri esnasında uyacakları esaslar da Tebliğ'de belirlenmiştir. Bu esaslar arasında;

- Gayrimenkul değerleme şirketleri ve değerleme uzmanlarının hazırladıkları değerleme raporu ile ilgili sorumlulukları,
- Değerleme uzmanlarının çalışmaları sırasında gözetmeleri gereken bağımsızlık ilkesi ve söz konusu bağımsızlığı ortadan kaldıran durumlar,
- Mesleki özen ve titizlik ilkesi,
- Şirketlere ve uzmanların çalışmalarına ilişkin yasaklar,
- Sır saklama yükümlülüğü,
- Müşteriler ile sözleşme yapma zorunluluğu ve sözleşmelerde yer alması gereken unsurlar,
- Uluslararası kuruluşlarla bilgi alışverişi yapılması durumunda buna ilişkin yapılacak sözleşmelerin içermesi gereken unsurlar,
- Değerleme sonucunda yapılan raporlamaya ilişkin standartlar ve raporlarda bulunması gereken bilgiler,

yer almaktadır.

Sermaye piyasası mevzuatı uyarınca iki farklı konuda gayrimenkul değerlemesi yapılması gerekmektedir. Bunlardan birincisi **Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının** aşağıda sayılan işlemleridir;

- Portföyde yer aşan gayrimenkullerin, hakların ve gayrimenkule dayalı projelerin alım veya satımı,
- Portföyde yer alan gayrimenkullerin kiraya verilmesi,
- Kiraya verilmek üzere gayrimenkul kiralınması,
- Portföyde yer alan gayrimenkullerden kiraya verenlerin kira sözleşmelerinin yenilenmesi veya uzatılması,
- Gayrimenkul ipoteği kabul edilmesi,
- Gayrimenkule dayalı projelerin inşaatına başlanabilmesi için, yasal prosedüre uyulduğunun ve gerekli belgelerin tam ve doğru olarak mevcut olduğunun tespiti,
- Ortaklığa aynı sermaye konulması,

İkincisi ise, GYO'ların yukarıda sayılan işlemleri dışında, hisse senetleri borsada işlem gören tüm şirketlerin ödenmiş sermayelerinin %5'ini aşan gayrimenkul alım ve satımlarında ve kendi gayrimenkullerini başka bir şirkete aynı sermaye olarak koymaları halinde değerlendirilmesi zorunludur (www.spk.gov.tr).

1.2.5.2. Raporlama Standartları

Değerleme işlemine ve varılan sonuçlara ilişkin olarak hazırlanan değerlendirme raporunun, aşağıda belirtilen bilgileri asgari olarak içerecek şekilde, en az üç nüsha hazırlanması ve en az bir sorumlu değerlendirme uzmanı tarafından imzalanması zorunludur.

1. Rapor bilgileri

- a) İçindekiler
- b) Raporun tarihi
- c) Raporun numarası
- d) Raporun türü
- e) Raporu hazırlayanların ad ve soyadları
- f) Sorumlu değerlendirme uzmanının adı soyadı
- g) Değerleme tarihi
- h) Dayanak sözleşmenin tarih ve numarası

2. Şirketi ve müşteriye tanıtıcı bilgiler

- a) Şirketin unvanı ve adresi
- b) Müşteriyi tanıtıcı bilgiler ve adresi
- c) Müşteri taleplerinin kapsamı ve varsa getirilen sınırlamalar

3. Değerleme konusu hakkında bilgiler

- a) Gayrimenkulun yeri, konumu, tanımı ve tapu kayıtlarına ilişkin bilgiler
- b) Tapu, plan, proje, ruhsat, şema vb. dökümanlar
- c) Değerlemesi yapılan gayrimenkul ile ilgili varsa son üç yıllık dönemde gerçekleşen alım satım işlemlerine ve gayrimenkulun hukuki durumunda meydana gelen değişikliklere (imar planında meydana gelen değişiklikler, kamulaştırma vb.) ilişkin bilgi
- d) Değerlemesi yapılan gayrimenkuller ile ilgili devredilebilmesine ilişkin bir sınırlama (takyidat) olup olmadığı hakkında bilgi, varsa söz konusu gayrimenkulun gayrimenkul yatırım ortaklığı portföyüne alınmasına sermaye piyasası mevzuatı hükümleri çerçevesinde engel teşkil edip etmediği hakkında görüş
- e) Değerlemesi yapılan projelerin ilgili mevzuat uyarınca gerekli tüm izinlerinin alınıp alınmadığı, projesinin hazır ve onaylanmış, inşaata başlanması için yasal gerekliliği olan tüm belgelerinin tam ve doğru olarak mevcut olup olmadığı hakkında bilgi ve projenin gayrimenkul yatırım ortaklığı portföyüne alınmasına sermaye piyasası mevzuatı hükümleri çerçevesinde bir engel olup olmadığı hakkındaki görüş
- f) Değerlemesi yapılan projeler ile ilgili olarak, 29/06/2001 tarih ve 4708 sayılı Yapı Denetimi Hakkında Kanun uyarınca denetim yapan yapı denetim kuruluşu (ticaret unvanı, adresi v.b) ve değerlendirilmesi yapılan gayrimenkul ile ilgili olarak gerçekleştirdiği denetimler hakkındaki bilgi

4. Değerlemesi yapılan gayrimenkule ilişkin analizler

- a) Mevcut ekonomik koşulların, gayrimenkul piyasasının analizi, mevcut trendler ve dayanak veriler
- b) Değerleme işlemini olumsuz yönde etkileyen veya sınırlayan

faktörler

- c) Gayrimenkulün yapısal, inşaat özellikleri
- d) Fiziksel değerlemede baz alınan veriler
- e) Gayrimenkulün teknik özellikleri ve değerlemede baz alınan veriler
- f) Değerleme işleminde kullanılan varsayımlar ve bunların kullanılma nedenleri
- g) Kullanılan değerlendirme tekniklerini açıklayıcı bilgiler ve bu yöntemlerin seçilmesinin nedenleri
- h) Üzerinde proje geliştirilen arsaların boş arazi ve proje değerleri
- i) Nakit / Gelir akımları analizi
- j) Maliyet oluşumları analizi
- k) Değerlemede esas alınan benzer satış örneklerinin tanım ve satış bedelleri ile bunların seçilmesinin nedenleri
- l) Kira değeri analizi ve kullanılan veriler
- m) Gayrimenkul ve buna bağlı hakların hukuki durumunun analizi
- n) Boş arazi ve geliştirilmiş proje değerleri analizi ve kullanılan veri ve varsayımlar ile ulaşılan sonuçlar
- o) En yüksek ve en iyi kullanım değerleri analizi
- p) Müşterek veya bölünmüş kısımların değerlendirme analizi

5. Analiz sonuçlarının değerlendirilmesi

- a) Farklı değerlendirme metodlarının ve analizi sonuçlarının uyumlaştırılması ve bu amaçla izlenen yöntemin ve nedenlerinin açıklanması
- b) Asgari bilgilerden raporda yer verilmeyenlerin niçin yer almadıklarının gerekçeleri
- c) Yasal gereklerin yerine getirilip getirilmediği ve mevzuat uyarınca alınması gereken izin ve belgelerin tam ve eksiksiz olarak mevcut olup olmadığı hakkında görüş
- d) Değerlemesi yapılan gayrimenkulun, gayrimenkul projesinin veya gayrimenkule bağlı hak ve faydaların, gayrimenkul yatırım

ortaklıkları portföyüne alınmasında sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde bir engel olup olmadığı hakkında görüş

6. Sonuç

- a) Sorumlu değerlendirme uzmanının sonuç cümlesi
- b) Nihai değer takdiri

Bu değer takdirinde aşağıdaki esaslara uyulması şarttır.

- a) Peşin satış fiyatı esas alınarak, Türk Lirası üzerinden nihai değer takdirinin yapılması
- b) Değerlemenin katma değer vergisi hariç yapılması ve ilgili katma vergisi tutarının da eklenerek toplam değere ulaşılması
- c) Gayrimenkul projelerinin değerlemesinde, projenin değerlendirme tarihi itibarıyla bitirilmiş olması varsayımı ile Türk Lirası üzerinden ve ayrıca değerlendirme tarihi itibarıyla tamamlanmış kısmının arsa değeri dahil Türk Lirası üzerinden değerinin takdir edilmesi

1.2.5.3. Davranış Kuralları (Ahlaki İlkeler)

Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun değerlendirme işlemlerinin temeli, peşin hüküm ve bencillikten uzak, raporları açık ve yanlış yönlendirmelere yol açmayan, değerlendirme anlayışına temel teşkil eden tüm konuları açıklayan, dürüst ve ehil profesyonel değerlendirme uzmanları tarafından yapılmasıdır. Değerleme uzmanları, değerlendirme mesleğine olan kamu güvenini sürekli olarak arttırmalı ve korumalıdır.

Değerleme uzmanları, yasalar ve hukuki düzenlemeler uyarınca, müşteriler, gelecekteki kullanıcılar, ulusal kurum veya kuruluşların talebi üzerine veya kendi seçimleri ile bu standartlara uyarlar. Değerleme faaliyetlerini Uluslararası Değerleme Standartlarına uygun olarak yürüten bir

değerleme uzmanı bu davranış kurallarına uymakla mükelleftir.

Bu kurallar yasaların üzerinde olmadığı gibi, değerleme uzmanının çalışmalarının gözetim ve denetimini üstlenen ulusal kurum veya kuruluşların kuralları, tüzükleri ve yönetmeliklerini tamamlamaktan başka bir amacı yoktur.

Bu standartlara göre hazırlanmış değerlemeler, ancak değerlemede kalite, ehliyet, deneyim, ahlaka uygunluk ve aleniyet kurallarını uygulatan genel kabul gören ulusal meslek örgütlerinin eğitimli uzman üyeleri tarafından hazırlandıkları takdirde, nihai kullanıcı nezdinde kabul görür. Eğitimli ve düzenlenmiş bir değerlendirme mesleği için gerekli olan altyapının henüz oluşturulmamış olduğu ülkelerde, görevi üstlenecek değerlendirme uzmanının uygunluğu ve yeterliliği konusu müşterilerin sorumluluğundadır.

Varsayımlar, gerçek kabul edilen takdirlerdir. Varsayımlar, değerlemenin konusunu veya değerlemeye yaklaşımı etkileyen olay, koşul veya durumları dikkate alır, ancak doğruluğunu kanıtlamayabilir veya kanıtlamaya değer bulmayabilir. Bunlar, bir kere açıklandıktan sonra değerlemenin anlaşılmasında kabul edilmesi gereken hususlardır. Bir değerlemeye esas teşkil eden tüm varsayımlar makul olmalıdır.

Değerleme uzmanları her durumda dürüst ve doğru davranmak ve çalışmalarını müşterilerine, topluma, mesleklerine ve kendi ulusal profesyonel değerlendirme kuruluşlarına zarar vermeyecek bir biçimde yürütmek zorundadırlar.

Değerleme uzmanlarının uymak zorunda oldukları davranış kuralları aşağıda verilmektedir.

Dürüstlük

- Değerleme uzmanı yanıltıcı ve aldatıcı davranışlarda bulunmamalıdır.
- Değerleme uzmanı bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren rapor hazırlamamalı ve bildirmemelidir.
- Değerleme uzmanı diğer makul değerleme uzmanları tarafından doğru bulunmayan değerleme hizmetlerinde yer almamalı ve onlara herhangi bir şekilde katkıda bulunmamalıdır.
- Değerleme uzmanı hukuka uygun davranmalı ve iş yaptığı veya görev üstlendiği ülkenin yasalarına ve yönetmeliklerine riayet etmelidir.
- Değerleme uzmanı sahip olmadığı mesleki nitelikleri taşıyormuş iddiasında bulunmamalı ve bilerek bu yanlış bilgiyi etrafa yaymamalıdır.
- Değerleme uzmanı iş alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunmamalı ve bu şekilde reklamını yapmamalıdır.
- Değerleme uzmanı göreve yardımcı olan personelin veya emri altında çalışanların bu davranış kurallarına bağlı olmalarını temin etmelidir.

Çıkar Çatışmaları

- Değerleme uzmanı ilgili tarafların yazılı izni olmaksızın aynı konuda birden fazla tarafın işini yapmamalıdır.
- Değerleme uzmanı müşterileri ile diğer müşterileri, kendisi, çalıştığı firma, akrabaları, arkadaşları veya iştiraklerinin çıkarları arasında bir görev çatışması oluşmaması için gerekli tüm makul önlemleri almalıdır. Talimatları kabul etmeden önce muhtemel çatışmalar yazılı olarak açıklanmalıdır. Değerleme uzmanının daha sonra haberdar olduğu çatışmalar derhal açıklanmalıdır.

Değerleme uzmanı bir çatışma olduğunu değerlendirme işi bittikten sonra öğrenirse, açıklama makul bir süre içinde yapılmalıdır.

Gizlilik

- Değerleme uzmanı müşterilerin işlerini daima büyük bir gizlilik içinde, basiretli bir şekilde yürütmelidir.
- Değerleme uzmanı müşterisinden aldığı gerçeklere dayanan hassas verileri, müşterisi için hazırlamış olduğu rapor sonuçlarını, üyesi bulunduğu tanınmış bir profesyonel değerlendirme kuruluşundaki belirli hukuki takiplerde olduğu gibi kendisinden yasal olarak açıklama yapması talep edilen haller hariç, müşteri tarafından yetkili kılınmış kişiler dışında kimseye açıklayamaz.

Tarafsızlık

- Değerleme uzmanı görevini mutlak bir bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarlarını gözetmeksizin yerine getirmelidir.
- Değerleme uzmanı önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görevi kabul etmemelidir.
- Görevle ilgili ücretler bir değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerlendirme raporunda yer alan diğer bağımsız, objektif tavsiyelere bağlı olmamalıdır.
- Değerleme uzmanının ücretinin raporun herhangi bir yönüne bağlı olup olmadığı açıklanmalıdır.
- Değerleme uzmanı müşteri veya başkaları tarafından sağlanan, ancak yeterli nitelikleri taşımayan veya bağımsız bir kaynak tarafından doğrulanmayan önemli bilgilere güvenmemelidir. Şöyle ki, bu türden açıklamalara güvenilmesi esas ve seviyesi itibarıyla Değerleme uzmanının hareket alanını kısıtlayan durumlardan olmamalıdır.

- Değerleme uzmanı makul bir süre içerisinde gerçekleşme ihtimali bulunmayan varsayımsal durumlar hakkında rapor isteyen görevleri kabul etmemelidir.
- Olasılığı makul olan varsayımsal durumlar, hem varsayımın gerçekleşme ihtimali hem de gerçek durumu yansıtan değer görüşünü içermesi şartıyla raporda belirtilebilir. Örnek; müşterinin, zehirden arındırıldıktan sonra bir arazinin değerinin ne olacağını öğrenmek istemesi gibi.
- Değerleme uzmanı, herhangi bir peşin hüküm içeren mesnetsiz sonuçlara veya değeri korumak yahut maksimize etmek için böyle bir peşin hükmün gerekli olduğu düşüncesini yansıtan rapor sonuçlarına dayanmamalı veya bunları kullanmamalıdır.
- Değerleme uzmanı, başka bir değerlendirme uzmanının raporunu incelerken, tarafsız bir düşünce sergilemeli ve raporun sonuçlarına neden katılıp neden katılmadığını gerekçeleriyle birlikte belirtmelidir.

2. BÖLÜM

GAYRİMENKUL DEĞERLEME

2.1. GAYRİMENKUL DEĞERLEME

Gayrimenkul ve finansal varlıklar birçok benzer karakter taşımaktadırlar. Özellikle hisse senedi ve tahvil için geliştirilen finansal varlıkları değerlendirme modelleri, gayrimenkul için de kullanılmaktadır. Her ikisinin de nakit akımlarına göre değeri; gelecekte yaratacakları nakit akımları, nakit akımlarındaki büyüme ve nakit akımları ile ilgili belirsizlikler tarafından belirlenmektedir. Daha yüksek nakit akımı ve büyüme, bu nakit akışına ait daha düşük risk, sonuçta daha fazla değer anlamına gelmektedir.

İki varlık arasındaki benzer karakterlerin yanında, önemli bazı farklılıklar da bulunmaktadır. İki varlık arasındaki en önemli fark likidite ve yatırımcı tipidir. Ayrıca, gayrimenkul ve finansal varlıklar tarafından yaratılan nakit akımlarının doğası da oldukça farklıdır. Örneğin, çoğu gayrimenkul yatırımının yarattığı nakit akımları belirli bir süre ile sınırlı olmasına karşın, hisse senedi gibi finansal varlıkların yarattığı nakit akımlarının süresi sınırsızdır. Varlıkların yaşam sürelerinde ortaya çıkan bu farklılık, varlıkların tahmin dönemi sonunda ortaya çıkan son değerlerinin de farklı olmasına neden olmaktadır. Hisse senedi gibi sonsuz yaşama sahip olduğu varsayılan finansal varlıkların değerleri zaman içerisinde genelde artarken, gayrimenkul gibi varlıkların son değerleri, kullanım sonucu oluşan aşınma neticesinde bugünkü değerinden daha düşük olabilmektedir. Örneğin, binalarda binanın kendisi sınırlı bir yaşama sahipken, binanın üzerinde kurulduğu arsası sınırsız yaşama sahiptir.

Her değerlendirme yaklaşımının alternatif uygulama metotları

bulunmaktadır. Değerleme Uzmanlığının yetkinliği ve eğitimi, yerel standartlar, piyasa koşulları ve kullanılabilir veriler, hangi yöntem ve yöntemlerin kullanılacağını belirlemektedir. Alternatif yöntem ve yaklaşımların var olmasının nedeni, nihai değer takdiri için değerleme uzmanına bir dizi analitik imkan sağlamaktır.

Alternatif Değerleme Yöntemleri, mülkiyet hakkı, kişisel mülk, şirket ve finansal çıkarlar dahil, hemen her türlü değerlemede genel olarak kullanılır. Bununla birlikte, farklı mülklerin değerlemesi, değerlemesi yapılacak mülkün niteliğine göre farklı veri kaynaklarının kullanılmasını gerektirir. Örneğin, müstakil binalar ilgili gayrimenkul piyasalarında, yaygın olarak alım-satıma konu olduğu için benzerleriyle karşılaştırarak değerlendirilirken, çok sayıda mülke sahip gayrimenkul şirketlerinin hisse senetlerinin değeri, ilgili hisse senedi piyasalarındaki fiyat oluşumuyla belirlenmektedir.

2.2. DEĞERLEME SÜRECİ

Değerleme süreci, gayrimenkulun gerçek değeri hakkında müşterilerin soracağı sorulara cevap verebilmek için değerleme uzmanının takip ettiği sistematik bir prosedürdür. Değerleme süreci, değerleme uzmanının belirli bir gayrimenkul değerlemesi konusunda müşteri ile anlaşması ile başlar, değerlendirme sonuçlarının müşteriye rapor edilmesi ile son bulur. Takip edilen aşamalar değerlendirme yapılacak gayrimenkulun cinsine ve mevcut verilere göre değişebilir. Gayrimenkul değerlendirme sürecinin sonucunda ulaşılmaya çalışılan, değerlendirilen gayrimenkulun piyasa değerini etkileyen faktörlerin tümünü göz önüne alan ve her yönüyle desteklenen bir değere ulaşmaktır. Bu amacı gerçekleştirmek için değerlendirme uzmanı üç farklı yaklaşım kullanmaktadır. Değerleme yöntemleri olarak tanımladığımız bu yaklaşımlar, maliyet yöntemi, satışları karşılaştırma yöntemi ve gelir indirgeme yöntemidir.

Değerleme sürecindeki aşamalar Tablo 2.1.'de verilmektedir (Appraisal Institute, 2001:).

Tablo 2.1. Değerleme Süreci

Problem Tanımı						
Müşterinin tanıtımı	Değerlemenin kullanım amacı	Değerlemenin amacı	Değer tahmininin tarihi	Gayrimenkul özelliklerinin tanımı	Olağanüstü varsayımlar	Hipotetik koşullar
İşin Kapsamı						
Verilerin Toplanması ve Mülkün Tanımlanması						
Piyasa Alanı Verileri	Konu Gayrimenkulle İlgili Veriler			Karşılaştırılabilir Gayrimenkullerle İlgili Veriler		
Veri Analizi						
Piyasa Analizi Talep çalışmaları Arz çalışmaları Pazarlanabilirlik çalışmaları			En Etkin ve En Verimli Kullanım Analizi			
Arazi Değeri Tahmini						
Üç Yaklaşımın Uygulanması						
Maliyet	Satışların Karşılaştırılması				Gelir İndirgeme	
Bulunan Değerlerin Karşılaştırılması ve Değer Tahmini						
Bulunan Değerin Raporlanması						

Gayrimenkulun özelliğine, müşteri ihtiyaçlarına, yöntemin uygulanabilirliğine veya mevcut verilere göre, yapılacak değerlemede bir veya

birden çok yöntem kullanılabilir. Her üç yöntem de değerlendirilen gayrimenkulun özelliğine göre veri toplamayı ve analiz etmeyi gerektirmektedir. Bu nedenle değerlendirme sürecinde bu yöntemlerin birbirleriyle oldukça fazla ortak yönleri bulunmaktadır.

2.2.1. Problemin Tanımı

Değerleme sürecinde ilk adım, değerlendirme probleminin açık bir şekilde ortaya konulması ile başlar. Bu durum olabilecek belirsizlikleri ortadan kaldırır ve yapılacak değerlemenin sınırlarını belirler. Problemin tanımında aşağıdaki unsurlar bulunur;

- Müşterinin ve muhtemel kullanıcıların belirlenmesi
- Değerlemenin kullanım amacının belirlenmesi
- Bulunacak değer belirlenmesi
- Değerleme tarihinin belirlenmesi
- Gayrimenkulun özelliklerinin belirlenmesi
- Olağandışı öngörüler

2.2.1.1. Müşterilerin ve Muhtemel Kullanıcıların Belirlenmesi

Değerleme süreci müşterinin değerlendirme uzmanı ile görüşmesinden önce başlar. Bir işin alınıp alınmayacağına karar vermeden önce değerlendirme uzmanı müşteriye ve işin getireceği her türlü profesyonel yükümlülükleri göz önünde bulundurmalıdır. Değerleme uzmanı müşteriye ve değerlemenin muhtemel kullanıcılarını açık bir şekilde tanımlamalıdır. Müşteri gizli kalmayı talep etse bile, değerlendirme uzmanı yine de etik kurallar gereği müşteriye çalışma dosyasında belirtmelidir.

Herhangi bir müşteri değerlendirme uzmanından etik olmayan bazı şeyler isteyebilir veya istedikleri bir hedef değeri raporlarına yansıtılmalarını talep edebilir. Eğer, değerlendirme uzmanları kendilerine gelen her türlü işi, ne için

veya nerede kullanılacağını sorgulamadan kabul ederlerse, mesleki açıdan kendilerine duyulan güveni zaman içerisinde kaybederler. Çünkü, değerlendirme uzmanlığı, niteliği gereği güvene ve itibara dayalı bir iştir. Bu nedenle, çoğu değerlendirme uzmanı kendilerini daha etkili ve uzman oldukları çalışma alanları ile sınırlamayı tercih ederler.

2.2.1.2. Değerlemenin ve Kullanım Amacının Belirlenmesi

Burada amaç, müşterinin değerlendirme raporunda yer alan bilgileri ne amaçla kullanacağını açıkça ortaya konulmasıdır. Bu nedenle değerlendirme uzmanı değerlendirme raporunun ne için kullanılacağını işe başlamadan önce bilmek zorundadır. Kullanım amacının belirlenmesi değerlendirme uzmanının yapacağı analizin türünü de belirlemesine yarar. Müşteriler genellikle işi verdiklerinde değerlemeyi ne amaçla kullanacaklarını belirtirler. Değerlemenin kullanım amacı çoğunlukla bir gayrimenkulu satın almak veya satmak olabileceği gibi, borç vermek, vergi hesaplayabilmek, kiraya vermek, gayrimenkulun değerini finansal tablolarda göstermek veya sadece bilgi amacıyla olabilir. Kullanım amacının açıkça ortaya konulması gereksiz çalışmaların yapılmamasını ve zaman kaybedilmemesini sağlar.

2.2.1.3. Bulunacak Değerin Belirlenmesi

Her değerlendirme raporunda bulunacak değer tipinin yazılı olarak ifade edilmesi gerekmektedir. Bu gereklilik değerlendirme standartlarında da belirtilmektedir (The Uniform Standards of Professional Appraisal Practice). Bulunacak değer aşağıdakilerden birisi veya birkaçı olabilir.

- Piyasa Değeri
- Kullanım Değeri
- Devam Eden Değer
- Yatırım Değeri
- Vergi Değeri

Bulunacak değer ile müşterinin talep ettiği değer birbirine aynı olduğunu belirlemek, değerlendirme uzmanının sorumluluğudur. Değerleme uzmanı hangi değer müşteri tarafından talep edildiğini açıkça sormalı ve raporunda bulunduğu değer tipini belirtmelidir. Böylelikle, raporu okuyan herkes bulunan değer hangi değer olduğunu net olarak bilmelidir.

2.2.1.4. Değerleme Tarihi

Gayrimenkul değerini etkileyen faktörler sürekli olarak değiştiği için, değerlendirme tarihinin mutlaka belirtilmesi gerekmektedir. Değerleme tarihinde gözlemlenen koşullar bu tarihten itibaren belirli bir süre boyunca geçerli olsa bile, bulunan değer sadece değerlendirme tarihi için geçerli olduğu kabul edilir. Piyasa değeri, piyasa katılımcılarının gelecek ekonomik koşullar hakkındaki beklentilerinin bir yansıması olarak görülür. Bu algılama belirli bir tarihteki piyasa verilerine göre oluşmaktadır. Değeri etkileyen faktörlerde meydana gelen ani değişiklikler, gayrimenkul değerini de önemli ölçüde değiştirebilmektedir. Bu nedenle, değer ait olduğu tarih ile genellikle farklı bir tarih olan raporun teslim tarihi veya açıklanma tarihi karıştırılmamalıdır.

Gayrimenkul değerlemesinde genellikle en güncel değerler talep edilir, fakat bazı durumlarda, geçmişte herhangi bir tarihe ait değer de talep edilebilir. Örneğin, ölüm halinde veraset vergilerinin hesaplanmasında, kaza halinde sigorta tutarı hesaplamalarında, elde etme tarihinin önemli olduğu gelir vergisi hesaplamalarında, mahkemelerde geçmişe ait değer önemli olduğu davalarda vb.

Gayrimenkul değerlemesinde bazen gelecekteki gayrimenkul değerlerinin bulunması da gerekebilir. Özellikle, yeni yapılacak veya inşaat aşamasında olan projelerde ve nakit akımlarının belirlenmesinin zorunlu olduğu durumlarda, gelecekteki muhtemel gayrimenkul değerlerinin tahmin edilmesi gerekir.

2.2.1.5. Gayrimenkulun Özelliklerinin Belirlenmesi

Değerleme probleminin uygun bir şekilde tanımlanabilmesi için gayrimenkul hakkındaki bazı temel bilgilerin mutlaka bulunması gerekmektedir. Bu temel bilgiler;

- Yer
- Fiziksel, yasal ve ekonomik özellikler
- Gayrimenkule ait haklar
- Gayrimenkul dışında değerlendirilmesi gereken varlıklar (demirbaş vb.)
- Gayrimenkulun kullanımı üzerindeki kısıtlamalar

2.2.1.6. Olağandışı Öngörüler ve Hipotetik Koşullar

Değerleme uzmanı değerlemeyi etkileyebilecek herhangi bir olağanüstü varsayımı ve hipotetik koşulları öncelikle tanımlamalıdır. Olağanüstü bir varsayımın veya hipotetik koşulun, değerlemede kullanılıp kullanılmayacağı, karşılaşılan değerlendirme probleminin yapısına ve kullanım amacına bağlıdır.

2.2.2. İşin Kapsamı

İşin kapsamı, bir değerlendirme çalışmasında, araştırılacak ve analiz edilecek bilginin miktarı ve çeşidinin belirlenmesidir. Bir değerlendirme çalışmasında, yapılacak işin kapsamının açıkça ifade edilmesi zorunludur. Değerleme uzmanı tarafından, değerlendirme raporlarında, neyin yapıldığının belirtilmesi kadar, neyin yapılmadığının da belirtilmesi önemlidir.

2.2.3. Veri Toplama ve Gayrimenkul Tanımı

Veri toplama aşamasında toplanacak veriler üç ana gruba

ayrıştırılabilir. Bunlar, piyasada mevcut genel veriler, değerlendirilecek gayrimenkule ait veriler ve değerlendirilecek gayrimenkul ile karşılaştırılabilir benzer gayrimenkullere ait verilerdir. Değerleme uzmanı tarafından ihtiyaç duyulan veriler genel veriler ve özel veriler olarak iki gruba da ayrıştırılabilir.

Genel veriler, gayrimenkul değerini etkileyen sosyal, ekonomik, yasal ve çevresel faktörler hakkındaki bilgileri içermektedir. Özel veriler ise değerlendirilen ve karşılaştırılabilecek gayrimenkullere ait yasal, fiziksel, yerel, maliyet ve gelir gibi bilgileri içermektedir.

2.2.4. Veri Analizi

Piyasa verileri ve söz konusu gayrimenkule ve karşılaştırılabilir gayrimenkullere ait veriler toplandıktan ve doğrulukları kontrol edildikten sonra, toplanan veriler analize tabi tutulur. Veri analizinde başlıca yapılan iş, piyasa analizi ve en etkin ve en verimli kullanım analizidir.

2.2.4.1. Piyasa Analizi

Piyasa analizi arz ve talep çalışmaları ile pazarlama faaliyetlerini kapsamaktadır. Piyasa analizinde belirli bir mülk için piyasa koşulları araştırılmaktadır. Piyasa analizi, zaman içerisinde arz ve talebi belirleyen ve sonuçta gayrimenkulün değerini etkileyen değişiklikler hakkında, değerlendirme uzmanına önemli bilgiler sağlamaktadır. Aynı zamanda, gayrimenkul piyasası ile ilgili yerel gelişmeler de yakından gözlenmiş olmaktadır.

2.2.4.1.1. Hedef Kitle Pazarının Belirlenmesi Teknikleri

Bir gayrimenkulün pazarının büyüklüğünü belirlemede kullanılabilecek iki tür teknik bulunmaktadır; farklı gayrimenkul türlerinin tamamı için uygulanabilecek genel teknikler ve belirli bir türdeki gayrimenkulün pazarının hacmini belirlemek için oluşturulan özel teknikler.

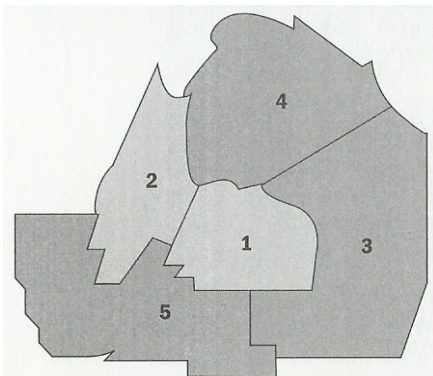
Bir gayrimenkulün potansiyel kullanıcılarının oluşturduğu piyasasının belirlenmesi, bir haritaya çizilecek çizgi ile sınır belirlemenin ötesinde bir şeydir. Pazar alanının belirlenmesinin iki temel amacı vardır. Birincisi, belirli bir taşınmaz türü için potansiyel müşterileri belirlemek, ikincisi ise müşterilerin nereden geleceğini belirlemektir. Pazar alanının belirlenmesinde üç adet genel teknik bulunmaktadır:

- Müşterilerin ikâmet alanlarına göre pazar alanının belirlenmesi ,
- İkâme gayrimenkullerin konumuna göre pazar alanının belirlenmesi,
- Benzerlik durumlara göre pazar alanının belirlenmesi.

2.2.4.1.1.1. Müşterilerin İkâmet Alanlarına Göre Pazar Alanının Belirlenmesi

Eğer söz konusu taşınmaz parsellenip üzerine konut yapılacak bir arazi veya bir apartman arsası ise, nüfus sayımı bölgeleri, bu apartman ya da arsaların kendisine ev sahibi veya kiracı olarak çekeceği potansiyel müşteriler hakkında bir fikir verecektir. Çünkü, söz konusu potansiyel ev sahibi/kiracılar, bu nüfus sayım bölgelerinde yaşamaktadırlar. Eğer değerlendirilecek gayrimenkul bir semt alışveriş merkezi ise, nüfus sayım bölgeleri perakende müşterilerin sayısını gösterecektir. Şekil 2.1.'de birincil ve ikincil pazar alanları örnek olarak gösterilmektedir (Appraisal Institute, 2005:118).

Şekil 2.1. Pazar Alanları

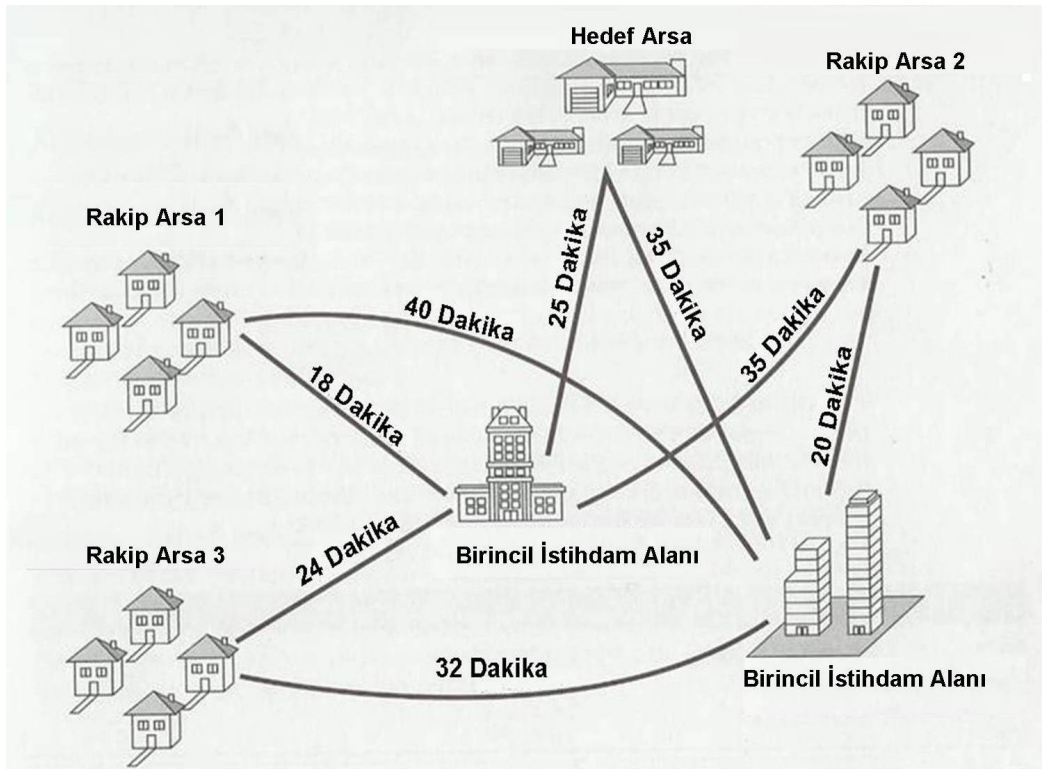


Pazar Alanı	Nüfus Sayımı Bölgeleri
Birincil	1,2
İkincil	3,4,5

2.2.4.1.1.2. İkâme Taşınmazlara Göre Pazar Alanının Belirlenmesi

İkâme ilkesi, söz konusu taşınmazın pazar alanının belirlenmesi için uygulanmaktadır. Bir konut alıcısı, birbirlerinin ikâmesi olan ve her birini eşit düzeyde istediği konutlar arasından, en ucuzunu tercih edecektir. Bu noktada analist, ikâme taşınmazları ve bunların yaşam ve iş alanları yerleşimleri karşısındaki konumlarını dikkate alarak pazar alanını tanımlayacaktır. Bu coğrafi dağılım, pazar alanını belirleyecektir. Şekil 2.2.'de bu yöntemin nasıl uygulandığı gösterilmektedir (Appraisal Institute, 2005:119).

Şekil 2.2. İkâme Taşınmazlara Göre Pazar Alanının Belirlenmesi



2.2.4.1.1.3. Benzerlik Yöntemi İle Pazarın Belirlenmesi

Birçok değerlendirme yöntemine kolayca uygulanabilecek olan genel pazar tanımlama yöntemlerinin üçüncüsü ise, satışları karşılaştırma yönteminde olduğu gibi, karşılaştırılabilir benzer gayrimenkullerin kullanılmasıdır. Analist, önce, hedef gayrimenkule benzer özelliklere sahip ve nitelikleri bilinen başka bir gayrimenkul tespit eder. Benzer gayrimenkul için pazar alanının bulunduğu bir durumda, hedef taşınmazın pazar alanı için buradan hareketle bir kestirim elde edebilir. Bu teknik, alışveriş merkezlerinin pazar büyüklüğünün belirlenmesinde sıkça kullanılmaktadır.

Örneğin, bir tatil arazisinin köşesindeki parselin gelecekte çok önemli bir perakende ticaret çekim merkezi olabilecek potansiyele sahip olduğunu düşünelim. Bu durumda analist, benzer bir cazibe merkezinin özelliklerini inceler ve buranın pazar alanı ile benzerlik gösteren özelliklerini tanımlar. Benzer pazar alanlarının büyüklüğü bir kez tanımlandığında ve bileşenleri oluşturulduğunda, analist söz konusu yatırımın pazar büyüklüğünü tahmin edebilir.

Pazar alanının belirlenmesinde kullanılan özel teknikler, perakende hizmetlerin verildiği yerler (mağaza, işyeri vb.) ve iş merkezleri olmak üzere iki temel gayrimenkul türünün pazar alanının belirlenmesinde kullanılmaktadır.

Perakende pazar alanının belirlenmesi; Perakende Pazar alanlarının belirlenmesinde kullanılan üç özel teknik, Reilly Yasası, Applebaum Müşteri İşaretleme Tekniği ve Nelson Tekniği'dir.

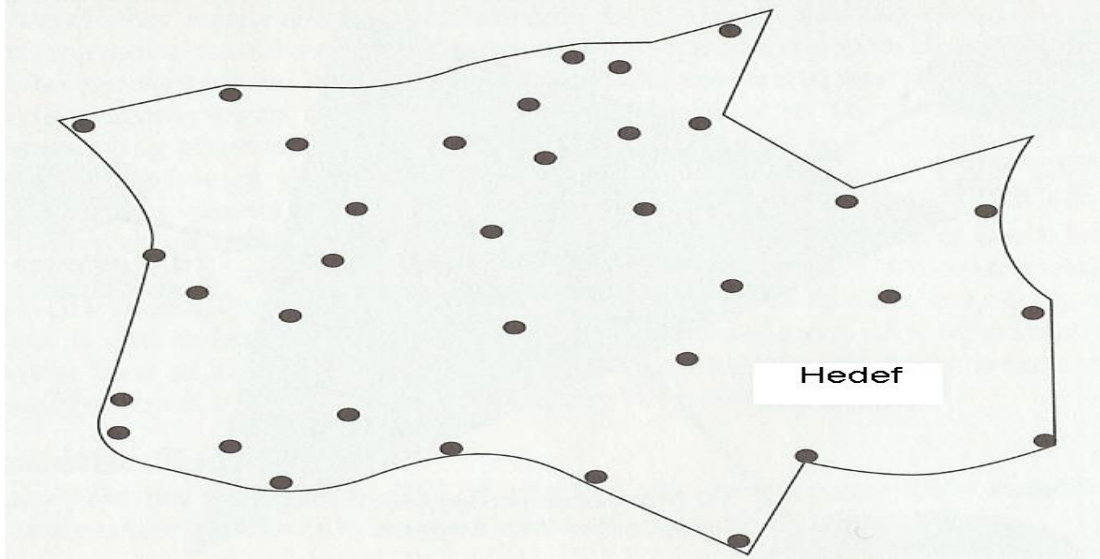
Reilly Yasası: Bir perakende pazar alanının tahmininde, geleneksel olarak kullanılan yöntemlerden birisi, bu yerin çekim alanını belirleyen Reilly Yasası'dır. Bu model, Newton'un çekim yasasına dayandığı için, "çekim modeli" olarak adlandırılmaktadır.

Newton'un çekim yasası; iki parçacık arasındaki çekimin (etkileşimin) bunların kütleleri ile doğru, aralarındaki uzaklığın karesi ile ters orantılı olduğunu söylemektedir. Basit ifadesi ile Reilly Yasası, birbirlerine rakip iki ticaret merkezinin ticaret alanlarının; bunların büyüklüğünün ve aralarındaki uzaklığın bir fonksiyonu olduğunu ifade etmektedir. Bu ilişki, aşağıdaki eşitlikte açıklanmaktadır.

$$B' \text{ nin } A' \text{ ya tercih zamanı} = \frac{A' \text{ dan } B' \text{ ye sürüş zamanı}}{1 + \sqrt{\frac{A \text{ merkezinin büyüklüğü}}{B \text{ merkezinin büyüklüğü}}}}, A > B \text{ iken}$$

Applebaum Müşteri İşaretleme (Spotting) Tekniği : Applebaum müşteri işaretleme tekniği, ticaret merkezinin pazar büyüklüğünün ölçümünde kullanılan diğer bir tekniktir. Bu yöntem, yaklaşık 40 yıl önce geliştirilmiş olup, hâlâ yaygın olarak kullanılmaktadır. Günümüzde müşteri kartları ve bilgisayarlar sayesinde, müşteri işaretleme tekniği daha detaylı, daha hassas ve gerçeğe daha yakın sonuçlar üretecek şekilde sofistike bir hal almış olup, bu sayede geniş analizler yapmak mümkün olabilmektedir. Analist, müşterilerle karşılıklı görüşmeler yaparak ihtiyacı olan verileri elde edebilir. Diğer bir yöntem olarak, gerekli veriler haftanın farklı gün ve saatlerinde alışveriş merkezinin otoparkına park eden araçların plakalarından elde edilebilir. Analist, araçların plaka numaralarından araç sahiplerinin ev adreslerini bulabilir ve müşterilerin evlerinin yerlerini bir harita üzerinde işaretleyebilir. Tüm veriler bir kez harita üzerinde işaretlendiğinde, alışveriş alanının sınırlarını belirlemek mümkündür. Alışveriş merkezinin müşterilerinin %70-%80'inin bulunduğu alanın sınırları çizildiğinde, birincil alışveriş alanı olarak düşünülen saha belirlenmiş olacaktır. Applebaum tekniğinin uygulanması Şekil 2. 3.'de gösterilmektedir (Appraisal Institute, 2005:122).

Şekil 2.3. Applebaum İşaretleme Tekniğinin Uygulanması



Nelson Tekniği : Perakende alışveriş alanının tahmini için alternatif bir teknik olarak Richard L. Nelson tarafından geliştirilmiş olup, temel ilkeleri halen kullanılmakta olan klasik bir kavramdır. Nelson'un tekniği Applebaum'unkine benzer olmasına karşın, Nelson, modelini geliştirmek için başlangıçta bir varsayım setine ihtiyaç bulunmaktadır. Nelson, alışveriş yapacak bir kişinin bir merkeze aşağıdaki nedenlerden dolayı çekilebileceğini varsaymaktadır:

- **Satın alınabilecek mallara erişim** (daha çok mağaza çeşidi, daha geniş bir seçim şansı)
- **Alışveriş merkezinin fiyatlarının uygunluğu** (rekabetçi fiyatlar)
- **Fiziki konfor, rahatlık** (yemek yeme alanları, dekorasyon, mağazalar arası geçiş rahatlığı)
- **Rahatlık, kolaylık derecesi** (mağazalara ulaşım, yeterli otopark, sakin trafik koşulları faktörlerini içerecek şekilde)

- **Alışveriş merkezinin alandaki etkinliği, baskınlığı**
- **Birbirinin içine geçmiş mağazaların olmaması** (alışveriş yapacak kişiler, birbirleri ile eşit rahatlıkta alışveriş imkânı sunan iki mağaza varsa birinin içinden geçerek ötekine gitmezler)
- **Merkezin yakınlığı** (alışveriş yapacak kişiler yeterli kolaylık ve rahatlığa sahip en yakın alışveriş merkezini tercih ederler)
- **Alışkanlıkların gücü** (alışveriş yapacak kişiler alışkın oldukları seyahat yöntemini ve güzergahı izleme eğilimindedirler)

Bu varsayımların yanısıra, perakende alışveriş alanındaki nüfus ve gelir düzeyi, yakındaki rakip mağazalar, trafik düzeni, alışveriş merkezine erişimi engelleyebilecek fiziksel kısıtlar gibi, müşterilerin alışkanlıklarını etkileyebilecek diğer faktörler de analist tarafından dikkate alınmalıdır.

İş Merkezlerinin Pazar Alanının Belirlenmesi; Bürolar veya çalışma ofislerinin yer aldığı iş merkezleri, yerleşim alanları veya alışveriş merkezleri gibi coğrafi yakınlık dikkate alınarak belirlenen bir satış ya da pazar alanına sahip değildirler. Analist, tüm ili dikkate alarak analize başlamak zorundadır.

Çalışma ofislerinin bulunduğu iş merkezlerinin pazarını belirlemede kullanılacak kategorilerin, aşağıdaki bileşenlere sahip olması gerekmektedir:

- Genel yerleşim (şehir merkezi veya banliyö alanı karşılaştırması)
- Tek veya çok kiracı olması
- İşyeri binalarının sınıfı veya kalitesi (A sınıfı, B sınıfı, C sınıfı)
- Özel mevki (işyeri yoğunluğu ve işyeri binalarının sınıfsal dağılımı)

Merkezi İşyeri Bölgeleri (CBD- Central Business District), ABD'deki

büyükşehir alanlarının çoğunda halen temel işyeri pazarı alanlarıdır. CBD kolayca tanımlanabilir. Tek bir iş alanında en yüksek yoğunlaşmaya sahip bu bölgelerde taşıt ve yaya trafiği yoğunluğu en belirgin özellik olup, günüçi zamanlardaki nüfus yoğunluğu buna eşlik etmektedir. CBD'lerin çoğu dikey olarak genişlemiş olup, arsa kullanımı çok yoğundur. Bu nedenlerden dolayı, şehrin en pahalı arazileri CBD'lerde bulunmaktadır.

Geçen birkaç yıl içinde bu eğilim bir şekilde tersine dönmüştür. Çalışanlar, işyerleri ve evleri arasındaki ulaşımın zorluğundan bunalmışlar ve şehir yaşamına olan tutku, birçok CBD'yi yeni konut ve ticaret alanlarıyla birlikte barınır hale getirmiştir.

Kenar mahalleler, ofis alanları pazarını birçok açıdan cazip hale getirmektedir: ucuz arsa, düşük vergiler, düşük inşaat maliyetiyle otopark yapımı ve belki de en önemlisi, kenar mahallelerdeki işyerlerinde çalışanlar için daha kısa ulaşım zamanı gibi.

İşyeri binalarının inşaat kalitesi, koşulları ve görünümüne göre A, B ve C sınıfı olarak sınıflandırılmaktadır. A sınıfı işyerleri çoğunlukla CBD'lerde yer almaktadırlar. Mimari, dizayn, işçilik ve inşaatla kullanılan malzemeler en yüksek kalitededir. Bunlar görece yeni binalar olup, şehrin en çok talep gören bölgelerinde olduklarından, en yüksek kiralara sahiptirler. A sınıfı işyerleri, kuruluşlar için bir prestij ve imaj unsurudur.

B sınıfı binalar da yüksek inşaat kalitesine sahip olup, şehrin iyi mevkilerinde yer almaktadırlar. 10-15 yıllık binalar olmalarına karşın, sürekli gerçekleştirilen onarımlar nedeniyle, yıpranmaların etkisi en alt düzeydedir. B sınıfı işyerleri, A sınıfına göre bazı fonksiyonel eksikliklere sahiptir. B sınıfı işyerlerinin kiralari A sınıfından daha düşük olmasına rağmen, kiracı standartları yine de yüksektir.

C sınıfı işyerleri daha eski (25 yıla kadar) olmalarına rağmen, hâlâ

yerleşim için uygundur. C sınıfı binalar fiziki olarak yıpranmış durumda olup, fonksiyonel olarak da eksiklikleri mevcuttur.

2.2.4.1.2. Talep Tahmini

Perakende hizmetlerin verildiği bir gayrimenkulun talep tahmini, bireysel hizmetlerin talebine odaklanmaktadır. İki basit ilişki, böyle bir gayrimenkulun talebinin içsel yapısını ortaya çıkarmayı sağlayabilir:

1. Pazar alanındaki (veya ildeki) perakende alanların, pazar alanının (veya ilin) nüfusuna oranı. Bu ilişki, aşağıdaki denklemdeki gibi ifade edilebilir:

$$R_m / P_m = r_m$$

$$R_c / P_c = r_c$$

2. Pazar alanındaki (veya ildeki) perakende alanların, pazar alanındaki (veya ilin) hanehalkı sayısına oranı

$$R_m / H_m = r_m$$

$$R_c / H_c = r_c$$

Burada,

R_m ve R_c = sırasıyla, pazar alanındaki ve ildeki perakende alanların metre kare (m^2) cinsinden yüzölçümü,

P_m ve P_c = sırasıyla, pazar alanı ve il nüfusu

H_m ve H_c = sırasıyla, pazar alanındaki ve ildeki hanehalkı sayısı

Diğer iki yararlı oran ise, pazar alanı veya ildeki kişi başına satışlarla ilişkilidir:

1. S_m / P_m = Pazar alanındaki kişi başına satışlar,

S_c / P_c = İlin kişi başına satışları

2. S_m / H_m = Pazar alanındaki hane halkı başına satışlar,

S_c / H_c = İldeki hane halkı başına satışlar

Burada,

S_m ve S_c = sırasıyla, pazar alanı ve ildeki satışların hacmi (USD cinsinden)

P_m ve P_c = sırasıyla, pazar alanı ve il nüfusu

H_m ve H_c = sırasıyla, pazar alanı ve şehirdeki hane halkı sayısı

Eğer pazar alanı için hesaplanan oran, ilin tamamı için hesaplanan orandan büyükse; bu durum, perakende alandaki hizmetler için güçlü bir talebin olacağı; perakende alan için hesaplanan oran il için hesaplanan orandan küçükse, bu pazar alanı için talebin doymuş olduğu söylenebilecektir. Aşağıdaki örnekte, bu analiz türünde bu oranın nasıl kullanıldığı gösterilmektedir:

Pazar Alanı Oranı

Pazar alanında yerleşilebilecek perakende alan = 425,000 m²

Pazar alanı nüfusu = 10,000 kişi

Dolayısıyla, pazar alanı oranı 42.5 m²/kişi'dir (425,000 / 10,000).

İl Oranı

İldeki yerleşilebilecek (ikamet edilebilecek) perakende alan = 1,000,000 m²

İl nüfusu = 40,000 kişi

Dolayısıyla, il oranı 25 m²/kişi'dir (1,000,000 / 40,000)

Pazar alanı oranı il oranını aştığı için söz konusu piyasada oldukça güçlü bir talep olduğu ifade edilebilir. Böyle bir pazarda yeni yatırımların yapılabilmesi için pazar alanındaki nüfusun gelir seviyesi, il geneline göre oldukça yüksek olması gerekir. Aksine, il oranı pazar alanı oranını aşsaydı, söz konusu pazar alanındaki talep, doymuş olarak yorumlanabilirdi.

Pazar koşulları çok dikkatli irdelenmelidir. Eğer pazar alanındaki ortalama gelir düzeyi, il ortalamasından anlamlı ölçüde yüksekse, pazarda ekstra perakende hizmetlere de bir talep olabilir. Her bir alandaki mevcut yerleşim, diğerleriyle kıyaslanmalıdır, çünkü bir alandaki aktivite alanları (eğlence, spor vb) diğerlerinden daha fazla olabilir. Bir pazar alanındaki çok nitelikli bir perakende alışveriş merkezi diğer alanlardan, şehrin diğer bölgelerinden de müşteri çekebilir. Bu faktörler, oranların bir alandan diğerine farklılaşmasına neden olur.

Bir sonraki aşama, perakende hizmetlerin yapıldığı gayrimenkullerin alabileceği pazar payının belirlenmesidir. Bu konuda Tablo 2.2.'de örnek verilmiş olup, rasyo tekniğinin uygulaması da gösterilmiştir.

Tablo 2.2. Finanse Edilebilecek Perakende Alan Projeksiyonu

Yıl	Kişi Başına Gerekli Alan (m ²)	Birincil Ticaret Alanına 1.5 Mil Mesafe Dahil Nüfus	Toplam Finanse Edilebilecek Perakende Alan (m ²)
Cari	11.0	9,774	107,514
1	11.0	10,817	118,987
2	11.0	20,798	228,778
3	11.0	23,211	255,321

Bu alandaki perakende satışların tutarı (genel ticari mallar, ev ve oto gereçleri, erkek-kadın-genç-çocuk giyimleri, spor eşyaları, gıda malları vb.)

797,500,000 USD'dir. Bölge nüfusu 290,000 kişi olarak tahmin edilmektedir. Dolayısıyla, bölgedeki bir alışveriş merkezi için kişi başına talep 2,750 USD'dir (797,500,000 / 290,000).

Bu örnek pazar alanındaki bir perakende semt alışveriş merkezinden beklenen satış tutarı m² başına 250 USD'dir.

Kişi başına talep tutarının (2,750 USD), semt alışveriş merkezinin beklenen m² başına getirisine (250 USD) bölümü, kişi başına perakende alan büyüklüğü olan 11 m²'yi vermektedir (2,750 / 250 = 11). Bu bilgilerden hareketle ve nüfus tahmininden yararlanarak Tablo 2.2.'deki gibi, toplam finanse edilecek alan hesaplanabilir.

Perakende Hizmetlerin Verildiği Gayrimenkullere Talebin Kaynağı; Söz konusu gayrimenkullere talep, hane halkının satınalma gücünün ve gelirinin ne kadarını perakende mallar harcadığının bir fonksiyonudur. Perakende mallar için harcanan para miktarı, piyasada iş yapmak isteyen tipik bir dükkânın (mağazanın) yapması gereken ciroyu ifade eden bir dönüşüm faktörü uygulanarak, perakende alan talebine dönüştürülür.

$$\frac{(cH \times AH_i \times CR_i)}{SR \text{ (m}^2 \text{ başına)}} = \text{Yıllık yeni perakende alan talebi (m}^2 \text{ cinsinden)}$$

Burada,

cH = Pazar alanındaki hane halkı sayısındaki yıllık değişme

AH_i = Ortalama (ya da medyan) hane halkı başına yıllık gelir

CR_i = Perakende hizmetler yoluyla hane halkı gelirinden alınan pay

SR = Bu pazar alanının perakende hizmetleri cezbetmesi için gerekli

olan m² başına satış tutarı

Bu teknik, beş yıllık bir öngörü dönemi için ve aşağıdaki verileri kullanarak şöyle uygulanabilir:

Veriler:

$cH = 6,918$ (gelecek beş yıldaki hane halkı sayısı değişimi)

$AH_i = 65,000$ USD (ortalama hane halkı geliri)

$CR_i = \% 38$ (perakende harcamaların gelire oranı)

$SR = 250$ USD

Bu perakende alan için talep, aşağıdaki gibi hesaplanabilir:

$(6,918 * 65,000 * 0.38) / 250 = 683,498 \text{ m}^2$ (gelecek beş yıl için gerekli perakende alan, veya yıllık ortalama olarak $136,700 \text{ m}^2$)

İş Merkezleri alanı talebi, işyeri olarak kullanılacak yerlerin sağlayabileceği hizmetlerden, veya daha direkt bir ifade ile, bu işyeri alanlarını kullanacak çalışanların talebinden türetilir. Kısa dönemde, işyerlerinde çalışan kişilerin genel nüfusa oranı yaklaşık olarak sabittir. İşyeri alanı talebi, aşağıdaki eşitliklerde verildiği gibi analiz edilebilir.

$$OS_m / P_m = (OS/P)_m$$

$$OS_c / P_c = (OS/P)_c$$

$$OS_m / OE_m = (OS/E)_m$$

$$OS_c / OE_c = (OS/E)_c$$

Burada,

OS_m ve OS_c = sırasıyla, pazar alanındaki ve ildeki işyeri sahası (m²)

P_m ve P_c = sırasıyla, pazar alanı ve ildeki ofis çalışanı sayısı

$(OS/E)_m$ ve $(OS/E)_c$ = sırasıyla, pazar alanı ve ildeki ofis çalışan başına düşen ofis alanı

İşyeri alanı için talep, şu genel denklemle ifade edilebilir.

$$cOE * SF, OS/E * CR_m = \text{Pazardaki ofis alanı talebi (yüzölçümü, m}^2\text{)}$$

Burada,

cOE = belirli bir dönem için ofis çalışanı sayısındaki değişim

$SF, OS/E$ = Çalışan başına ofis alanı (yüzölçümü, m^2)

CR_m = Pazarın toplam talepten alacağı pay

Konut talep tahmini, nüfus, istihdam, gelir ve pazar alanındaki hane halkı sayısına bağlıdır.

$$(cH + nR) - (V_a - V_n) - (UC_a - UC_n) = \text{yeni konut talebi}$$

Burada,

cH = belirli bir dönem için pazar alanındaki hane halkı sayısındaki değişim

nR = mevcut konut stokundan kullanılmaz hale gelecek (yıkılacak) konut sayısı

V_a = mevcut boş konutlar

V_n = piyasanın dengede olduğu durumda boş kalan konut sayısı (dönemsel olarak boş kalacak ortalama konut sayısı)

UC_a = mevcut durumda inşası devam eden konut sayısı

UC_n = normal (ortalama) olarak inşa edilen konut sayısı

2.2.4.1.3. Arz Tahmini

Gayrimenkul arzı, pazar alanındaki rakip taşınmazlar bağlamında irdelenmelidir. Arz miktarı, taşınmazların fiyatlarının ve yeni inşa edilen binaların maliyetlerinin bir fonksiyonudur. Arzın, mevcut durumdaki arz ve gelecekte buna eklenecek yeni arz olmak üzere iki bileşeni bulunmaktadır.

Arzın tahmini, en genel analiz düzeyi olan Düzey A, bunun tarihsel ve demografik veriler kullanılarak daha detaylandırılmış hali olan Düzey B ve çok ileri teknikler kullanılarak yapılan Düzey C olmak üzere farklı detayda ve farklı teknikler kullanılarak yapılabilir. Piyasa araştırma şirketleri tarafından sağlanabilecek ikincil veriler kullanılarak arz tahmini yapılabileceği gibi, daha derin analizler için bireysel görüşmeler ve saha çalışmaları yöntemleriyle elde edilecek birincil veriler de pazar arz tahmininde kullanılabilir.

2.2.4.2. En Verimli ve En İyi Kullanım Analizi

Gayrimenkul değerlemede arazi kalıcı bir varlık olarak kabul edilir. Ancak, arazi üzerinde yapılan iyileştirmelerin sınırlı bir ömrü bulunmaktadır. Arazinin taşınmazlığı nedeniyle her parselin kendine özgün bir yeri vardır. Arazinin kalıcılığı aynı zamanda onun üzerinde sınırlı ömre sahip tesislerden sonra da var olacağı anlamına gelmektedir.

Arazinin kendine özgü özellikleri onun en uygun yararlılığını belirlemektedir. İyileştirilmiş bir arazi ona veya üzerine yapılan iyileştirmelerden ayrı olarak değerlendirildiğinde, ekonomik prensipler, yapılan iyileştirmeler mülkün toplam değerine katkı yaptıkça veya azalmaya neden oldukça değerlendirilmesini gerektirir. Böylece, en verimli ve en uygun kullanım kavramı temeline dayanan arazinin pazar değeri, arazinin fayda ve sürekliliği ile birlikte piyasa açısından arazinin tek başına değeri ile iyileştirilmiş durumdaki pazar değeri arasındaki farkı oluşturan değeri de yansıtır. Mülklerin çoğu arazi ve ilgili iyileştirmelerle birlikte değerlendirilir. Böyle

durumlarda, değerleme 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:

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

En verimli ve en iyi kullanım kavramı, her ne kadar iki veya daha fazla sayıda taşınmaz mülk parseli fiziksel benzerliklere sahip olsalar ve birbirlerine çok benzeseler de, kullanım şekilleri açısından önemli farklılıklarının olabileceği düşüncesine dayanmaktadır. Bir mülkün en verimli şekilde nasıl kullanılabileceği, o mülkün Pazar Değeri'nin tespit edilmesinde temel oluşturmaktadır.

En verimli ve en iyi kullanımı belirleyen temel unsurlar, aşağıdaki soruların cevaplarını içermektedir:

- Kullanım makul ve olası bir kullanım mıdır?
- Kullanım yasal mı veya kullanım için bir yasal hak alabilme olasılığı var mı?
- Mülk fiziksel olarak kullanıma uygun mu veya uygun hale getirilebilir mi?
- Önerilen kullanım finansal yönden gerçekleştirilebilir mi?
- İlk dört test sorusunu geçen kullanım şekilleri arasında seçilen en verimli ve en iyi kullanım, arazinin geręekten en verimli kullanımı mıdır?

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 Değerleme Uzmanı tarafından açıklanmalıdır. Analizler, bir veya birkaç kullanımın mantıki olarak olası kullanımlar olduğunu belirlediğinde, bu kullanımlar finansal olarak test edilirler. Diğer testlerle birlikte en yüksek değerle sonuçlanan kullanım, en verimli ve en iyi kullanımdır.

En verimli ve en iyi kullanım, tüm Pazar Değeri değerlemeleri için yapılan analizlerin temelini oluşturur. Taşınmaz mülk pazarının davranışlarını ve dinamiğini anlamak için mülkün en verimli ve en iyi kullanımını belirlemek gereklidir. Pazar Değeri'ni pazardaki güçler oluşturduğundan pazar güçleri ile en verimli ve en iyi kullanım arasındaki etkileşimin büyük önemi vardır. En verimli ve en iyi kullanım, bir mülkün kullanılabileceği alanlar arasında en kârlı olan kullanımı göstermektedir ve bu nedenle de pazar odaklıdır.

Arazinin boş haldeki en verimli ve en iyi kullanımı ile geliştirilmiş bir arazi parçasının en verimli ve en iyi kullanımı arasında bir fark olması mümkündür. Birçok ülkede, daha verimli bir kullanım mümkün olsa bile, binaları yıkmak yasalara aykırı olabilir. Bina yıkılmasının ve arazinin temizlenmesinin yasal ve mümkün olduğu yerlerde bu işlemlerle bağlantılı maliyetler, yeni inşaatların ekonomik olarak uygun olmayan inşaatlar olmasına neden olabilir. Bu nedenle, arazinin boş en verimli ve en iyi kullanımı ile mülkün geliştirilmiş en verimli ve en iyi kullanımı arasında farklılıklar olması mümkündür. Değerleme uzmanı, bu hususları analiz edip rapor etmeli ve hangi en verimli ve en iyi kullanımın seçilmiş olduğunu açıkça belirtmelidir. Değerleme uzmanı ayrıca en verimli ve en iyi kullanımın seçimi için destek de vermelidir.

Birçok ülkede, arazi üzerinde herhangi bir iyileştirme yokmuş gibi varsayılp, en verimli ve en iyi kullanım esas alınarak, arazi değeri tahmini yapmak gerekmektedir. Böyle bir en verimli ve en iyi kullanım analizi tabii ki arazi boşsa gereklidir, ancak, iyileştirmeler mevcut olduğunda bu iyileştirmelerin verimliliğini tespit ederken aynı zamanda bir de ekonomik

temel sağlamış olurlar. Bu uygulama ayrıca iyileştirmelerde mevcut olabilecek tahakkuk etmiş amortismanın kapsamını tespit etmek amacıyla pazar bilgilerinin analiz edilmesini de içerir. Diğer ülkelerde veya, eğer varsa, boş arazi satışlarına dair pazar bilgilerinin çok az olduğu durumlarda arazi değerinin tahmin edilememesi olasıdır. Her bir ülkedeki yerel düzenlemeler, bu gibi durumlarda uygulanması gereken standartları verir, ancak her şart altında bu tür kısıtlamalar tamamıyla ve açık bir şekilde ortaya konulmalıdır.

Herhangi bir taşınmaz mülk veya kişisel mülkiyetin değerlemesinde temel ölçüt onun yararadır. Değerleme sürecinde uygulanan yöntemlerin amacı, değerlemesi yapılan mülkün, yararlılık ve kullanılabilirlik derecesinin tanımlanması ve ölçülebilmesidir. Bu işlem yararlılık kavramının yorumlanmasını gerektirir.

Yararlılık, mutlak bir durumu belirtmekten ziyade, göreceli veya kıyasa dayalı bir terimdir. Örneğin, bir tarım arazisinin yararı üretim kapasitesiyle ölçülür. Arazi, geliştirilme potansiyeline sahipse, üretim verimliliği, ikamet, ticaret, endüstri veya karışık amaçlı kullanımları nasıl desteklediğine bakılarak ölçülür. Sonuç olarak arazi değeri, arazinin üretim kapasitesine etkide bulunan yasal, fiziki, işlevsel, ekonomik ve çevresel faktörler açısından yararlılığı dikkate alınarak belirlenir.

Temel olarak mülk değerlemesi, belirli bir mülkün kullanımı ve piyasada genellikle ne şekilde alım-satım konusu olduğuna bağlı olarak yapılır. Bazı mülkler için en yüksek fayda, söz konusu mülkün bireysel bazda işletilmesiyle elde edilir. Diğer mülkler ise, bir mülk grubunun parçası olarak işletiliyorsa daha fazla bir değere sahip olabilir (Örneğin, otel, restoranlar, perakende satışı mağazaları zinciri gibi ticari yatırımların sahipliği ve yönetimdeki mülkler gibi). Bu nedenle, bir mülkün yararlılığı incelenirken, onun bireysel bazda olmasıyla bir grubun parçası olması arasındaki ayrımın yapılması gerekir. Değerleme uzmanı mülke, ayrı bir varlık veya bir bütünün parçası olsa da, piyasanın ona baktığı gözle bakar. Tipik olarak, değerlendirme

uzmanı, mülkün değerini başlı başına ayrı bir varlık olarak değerler ve sonucu bildirir. Bir bütünün veya bir portföyün parçası olarak ele alınan bir mülkün değeri, onun tek başına sahip olduğu değerden farklı ise, bu ayrıca ele alınmalı ve belirtilmelidir.

Kendine yeterli, bağımsız işletilen müstakil mülkler, bireysel bazda normal yollardan el değiştirir ve bu şekilde değerlendirilir. Bu gibi mülkler diğer mülklerle fonksiyonel ve ekonomik birlikteliklerden kaynaklanan daha fazla (veya daha eksik) bir değere sahip oluyorsa, bu ek veya özel değer, değerlendirme sürecinde değerlendirme uzmanının kendi gözlemine veya müşterinin açıkladığı talimatlara göre değerlendirme işleminde açıklanmalı ve belirtilmelidir. Bu şekildeki herhangi bir değer tahmini, onu destekleyen açıklayıcı bir beyan olmadan pazar değeri olarak adlandırılmaz.

Bireysel bir mülk, başkalarının sahip olduğu bitişindeki bir mülke fiziki veya işlevsel ilişkisi veya birtakım özel ilgileri olan alıcıya karşı çekiciliği sebebiyle, ayrı bir birim olarak kendi değerinin üstünde ek veya özel bir değere sahip olabilir. Ortaya çıkan bu ek veya özel değer, Pazar Değerinden ayrı olarak bildirilir.

2.2.5. Arazi Değerinin Tahmin Edilmesi

Veri analizi yapıldıktan sonra, gayrimenkul değerlemede en önemli konulardan birisi arazi değerinin tahmin edilmesidir. Yapılacak her değerlendirme arazinin bulunan toplam değere katkısının bilinmesi önemlidir. Bu nedenle arazi değerinin tahmini 2.3.1.'de kapsamlı olarak verilmiştir.

2.2.6. Değerleme Yöntemlerinin Uygulanması

Yapılacak herhangi bir gayrimenkul değerlendirme, bir veya birden fazla değerlendirme yaklaşımının kullanılmasını gerektirir. Değerleme yaklaşımı terimi, yaygın bir şekilde kullanılan genel kabul görmüş analitik yöntemleri ifade

eder. Bu yaklaşımlar Değerleme Yöntemleri olarak tanımlanırlar.

Piyasaya dayalı değerleme yaklaşımlarında, doğal olarak, piyasadan elde edilen veriler kullanılarak değerlendirme yapılmaktadır. Bu değerlemelerde basiretli bir kişinin zaman, risk ve çeşitli güçlüklerin belirsizleştirici etkilerinin olmadığı bir ortamda, benzer mal ve hizmete sahip olmak için ödeyeceğinden daha fazlasını bu mal ve hizmet için ödemeyeceği ilkesine dayanır.

Pazara dayalı değerlendirme yöntemleri aşağıdadır;

Maliyet Yöntemi

Satışların (Emsal) Karşılaştırılması Yöntemi

Gelir İndirgeme Yöntemi

2.2.7. Bulunan Değerlerin Karşılaştırılması ve Değer Kararı

Değerleme sürecindeki son analitik adım, değişik değerlendirme yöntemlerine göre bulunan değerlerin karşılaştırılarak tek bir değer olarak verilmesi veya en çok nereye düşülebileceği veya yükselebileceği konusunda bir yargıya sahip olabilmek için, öngörülen değer bir değer aralığında verilmesidir.

2.2.8. Bulunan Değerin Raporlanması

Değerleme sürecinde son adım, yapılan değerlemenin bir rapor haline getirilmesi ve müşteriye sunulmasıdır. Hazırlanan rapor , doğal olarak, değerlendirme uzmanının görüşünü, tecrübesini ve sonuçta değere ilişkin yargısını ifade eder. Değerleme raporunun sonucu müşteriye yazılı olarak sunulabileceği gibi, sözlü olarak da sunulabilir.

2.3. GAYRİMENKUL DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Hepsi olmasa da birçok ülkede değerlendirme süreci için üç değerlendirme yaklaşımı kabul edilmektedir; emsal (satışları) karşılaştırma yaklaşımı, gelir indirgeme ve maliyet yaklaşımı. Yeterli verilere sahip bir pazarda maliyet yaklaşımı daha az uygulanabilir bir yaklaşım olsa da, karşılaştırılabilir verilerin eksikliğinin söz konusu olduğu durumlarda, maliyet yaklaşımı daha fazla kullanılmaktadır. Bazı ülkelerin yasaları bu üç yaklaşımdan birinin veya daha fazlasının uygulanmasını engellemekte veya sınırlandırmaktadır. Bu tür sınırlamalar olmadığı veya belirli bir yöntemin hariç tutulması için zorlayıcı başka sebepler bulunmadığı müddetçe, değerlendirme uzmanı her bir yaklaşımı göz önünde bulundurmalıdır. Bazı ülkelerde, değerlendirme uzmanı belirli bir yaklaşımın uygulanmaması için destekleyici veriler veya geçerli diğer sebepleri sunamıyorsa, bu yaklaşımlardan her birinin uygulanması zorunlu tutulmaktadır. Bu yaklaşımlardan her biri kısmen de olsa İkame İlkesi'ni esas almaktadır. Bu ilke benzer veya yeterli miktarda emtia, mal veya hizmet mevcut olduğunda en düşük fiyatlı olanın en fazla talebi çekeceğini ifade eder. Basitçe belirtmek gerekirse, bir mülkün belli bir pazarda oluşan fiyatı, bu mülkle pazar payı için rekabet halinde olan diğer mülkler için genelde ödenen fiyatlarla, parayı bir başka yere yatırmanın sağlayacağı finansal alternatifler ve değerlendirme konusu mülkü benzer bir kullanım için yeni bir mülk inşa etme veya eski bir mülkü uyarılmanın (adapte etmenin) maliyetiyle sınırlıdır.

Değerlemenin bu üç yaklaşımı, hepsi aynı ekonomik ilkelere dayansa bile birbirlerinden bağımsızdır. Bu üç yaklaşım ile bir değer göstergesi geliştirilmek amaçlanmaktadır. Ancak nihai değer kararı, kullanılan tüm verilerin ve süreçlerin hesaba katılmasına ve farklı yöntemlerle elde edilen değer göstergelerinin nihai bir değer tahmini için mutabık hale getirilmesine bağlıdır.

2.3.1. Arsa Değerinin Tespiti

Değerleme süreci tablosuna (Tablo 2.1.) baktığımızda, arsa değeri tespiti için, üç değerlendirme yönteminden önce, ayrı bir şekilde yapıldığını görürüz. Bu nedenle arsa değeri analizi, değerlendirme raporlarında ayrı bir bölüm olarak veya maliyet yönteminin alt bölümü olarak yer alır.

Değerleme çalışmalarında sadece arsa veya arsa ile birlikte üzerindeki yapıların değeri hakkında bir fikir geliştirilmeye çalışılır. Her iki durumda da arsanın detaylı bir tarifi ve analizi yapılmak zorundadır. Üzerinde herhangi bir yapılaşma olmayan arsa tamamen boş durabileceği gibi, tarımsal bir amaç için tahsis edilmiş olabilir. Arsa, kırsal veya az gelişmiş bir yerde olabileceği gibi, konut, ticari, endüstriyel veya özel amaç için kullanılabilecek bir potansiyeli olan şehirleşmiş bir yerde de olabilir.

Eğer arsa belirli bir kullanım için faydalı ise, bu kullanım için bir talep var ise, arsa söz konusu kullanıcılar için bir değere sahiptir. Arsanın faydalı olması dışında, değerlemede dikkate alınması gereken birçok temel prensip ve faktör bulunmaktadır. Arsa değerlemesi bazen en kolay kısım olarak gözükmese de, uygulamada değerlemesi en zor iş olabilir.

Arsa değeri temel olarak etkileyen en önemli unsur arz ve taleptir. Ancak, belirli bir piyasada arsanın değerini etkileyen ana unsur arsanın ekonomik kullanımıdır. Örneğin, depo alanı olarak kullanılan bölgede bir arsa söz konusu ise, arsanın değeri girişimcinin depoculuk işinden kazanacağı para tutarından etkilenecektir.

2.3.1.1. Gayrimenkul Hakları ve Kamu Kontrolü

Arsa değerlemesinde üzerinde durulan en önemli konulardan birisi, arsanın sahibine sağladığı haklardır. Arsanın sahibine sağladığı hakların başlıcaları aşağıdadır;

- Arsanın belirli ölçülerde geliştirilebilmesi
- Başkalarına kiraya verilebilmesi
- Tarım yapılabilmesi
- Kazı yapılabilmesi
- Arsanın topografyasının değiştirilebilmesi
- Arsanın bölünebilmesi
- Arsanın diğer parçalarla birleştirilebilmesi
- Arsanın gelecekte kullanmak üzere tutulabilmesi
- İnşaat yapılabilmesi ve yapılanları değiştirilebilmesi

Değerleme uzmanı mümkün olduğunca yayınlanan yayınları, raporları, haritaları, kamu kayıtlarını incelemeli, söz konusu gayrimenkulu etkileyebilecek özel ve kamusal sınırlamaları takip etmelidir.

Hükümetler planlı büyümeyi sağlayabilmek için arsanın farklı kullanım şekilleri arasından hangisinin ilgili bölgelerde kullanılacağını belirlerler. Ayrıca, çoğu belediye ve beldeler de arsanın nasıl kullanılacağı ile ilgili bölgesel düzenlemeler yanında uzun vadeli amaçlar doğrultusunda detaylı master planlar yaparlar.

2.3.1.2. Fiziksel Özellikler ve İmkanlar

Arsanın fiziksel özellikleri, mevcut imkanlar ve arsa ile ilgili yapılan geliştirmeler arsanın kullanımını ve değerini etkiler. Değerleme uzmanı tarafından dikkate alınması gereke arsanın fiziksel özellikleri; büyüklüğü, şekli, cephesi, topografyası, yeri, manzarası, yüksekliği, eğim durumudur. Ayrıca, su, elektrik, doğal gaz, kanalizasyon, telefon gibi alt yapı yatırımlarının mevcut olması, arsanın potansiyel gelişimini, kullanımını ve değerini etkileyecektir.

2.3.1.3. En Verimli ve En İyi Kullanım

Arsa değeri daima en verimli ve en iyi kullanımı göz önünde bulundurularak değerlendirilmelidir. Arsa üzerinde bazı yapılaşma olsa bile, arsa değerinin hesaplanmasında, arsa boşmuş ve en ekonomik kullanımı için hazırmış gibi değerlendirilmelidir. Arsanın boşmuş gibi dikkate alınması değerlemede genel olarak kabul edilmiş bir kuraldır. Bu sayede arsanın ayrı olarak değerlendirilmesi ve analiz edilmesi kolaylaşmaktadır.

Arsa değeri en iyi kullanıma göre hesaplandıktan sonra, arsa üzerindeki yapıların gayrimenkulun toplam değerine etkisi görülebilir. Arsa üzerindeki yapıların toplam değere katkısını bulmak için, gayrimenkulun piyasa değerinden, arsanın piyasa değeri çıkarılır. Bulunan değer arsa değerine eşit olabileceği gibi, arsa değerinin altında veya üstünde olabilir. Çoğu durumlarda arsa üzerindeki yapıların yıkılıp, arsanın boş hale gelmesi belirli bir masrafı gerektirdiğinden, gayrimenkulun toplam değeri, arsa değerinden düşük olabilir. Ancak, uygulamada yıkım gideri genellikle arsanın değerinden ayrı olarak, arsanın elde etme maliyeti olarak da kabul edilmektedir.

2.3.1.4. Arsa Değerleme Yöntemleri

Arsa değerinin hesaplanmasında genellikle en tercih edilen yöntem satışları karşılaştırma yöntemidir. Eğer söz konusu arsanın karşılaştırılabileceği yeterli sayıda benzer arsa yoksa, ihtiyatlı olmak kaydıyla, alternatif teknikler, örneğin, çıkarma, oran ve değişik gelir indirgeme yöntemleri kullanılabilir.

Arazi Değerlemesi için kullanılan bir emsal karşılaştırması tekniği, pazarda yakın geçmişte gerçekleşen işlemlere ilişkin fiili verilerin mevcut olduğu benzer arazi parselleri ile değerlendirme konusu mülkün doğrudan doğruya karşılaştırılmasını içerir. Her ne kadar satışlar en önemli husus olsa

da değerleme konusu mülkle rekabet eden benzer arazi parselleri için teklif edilen fiyatların analizi de, pazarın daha iyi anlaşılmasına katkı sağlayabilir.

Arazi Değerlemesi için ayrıca “Altbölümler Geliştirme Tekniği” de uygulanabilir. Bu süreç, belirli bir mülkün bir dizi parçalara bölünerek projelendirilmesini, bu süreç ile ilişkili gelir ve giderlerin geliştirilmesini ve sonuç olarak elde edilen net gelirlerin bir değer göstergesi olarak indirgenmesini kapsar. Bu teknik, bazı durumlarda destekleyici olabilir. Ancak, pazar değeri tanımıyla ilişkilendirmenin oldukça zor olabileceği bir dizi varsayıma tabidir. Değerleme uzmanının eksiksiz bir şekilde açıklaması gereken bu tür destekleyici varsayımların geliştirilmesi sırasında dikkat gösterilmelidir.

2.3.1.4.1. Çıkarma Yöntemi

Çıkarma yöntemi de bir başka dolaylı karşılaştırma tekniğidir (bazen soyutlama olarak da adlandırılır). Maliyetlerden amortismanların çıkartılmasıyla elde edilen sonucu diğer karşılaştırılabilir mülklerin toplam fiyatından çıkararak bir iyileştirme değeri tahmini elde edilmesini sağlar. Bakiye, olası arazi değerinin bir göstergesidir.

Çıkartma yönteminde gayrimenkulun satış değerinden, arsa üzerindeki yapıların amortisman düşölmüş maliyeti çıkarılarak, arsanın değerine ulaşılır. Bu yöntem genellikle gayrimenkulun toplam değeri içerisinde binanın katkısının az olduğu ve nispeten kolay tespit edilebildiği durumlarda kullanılır. Bu teknik kırsal alanlarda daha sık kullanılmaktadır.

Örneğin, dinlenme tesisi olarak kullanılan otoyol kenarındaki benzer eskilikte bir tesis en son 500,000 USD'ye satılmıştır. Değerleme uzmanı tarafından tespit edilen, binaların yeniden yapılma değerinin 200,000 USD ve amortisman oranının % 75 olduğunu varsayalım. Bu durumda binaların amortisman düşölmüş tutarı 50,000 USD olacaktır. Binaların 50,000 USD

tutarındaki değerini, 500,000 USD tutarındaki toplam satış değerinden düştüğümüzde, çıkarma yöntemine göre arsa değerini 450,000 USD olarak buluruz.

2.3.1.4.2. Oran Yöntemi

Bu yöntemde karşılaştırılabilir satışlar incelenerek, toplam gayrimenkul değeri içerisinde arsanın değeri, oran olarak tespit edilir. Daha sonra, söz konusu gayrimenkulun satış tutarına bu oran uygulanarak arsa değeri bulunur. Bu yöntem, elde yeteri kadar boş arsa satış verisi olmadığı zaman veya diğer yöntemlere göre bulunan arsa değerinin mantıklı olup olmadığını kontrol etmek amacıyla kullanılabilir. Bu oranın sağlıklı bir şekilde kullanılabilmesi için, belirli bir yere ve belirli kategorilerdeki gayrimenkullere göre üretilmiş ve zaman içerisinde test edilmiş olması gerekir. Bu yöntem, temel arsa değerlendirme yöntemleri içerisinde sıkça kullanılan bir yöntem değildir.

Örneğin, belirli bir bölgede satılan villaların değerinin 300,000 USD ile 350,000 USD arasında değiştiğini ve arsa değerinin toplam satış değerinin %25 ile %30 arasında olduğunu kabul edelim. Bu durumda arsa değeri 75,000 USD ile 105,000 USD arasında olacaktır.

2.3.1.4.3. Gelir İndirgeme Yöntemi

Arazi, ayrıca arazi kirası indirgeme yoluyla da değerlendirilebilir. Eğer arazi, bağımsız olarak bir arazi kirası üretebilecek nitelikteyse bu kira, yeterli pazar verilerinin mevcut olduğu durumlarda pazar değerine katılabilir. Ancak, belirli bir pazarı temsil edecek niteliği olmayan arazi kirası anlaşmasının özel şartları ve koşulları tarafından yanlış yönlendirilmemek için özen gösterilmelidir. Ayrıca, arazi kiralari, değerlendirme tarihinden yıllar önce yapılmış olabileceğinden, orada belirtilen kira tutarlarının zamanı geçmiş ve cari indirgeme oranlarını temin etmek zor olabilir.

Arsa değerini tahmin etmek için kullanılan gelir indirgeme yöntemleri, değerleme uzmanı tarafından elde edilmesi oldukça zor olan, güvenilir arsa ve bina indirgeme oranı gibi, bilgilerin bulunmasını gerektirir. Bu nedenle arsa değerlemesinde, çok özel durumlar hariç, bu yöntemler temel değerleme tekniği olarak kullanılmazlar.

Arsa değerlemesinde üç değişik gelir indirgeme yöntemi kullanılabilir. Bunlar;

- Arsaya kalan gelirin indirgenmesi
- Arsa kirasının indirgenmesi
- Net nakit akımının indirgenmesi

Arsaya kalan gelirin indirgenmesi ile arsa değerinin bulunmasında aşağıdaki verilere ihtiyaç bulunmaktadır.

- Bina değeri bilinmekte veya doğru bir şekilde tahmin edilebilmektedir.
- Gayrimenkule ait net işletme geliri bilinmekte veya tahmin edilebilmektedir.
- Hem binanın hem de arsanın indirgeme oranları piyasadan elde edilebilmektedir.

Bu verilerde meydana gelebilecek ufak değişiklikler arsa değerinde ciddi bir sapmaya yol açabilir. Arsaya kalan geliri bulabilmek için değerleme uzmanı aşağıdaki aşamaları takip etmelidir.

- Arsanın en verimli ve en iyi kullanım şeklini belirlemelidir.
- Değerleme tarihi itibarıyla piyasadan gayrimenkulun kira geliri ve işletme gideri tahmin edilmelidir.
- Gelirin ne kadarının binaya ait olduğu tahmin edilerek, bu tutar net işletme gelirinden çıkartılmalıdır.

- Kalan tutar arsaya ait net işletme geliri olup, bu tutar arsaya ait indirgeme oranı ile indirgenerek, arsa değeri tahmin edilmelidir.

Arsa kirasının indirgenmesi; Arsa kirası, arsanın işgal edilmesi ve kullanılması karşılığında ödene tutardır. Arsa kirasını arsanın piyasa değerine dönüştürmek için, piyasadan elde edilen indirgeme oranı kullanılmaktadır.

Bu yöntem, eğer piyasadan sağlıklı kira bedeli ve indirgeme oranı elde edilebiliyorsa faydalı bir yöntemdir. Eğer, mevcut kira bedelleri kira kontratında özel olarak belirtilen bazı kısıtlara göre belirlenmişse, doğal olarak piyasa değerini tam olarak yansıtmayacaktır. Bu nedenle, piyasa kira bedeline ulaşabilmek için, kısıtlama olmadan arsanın tam kullanım haklarına sahip olunması halinde olması gereken kira bedeline göre bazı düzeltmeler yapılmalıdır.

Net nakit akımının indirgenmesi (arsa geliştirme yatırımları için); İndirgenmiş nakit akımı analizi, gelişme potansiyeli olan boş arsaların değerlemesinde kullanılmaktadır. Mevcut bir arsayı, en iyi ve en verimli kullanım esasına göre, parsellere veya bölümlere ayrıştırarak değerlemek, değerlendirme uzmanlarının temel görevlerinden birisidir. Bununla birlikte alt bölümlere ayırarak geliştirme analizi yapmak oldukça karmaşık bir süreçtir. Güvenilir piyasa verisi olmaksızın kullanıldığında, en yanlış sonucu veren arsa değerlendirme tekniği olabilir. İndirgenmiş nakit akımı analizi ile arsa değerini tahmin etmek için değerlendirme uzmanı arsanın gelişim sürecini ve söz konusu arsanın piyasa değerini etkileyen tüm faktörleri tam olarak biliyor olması gerekmektedir.

Arsa geliştirme analizi yaparak net nakit akımını tespit edebilmek için, alt bölümlere veya parsellere bölünebilecek büyüklükte bir arsa olmalıdır. Arsa en iyi ve en yoğun kullanıma göre bölündükten sonra, arsanın niteliğine göre, konut, ticari veya endüstriyel kullanım amacıyla, inşaatı yapacak kişilere veya son kullanıcılara satılır.

Geliştirme analizi ile boş bir arsayı parsellere bölerek, indirgenmiş nakit akımları ile değerini tahmin etmek için gerekli aşamalar aşağıda verilmiştir;

- Arsanın en iyi ve en verimli kullanım şekli belirlenir.
- Arsanın alt bölümlere ayrıştırma planları yapılır.
- Geliştirme maliyeti ve zamanlaması tespit edilir.
- Pazarlama gideri ve elde tutma süresince yapılacak giderler tahmin edilir.
- Yıllık gayrimenkul vergileri tahmin edilir.
- Nakit girişleri ve zamanlaması tespit edilir.
- Girişimci kârını içeren uygun indirgeme oranı tahmin edilir.
- Net nakit akımları indirgeme oranı ile indirgenerek arsanın bugünkü değeri bulunur.

Herhangi bir araştırma veya mühendislik çalışması olmadan, değerlendirme uzmanının bir arsayı, fiziksel, yasal ve ekonomik şartları dikkate alarak, en verimli şekilde alt bölümlere ayrıştırması oldukça zordur. Ancak, yöredeki benzer yapılaşmalardan ve bölge planlarından yararlanılarak mantıklı bir bölümlendirme yapılabilir. Ayrıca, arz, talep, gelir, gider ve indirgeme oranının doğru bir şekilde tahmin edilebilmesi için, değerlendirme uzmanının proje değerlendirme konusunda tecrübeli bir kişi olması gerekmektedir. Bu yöntem, diğer yöntemlere göre tahmin edilen arsa değerinin kontrol edilmesinde de kullanılabilir.

2.3.2. Maliyet Yöntemi

Satışları karşılaştırma ve gelir indirgeme yöntemleri gibi maliyet yaklaşımı ile değerlendirme de, karşılaştırma temeline dayanır. Maliyet yaklaşımında, değerlendirme uzmanları söz konusu yapının tamamen aynısını yeniden inşa edilmesinin veya benzerinin yerine konmasının maliyetini karşılaştırırlar. Bu karşılaştırma yapılırken yapının yaşı, mevcut durumu ve

sağladığı imkan farklılıkları dikkate alınır. Piyasa katılımcıları yapının maliyetini, piyasa değeri ile ilişkilendirecekleri için, maliyet değeri piyasa değeri hakkındaki görüşü de etkileyecektir. Alıcılar mevcut bir yapının değeri hakkında karar verirken, sadece piyasadaki fiyatları ve kiralari ile benzerlerini karşılaştırmazlar, aynı zamanda benzer fiziksel yapı ve imkanları olan yapıların yeniden yapılmasının maliyetini de göz önünde bulundururlar.

Maliyet yaklaşımında karşılaştırılabilir veriler, inşaat veya geliştirme maliyetleriyle bağlantılıdır ve miktar, nitelik ve fayda açısından farklılıkları da hesaba katmak amacıyla ayarlamalar yapılmaktadır.

Binaların değerini tahmin etmek için maliyet yöntemi uygulanırken, iki temel maliyet yaklaşım kullanılmaktadır;

- Yeniden inşa etme maliyeti (Reproduction Cost)
- Yerine koyma maliyeti (Replacement Cost)

Bu yöntemler belirli bir yapının satın alınması yerine, kişinin arsa satın alıp, söz konusu mülkün tam aynısını veya aynı yararı sağlayacak benzer bir yapıyı inşa edebileceği olasılığını dikkate alır. İnsanların, zaman kısıtı, çeşitli olumsuzluklar ve riskler olmadıkça, eşdeğer mülk için daha fazla ödeme yapması normal karşılanmaz. Ancak, alıcının arsa alıp, inşaat yapacak kadar vakti yoksa veya bu zahmete katlanmak istemiyorsa, mevcut bir yapıyı biraz daha fazla değer ödeyerek satın alabilir.

Maliyet yaklaşımını kullanmak için, mevcut inşaat tekniklerini ve maliyetlerini bilmek ve uygulama zorluklarına katlanmak gerektiğinden, bir çok değerlemeci bu yöntemi sıkça kullanmaz. Bazı değerlendirme raporlarında ise subjektif veri kullanılarak, maliyet yaklaşımı ile değer tahmini kolayca yapılmaya çalışılmaktadır.

Mevcut veya yeni yapılacak bir binanın maliyetini tahmin etmek için

geleneksel olarak üç yöntem kullanılmaktadır. Bu yöntemler hem uygulamada gerekli olan zaman ve uğraş açısından, hem de içeriğindeki detaylar açısından birbirlerinden farklılaşmaktadır. Bu yöntemler aşağıdadır;

- Karşılaştırmalı birim yöntemi
- Birim iş yöntemi
- Miktar araştırma yöntemi

Değerleme uzmanı değerlendirme tarihi itibarıyla bulduğu yeniden inşa etme veya yerine koyma maliyetinden amortismanları çıkarır. Bulunan maliyet değerine arsanın değer eklenip, amortisman tutarı çıkartılığında, mevcut koşullar altında söz konusu yapıya ödenmesi gereken tutar hakkında bir yargıya sahip olunur.

2.3.2.1. Uluslararası Değerleme Standartları

Maliyet yaklaşımı, yüklenici (müteahhit) yöntemi olarak da bilinir ve birçok ülkede tanınan bir yaklaşımdır. Herhangi bir uygulamada maliyet yaklaşımı ile değer belirlenirken, araziyi satın alıp, gecikmeden kaynaklanan herhangi bir anormal gider olmaksızın, yeni bir mülk inşa etmenin maliyetlerini veya aynı kullanımı elde etmek amacıyla eski bir mülkü uyarlamanın maliyetlerini tahmin ederek değeri belirler. Arazinin maliyeti toplam inşaat maliyetine eklenir (Uygulanabilen durumlarda girişimcilik teşviki veya geliştirmecinin kâr/zarar tahmini de genelde inşaat maliyetlerine eklenmektedir.).

Maliyet yaklaşımı, normalde belirli bir yeni mülk için pazarın ödeyeceği meblağın üst limitini belirtmektedir. Daha eski bir mülk için, pazar değerine yaklaşık gelen bir fiyatı tahmin etmek amacıyla çeşitli amortisman yolları kullanılarak (fiziksel yıpranma; fonksiyonel veya teknik değer kaybı ve ekonomik veya harici değer kaybı) tahakkuk eden bazı karşılıklar düşülür. Hesaplamalar için mevcut verilerinin kapsamına bağlı olarak maliyet

yaklaşımı, Pazar Değeri'nin doğrudan bir göstergesini verebilir. Maliyet yaklaşımı, önerilen inşaatın, özel bir amaca yönelik mülklerin ve pazarda sıkça el değiştirmeyen diğer mülklerin Pazar Değerleri'nin tahmininde çok kullanışlıdır.

2.3.2.2. Değerleme Süreci

Maliyet yöntemi ile ilgili tüm veriler toplandıktan sonra, değerlendirme aşağıdaki süreç takip edilerek yapılır (Appraisal Institute, 2001);

- Arsanın değerinin tahmin edilmesi. Bu tahmin arsanın boş olduğu ve en iyi şekilde kullanıldığı varsayımına dayanmaktadır.
- Hangi maliyet yönteminin bu iş için daha uygun olduğu tespit edilir; yeniden inşa etme maliyeti veya yerine koyma maliyeti
- Değerleme tarihi itibarıyla direkt ve dolaylı maliyetin tahmin edilmesi
- Piyasa analizi ile uygun bir girişimci kârı veya teşviki hesap edilir.
- Yapının toplam maliyetine ulaşmak için direkt maliyet, dolaylı maliyet ve girişimci kârı toplanır.
- Yapının amortisman tutarının hesaplanması. Gerekli durumlarda üç yıpranma yöntemine göre de hesaplanabilir; fiziksel yıpranma, fonksiyonel yıpranma, dışsal (çevresel) yıpranma.
- Toplam maliyetten tahmin edilen amortisman tutarı düşülerek, amortisman düşülmüş toplam maliyet tahmin edilir.
- Amortisman düşülmüş maliyete arsa değeri eklenir.
- Mobilya, demirbaş ve ekipman veya maddi olmayan varlık mevcut ise gerekli düzeltmeler yapılır.

2.3.2.2.1. Arsa Değeri

Maliyet yöntemi ile değerlemede binaların amortisman düşmüş maliyetine, arsanın tahmin edilen piyasa değeri eklenmektedir. Arsa değerinin

tespiti Bölüm 2.3.1.'de detaylı bir şekilde incelenmiştir.

2.3.2.2.2. Yeniden İnşa Etme veya Yerine Koyma Maliyeti

Değerleme tarihi itibarıyla bir binanın inşa etme maliyetini bulmak için, binanın yeniden inşa etme veya yerine koyma maliyeti tahmin edilir. Maliyet yaklaşımı teorik olarak yeniden inşa etme maliyetini esas alır. Ancak, yerine koyma maliyeti, bulması daha kolay olduğu ve amortisman analizinin karmaşasını azalttığından, genellikle daha çok kullanılmaktadır.

Yeniden inşa etme veya üretme maliyeti; aynı inşaat malzemeleri, aynı tasarım ve işçilik kalitesi ile orijinal yapının aynısının üretilmesinde karşılaşılabilecek maliyettir. Yerine koyma maliyeti ise, yapının modern inşaat malzemeleri, tasarım teknikleri ve işçilik kullanılarak yeniden üretilmesinin maliyetidir. Yerine koyma kavramında, artık kullanılmayan modası geçmiş inşaat malzemelerinin, tasarım ve işçilik tekniklerinin kullanılması elimine edilerek fonksiyonel eskimenin bir çok şekli ortadan kaldırılmaktadır. Konut, ticari ve endüstriyel amaçlı taşınmazların maliyet bedelleri yerine koyma maliyeti ile belirlenmeli, özel amaçlı ticari ve endüstriyel taşınmazlarda yeniden üretme maliyeti hesaplanacaksa, yıpranmanın tüm formları ve özellikle fonksiyonel yıpranmanın kestirimi dikkate alınmalıdır (Açlar ve Çağdaş, 2002)

Yeniden inşa etme veya yerine koyma maliyetlerinden hangisinin kullanılacağına karar verirken en önemli etkenler, binanın yaşı, benzerinin olup olmaması ve binanın inşa edildiği zamandaki kullanım amacı ile şu andaki en iyi ve en verimli kullanımı arasında oluşan farktır. Teorik olarak her iki maliyet yöntemi de birbirine yakın sonuçlar üretmelidir. Ancak, uygulamada hem maliyetler hem de amortisman oranları farklı olmaktadır. Bu nedenle, maliyet kalemlerine ve amortisman oranı tespitine azami önem verilmelidir.

Binaların yerine koyma maliyeti, yeniden aynısını inşa etme

maliyetine göre genellikle daha düşük olmaktadır. Çünkü, yerine koyma maliyetinde piyasada hazır ve daha ucuz olan malzeme ve teknikler kullanılarak maliyet hesaplanmaktadır. Yeniden inşa etme maliyetinin hesaplanmasında kullanılacak aynı malzemelerin piyasada mevcut olmaması ve inşaat standartlarının değişmiş olması, bu yöntemin en önemli dezavantajıdır. Bu nedenle, yerine koyma maliyeti, mevcut binanın değere katkısını ölçmede daha iyi bir göstergedir.

2.3.2.2.3. Direkt ve Dolaylı Maliyetin Tahmin Edilmesi

Bir binanın toplam maliyetini tahmin etmek için direkt ve dolaylı maliyetlerin tahmin edilmesi gerekmektedir. Direkt inşaat maliyetleri, değerlendirme tarihi itibarıyla, binayı inşa etmek için gerekli olan malzeme, ekipman ve işçilik ile girişimcinin kârını kapsamaktadır. Dolaylı maliyetler ise inşaat sözleşmesinin bir parçası olmamakla birlikte, inşaat sırasında yapılması gerekli giderler ve karşılıklardır. Doğru bir maliyet tahmini yapabilmek için, her iki maliyet kaleminin de güvenilir kaynaklardan elde edilmesi gerekmektedir. Bir inşaatın maliyetine giren direkt ve dolaylı maliyetler genel olarak aşağıda verilmiştir;

Direkt Maliyetler

- Bina ruhsatları
- İnşaatla kullanılan malzemeler, ürünler ve gereçler
- İnşaatla kullanılan işçilik
- İnşaatla kullanılan ekipman
- Güvenlik gideri
- Şantiye binası ve çevre çiti
- İnşaat elektriği ve altyapı maliyetleri
- Girişimci kârı veya teşviği

Dolaylı Maliyetler

- Proje için mimarlık ve mühendislik ücretleri
- Değerleme, danışma, muhasebe ve hukuki giderler
- İnşaat süresince arazi ve sözleşmeye göre yapılan giderler
- İnşaat süresince ödenen sigorta ve vergiler
- İnşaat bittikten sonra faaliyete geçene kadar yapılan harcamalar
- Pazarlama giderleri, satış komisyonları
- Genel yönetim giderleri

Dolaylı maliyet giderinin basit bir şekilde hesaplanabilmesi için, bazen direkt maliyet toplamının bir yüzdesi olarak da ifade edilebilmektedir. Ancak, dolaylı maliyetlerinde ayrıntılı bir şekilde verilmesi tercih edilmelidir.

2.3.2.2.4. Girişimci Kârı ve Girişimci Teşviki

Bir binanın yapımında direkt ve dolaylı maliyetler değer bir göstergesi olarak kullanılırken, binanın inşası ile ilgili olarak girişimci tarafından alınan riske karşılık olarak, girişimciye yeterli ölçüde ekonomik bir ödül dikkate alınmalıdır. Bitmiş bir projede, inşa edilen yapının toplam maliyeti ile piyasa değeri arasındaki fark girişimcinin gerçekleşen kârı veya zararıdır.

$$\text{Piyasa Değeri} - \text{Toplam Maliyet} = \text{Girişimci Kârı (veya Zararı)}$$

Diğer bir deyişle, değerleme uzmanı kârı tespit edebilmek için, söz konusu yapının piyasa değeri ile güncel maliyetini karşılaştırır. Gerçek anlamda kâr elde edilip edilememesi girişimcinin binanın yerini, şeklini, maliyetini ve özellikle piyasadaki talebini ne kadar iyi analiz ettiğine bağlıdır.

Girişimci teşviki ise, projenin gerçekleştirilmesi ile ilgili alınan risklere karşı, girişimcinin bu işten beklediği kârı ifade eder. Girişimci kârı, literatürde daha çok bilinen ve kullanılan bir ifadedir. Girişimci teşviki özellikle

girişimcinin böyle bir riski almak için beklediği kârı tahmin etmede kullanılan bir ifadedir.

Piyasada yapılan araştırma sonucu girişimci kârı veya teşviki belirli bir aralıkta tespit edilebilir. Tahmin edilen kâr rakamı toplam maliyetin önemli bir parçasıdır. Beklenen kâr rakamı veya aralığı projenin büyüklüğüne ve inşa edilecek yapının cinsine göre değişebilir. Daha fazla yaratıcılık ve risk içeren yatırımlarda daha fazla kâr beklemek, piyasanın kabul ettiği bir yaklaşımdır.

Bina inşa edildikten yıllar sonra bile satılsa, girişimcinin kârı ancak satışla birlikte realize edilir. Söz konusu zaman içerisinde girişimcinin kârı, gayrimenkulun değeri içerisinde gizli kalır. Bina eğer sahibi tarafından inşa edilip kullanılıyorsa, girişimci kârı görünmez bir kalem olarak kalacaktır.

Piyasada talebin yoğun olduğu ve bu nedenle gayrimenkul fiyatlarının hızla arttığı bir dönemde, satış tutarı ile toplam maliyet arasındaki farkı tamamen girişimci kârı olarak tanımlamak hatalı bir yaklaşım olur. Bu nedenle, değerleme uzmanları gayrimenkulun maliyeti üzerine gelecek ek değerlerin analizini iyi yapmalı, arz ve talepte ortaya çıkan kısa dönemli dalgalanmaların girişimci kârı üzerine yaptığı etkileri, tecrübesini de kullanarak, mümkün olduğuunca arındırmalıdır.

2.3.2.2.5. Amortisman

Yeniden inşa etme ve yerine koyma maliyeti, yapıların güncel maliyetler ile yeni olarak yapılması halinde ortaya çıkan maliyettir. Amortisman tutarının tahmin edilerek, söz konusu yapının yeniden inşa etme veya yerine koyma maliyetinden düşölmesiyle, amortisman düşölmüş maliyet bulunmaktadır. Bulunan amortisman düşölmüş maliyet, binanın piyasa değerine yapılan katkıyı ifade etmektedir.

Bir binanın amortisman tutarını etkileyen üç önemli etken

bulunmaktadır. Bu üç etkenin toplam amortisman tutarına etkisinin birbirinden ayrılması oldukça zordur. Bu etkenler;

- Fiziksel Yıpranma
- Fonksiyonel Yıpranma
- Dışsal (Çevresel) Yıpranma

Fiziksel yıpranma normal kullanımdan kaynaklanan eskime ve yıpranmadır. Teorik olarak fiziksel yıpranma, inşaata başlandığı anda başlar ve yapının ömrü boyunca devam eder.

Zaman geçtikçe ve binanın özellikleri yeni yapılan binalara göre demode olmaya başladıkça, fonksiyonel yıpranma ortaya çıkar. Fonksiyonel yıpranma, kötü dizayn edilerek inşa edilen yeni yapılarda da ortaya çıkabilir.

Dışsal yıpranma, gayrimenkulun fiziksel veya fonksiyonel yıpranmasına neden olan faktörler dışında ortaya çıkan ve gayrimenkulun değerini olumsuz olarak etkileyen faktörlerdir. Bu faktörler, yapı sahibi veya kiracısı tarafından kontrol edilmesi mümkün olmayan ve gayrimenkulun yerinin sabit olması nedeniyle maruz kalınan dışsal etkilere dir.

Maliyet yaklaşımında hangi tür yıpranmadan kaynaklanırsa kaynaklansın, her türlü yıpranma tahmin edilen değerden düşülür.

Toplam Maliyet – Toplam Amortisman = Amortisman Düşülmüş Maliyet

Gayrimenkulun piyasa değerine ulaşmak için amortisman düşülmüş maliyet tutarına arsa değeri eklenir.

Amortisman Düşülmüş Maliyet + Arsa Değeri = Piyasa Değeri

Amortisman tutarının hesaplanmasında üç temel yöntemden birisi veya bir kaçı kullanılır.

- Karşılaştırma yöntemi
- Ekonomik ömür yöntemi
- Ayrıştırma yöntemi

Piyasa ile karşılaştırma ve ekonomik ömür yöntemi, yapıyı bir bütün olarak dikkate alıp, amortisman tutarını tek işlemde tespit ettiği için anlaşılması ve uygulaması çok daha kolay yöntemlerdir. Ayrıştırma yönteminde, fiziksel, fonksiyonel ve dışsal yıpranma ayrı ayrı hesaplandığı için daha kapsamlı bir hesaplama yöntemidir.

Hangi amortisman yöntemi kullanılırsa kullanılsın, sonuçta bulunan amortisman tutarı kadar ilgili yapının değerinde eksiltme yapılacaktır. Burada en önemli hususlardan birisi mükerrer hesaplama yapmamaktır. Yanlış hesaplama sonucu amortisman tutarının fazla hesaplanması, maliyet yöntemine göre yapının değerinin olduğundan düşük çıkmasına neden olacaktır.

Amortisman yöntemlerinin hepsi de doğrudan veya dolaylı olarak yapının yaşam süresini dikkate almaktadır. Teorik olarak bir yapının yaşam süresi bitince, arsası hariç, yapı tüm değerini kaybeder. Örneğin, bir binanın ömrü 50 yıl olarak kabul ediliyorsa, 50 yıl sonunda her türlü yıpranma ve eskime sonucunda, bina tüm değerini kaybeder ve boş arsa değeri üzerine bir katkı yapamaz. Üstelik, binaların sıhhi tesisatı, çatısı ve doğramaları gibi unsurlarının ömrü 50 yılda daha kısadır ve bu süreçte bir kaç kez bakım, onarım ve yenileme gerektirir.

Binanın yaşam süresi ve yaşı, toplam amortisman tahminlerinde temel olarak kullanılan verilerdir. Karşılaştırma ve ekonomik ömür yöntemlerinde kullanılan temel veriler şunlardır;

- Ekonomik ömür
- Efektif yaş
- Kalan ekonomik ömür

Efektif yaş tahmini ile yalnızca fiziksel yıpranma ve eskime dikkate alınmaz, aynı zamanda fonksiyonel ve dışsal etkilerden kaynaklanan yıpranma da dikkate alınır.

Ayrıştırma analizinde fiziksel yıpranmanın tahmini için kullanılan veriler;

- Faydalı ömür
- Mevcut yaş
- Kalan faydalı ömür

Ekonomik ömür kavramında fiziksel, fonksiyonel ve dışsal yıpranmanın hepsi birlikte dikkate alınır. Ayrıştırma analizinde kullanılan faydalı ömür kavramında ise, yapının sadece fiziksel yıpranması dikkate alınmakta olup, fonksiyonel ve dışsal yıpranma ayrıca hesaplanmaktadır.

Mevcut yaş, binanın inşasının tamamlanma tarihinden itibaren geçen süreyi kapsamakta olup, kronolojik yaş olarak da ifade edilmektedir. Mevcut yaş, amortisman analizinde iki yerde kullanılmaktadır. Birincisi, efektif yaşın tahmininde kullanılan bir veridir. İkincisi, ayrıştırma analizinde, bir yapının kısa vadeli ve uzun vadeli unsurlarının fiziksel yıpranmasının tahmininde kullanılan bir veridir.

Efektif yaş, bir yapının mevcut faydası ve durumunu gösteren yaş olup, değerlendirme uzmanının piyasa ile ilgili algılamaları sonucunda oluşan yargısını ve yorumunu esas almaktadır. Örneğin, bir yapı benzerlerine göre daha iyi korunmuş ise, bu yapının efektif yaşı gerçek yaşından daha küçük olacaktır. Aksine, bir yapı çok kötü bir şekilde kullanılmışsa, efektif yaşı

gerçek yaşından daha büyük olacaktır. Eğer, bir yapının normal bakım ve onarımları yapılıyorsa, efektif yaşı ve gerçek yaşı birbirine çok yakın veya eşit olacaktır.

Ekonomik ömür; bir yapının ekonomik ömrü inşa edildiği zaman başlar, gayrimenkulun toplam değerine katkı yapamadığı zaman biter. Bu ömür, bir yapının fiziksel olarak varolması beklenen süreden genellikle daha azdır. Bir yapı ekonomik olarak ömrünü doldurduğu zaman, yapı sahibinin önündeki seçenekler, binanın kısmen yenilenmesi, tamamen yenilenmesi, yeni bir modele dönüştürülmesi veya tamamen yıkılarak yeni bir yapının inşa edilmesidir. Piyasa koşulları, yapı sahiplerini, genellikle yapı fiziksel ömrünü tamlamadan, bu seçeneklerden birisini seçmek zorunda bırakır. Sürekli yapılan yenileme ve restorasyonlar binaların ekonomik ömürlerini uzatmaktadır. Bu nedenle, bir çok tarihi binaların ekonomik ömürleri fiziksel ömürlerinden daha uzun olmaktadır. Örneğin, 50 yıl ekonomik ömür biçilen bir binanın 20. yılda baştan sona yeni inşaat standartları ile yenilendiğini varsayalım. Bu durumda binanın ekonomik ömrü tekrar sıfırdan başlamakta ve 30 yıla düşen beklenen ekonomik ömür tekrar 50 yıla çıkabilmektedir.

Faydalı ömür; bir yapının inşa ediliş biçimine göre, fonksiyonlarını yerine getirmesi beklenen süredir. Bir yapıyı oluşturan unsurların bazılarının fiziksel ömürleri çok uzun, bazılarının ise kısadır. Örneğin, binanın betonarme kısmının beklenen fiziksel ömrü birkaç yüzyıl olabilir. Bunun yanında ısıtma, soğutma sistemleri, çatı, yer döşemeleri gibi unsurların fiziksel ömrü çok daha kısadır. Yapıyı oluşturan unsurların kısa ve uzun vadeli olarak ayrımı, ayrıştırma analizi uygulamasını yapabilmek için gereklidir. Çünkü, bu yöntemde yapıyı oluşturan her unsurun amortismanı ayrı olarak hesaplanmaktadır.

Kalan ekonomik ömür; mevcut bir yapının gayrimenkulun toplam değerine katkı yapmaya devam etmesi beklenen tahmini süredir. Bu kavram karşılaştırma ve ekonomik ömür yönteminde kullanılmaktadır.

Kalan faydalı ömür; yapıyı oluşturan bir unsurun mevcut yaşından, onun tahmin edilen toplam faydalı ömrüne kadar geçecek süredir.

2.3.2.3. Maliyet Tahmin Yöntemleri

Bina maliyetini tahmin etmede üç temel maliyet yöntemi uygulanmaktadır;

- Karşılaştırmalı Birim Yöntemi
- Birim İş Yöntemi
- Miktar Araştırma Yöntemi

2.3.2.3.1. Karşılaştırmalı Birim Yöntemi

Karşılaştırmalı birim maliyet yöntemi uygulanması en basit ve en kolay maliyet yöntemidir. Bu nedenle çoğu değerlendirme raporlarında kullanılan bir uygulamadır.

Karşılaştırmalı birim maliyet yöntemini uygulayabilmek için, değerlendirme uzmanı maliyet verileri mevcut olan ve son zamanlarda inşa edilmiş benzer binalar ile karşılaştırarak, söz konusu binanın yeniden inşa etme veya yerine koyma maliyetini tahmin eder. Birim maliyet karşılaştırılabilir binalardan bulunarak, değerlemesi yapılacak binaya uygulanır. Fiziksel farklılıklar ve zaman içerisinde ortaya çıkan maliyet farklarına göre düzeltmeler yapılır. Dolaylı maliyetler ve girişimci kârı birim maliyet içerisinde dikkate alınabileceği gibi, ayrı bir şekilde de hesaplanabilir.

Karşılaştırmalı birim maliyet yöntemine göre maliyet tespitinde genellikle aşağıdaki süreç uygulanır;

- Değerlendirilecek binaya benzer ve son zamanlarda inşa edilmiş ve yapıların satış fiyatları bulunur ve doğruluğu kontrol edilir.

- Karşılaştırılabilir her binanın maliyetinden satış fiyatından arsa değeri düşülerek, yeniden inşa etme veya yerine koyma maliyeti bulunur. Yeniden inşa etme veya yerine koyma maliyeti girişimci kârı dahil, tüm doğrudan ve dolaylı maliyeti içerir.
- Değerlendirilen binanın fiziksel özellikleri ile karşılaştırılan binaların fiziksel özellikleri mukayese edilerek farklılıklara göre düzeltme yapılır. Bu fiziksel özellikler binanın büyüklüğü, şekli, kullanılan malzemenin cinsi olabilir. Maliyet yaklaşımında düzeltmeler ilgili kalemlerin maliyeti bazında yapılmalıdır.
- Karşılaştırılabilir her bir binanın düzeltilmiş yeniden inşa etme veya yerine koyma maliyeti, binanın toplam m²'sine bölünerek birim m² maliyet bulunur.
- Karşılaştırılabilir binanın inşa edildiği tarih ile değerlendirme tarihi arasında geçen sürede maliyetlerde meydana gelen değişiklikler gözden geçirilir. Zaman farkı nedeniyle oluşan söz konusu maliyet farklarına göre düzeltme yapılır.
- Değerlendirilecek binaya ilişkin yeniden inşa etme ve yerine koyma maliyetine ulaşmak için, binanın büyüklüğüne göre gerekli düzeltmeler yapılır. Çoğu durumda binanın büyüklüğü arttıkça, birim maliyet düşmektedir.
- Analiz sonucunda bulunan birim maliyet, söz konusu binanın yeniden inşa etme veya yerine koyma maliyetini bulmak için kullanılır.

Karşılaştırmalı birim maliyet yönteminin basitliği, uygulamada bazen yanlış sonuçlara yol açabilmektedir. Bu nedenle değerlendirme uzmanı, değerlemesi yapılacak yapıyı, benzer yapılar veya gerçek maliyeti bilinen

standart yapılar ile dikkatli bir şekilde karşılaştırmalıdır. Aksi takdirde, analiz sonucu tahmin edilen değer yanlış olabilecektir. Bu yöntemin doğru bir şekilde uygulanması halinde ise, mantıklı bir yeniden inşa etme veya yerine koyma maliyetine ulaşılabilecektir. Doğru sonuca ulaşabilmek için, bina maliyetleri hakkında güncel veri toplanması ve benzer yapıların inşa sözleşmelerinin incelenmesi önemlidir. Her değerlendirme kuruluşu güncel maliyet verilerini kendi bünyesinde sürekli olarak takip edebileceği gibi, bu konuda hizmet veren kuruluşlardan da veri temin edilebilir. Maliyet verilerinin değişik piyasalardan elde edilmesi halinde ortaya farklılık çıkabilmektedir. Bu nedenle kullanılacak verilerin piyasadaki birinci elden alınması genellikle daha sağlıklı sonuçlar üretecektir.

2.3.2.3.2. Birim İş Yöntemi

Birim iş veya ayrıştırma yöntemi, maliyetleri tahmin etmek için karşılaştırmalı birim maliyet yöntemine göre daha detaylı bir çalışma yapmayı gerektirmektedir. Bu yöntemde değerlendirme uzmanı birim maliyetleri binayı oluşturan unsurlar (Örneğin, temel, duvarlar, çatı, asansör, elektrik sistemi, ısıtma sistemi, sıhhi tesisat sistem, garaj vb.) itibarıyla tespit eder ve bulunduğu maliyetleri söz konusu binaya uygular.

Birim iş maliyetinin tahmin edilmesi ile ilgili süreç aşağıda verilmiştir.

- Binanın değişik unsurları ile ilgili en son tarihli direkt maliyet verileri toplanır. Dolaylı maliyet ve girişimci kârı ile ilgili veriler elde edilir.
- Binanın inşa edilebilmesi için gerekli olan her bir unsurun miktarı belirlenir.
- Her bir unsurun toplam maliyetini tahmin etmek için bulunan söz konusu miktarlar birim maliyetler ile çarpılır.

- İnşaatı yapan girişimcinin kârı ve genel gider tahmini yapılır. Eğer, bu kalemler birim maliyet içinde yer almışsa (genellikle böyle yapılır), bu aşama dikkate alınmaz.
- Birim maliyetler içerisinde yer almayan her türlü dolaylı maliyet tahmin edilir ve maliyetlere eklenir.
- Yeniden inşa etme veya yerine koyma maliyetine ulaşmak için bulunan direkt ve dolaylı maliyetlere girişimci kârı eklenir.

Bu yöntem bir binanın maliyetini onun unsurlarına göre ayırtmaktadır. Böyle bir maliyet tahmini, binayı oluşturan unsurların kalitesinin belirlenmesi ve yeniden inşa etme veya yerine koyma maliyetini tahmin etmek için faydalıdır. Ancak, binanın yapımında kullanılan malzeme, ekipman ve işçilik maliyetlerini bir araya getirmek ve sonunda maliyet tahmini yapmak özel bir bilgi birikimini gerektirmektedir. Bu yöntem tam anlamıyla uygulandığı zaman, miktar araştırma yöntemi yerine kullanılabilir. Böylelikle, miktar araştırma yöntemine göre, daha az çabayla yeniden inşa etme veya yerine koyma maliyeti doğru bir şekilde tahmin edilebilir.

2.3.2.3.3. Miktar Araştırma Yöntemi

Maliyeti tahmin etme yöntemleri içerisinde en kapsamlı ve en doğru olan yöntem, miktar araştırma yöntemidir. Bu nedenle, bu yöntem, değerlendirme uzmanlarından daha çok, müteahhitler ve profesyonel maliyet tahmincileri tarafından kullanılmaktadır.

Miktar araştırma, bir yapının inşasında kullanılan tüm malzeme, ekipman ve işçiliğin, hem miktarını hem de kalitesini yansıtmaktadır. Kullanılan malzeme ve işçiliğin toplam tutarına ulaşmak için, bulunan miktarlar, birim maliyetler ile çarpılır. Bulunan maliyete genel giderler, beklenmeyen giderler ve girişimci kârı eklenir.

Projenin büyüklüğüne ve müteahhidin kaynaklarına bağlı olarak, miktar araştırması ve maliyet hesaplamaları maliyet analizcileri veya müteahhitten işi alan taşeronlar tarafından yapılabilir. Son zamanlarda inşaat işleri her bir kendi alanında uzmanlaşmış taşeronlar tarafından yapıldığı için, taşeronların yaptığı iş bazında verdiği maliyetler, müteahhit tarafından kendi hesaplamaları ile karşılaştırılabilir. Miktar araştırmasına göre tahmin yapabilmek için, hem müteahhit hem de taşeronlar malzeme, işçilik, genel gider ve kâr rakamlarını, miktar ve birim maliyet olarak tablo halinde hazırlamalıdır.

Miktar araştırma yöntemi, binalar ile ilgili tam bir maliyet analizini ortaya çıkarmakla birlikte, maliyetli, zaman alıcı ve genellikle uzman kuruluşlardan yardım alınmasını gerektiren bir yöntemdir. Bu nedenle bu yöntem rutin değerlemelerde çok az kullanılmaktadır.

2.3.3. Satışları (Emsal) Karşılaştırma Yöntemi

Satışları karşılaştırma yöntemi genellikle tarihi değer yaklaşımı olarak da tanımlanmaktadır. Bu yaklaşımın temeli, benzer gayrimenkullerin geçmişteki satış değerlerinin analizidir. Karşılaştırmada, değerlemeye konu gayrimenkulün benzerlerinin piyasadaki en son satış değerleri esas alınır. Böylelikle, değerlemeyi yapan kişide değerlendirilen gayrimenkul yaklaşık değeri konusunda bir fikir oluşur. Bu yaklaşımda kullanılan karşılaştırma analizi teknikleri, gayrimenkul değerlemesinin temelini oluşturmaktadır. Piyasadaki kiralardan, giderlerin, arsa değerlerinin, maliyetlerin, amortismanın ve değerlemede kullanılan diğer parametrelerin tespit edilmesi veya tahmin edilmesi, maliyet ve gelir indirgeme değerlendirme yaklaşımlarına da veri oluşturmaktadır. Bu yaklaşımın temel kabulü bir gayrimenkulün piyasa değerinin, benzer gayrimenkullerin satış fiyatı ile yakından ilişkili olduğudur. Özellikle konut değerlemesinde, pek çok satış bilgisine elektronik ortamda kısa sürede ulaşılabildiği için, en tercih edilen yöntemdir (Appraisal Institute, 2004).

Finansal varlıkları değerlemede Fiyat/Kazanç Oranı ve Piyasa Değeri/Defter Değeri gibi değerlendirme oranları sıkça kullanılmaktadır. Gayrimenkul yatırımlarını değerlemede de standart değerlendirme ölçüleri ve karşılaştırılabilir varlıklar kullanılarak değerlendirme yapılabilir. Benzer gayrimenkullerin değerlerini esas alarak değerlendirme yapmanın nedenleri aşağıdakiler olabilir;

- Bu yöntem, nakit akımı yaratmayan varlıkları değerlemede kullanılabilir. Örneğin, ailenin kendisini oturduğu evin değeri, aynı bölgedeki diğer benzer evlerin değerlerine bakılarak bulunabilir.
- Bu yöntem, henüz nakit akımlarına yansımayan piyasa trendlerini hesaplayabilir. Örneğin, yasa ile veya sözleşme ile kira gelirleri sınırlanmış ise, nakit akımları yöntemi piyasanın gerçek değerlerini yansıtmayacaktır.
- Bu yöntemin kullanılmasının diğer bir önemli nedeni de basitliğidir. Bu yöntemde, nakit akımları yöntemi ile değerlemede kullanılan iskonto oranının tahmini, yıllar itibarıyla yaratılacak nakit akımlarının tahmini gibi hesaplanması karmaşık olan verilere gerek duyulmaz.

Karşılaştırılabilir varlıkları esas alınarak yapılan bütün değerlemelerde ana sorun hangi varlığın karşılaştırmada esas alınacağıdır. Örneğin, Fiyat/Kazanç oranı ile hisse senetlerini karşılaştırarak yapılan değerlemede, benzer büyüme, risk ve temettü oranlarına sahip hisse senetleri birbirleriyle karşılaştırılırlar. Aynı sektörde faaliyet gösteren firmalar bile olsa, karşılaştırma yapabilmek için mümkün olduğunca homojen bir grup oluşturulmaya çalışılır. Bu yöntem ile gayrimenkulleri değerlemede de, varlıkların arasındaki benzerlikler ve farklılıklar ortaya konulmalıdır. Bu farklılıkların en önemlileri; büyüklük, yer, yaş ve yapı kalitesidir. Değerlemede kullanılan bu ölçülerin bazıları, örneğin büyüklük gibi, daha objektif ve herkes

tarafından daha kolay kabul edilebilir bir ölçü iken, bazıları, örneğin gayrimenkulun bulunduğu yer ve konumu gibi, daha subjektiftir.

Karşılaştırılabilir gayrimenkulleri değerlemede kullanılabilecek en basit ölçü m² fiyatıdır. Özellikle işyeri kiralalarının tespitinde, benzer yerlerdeki işyerlerinin kira bedelleri, kiralanan işyerlerinin m²'sine bölünerek, m²'ye düşen kira bedeli bulunabilir. Aynı şekilde satış bedeli, işyerinin m²'sine bölünerek, m²'ye düşen satış bedeli bulunabilir.

Gayrimenkulleri değerlemede kullanılabilecek en önemli diğer ölçü brüt gelir çarpanıdır. Bu çarpan gayrimenkullerin satış bedelleri, gayrimenkullerden elde edilen brüt yıllık gelire bölünerek hesaplanmaktadır.

Hisse senedi değerlemede karşılaştırılabilir varlıkları kullanmak oldukça tartışmalıdır. Çünkü, aynı sektörde faaliyet gösteren firmalarda bile, risk ve büyüme karakteristikleri genelde farklılık gösterir. Halbuki, gayrimenkul söz konusu olduğunda, aynı yöredeki gayrimenkullerin büyüme ve risk karakteristiklerinin çok benzer olduğu görülmektedir. Bu nedenle gayrimenkuller arasında ortaya çıkan önemli fark, gelir yaratma kapasitesi olmaktadır.

2.3.3.1. Uluslararası Standartlar

Satışları karşılaştırma yöntemi mülk fiyatlarını pazarın belirlediğini kabul eder. Pazar değeri de, bu nedenle, pazar payı için birbirleriyle rekabet halinde olan mülklerin pazar fiyatları üzerinde bir çalışma gerçekleştirilerek hesaplanır. Uygulanan karşılaştırmalı süreçler, değerlendirme sürecinin temelini oluşturur.

Veriler mevcut olduğunda, satışları karşılaştırma yöntemi, değer takdirinde kullanılan en doğru pratik ve sistematik yaklaşımdır. Veriler yetersiz olduğunda, emsal karşılaştırma yönteminin uygulanabilirliği sınırlandırılabilir.

Ancak, verilerin mevcut olduğu veya makul şartlar dahilinde elde edilebileceği durumlarda, değerlendirme uzmanı tarafından yetersiz araştırma yapılması, bu yaklaşımın kullanılmaması için bir bahane teşkil etmez.

Satış verileri toplandıktan ve doğrulandıktan sonra, bir veya daha fazla sayıda emsal birimi seçilir ve analiz edilir. Emsal birimler, mülkler arasındaki farklılıkları doğru olarak yansıtan bir faktör elde etmek amacıyla iki bileşen kullanılır (Örneğin, ölçü birimi başına düşen fiyat veya bir mülkün satış fiyatını net gelire bölerek elde edilen oran, yani net gelir çarpanı). Belirli bir pazarda alıcılar ile satıcıların satın alma ve satış kararlarını verirken kullandıkları karşılaştırma birimleri daha fazla ağırlık verilebilecek hususlar olabilir.

Emsal karşılaştırma unsurları, taşınmaz mülk için ödenen fiyatların değişmesine neden olan mülkün ve işlemin özel nitelikleridir. Bu unsurlar, emsal karşılaştırma yönteminde üzerinde önemle durulması gereken konulardır.

Karşılaştırılabilir bir mülk satışı ile değerlendirme konusu mülk arasında doğrudan karşılaştırma yapmak için, değerlendirme uzmanı karşılaştırma unsurları arasındaki farklılıklara dayanarak, yapılacak olası düzeltmeleri göz önüne alacaktır. Bu düzeltmeler, her bir karşılaştırılabilir mülk ile değerlemesi yapılan mülk arasındaki farklılıkları azaltabilir. Değerleme uzmanları, bu farklılıkları analiz etmek ve düzeltmeleri tahmin etmek amacıyla kantitatif ve/veya kalitatif yöntemler uygularlar.

Her tür karşılaştırılabilir veri analizinde, karşılaştırılabilir verilerin dayandığı mülklerin, değerlemesi yapılan mülkünkilere benzer özelliklere sahip olması gerekir. Bunlar arasında, değerlemenin konusunu oluşturan mülkünkilerle tutarlı olan ve bu mülkün rekabet ettiği pazardaki koşulları yansıtan hukuki, fiziksel, mevki ve kullanıma ilişkin özellikler de yer almaktadır. Bu üç değerlendirme yaklaşımında da düzeltmeler geliştirmek için, bu

farklılıklar belirtilecek ve analiz edilecektir.

Emsal karşılaştırma yaklaşımında, karşılaştırılabilir satış verileri, karşılaştırılabilir her bir mülk ile değerlemenin konusunu oluşturan mülk arasındaki farklılıkları yansıtmak amacıyla düzeltilir. Karşılaştırma unsurları arasında, devredilen taşınmaz mülk hakları, finansman şartları, satış koşulları, satın almanın hemen ardından yapılan harcamalar, pazar koşulları, mevki, fiziksel özellikler, ekonomik özellikler, kullanım ve bir satışın taşınmaz olmayan bileşenleri yer almaktadır.

Satışları karşılaştırma yönteminde karşılaştırma unsurları aşağıda verilmiştir;

Karşılaştırma unsurları, fiyat farklılıklarını açıklayabilecek mülklerin ve alış verişin belirli özelliklerini tanımlar. Pazar analizi, hangi unsurların özellikle hassas olduğunu belirler. Aşağıda belirtilen karşılaştırma unsurları, karşılaştırılabilir satış analizinde temel unsur olarak ele alınır.

Devredilen taşınmaz mülkiyet hakları; Analiz için seçilen her bir karşılaştırılabilir nitelikteki işlemde, devredilen taşınmaz mülkiyet haklarının kesin bir şekilde belirtilmesi, alış veriş fiyatının her zaman devredilen taşınmaz mülkiyet hakları üzerinden tahmin edilmesi nedeni ile önemlidir.

Finansman şartları; Farklı finansman düzenlemelerinin bir mülk için ödenen fiyatın benzer niteliklere sahip bir başka mülk için ödenen fiyattan farklı olmasına neden olabileceği durumlarda, bu alış verişteki finansman düzenlemelerinin tipleri ve koşulları da tam olarak anlaşılacak, analiz edilecek ve hesaba katılacaktır.

Satış koşulları; Birçok durumda bir alış verişin taraflarının özel saikleri, ödenen fiyatları etkileyebilir ve hatta bazı alış verişlerin pazar dışı olarak nitelendirilmesini bile sağlayabilir. Özel satış koşullarına örnek olarak;

bir alıcı tarafından bir arazi parçasına toplama veya birleştirme amacıyla daha yüksek bir fiyat ödemesi veya satıcının satışı tamamlamak için acelesi olduğundan daha düşük bir fiyatı kabul etmesi, işlemin tarafları arasındaki bir finansal veya şirket veya aile ilişkisinin bulunması, olağan olmayan vergilerin bulunması, mülkün (açık) pazarda yeterli süre boyunca satışa sunulmaması veya uzun sürecek hukuki sorunların olma olasılığı sayılabilir.

Satın alma işleminin hemen ardından yapılan harcamalar; Mülkün satın alınmasının ardından yapılması gereken olan ve bilgili bir alıcının satın alma fiyatının müzakeresinde kullanabileceği harcamalardır. Bu tür harcamalara örnek olarak; yapıların veya yapı parçalarının onarım veya yenileriyle değiştirilme maliyetleri, çevre kirliliğini giderme maliyeti veya mülk üzerindeki geliştirme çalışmalarına izin vermek amacıyla bölgelere ayırma değişiklikleri ile ilgili maliyetler sayılabilir.

Pazar koşulları; Karşılaştırılabilir bir mülkün satış işlemi sırasındaki pazar şartları, değerlemesi yapılan mülkün değerlendirme tarihindeki pazar koşullarından farklı olabilir. Pazar koşullarını etkileyen faktörler arasında; hızla değer kazanan veya kaybeden mülk değerleri, vergi mevzuatındaki değişiklikler, bina kısıtlamaları veya moratoryumlar, arz ve talepteki dalgalanmalar veya pazar koşullarının bir günden bir güne değişimine yol açan çeşitli faktörler yer alır.

Konum; Karşılaştırılabilir nitelikteki satış mülklerinin ve değerlemenin konusunu oluşturan mülkün konumu, bu konum ve yakın çevresinin, ödenen fiyatları etkileyip etkilemediğini tespit etmek amacıyla karşılaştırılır. Bulundukları yerden kaynaklanan aşırı farklılıklar, bir işlemin gerçek anlamıyla karşılaştırılabilir nitelikte olmayabileceğini ve bu nedenle de göz ardı edilmesi gerektiğini gösterebilir.

Fiziksel özellikler; Değerleme konusunu oluşturan mülk ile karşılaştırılabilir nitelikteki diğer mülklerin boyutları, inşaat kaliteleri ve fiziksel

koşulları gibi özellikler, değerlendirme uzmanı tarafından açıklanıp analiz edilir. Eğer karşılaştırılabilir nitelikteki bir mülkün fiziksel özellikleri, değerlemesi yapılan mülkün özelliklerinden farklı ise, bu farklılıkların her biri dikkate alınır ve değerlendirme uzmanı da bu farklılıkların her birinin mülkün değeri üzerindeki etkisini düzeltir.

Ekonomik özellikler; Gelir, işletme giderleri, kira hükümleri, yönetim ve kiracı profili gibi özellikler, gelir getiren mülklerin analiz edilmesi için kullanılır.

Kullanım; Bölgelere ayırma ve diğer kısıtlamalar veya sınırlamalar, bir mülkün kullanımını etkiler. Eğer karşılaştırılabilir nitelikteki bir mülkün ve değerlendirme konusu mülkün mevcut kullanımı ile en verimli ve en iyi kullanımı arasında bir fark varsa, bu farkın değer üzerindeki etkisi, dikkatli bir şekilde hesaba katılmalıdır. Genelde, sadece aynı veya benzer en verimli ve en iyi kullanıma sahip olan mülkler karşılaştırma analizlerinde kullanılır.

Satışın taşınmaz mülkiyeti olmayan unsurları; Taşınmaz mülkü oluşturmeyen kişisel taşınabilir mülkler, şirket hakları veya taşınmaz mülkiyeti olmayan diğer kalemler değerlendirme konusu mülkün alış veriş fiyatına veya mülkiyet haklarına dahil olabilir. Bu unsurlar, taşınmaz mülkten ayrı olarak analiz edilecektir. Bu tür kişisel taşınabilir mülklere tipik örnek olarak; bir otel veya restorandaki mobilyalar, tesisat ve ekipmanlar gösterilebilir.

2.3.3.2. Arz ve Talep

Gayrimenkul fiyatları, alıcılar ve satıcıların kendi çıkarları doğrultusunda yaptıkları zorlu pazarlıklar sonucunda oluşmaktadır. Değerleme yapanlar, talebi tahmin etmek için, belirli bir tip gayrimenkulun potansiyel kullanıcılarının sayısını, satın alma güçlerini ve zevk ve tercihlerini belirlerler. Arzı tahmin etmek için ise, yapım aşamasında olan ve yapılması planlanan gayrimenkuller kadar mevcut satılmamış veya boş gayrimenkuller

de dikkate alınır. Bu faktörlerin herhangi birisinde meydana gelecek değişiklik değerlemeye konu gayrimenkulun fiyatını etkileyecektir. Piyasadaki satış hacmini etkileyen en önemli unsurlardan birisi kredi imkanlarıdır. Çünkü, finansal piyasaların gelişmiş olduğu ülkelerde gayrimenkul satışlarının çok büyük kısmı, kredi veren kuruluşlar tarafından finanse edilmektedir. Bu nedenle, kredi faizlerinde meydana gelen düşüşler, sonuçta gayrimenkul satışlarında ve fiyatlarında artışlara neden olacaktır. Faizlerde meydana gelen yükselişler ise genelde satış aktivitesinin ve fiyatların düşmesine neden olacaktır.

Piyasadaki arz ve talebi analiz edebilmek için en iyi yöntem, piyasada alım ve satıma konu gayrimenkullerin listelerine bakmaktır. Arz ve talepte ortaya çıkan dengesizlikler bu listelerden hemen görülebilir. Maliyet ve gelir indirgeme yaklaşımları piyasadaki değişikliklere daha yavaş reaksiyon gösterirler. Gayrimenkul piyasasında uzman kişilerin ortak görüşü; piyasada veya fiyatlarda meydana gelen düşüşün ilk işareti, satışları kolaylaştırmak amacıyla fiyatların düşürüldüğü satış listeleridir.

2.3.3.3. İkame Etme Prensibi

Bu prensibin temeli şudur; eğer tamamen benzer bir gayrimenkul daha düşük bir fiyattan satılıyorsa, alıcı daima daha ucuz olanı tercih edecektir. Diğer bir deyişle, bir yatırımcının benzer özelliklere sahip bir mülk için ödeyeceği meblağdan daha fazlasını başka bir mülk için ödemeyeceğidir. Bu prensip satışları karşılaştırma yönteminin temelidir.

2.3.3.4. Denge Prensibi

Arz ve talep güçleri piyasada daima dengeyi oluşturmaya çalışır, ancak, tam denge genellikle gerçekleşmez. Nüfus, satın alma gücü, zevk ve tercihlerdeki değişiklikler nedeniyle, talep zaman içerisinde büyük ölçüde değişmektedir. Aynı zamanda, yeni binaların inşa edilmesi, eski binaların

yıkılması veya başka amaçlara dönüştürülmesi arzı da değiştirmektedir. Eğer, satılık ev arzında aşırı bir durum varsa, müteahhitler yeni ev yapımını durduracak ve mevcut ev fiyatları düşmeye başlayacaktır. Düşen fiyatlar alıcıları cezbedeceği için, paranın diğer piyasalarda gayrimenkul sektörüne yönelmesini sağlayacak ve arzdaki aşırı durumu dengeleyecektir.

Bu yöntem, her türlü gayrimenkulu değerlemede kullanılabilir. Karşılaştırma yöntemi, sadece gayrimenkul değerlemede değil, değerlemeye konu her varlıkta kullanılan bir yöntemdir. Satışları karşılaştırma yöntemi, anlaşılması en kolay ve piyasanın görüşünü en kısa yoldan yansıtan yöntemdir. Ancak, burada karşılaştırılan gayrimenkullerin doğru bir şekilde seçilmesi ve en son piyasa işlemlerini yansıtan verilerin bulunması en önemli şarttır.

Ancak, piyasa zayıf ise ve karşılaştırılabilecek az sayıda veri varsa, bu yöntemin uygulanabilirliği sınırlı olacaktır. Örneğin, bu yöntem piyasada alım-satıma konu olan karşılaştırılabilecek gayrimenkullerin çok az olduğu özel amaçlı gayrimenkullerin değerlemesinde genellikle kullanılmaz. Özel amaçlı gayrimenkullerin değerlemesinde, maliyet yaklaşımı daha uygun ve güvenli bir yaklaşım olabilir.

Bu yöntem, genellikle gelir yaratma amacıyla satın alınmayan gayrimenkullerin değerlemesinde, temel gösterge olabilecek verileri sağlayabilmektedir. Örneğin, ticari ve sanayi amaçlı sahip olunan gayrimenkullerde satışları karşılaştırma yöntemi daha iyi sonuçlar vermektedir.

2.3.3.5. Değerleme Süreci

Satışları karşılaştırma yöntemi ile değerlemede takip edilmesi gereken aşamalar aşağıda verilmiştir;

- Veri araştırması
- Verilerin doğrulanması
- Karşılaştırılacak ölçütün seçilmesi
- Karşılaştırılabilir satışların analizi
- Değerleme sonucu

2.3.3.5.1. Veri Araştırması

Satışları karşılaştırma yönteminde ilk aşama, değerlemesi yapılacak gayrimenkul ile karşılaştırılabilir gayrimenkuller hakkında veri toplamaktır. Değerleme sürecinin en zor aşaması olarak nitelendirebileceğimiz bu aşamada, piyasada gerçekleşen en son satışlar, mevcut satış listeleri, satmak isteyenlerin teklifleri, sözleşmeler incelenir. Gerçekleşmiş işlemlerin sonuçları değerlerin en güvenilir göstergesi olarak dikkate alınır. Bu yöntemde en önemli husus, karşılaştırma yapabilecek yeterli sayıda veriyi bulabilmektir. Örneğin, bir ailenin oturabileceği sıradan bir konutu değerlerken bile, en az 5-6 adet benzer konutun satış değerine ulaşmak ve analiz etmek gerekir. Bulunan değeri destekleyici verilere ulaşmak, değerlendirme uzmanının başta gelen sorumluluğudur. Doğal olarak, bu verilerin güvenilir olması da diğer bir önemli husustur.

İlk aşamada kapsamlı fiyat araştırmasının yanında, gayrimenkul üzerindeki haklar, finansman şekli, alıcı ve satıcıların istekliliği, gerçekleşen işlemlerin tarihi ve satın almadan hemen sonra yapılması gereken harcamalar hakkında bilgi toplanır. Ayrıca, her gayrimenkulün yeri, fiziksel ve fonksiyonel durumu, ekonomik özellikleri ve gayrimenkul dışında sahip olunan varlıkları incelenir.

Çoğu değerlendirme firması veya uzmanı, piyasada gerçekleşen işlemler ile ilgili verileri kendi veri sistemine girmekte ve güncellemektedir. Böylece, zaman içerisinde önemli bir veri bankasına sahip olmaktadır. En önemli veri kaynakları, mahkeme kararları, gerçekleşen satışlardan alınan emlak

vergileri, bu konuda elektronik ortamda veri sağlayan kuruluşlar, satış listeleri ve gayrimenkul ile ilgili yayınlanan haftalık veya aylık dergilerdir. Gayrimenkul piyasasının son derece organize ve kurumsallaştığı ülkelerde, birçok veriye bilgisayar ortamında ulaşmak ucuz ve kolaydır. Ancak, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde hazır verilere ulaşmak mümkün olmayabilir. Böyle durumlarda doğrudan araştırma yaparak veya alıcı ve satıcılarla görüşerek sonuca ulaşılabilir.

2.3.3.5.2. Verilerin Doğrulanması

Bu yöntemde ikinci aşama toplanan verilerin doğruluğunu kontrol etmektir. Değerleme sonucunu destekleyecek yeterli ölçüde kanıtı ulaşmak değerlendirme uzmanının önemli bir sorumluluğudur. Toplanan veriler çok güvenilir değilse veya yetersiz ise, yanlış değerlemeye yol açmaması açısından, eldeki verilerin başka kaynaklardan kontrol edilmesi gerekmektedir. Eğer doğrulamayı yapacak güvenilir bir kaynak yok ise değerlemeyi yapan kişinin uzmanlığı ve tecrübesi burada önemli olacaktır. Alım-satım işlemlerin birbiriyle ilişkisi olmayan taraflar arasında ve herhangi bir baskı altında olmadan gerçekleşmiş olması son derece önemlidir. Böyle işlemlerin karşılaştırmada dikkate alınmaması gerekmektedir.

2.3.3.5.3. Karşılaştırılacak Ölçütün Seçilmesi

Doğru analizler yapabilmek için uygun karşılaştırma birimleri seçilir. Ürün tipine ve yapılan analizlerin odak noktasına bağlı olarak farklı karşılaştırma birimleri kullanılabilir. Ofis binaları ve depo mülkleri, kiralanabilir veya kiraya verilebilir alanın metrekare başına düşen fiyatı kullanılarak karşılaştırılabilir. Bazı pazarlarda depo şeklindeki mülklerin karşılaştırılmasında metreküp başına düşen fiyat kullanılabilmektedir; apartmanlar, apartman bölümü veya daire başına düşen fiyat kullanılarak karşılaştırılabilirken, tarım amaçlı mülkler ise hektar veya dönüm başına düşen tarım hasılatı veya hektar veya dönüm başına düşen hayvan sayısı

kullanılarak karşılaştırılabilmektedir. Karşılaştırma birimleri sadece istikrarlı bir şekilde seçilip değerlendirme konusu mülke ve her bir analizdeki karşılaştırma amacıyla kullanılan mülklere uygulandıklarında yararlıdır ve çoğunlukla da belirli bir pazarda alıcılar ve satıcılar tarafından kullanılan karşılaştırma birimlerini yansıtır.

Karşılaştırma ölçütünün seçilmesinin nedeni, karşılaştırma yapmayı daha kolaylaştırmak ve anlaşılabilir hale getirmektir. Satış fiyatını, örneğin m² bazında belirlemek, gayrimenkullerin büyüklük farklılıklarından kaynaklanabilecek değer artış veya azalışlarını göz ardı etmektedir. Bu nedenle, değerlendirme uzmanı benzer gayrimenkulleri karşılaştırırken, mümkün olduğunca gayrimenkullerin büyüklüklerinin de birbirine yakın olmasına dikkat etmelidir. Örneğin, tarım arazilerinin değerlemesinde arazinin büyüklüğü arttıkça, m² veya dönüm başına fiyatı yükselebilir. Bu örneğin aksine, konutlarda, 1+1 konutların m² fiyatı, 3+1 konutların m² fiyatından yüksek olabilir vb.

Değerleme raporlarında, gayrimenkulün özelliğine göre farklı ölçütler kullanılabilmektedir. Örneğin, arsa değeri yüksek banka şubesi, restaurant ve mağazaların olduğu gayrimenkullerde, değeri oluşturan önemli kısım bina değil arsanın kendisidir. Bu tür gayrimenkulleri değerlemede binayı da içeren metrekare arsa fiyatlarını bulmak ve karşılaştırmak daha anlamlıdır. Ofislerin bulunduğu binalarda ve alışveriş merkezlerinde ise toplam değer önemli kısmını bina oluşturmaktadır. Bu nedenle bu tür gayrimenkulleri değerlemede arsayı içeren metrekare bina değerini bulmak ve karşılaştırmak daha anlamlıdır.

2.3.3.5.4. Karşılaştırılabilir Satışların Analizi

Dördüncü aşama, seçilen ölçüte göre bulunan sonuçları karşılaştırmak, fiyatlarda ortaya çıkan farklılıkların nedenlerini analiz etmek ve gerekli düzeltmeleri yapmaktır. Değerlemesi yapılan gayrimenkul ile

karşılaştırılan gayrimenkuller tamamen benzer ise, herhangi bir düzeltmeye gerek duyulmaz. Uygulamada böyle bir duruma çok nadir olarak rastlandığı için, genellikle ortaya çıkan farklılıklara göre gerekli düzeltmeleri yapılmasına ihtiyaç duyulur. Değerlemede gayrimenkuller arasındaki farklılıklar tek tek tespit edilerek, her bir farklılığın toplam değere artı veya eksi yönde net etkisi değer olarak belirtilir. Düzeltmeler gayrimenkulun toplam değeri üzerinden yapılabileceği gibi, birim değer üzerinden de yapılabilir.

Gayrimenkullerin satış fiyatları üzerinde etki yapan söz konusu temel farklılıklar veya karşılaştırma unsurları aşağıda verilmiştir,

- Gayrimenkul üzerindeki haklar
- Finansman şekli
- Satış şartları
- Satın alma sonrası yapılması gereken harcamalar
- Piyasa koşulları
- Yer
- Fiziksel özellikler (büyüklük, yapı kalitesi, kullanım durumu vb.)
- Ekonomik özellikler (giderler, yönetim, kira bedeli vb.)
- Gayrimenkul dışında mevcut varlıklar

Satış fiyatı, bir gayrimenkulun değerini farklı ölçülerde etkileyen birçok değişik unsur yansıtmaktadır. Bu farklılıkların nispi önemini tahmin etmek için, sayısal ve niteliksel analiz teknikleri uygulanmaktadır. Karşılaştırılabilir gayrimenkullerin satış fiyatlarında gerekli düzeltmeleri yapabilmek için aşağıdaki gibi değişik sayısal analiz teknikleri kullanılabilir.

- Veri analiz teknikleri (eşleştirilmiş veri analizi, gruplaştırılmış veri analizi, ikincil veri analizi)
- İstatistiksel analiz,
- Grafik analizi
- Trend analizi

- Maliyet analizi
- Kira farklılıklarının indirgenmesi

Sayısal analiz teknikleri kullanılarak gerekli düzeltmeler yapıldıktan sonra veya veri yetersizliği nedeniyle sayısal analizin yapılamadığı durumlarda, birkaç niteliksel analiz tekniği uygulanabilir. Bunlar;

- Göreceli karşılaştırma analizi
- Sıralama analizi
- Kişisel görüşmeler

2.3.3.5.5. Değerleme Sonucu

Son aşama ise, değerlendirme sonucunu nokta tahmin şeklinde tek bir fiyat olarak veya belirli bir fiyat aralığında vermektir. Bu fiyatı verebilmek için, değerlendirme uzmanı, topladığı tüm verileri dikkatli bir şekilde tekrar gözden geçirir ve değerlendirir. Değerleme raporunda bulunan sonuca nasıl ulaşıldığı değerlendirme uzmanı tarafından açıkça ortaya konulmalıdır. Değerleme uzmanı gerek değerlemede kullanılan veriler gerekse uygulanan teknikler ile ilgili güçlü ve zayıf yönleri raporunda mutlaka belirtmelidir.

2.3.4. Gelir İndirgeme Yöntemi

Gelir yaratan gayrimenkuller yatırım amacıyla satın alınırlar ve yatırımcı açısından gayrimenkulün değerini etkileyen en önemli unsur gayrimenkulün değer yaratma gücüdür. Gelir yaratan her gayrimenkul bu yöntem ile değerlendirilebilir. Yaratılan gelir arttıkça, riskin sabit kaldığı varsayımıyla, gayrimenkulün değeri de artacaktır. Gelir yaratan bir gayrimenkulu satın alan yatırımcının parasını buraya bağlamasındaki temel amaç, alternatif yatırım araçlarına göre daha fazla kazanç sağlamaktır.

Gelir indirgeme yaklaşımı ile değeri bulmak için değerlendirme uzmanı

tarafından değişik teknikler ve matematiksel işlemler kullanılarak, gelecekte elde edilecek faydalar bugünkü değere dönüştürülür. Satışları karşılaştırma ve maliyet yöntemi ile bulunan değerlendirme sonuçları, genellikle gelir indirgeme yaklaşımı ile bulunan sonuçlar ile karşılaştırılır.

Gelir indirgeme yaklaşımının en temel özelliği, geleceğe ilişkin tahmin yapılmasının zorunlu olmasıdır. Bu yöntemde gelecekte gayrimenkulden elde edilecek gelirin, giderin ve indirgeme oranının tahmin edilmesi gerekmektedir. Ayrıca, bu unsurlarda ortaya çıkan değişikliklerin gayrimenkulün değerine olan etkisinin de değerlendirme uzmanı tarafından belirlenmesi gerekmektedir. Gelecekte yaratılması tahmin edilen nakit akımlarının belirsizliği, doğal olarak yatırımın riskini artıracaktır.

Bu yöntemin ana değişkenleri olan gelir yaratma gücü ve indirgeme oranı, piyasa tarafından belirlenmektedir. Örneğin, bir otelin, alışveriş merkezinin, bir ofisin veya bir apartman dairesinin mal sahipleri tarafından talep edilen kira bedeli, piyasada mevcut benzer gayrimenkullerin kira bedellerinden çok farklı olamayacaktır. Bu nedenle beklenen getiri oranı ve gelir tahmin edilirken, değerlendirme uzmanı söz konusu gayrimenkulün arz ve talep durumunu göz önünde bulundurmak zorundadır.

2.3.4.1. Uluslararası Standartlar

Gelir indirgeme yaklaşımı diğer değerlendirme yaklaşımlarında uygulanan benzer ilkeleri esas almaktadır. Gelir indirgeme, gelecekteki tahmini gelirlerin şu anki değerini göz önünde bulunduran işlemleri içerir. Bu karşılaştırmalı yaklaşım, değerlemesi yapılan mülke ait gelir ve harcama verilerini dikkate alır ve indirgeme yöntemi ile değer tahmini yapar. İndirgeme, gelir tutarını değer tahminine çeviren gelir (genellikle net gelir rakamı) ve tanımlanan değer tipi ile ilişkilidir. Bu işlem, Hasıla veya İskonto Oranı, ya da her ikisini de dikkate alır. Genel olarak ikame prensibi, belli bir risk seviyesinde en yüksek yatırım getirisini sağlayan gelir akışının bizi en olası

değer rakamına götüreceğini söyler.

Gelir indirgeme yaklaşımında, gayrimenkulun Pazar Değeri, gelir yaratma kapasitesiyle ölçülür. Gelir indirgeme yaklaşımı, değer gelecekte elde edilmesi beklenen faydalara göre belirlendiği beklentiler ilkesine dayanır.

Diğer yaklaşımlarda olduğu gibi, gelir indirgeme yaklaşımı da sadece ilgili karşılaştırılabilir veriler mevcut olduğunda kullanılabilir. Bu tür veriler olmadığında ise bu yöntem, doğrudan pazar karşılaştırması yapmak için değil de, genel analiz amacıyla kullanılabilir. Gelir indirgeme yaklaşımında karşılaştırılabilir verilerde, kira, gelir, gider, kapitalizasyon ve getiri oranları verileri bulunmaktadır. Gelecekteki gelir ve giderlerin tahmininde ve indirgeme ve getiri oranlarının geliştirilmesinde kullanılan karşılaştırılabilir gelir ve gider verileri kategorileri aynı olmalıdır.

Gelir indirgeme yaklaşımı, özellikle sağladıkları kazanç olanakları ve özellikleri esas alındığında, alınıp satılabilen mülkler için ve bu analize dahil edilen muhtelif unsurları destekleyecek pazar kanıtlarının olduğu durumlarda önemlidir. Yine de bu yöntemde kullanılan prosedürlerin matematiksel kesinliği, sonuçların kesin doğruluğunun bir göstergesi olarak algılanmamalıdır.

Pazar araştırması, gelir indirgeme yaklaşımı için birkaç açıdan önemlidir. İşlenecek verilerin sağlanmasına ek olarak, pazar araştırmaları ayrıca karşılaştırma yapmak ve analiz sonuçlarının uygulanabilirliğini belirlemek için gerekli nitel bilgileri de sunar. Bu nedenle, bu yöntem tam olarak kantitatif veya matematiksel bir yöntem olmayıp, kalitatif değerlemeleri de gerektirmektedir.

Uygun Pazar araştırması tamamlandıktan ve karşılaştırılabilir veriler toplanıp doğrulandıktan sonra, değerlendirme uzmanları, değerlendirme konusu mülk için sunulan gelir ve gider tablolarını analiz ederler. Bu adım, mülkün geçmişteki gelir ve giderlerine ve ilgili verilerin bulunduğu diğer rekabetçi

özelliklerine dair bir çalışmayı da içerir. Ardından, pazar beklentilerini yansıtan, belirli bir mülk sahibinin özel deneyimlerini gözardı eden ve ilave analizler için bir format sağlayan nakit akışı geliştirilir. Bu adımın amacı, bir değer göstergesi olarak alınmak üzere mülk tarafından kazanılabilecek geliri tahmin etmektir. Bu tahmin tek bir yıla ait gelir ve giderleri yansıtabileceği gibi bir dizi yıla ait gelir ve giderleri de yansıtabilir.

Bir nakit akışının geliştirilmesinin ardından değerlendirme uzmanı, bir indirgeme yöntemi seçmelidir. Doğrudan indirgeme genel bir oranı, istikrarlı bir yılın net işletme gelirin e bölünerek uygulanmaktadır. Doğrudan indirgeme, özellikle verilerin yeterli olduğu pazarlarda kullanılmaktadır. Gelir indirgeme ise, paranın zaman açısından değerini dikkate almakta ve birkaç yıl süren bir dönem için elde edilen net işletme gelirin e uygulanmaktadır. İndirgenmiş nakit akışı analizi yöntemi, gelir indirgemenin en önemli örneğidir. İndirgeme ve getiri oranlarının pazar tarafından uygun bir şekilde desteklenmesi halinde pazar değerini tahmin etmek amacıyla hem doğrudan indirgeme hem de gelir indirgeme (veya her ikisi birden) yöntemi kullanılabilir. Eğer bu yöntemler doğru bir şekilde uygulanırsa, her ikisi de aynı değer tahminini vermelidir.

Nakit akış tabloları, gelir projeksiyonunun, mülkün makul verimlilikte bir işletmeci veya ortalama yeterlilikte bir yönetim tarafından işletildiği varsayımına dayanır.

2.3.4.2. Değerleme Süreci

Gelir indirgeme yaklaşımı ile değerlendirme yapmak için iki temel yöntem uygulanmaktadır. Bunlar;

- **Doğrudan İndirgeme;** Toplam değere ulaşmak için tek bir yılın geliri, gelir oranına bölünür veya gelir katsayısı ile çarpılır.
- **Yıllık Nakit Akımlarının İndirgenmesi;** Gelecek yıllarda elde

edilecek yıllık net nakit akımları bugünkü değere indirgenerek gayrimenkulün değerine ulaşılır.

Her iki yöntemin uygulamasında ilk adım, söz konusu gayrimenkule ait geçmiş gelir ve gider unsurlarının kapsamlı bir şekilde araştırılmasıdır. Bu çalışmada benzer gayrimenkullere ait gelir ve gider unsurlarının da analiz edilmesi gereklidir.

Yıllara ait nakit akımlarının indirgenmesi yöntemi uygulandığında, en azından beş ile on yıl arasında bir dönemin net nakit akımlarının tahmin edilmesi gerekir. Doğrudan indirgeme yönteminde değeri tahmin etmek için ise değerlendirme tarihinden itibaren gelecekteki oniki aya ait veya diğer bir deyişle tek bir yıla ait nakit akımının tahmin edilmesi yeterli olacaktır.

Gelir indirgeme yöntemini uygulayabilmek için gerekli aşamalar aşağıda verilmiştir;

- Söz konusu gayrimenkule ve benzerlerine ait gelir ve gider bilgilerinin araştırılması,
- Gayrimenkule ait kira geliri ve diğer gelirler belirlenerek brüt gelirin tahmin edilmesi,
- Boş kalacak yerlerden kaynaklanan kaybın tahmin edilmesi,
- Tahmin edilen brüt gelirden boş kalacak yerlerden kaynaklanan kayıpların çıkartılması,
- Gayrimenkule ait sabit giderlerin, değişken giderlerin ve yenileme giderlerinin belirlenerek, toplam işletme giderlerinin tahmin edilmesi,

- Brüt gelirden toplam işletme giderlerinin çıkartılarak, net işletme gelirine ulaşılması,
- Elde edilen bu net gelire veya nakit akımına, doğrudan indirgeme veya yıllık nakit akımlarının indirgenmesi uygulanarak gayrimenkulun değerinin tahmin edilmesi.

Doğrudan indirgeme yönteminde sadece bir yılın net geliri, piyasadan elde edilen gelir oranına bölünerek veya gelir katsayısı ile çarpılarak değere ulaşıldığı için, uygulanması ilk bakışta çok kolay gözükmemektedir. Değerleme uzmanı sadece net geliri ve gelir oranını tahmin edecektir. Bu yöntemde dikkat edilmesi gereken en önemli unsur, benzer gelir ve gider beklentilerine sahip satışların seçilmesidir.

Doğrudan indirgeme ve yıllık nakit akımlarının indirgemesi yöntemleri, doğru bir şekilde uygulandığı takdirde, birbirlerine yakın gayrimenkul değerleri bulunmalıdır. Eğer oldukça farklı sonuçlar bulunmuşsa, kullanılan veriler ve uygulama teknikleri gözden geçirilmelidir.

2.3.4.2.1. Gelir ve Gider Analizi

Gelir indirgeme yöntemleri ile yapılan değerlemelerde en hassas konu, net işletme gelirinin sağlıklı bir şekilde hesaplanmasıdır. Net işletme gelirinin hesaplanmasında yapılacak ciddi hatalar, gayrimenkulun bulunacak değerinde çok önemli sapmalara yol açacaktır. Değerlendirilen ve benzer gayrimenkullerin geçmiş ve mevcut gelir-gider yapıları önemli olmakla birlikte, daha önemlisi gelecekte elde edilecek net işletme gelirinin tahmin edilmesidir.

Tablo 2.3.'de bir alışveriş merkezinin gelir ve gider tablosu örnek olarak verilmiştir.

Tablo 2.3. Yıllık İşletme Gelir ve Giderleri (USD)

İşletme Gelirleri		
Mağaza Kira Geliri	51,000,000	
Depo Kira Geliri	6,000,000	
Otopark Geliri	3,000,000	
Diğer Gelirler	1,000,000	
Brüt Esas Faaliyet Geliri		61,000,000
%5 Boşluk Kaybı	3,000,000	
Net Esas Faaliyet Geliri		58,000,000
İşletme Giderleri		
Sabit Giderler		2,000,000
Emlak Vergileri	1,500,000	
Sigorta Giderleri	500,000	
Değişken Giderler		16,000,000
Elektrik	3,500,000	
Isıtma	1,500,000	
Soğutma	500,000	
Temizlik	2,000,000	
Su	1,500,000	
Kanalizasyon	500,000	
Bakım ve Onarım	1,000,000	
Personel	3,500,000	
Yönetim	1,500,000	
Diğer	500,000	
Toplam İşletme Giderleri		18,000,000
Net İşletme Geliri		40,000,000

2.3.4.2.2. Doğrudan İndirgeme Yöntemi

Doğrudan indirgeme yöntemi ile bir yılın gelir beklentisi tahmin edilerek, gayrimenkulun toplam değeri bulunmaktadır. Bu yöntemde toplam değere ulaşmak için tek bir yılın geliri indirgeme oranına bölünür veya gelir katsayısı ile çarpılır.

Doğrudan indirgeme yönteminde, yıllık nakit akımları yönteminde

olduğu gibi, ilk yılın ötesindeki nakit akımları dikkate alınmaz. Hesaplanması ve anlaşılması çok kolay olduğu için, çok yaygın olarak kullanılan bir yöntemdir. Bu yöntem, gelir, gider, risk, gelecek beklentileri ve fiziksel özellikleri benzer olan karşılaştırılabilir gayrimenkullerin çok olduğu durumlarda, gayrimenkul değerinin daha doğru bulunmasını sağlar. Ancak, gelir ve giderlerin düzenli olmadığı durumlarda kullanılması çok hatalı sonuçlara yol açar.

Doğrudan indirgeme yöntemi ile değer tespitinde kullanılan formül aşağıdadır;

Gayrimenkul Değeri = Yıllık Net İşletme Geliri / İndirgeme Oranı

Gayrimenkul Değeri = Yıllık Net İşletme Geliri * Gelir Katsayısı

İndirgeme oranını %10 veya Net İşletme Gelir katsayısını 10 olarak aldığımızda, yıllık 40,000,000 USD net işletme geliri olan bir gayrimenkulün değeri 400,000,000 USD olacaktır. Yıllık Net İşletme Gelirinin 35,000,000 USD olması halinde ise, gayrimenkulün değeri 350,000,000 USD'ye düşecektir. Net İşletme Gelirinde meydana gelen 5,000,000 USD tutarındaki bir fark, gayrimenkulün toplam değerinde 50,000,000 USD'lik bir değer farkına yol açmaktadır. Bu nedenle, net işletme gelirinin ve gelir oranının tahmin edilmesinde çok iyi araştırma yapılmalıdır. Gelirin geleceğe yönelik tahmini, gelir kapitalizasyonunun en hassas ve önemli kısmıdır (Appraisal Institute, 2004, Çev.Töre).

İndirgeme oranı veya gelir katsayısı, mevcut verilerin güvenilir olmasına bağlı olarak, değişik yöntemler kullanılarak elde edilebilir. Uygun piyasa verileri ile desteklenmesi koşuluyla; karşılaştırılabilir satışlardan ve brüt gelir katsayısı ve net gelir oranından, indirgeme oranı tespit edilmektedir.

Tablo 2.4.'de verildiği gibi, karşılaştırılabilir gayrimenkullerin net işletme gelirleri ve satış tutarlarından, ortalama bir indirgeme oranı belirlenir.

Tablo 2.4. Karşılaştırılabilir Satışlardan İndirgeme Oranının Belirlenmesi

	Satış 1	Satış 2	Satış 3	Satış 4	Satış 5	Ortalama
Satış Tutarı	100,000	120,000	90,000	115,000	125,000	110,000
Net İşletme Geliri	8,000	9,000	7,500	8,500	10,000	8,600
İndirgeme Oranı	0.080	0.075	0.083	0.074	0.080	0.078

Benzer satışlardan elde edilen indirgeme oranı 0.078'dir. Değerleme uzmanı, gayrimenkulun net işletme gelirine bu oranı uygulayabileceği gibi, değer tespiti yapılacak gayrimenkulun Satış 2 ve Satış 4'deki gayrimenkullere daha fazla benzemesi halinde 0.074 veya 0.075 de alabilir. Bu tahmin, değerleme raporunda açıklamak kaydıyla, değerleme uzmanının görüşüne kalmaktadır.

Bazen Net İşletme Gelirleri piyasadan elde edilmeyebilir. Bu durumda Brüt Gelir ve Net İşletme Geliri verilerinden hareket edilerek indirgeme oranı tespit edilebilir.

$$\text{İndirgeme Oranı} = \text{Net İşletme Gelir Oranı} / \text{Brüt Gelir Katsayısı}$$

Örneğin, Satış 1'in Yıllık Brüt İşletme Gelirinin 10,000 USD olduğunu varsayalım. Bu durumda Brüt Gelir Katsayısı;

$$\text{Satış Tutarı} / \text{Brüt İşletme Geliri} = 100,000 / 10,000 = 10$$

Değerleme uzmanları benzer satışlardaki Brüt Gelir Katsayısı gibi, Net İşletme Gelir Oranı'nın ortalamalarını da piyasadan elde edebilir. Satış 1'de olduğu gibi, piyasadan elde edilen Net İşletme Gelir Oranının %80 olduğunu varsayalım.

Bu durumda;

İndirgeme Oranı = $0.80 / 10 = 0.080$ olarak bulunur.

Bu hesaplama karşılaştırılabilir tüm satışlar için yapıldıktan sonra, ortalama bir indirim oranı elde edilebilir.

2.3.4.2.3. Yıllık Nakit Akımlarının İndirgenmesi Yöntemi

Yıllık nakit akımlarının indirgenmesi yöntemi ile yapılacak değerlemenin teorik ve uygulama kısmı, 3. Bölüm'de GYO sektöründe faaliyet gösteren firmaların değerlemesinde kapsamlı olarak verilmiştir.

3. BÖLÜM

GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARDA DEĞER TESPİTİ

3.1. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI (GYO)

Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı gayrimenkullere, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına, gayrimenkul projelerine, gayrimenkule dayalı haklara ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilen, belirli projeleri gerçekleştirmek üzere adi ortaklık kurabilen sermaye piyasası kurumlarıdır. SPK mevzuatında böyle tanımlanan GYO'ların finansal tanımı ise en kısaca **“Gayrimenkul Portföyü Yönetim Şirketi”** biçimindedir. GYO'ların faaliyet alanı SPK'nın Temmuz 1995'de yayınladığı tebliğ ile belirlenmiştir.

Ülkemizde on yıllık bir geçmişe sahip olan GYO'lar, finansmanın kısıtlı olduğu gayrimenkul sektörüne kurumsal sermayenin girebilmesi ve büyük ölçekli projelerin hayata geçirilebilmesi için önemli yatırım araçlarıdır. Hisselerinin en az %49'u halka açık olan GYO'lar, gayrimenkul yatırımlarının en önemli dezavantajı olan likidite problemini ortadan kaldırmakta, aynı zamanda bireysel ve kurumsal yatırımcıların tasarruflarını ortak bir havuzda bir araya getirerek, yüksek gelir elde edilebilecek büyük gayrimenkul projelerinin hayata geçirilmesini mümkün kılmaktadır.

İlk defa 2 Ocak 1997 tarihinde İMKB'de işlem görmeye başlayan GYO şirketlerinin sayısı 2006 yılı itibariyle dokuzdur. Ancak, İMKB'de işlem görmekte olanlar dışında kurulmuş olup, uygun halka arz zamanını bekleyen GYO'lar da vardır. Planlanan halka arzların tamamlanmasıyla ve önümüzdeki yıllarda yeni GYO şirketlerinin kurulmasıyla, GYO'ların sayısında ve toplam portföy büyüklüklerinde önemli bir artış olması beklenmektedir. Ekonomide sağlanan istikrarla birlikte, yabancıların da gayrimenkule ilgisi çok artmıştır.

GYO'ların en yaygın olduğu ülke ABD'dir. Başlangıçları yaklaşık 45 yıl önceye dayanan GYO'ların, bugünkü sayıları 300'ün üzerinde olup, toplam aktifleri 324 milyar USD'ye ulaşmış bulunmaktadır. Avrupa'da ve Uzakdoğu'da yaygın olan GYO'lar, gayrimenkul sektörüne finansman sağlayan, **gayrimenkul portföyü yönetim şirketleridir.**

GYO hisse senetleri İMKB'de işlem görmektedir. İMKB'de işlem gören herhangi bir şirket hisse senedinden farkı olmayan GYO hisse senetleri, konut sertifikaları ile karıştırılmamalıdır. Konut sertifikaları belirli bir konutu edinme amacına yönelik çıkartılmış olup, şirketin performansı ve temettü politikasıyla ilgisi yoktur.

Ülkemizde GYO'ların ana amacı, finansman sorunu yaşayan gayrimenkul sektörüne kaynak yaratmak ve halka açılma ile toplanan fonların gayrimenkul sektörüne yönlendirilmesi sayesinde, kısıtlı birikimleriyle verimli bir gayrimenkul yatırımı yapamayan tasarruf sahiplerinin, yaratılan değer artışından faydalanmalarını sağlamaktır. Bunun yanı sıra, GYO'lar ile ülkemizde, kurumsal ve profesyonel bir yatırımcı tabanı oluşturmak ve bugüne kadar çeşitli imkansızlıklar yüzünden devam edegelen yetersiz kat karşılığı kooperatif ve benzeri oluşumlara alternatif şeffaf bir model yaratmak amaçlanmaktadır (www.gyoder.org.tr).

GYO'lar, esas itibarıyla, likit olmayan gayrimenkuller için, gerçek anlamda bir pazar yaratabilirler. Konut, alışveriş, eğlence veya iş merkezi olsun, bütün gayrimenkuller, GYO'lar aracılığıyla, kolaylıkla likit hale gelebilir ve bu şirketlerin hisse senetleri bireysel ve kurumsal yatırımcılar tarafından alınıp satılabilirler. Örneğin, Akmerkez, Atakule gibi iş merkezlerine bireysel anlamda sahip olmak mümkün değildir. Ancak, bu şirketlerin hisse senetlerini İMKB'de satın alarak, bu gayrimenkullere ve gelirine ortak olmak mümkündür.

Halka açık ve SPK denetimine tabi olan GYO'lar, gayrimenkul alım satımlarında ve ipotek kabullerinde, SPK tarafından belirlenen ekspertiz

şirketlerine (gayrimenkul değerleme şirketlerine) değerleme yaptırmak zorunda olup, rayiç bedeller üzerinden işlem yaparak, gayrimenkul sektörüne şeffaflık getirmektedir. Ayrıca, finansal tablolar ile birlikte projelerin kârlılık ve maliyetleri hakkında yayınladıkları düzenli raporlar ile yatırımcılara sağlıklı bir bilgi akışı sağlamaktadırlar. GYO'ların bu şeffaflığı, gayrimenkul sektörünün kayıt ve denetim altına alınmasında önemli katkılar sağlamaktadır.

GYO'lar, halka arz yolu ile halka arzdan sonra bedelli sermaye artışı yaparak veya son üç aylık portföy tablosunda yer alan net aktif değerlerinin üç katına kadar kredi kullanarak finansman sağlayabilirler. Bunların dışında, GYO'ların en önemli finansman kaynakları, yaptıkları yatırımlardan elde ettikleri kira geliridir. Tabii olarak, mevcut sahip olunan gayrimenkulleri uygun değerlerden satarak kaynak yaratmak ve bu kaynakları yeni yatırımlara yönlendirmek de mümkündür. Aslında, GYO'ları gerçek anlamda Gayrimenkul Portföyü Yönetim Şirketi olarak görüyorsak, GYO'ların uygun zamanlarda mevcut gayrimenkul portföyünü satarak, daha kârlı yeni yatırımlara yönelmesini beklemek yatırımcıların en doğal hakkı olarak görünmektedir. Bu nedenle, GYO'ların firma değerini veya yatırımcıların haklarını maksimize edebilmesi açısından, bu türlü bir aktif yönetim biçimini benimsemesi gerekmektedir. Aksi takdirde, sadece bir gayrimenkul yatırımı yapmak ve bu yatırımın kira gelirini toplamak, bir GYO şirketinin tek amacı olmamalıdır. Ana amaç, sürekli olarak yeni gayrimenkul yatırımları ile yatırımcılarına değer yaratmak olmalıdır. Bu kapsamda düşünüldüğünde, mevcut yatırımların uygun değerlerden satılmasını son derece doğal karşılamak gerekmektedir. Çünkü, piyasa, mevcut kira gelirlerine veya gayrimenkullerin ekspertiz değerlerine göre, borsa değerini olması gereken değere yaklaşık bir değere getirmektedir. Bu değer, İMKB'nin mevcut piyasa koşullarına göre, olması gerekenden biraz aşağı veya yukarıda bir değer de olabilir. Ancak, bu noktada önemli olan, GYO şirketinin değer yaratan yeni yatırımlara veya projelere imza atıp, atmamasındadır.

3.1.1. GYO'ların Faaliyetleri

GYO'lar, genel olarak, aşağıda belirtilen kapsamda faaliyet gösterirler (www.spk.gov.tr);

- Ortaklık portföyünü oluşturmak, gerektiğinde portföyde değişiklikler yapmak, ortaklık portföyünü çeşitlendirerek yatırım riskini en aza indirecek şekilde dağıtmak, gayrimenkuller, gayrimenkule dayalı işlemler ve menkul kıymetler hakkındaki gelişmeleri sürekli olarak izleyerek, ortaklık portföyünün yönetimine ilişkin gerekli tedbirleri almak, portföyün değerini korumaya ve artırmaya yönelik araştırmalar yapmak veya yaptırmak,
- Ortaklık portföyünü oluşturan veya portföye alınması planlanan varlıklar hakkında gerekli hukuki şartların sağlanıp sağlanmadığını araştırmak, bu hususta gerekli raporların hazırlanmasını temin etmek,
- Portföydeki varlıkların değerinin tespitine ilişkin raporların hazırlanmasını temin etmek,
- Portföy dışarıdan danışmanlık hizmeti alınması suretiyle yönetiliyorsa, ilgili kuruluşların çalışmalarını izlemek,
- Tebliğ ile kendilerine yüklenilen diğer görevleri ve yürütülmesine izin verilen diğer faaliyetleri gerçekleştirmek.

GYO'ların kuruluş şartlarından en önemli olanları ise şunlardır;

- Kayıtlı sermaye sisteminde olmaları,
- Çıkarılmış sermayelerinin asgari %49'u oranındaki hisse senetlerini halka arz etmeleri (Ödenmiş sermayeleri 100 milyon YTL ve daha fazla olanların, kuruluşlarının veya esas sözleşme

değişikliklerinin ticaret siciline tescilini takip eden beş yıl içinde, 50-100 milyon YTL arası olanlar üç yıl içinde, 50 milyon YTL'den az olanlar bir yıl içerisinde),

- Başlangıç sermayelerinin ani usulde kurulacaklarda nakit karşılığı, dönüşeceklerde ise mevcut veya çıkarılmış sermayenin her yıl kurulca belirlenen tutardan az olmaması (2006 yılı için 7,200,000 YTL). Başlangıç sermayesinin 50 milyon YTL'den az olması halinde, başlangıç sermayesini temsil eden hisse senetlerinin en az %10'unun, 50 milyon YTL ve daha fazla olması halinde, başlangıç sermayesinin 5,000,000 YTL'lik kısmını temsil eden hisse senetlerinin, nakit karşılığı çıkarılmış olması,
- Kurucu olacak gerçek ve tüzel kişilerin GYO kurucusu olmanın gerektirdiği mali güç, itibar ve yeterli tecrübeye sahip olmaları gerekmektedir.

3.1.1.1. GYO'ların Yapamayacakları İşler

GYO'ların yapamayacakları işler aşağıdaki gibi özetlenebilir.

- Bankalar Kanunu'nda tanımlandığı üzere mevduat toplayamazlar ve mevduat toplama sonucunu verecek iş ve işlemler yapamazlar,
- Tebliğ ile izin verilen işlemler dışında ticari, sınai veya zirai faaliyetlerde bulunamazlar,
- Tebliğ'de izin verilen yatırım alanları ile sınırlı olmak üzere, kendi adına portföy işletmeciliği faaliyeti dışında, sermaye piyasası faaliyetinde bulunamazlar,
- Hiçbir şekilde gayrimenkullerin inşaat işlerini kendileri üstlenemez,

bu amaçla personel ve ekipman edinemezler. Ancak, yürütülen projelerin kontrol işleri için personel istihdam edebilirler,

- Başka kişi ve kuruluşlara proje geliştirme, proje kontrol, mali fizibilite, yasal izinlerin takibi ve buna benzer hizmetler veremezler,
- Hiçbir şekilde otel, hastane, alışveriş merkezi, iş merkezi, ticari parklar, ticari depolar, konut siteleri, süper marketler ve buna benzer nitelikteki gayrimenkulleri ticari maksatla işletemez ve bu maksatla personel istihdam edemezler.

3.1.1.2. GYO'ların Yapabilecekleri İşler

GYO'ların yapabilecekleri işler aşağıdaki gibi özetlenebilir.

- Gayrimenkul sertifikalarını, konut kredileri karşılığında ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetleri ve bunlara benzer nitelikte olduğu SPK tarafından kabul edilen menkul kıymetleri alabilirler ve satabilirler.
- Bunlar dışında diğer sermaye piyasası araçlarını alabilirler ve satabilirler, borsa para piyasası ve ters repo işlemi yapabilirler. Türk Lirası veya yabancı para cinsinden vadesiz ve vadeli mevduat hesabı açtırabilirler.
- Alım satım kârı veya kira geliri elde etme amacıyla ofis, konut, iş merkezi, hastane, otel, ticari depolar, ticari parklar ve buna benzer gayrimenkulleri satın alabilirler ve satabilirler.
- Mülkiyetlerini edinerek, alım satım kârı elde etmek veya kat irtifakı tesisi suretiyle, proje geliştirmek amacıyla, arsa ve arazileri

alabilirler,

- Mülkiyetlerini edinmek kaydıyla, yurt dışındaki gayrimenkulleri alıp satabilirler. Faaliyet konusu sadece gayrimenkul olmak kaydıyla, yurt dışında kurulu şirketlere ve gayrimenkule dayalı olmak kaydıyla, yabancı sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilirler.
- Kira geliri elde etmek amacıyla, üçüncü şahıslardan gayrimenkul kiralayabilirler ve bunları tekrar kiraya verebilirler.
- Döviz dayalı işlemlerin doğurduğu kur ve borçların doğurduğu faiz oranı risklerine karşı korunmak amacıyla, swap ve forward işlemler yapabilirler, opsiyon yazabilirler, mala dayalı olanlar hariç, vadeli işlem sözleşmeleri alabilirler.
- Gayrimenkuller üzerinde intifa hakkı kurabilirler ve bu hakkı kullanabilirler, devre mülk irtifakı kurabilirler, sahip oldukları arsalar üzerinde ticari kâr elde etme amacıyla üst hakkı yükümlüsü olabilirler.
- Tüm izinleri alınmış, projesi hazır ve onaylanmış, inşaaata başlanması için yasal gerekliliği olan tüm belgelerinin tam ve doğru olarak mevcut olduğu, bağımsız ekspertiz şirketleri tarafından onaylanmış gayrimenkule dayalı projelere, projenin her aşamasında gayrimenkul geliştirme kârı veya kira geliri elde etmek amacıyla mülkiyetlerini edinmek veya üst hakkı tesis ettirmek suretiyle yatırım yapabilirler.
- Özel düzenlemeler saklı kalmak kaydıyla, Yap-İşlet-Devret modeliyle geliştirilecek projeleri kendisi veya başkaları lehine üst hakkı tesis etmek suretiyle gerçekleştirebilirler.

3.1.2. GYO'larda Vergilendirme

GYO'lar kurumlar vergisi ve gelir vergisi stopajından istisna tutulmuşlardır. Böylelikle, doğacak fonları tekrar yatırımda kullanabilme avantajları vardır. Bu iki vergi dışında, gerek alım ve satımlarda ödenen Katma Değer Vergisi (KDV), gerekse emlak vergisi ve tapu harçlarından muaf tutulmamışlardır.

Devlet, halka açık bir şirketin gayrimenkul yatırımı yapmasını vergisel açıdan destekleyerek, yüksek gayrimenkul rantlarından küçük yatırımcıların da yararlanmalarını temin etmek istemiştir (Alp ve Yılmaz, 2000).

KDV Kanunu'nun 1. maddesinde, ticari faaliyet çerçevesinde gerçekleştirilen teslim ve hizmetlerin KDV'ye tabi olduğu belirtildiğinden, GYO'lar da ticari faaliyetleri açısından KDV mükellefidirler. Başka bir deyişle, GYO'ların gayrimenkul yatırımları çerçevesinde yaptıkları teslimler ve ifa ettikleri hizmetler %18 oranında KDV'ye tabidir (Susar, 2005).

Kayıt dışı işlemlerin yoğun olduğu gayrimenkul piyasasında, SPK denetimindeki GYO'ların bu vergilere tabi olması nedeniyle haksız rekabete yol açıldığı düşünülse de, sektörün kayıt içine alınmasında GYO'ların katkısı önemlidir. Bugüne kadar gerçekleşmemekle birlikte, Türkiye'deki büyük inşaat firmalarının GYO çatısı altında, daha şeffaf ve denetime açık çalışmaları, sektörün sağlıklı bir şekilde gelişmesi için önemli bir beklentidir.

3.1.3. GYO'larda Portföy Sınırlamaları

GYO'lar,

- Gayrimenkullere, gayrimenkule dayalı haklara ve gayrimenkul projelerine portföy değerlerinin en az %50'si oranında yatırım yapmak zorundadırlar.

- Portföy değerinin kalan %50'si diğer yatırımlara yönlendirilebilir. Ancak, Türk Lirası ve yabancı para cinsinden vadesiz ve vadeli mevduata en fazla portföy değerinin %10'u oranında yatırım yapabilirler. Portföy değerinin %10'unu aşması halinde ortaklık; portföyünün para ve sermaye piyasası araçlarından oluşan kısmını, bünyesinde Kurulun lisanslama düzenlemeleri çerçevesinde lisans belgesine sahip yeterli sayıda portföy yöneticisini istihdam etmek suretiyle kendisi yönetebileceği gibi, Kuruldan yatırım danışmanlığı yetki belgesi almış bir kuruluştan imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi kapsamında danışmanlık hizmeti almak suretiyle de yönetebilir. Bunlara ilaveten, portföyün para ve sermaye piyasası araçlarından oluşan kısmının yönetiminin, imzalanacak bir portföy yönetimi sözleşmesi kapsamında, Kuruldan portföy yönetimi yetki belgesi almış bir kuruluşa bırakılması da mümkündür.
- Yabancı gayrimenkullere ve gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına, portföy değerinin en çok %49'u oranında yatırım yapabilirler.
- Sadece işletmeci şirketlere, diğer gayrimenkul yatırım ortaklıklarına, belirli bir gayrimenkulun portföye alınması amacıyla sınırlı olarak, faaliyet konusu yalnızca gayrimenkul olan yurt dışında kurulu şirketlere ve iktisap tarihinde portföye alınması planlanan gayrimenkulun ekspertiz değeri bilanço aktifinin en az %75'ini oluşturan Türkiye'de kurulu şirketlere, toplam olarak portföy değerinin en fazla %10'u oranında iştirak edebilirler.

3.1.4. GYO'larda Değerlemeye İlişkin Esaslar

Ortaklıklar portföylerinde bulunan para ve sermaye piyasası araçları ile iştiraklerin değerlemesinde, Sermaye Piyasası Kurulu'nca belirlenen

ilkelere uyarlar. Ayrıca, aşağıda sayılan işlemler için belirtilen sürelerde Kurulca listeye alınmış bir ekspertiz şirketine, işleme konu olan varlıkların ve hakların değerini ve rayiç kira bedellerini tespit ettirmekle yükümlüdürler.

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

Ekspertiz Şirketi (Gayrimenkul Değerleme Şirketi); Ortaklıkla yaptığı bir sözleşme çerçevesinde, ortaklık portföyünde yer alan gayrimenkullerin, gayrimenkul projelerinin ve gayrimenkule dayalı hakların rayiç değerlerini ve kira rayiçlerini tespit etmek konusunda hizmet veren ve “Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde Değerleme Hizmeti Verecek Şirketlere ve Bu Şirketlerin Kurulca Listeye Alınmalarına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ” çerçevesinde faaliyet gösteren gayrimenkul değerlendirme şirketleridir.

Değerleme şirketlerince hazırlanacak rayiç değer raporlarında, Seri:VIII, No: 35 sayılı Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde Değerleme Hizmeti Verecek Şirketlere ve Bu Şirketlerin Kurulca Listeye Alınmalarına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ ile 6/3/2006 tarihli ve 26100 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan Seri:VIII, No:45 sayılı, Sermaye Piyasasında

Uluslararası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ’de belirlenen esaslar uygulanır.

Değer tespiti yapacak değerleme şirketlerinin kurulca listeye alınmış olması gerekmektedir. GYO’lar aynı ekspertiz şirketinden üst üste en fazla beş yıl hizmet alabilirler. Beş yıllık sürenin dolmasından sonra, ortaklığın aynı ekspertiz şirketinden tekrar hizmet alabilmesi için, en az iki yılın geçmesi zorunludur.

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

Ortaklığın portföyündeki varlıklar, uzun süreli olarak kiralama anlaşmasına konu edilebilir. Ancak, bu durumda sözleşmede yazılı kira bedellerinin en geç beş yılda bir ekspertiz değerleri dikkate alınarak yenilenmesi zorunludur.

Ortaklığın portföye yapacağı alım işlemleri, portföyden satış işlemleri ve kiralama tespit edilen ekspertiz değerleri dikkate alınarak gerçekleştirilir. Mevcut piyasa ve ödeme koşulları dikkate alınarak yapılacak alım işlemlerinde, ekspertiz değerlerinden daha yüksek, satım ve kiralama işlemlerinde ise ekspertiz değerlerinden daha düşük değerler alınırsa, bu durumun kamuya açıklanması ve yapılacak ilk genel kurul toplantısının gündemine alınarak, ortaklara bilgi verilmesi zorunludur.

3.1.5. GYO’larda Portföy Değerinin Tespiti

Portföy Değeri; Ortaklığın aktifinde yatırım amacıyla bulundurulanan gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri, haklar, sermaye piyasası araçları,

borsa para piyasası ve ters repo işlemleri, Türk Lirası veya yabancı para cinsinden vadeli mevduat, yabancı para cinsinden vadesiz mevduatın rayiç değerleri ile iştiraklerin toplamıdır.

3.2. İMKB’DE GYO SEKTÖRÜNDE FİYAT KATSAYILARI YÖNTEMİ İLE DEĞERLEME

İMKB’de işlem gören ve halka yeni açılan firmaların, firma değerinin tespitinde, çok ağırlıklı olarak, indirgenmiş nakit akımı ve fiyat katsayıları yöntemleri kullanılmaktadır. İMKB’nin aylık olarak yayınladığı bültende de “Hisse Senetleri Piyasası Değerleme Oranları” başlığı altında en önemli Fiyat Katsayıları olan, Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) ve Fiyat/Kazanç (F/K) Oranı hesaplanarak, her ay yayınlanmaktadır.

Fiyat Katsayıları ile değerlendirme, hesaplanmasındaki kolaylık nedeniyle, pek çok bireysel yatırımcı, aracı kurum ve konu ile ilgili diğer kişiler tarafından kullanılmaktadır. Nakit akımları ile değerlendirme, her ne kadar en doğru sonucu verecek yöntem olsa da, ileriye yönelik pek çok öngörü ve hesaplamayı gerektirmesi nedeniyle, kullanılması daha fazla uzmanlık ve tecrübeyi gerektiren bir yöntemdir.

Bu bölümde, GYO sektörü ile ilgili olarak, İMKB’de yayınlanan değerlendirme oranları (PD/DD, F/K), üçer aylık dönemler itibarıyla verilerek, bu sektörde faaliyet gösteren firmaların değerlemesinde kullanılmasının, fayda ve sakıncaları belirtilmeye çalışılacaktır. Ayrıca, sadece GYO sektörüne özgü olarak hesaplanan ve İMKB’de yayınlanan Net Aktif Değerleri kullanılarak, bu sektör için Fiyat Katsayıları ile değerlemede kullanılabilecek en anlamlı oran olan, Fiyat/Net Aktif Değeri oranı hesaplanarak yorumlanacaktır.

3.2.1. Piyasa Değeri ve Önemi

Gayrimenkul piyasası açısından piyasa değeri;

İstekli alıcı ve istekli satıcı arasında yapılan pazarlıklar sonucunda, tarafların her birinin tam bilgiye sahip olduğu, herhangi bir zorlama olmadan ve mantıklı hareket ettiği varsayımı ile, bir gayrimenkulun değerlendirme tarihi itibarıyla, değişime konu olan tahmini tutarı,

olarak tanımlanmaktadır.

İMKB’de hisse senetleri işlem gören firmaların piyasa değerinin hesaplanması farklı olmakla birlikte, yukarıda yapılan tanım, özü itibarıyla firmaların piyasa değerleri açısından da geçerlidir. Ancak, firma değerlemesi ve piyasa değeri ile ilişkisi konuları, finans literatüründe üzerinde oldukça fazla durulan ve içeriği itibarıyla oldukça kapsamlı konulardır.

Her varlık mutlaka bir değere sahiptir. Ancak, bu değer belirlenmesi sırasında kullanılan bilgiler ve yöntemler oldukça farklıdır. Örneğin, arsa, bina gibi reel varlıkların değerlendirilmesi, hisse senedi ve tahvil gibi finansal varlıkların değerlendirilmesinden oldukça farklı olduğu gibi, hisse senedi değerlendirilmesi ile tahvil değerlendirilmesi arasında da farklı bilgi ve yöntemler uygulanmaktadır. Bu farklılıklara rağmen, değişik varlıkları değerlerken ortaya çıkan en önemli benzerlik, kaçınılmaz bir belirsizliğin var olmasıdır. Bu belirsizlik genellikle değerlendirilen varlığın niteliğinden kaynaklanırken, değerlendirme modeli de bu belirsizliği artırabilmektedir (Damodaran, 1996)

Yatırımcıların herhangi bir varlığa yatırım yaparken en çok dikkat ettikleri veya etmeleri gereken konu, söz konusu varlığa gerçek değerinden fazla bir değer ödememektir. Ancak, finansal piyasalarda olduğu gibi reel piyasalarda da varlıklar, olması gereken değerlerinin oldukça altına inebileceği gibi, üstüne de çıkabilir. Hisse senedi piyasasında daha fazla

kullanılan ve bilinen “daha aptal (bigger fool)” teorisine göre, bir varlığa olması gereken değerinden daha fazla bir bedel ödeyerek satın alabilir ve bu varlığı daha yüksek bir bedelle satarak, kısa dönemde önemli bir getiri sağlayabilirsiniz. Ancak, bunu yapabilmek için tek şart, sizin ödediğiniz bedelden daha fazlasını ödeyecek, diğer bir deyişle, daha aptal birinin bulunmasıdır. Borsanın genelde hızlı yükseldiği zamanlarda gündeme gelen bu teorinin, aslında tersi de geçerlidir. Borsanın çok hızlı düştüğü dönemlerde, hisse senedi fiyatları olmaları gereken değerlerinin çok altına düşebilir. Bu düşük değerlerden satanların amacı, genelde daha düşük bir fiyatla tekrar satın almaktır. Ancak, burada da daha düşük fiyattan satacak birinin bulunması gerekir. Piyasalarda ortaya çıkan önemli dalgalanmalar nedeniyle, varlıkların piyasada değerlerinden ciddi ölçüde uzaklaşmaları mümkün olmakla birlikte, yatırımdan beklenen nakit akımlarına göre, zaman içerisinde varlıkların olması gereken değerlerine yaklaşacağı da bir gerçektir.

Günümüzde firmaların amacı “firmanın net bugünkü değerini hissedarları açısından maksimum kılmak” olarak tanımlanmaktadır. Firmanın net bugünkü değerinin maksimum kılınması amacının sağlanması, firmanın sahip olduğu varlıkların her birinin etkin kullanılıp, belirtilen amaca en fazla katkıyı verecek şekilde yönetilmeleriyle mümkündür (Aksoy, 1993). Firmaların yatırım politikalarında da “firmanın kaynakları hangi varlıklara hangi şartlarda bağlanmalıdır ki, firmanın değeri maksimum olsun” sorusuna cevap aranmaktadır.

Genel olarak Hissedar Değeri’nin ve değere dayalı yönetimin önemini vurgulayan üç temel kuvvetten bahsedilebilir. Bunlar: özel sermayenin yaygınlaşması, piyasaların globalleşmesi ve bilgi reformu (Black ve başk., 1998).

Finansal yönetimin amacı, firmanın mevcut hisse senetlerinin değerini maksimum kılmaktır. Halka açık bir işletmede firmanın değeri, firmanın hisse senetlerinin borsadaki fiyatı ile toplam hisse senedi sayısının çarpımı ile

bulunan değerdir. Bu değer mevcut durumu göstermektedir. Bunun aşırı veya düşük değerlendirildiğini söyleyebilmek için firmanın olması gereken değerinin hesaplanması gerekmektedir. Ancak, olması gereken değer bilindiğinde, mevcut değer hakkında aşırı değerlendirilmiş ya da düşük değerlendirilmiş ya da gerçek değeri ile değerlendirilmiş yorumları yapılabilir. Bunun için de günümüzde finansın yoğunlaştığı alan değer tespiti olmaktadır. Burada kastedilen ve olması gereken, değer tespiti ve değer yönetimi olarak karşımıza çıkmaktadır (Ercan ve Ban, 2005).

Firma değerlemesi açısından yukarıda yapılan tanımlamalar ve açıklamalara dikkat edilirse, aynı şeylerin gayrimenkul piyasası açısından da geçerli olduğu görülecektir. Yatırım amacıyla bir gayrimenkulun satın alınmasındaki amaç, söz konusu gayrimenkulun değerinin ileride maksimum olması ve böylece sahibinin servetinin artmasıdır. Ancak, bunu gerçekleştirmek çok kolay olmamaktadır. Bu amaç ile gayrimenkul satın alacak bir yatırımcının, hangi gayrimenkulu, hangi şartlarla ve hangi fiyatla satın alacağı veya yatırım yapacağı gayrimenkulun olması gereken değerinin ne olduğu, en önemli sorudur.

Bu çalışmada, uygulama olarak, ilk önce, GYO'ların geçmiş dönemler fiyat katsayıları hesaplanarak, sektörde kullanılabilecek fiyat katsayıları tespit edilmeye çalışılacaktır. Daha sonra ise, İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemine göre firma değerleri hesaplanıp, İMKB'deki piyasa değerleri ile karşılaştırılarak, değerlendirme yapılacaktır.

3.2.2. Fiyat Katsayıları Yöntemi İle Değerlemede Prensipler

Fiyat katsayıları, piyasa değerinin, değerlemede esas alınan performans kriterine bölünmesi olarak tanımlanabilir. Örneğin, değerlemede performans ölçüsü net kâr ise, söz konusu firmanın piyasa değeri net kâra bölünür.

Fiyat katsayıları ile değerlemede en önemli husus, piyasa değeri ile birlikte hangi performans ölçüsünün (net kâr, satışlar, esas faaliyet kârı, özkaynaklar, sabit kıymetler vb.) kullanılacağıdır. Çünkü, teoride hangi performans kriterinin kullanılacağı konusunda, net bir bilgi bulunmamaktadır. Bu durum, firma değerlemesi yaparken, tek bir katsayı kullanmak yerine, birden fazla katsayıyı kullanmayı zorunlu hale getirmektedir. Fiyat katsayılarından birisi veya birkaçı, bir sektör için en iyi sonucu verirken, diğer bir sektör için tercih edilmeyebilir. Bu nedenle, fiyat katsayılarına göre değerlendirme yaparken en önemli konu, sektörde görece olarak fiyatı en iyi ölçen katsayının seçilmesi olmaktadır (Benninga ve Sarig, 1997). Bu çalışmada, piyasada en çok bilinen ve kullanılan Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD), Fiyat/Kazanç (F/K) ve sektöre özgü en anlamlı oran olan, Fiyat/Net Aktif Değeri (F/NAD) oranı kullanılacaktır.

Fiyat katsayıları ile değerlemede diğer bir önemli sorun, karşılaştırılabilir firmaların seçilmesidir. Örneğin, İMKB’de hisseleri işlem gören Tüpraş, Ereğli gibi firmaları Türkiye’de karşılaştırabilecek pek bir firma bulunmamaktadır. Bu nedenle ülke risklerini de dikkate alarak, başka ülkelerdeki benzer firmaların fiyat katsayıları ile karşılaştırmak belki daha anlamlı olacaktır. Ancak, GYO sektöründe yapacağımız uygulamada, bu sektörde yer alan firmaların kuruluş amaçları ve faaliyet konuları benzer olduğu için, birbirleriyle karşılaştırılmalarında sorun bulunmamaktadır.

Performans kriteri ve karşılaştırılabilir firmalar seçildikten sonra, her firmanın söz konusu fiyat katsayıları hesaplanır. Bu hesaplama yapıldıktan sonra sektördeki firmaların, örneğin ortalama F/NAD katsayısı hesaplanır.

Son aşama ise, bulunan ortalama katsayıyı, değeri bulunacak firma performansına uygulayarak, söz konusu firmanın tahmini değerini tespit emektir. Değişik katsayılara göre bulunan firma değerleri, genellikle, aynı olmaz. Bu nedenle PD/DD oranına göre bulunan değer, F/NAD oranına göre bulunan değerden niçin farklı olduğunun ve hangi performans kriterine

daha fazla ağırlık verilmesi gerektiğinin açıklanması zorunludur.

3.2.2.1. Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD/DD)

Fiyat Katsayılarını hesaplamada iki yöntem kullanılmaktadır. Her iki yönetime göre bulunan sonuçlar, doğal olarak, aynıdır.

Birinci yöntemde, pay kısmında firmanın piyasa değeri, payda kısmında ise, ilgili performans kriterinin toplamı kullanılmaktadır. Bu çalışmada, örnek firma olarak, Akmerkez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'nın (AKMGY) verileri kullanılmaktadır. AKMGY firmasının, 30.06.2006 tarihi itibarıyla, PD/DD katsayısının hesaplanma yöntemi aşağıdadır.

AKMGY Piyasa Değeri = Hisse Senedi Fiyatı * Toplam Hisse Senedi Adedi

AKMGY PD (30.06.2006) = 33.25 YTL * 13,700,000 Adet

AKMGY PD = 455,525,000 YTL

AKMGY DD = 166,711,000 YTL (Özkaynaklar Toplamı)

AKMGY PD/DD = 455,525,000 YTL / 166,711,000 YTL

= **2.73**

İkinci yöntemde ise, pay kısmında ilgili tarih itibarıyla hisse senedinin kapanış fiyatı, payda kısmında ise seçilen performans kriterinin hisse senedi başına düşen tutarı kullanılmaktadır. Örneğin,

AKMGY Hisse Senedi Fiyatı = 33.25 YTL (30.06.2006)

AKMGY Hisse Başına Düşen DD = 166,711,000 YTL / 13,700,000

Adet

AKMGY Hisse Başına Düşen DD =12.17 YTL

$$\text{AKMGY PD/DD} = 33.25 \text{ YTL} / 12.17 \text{ YTL} \\ = \mathbf{2.73}$$

PD/DD katsayısının düşük olanı, yatırımcılar açısından tercih nedenidir. Bu katsayının 1'in altında olması, firmanın piyasa değerinin, bilançosunda yer alan özkaynak toplamından daha düşük olduğunu göstermektedir. Dikkat edilirse, bu hesaplamada, şirketin yaratacağı nakit akımları ile ilgili bir gösterge yoktur. Bu katsayının yaygın olarak kullanılmasıdaki amaç, söz konusu firmaya yatırım yaparken, bilançoda kayıtlı özkaynaklara göre, ne kadar az veya fazla para yatırıldığının bilinmesidir. Benzer firmaların yer aldığı bir sektörde, eğer uygulanan muhasebe politikaları arasında önemli bir farklılık yoksa, hesaplanan katsayıların karşılaştırılması ve yorumlanması daha güvenilir olacaktır. Ancak, Türkiye'de uygulanan muhasebe politikalarındaki farklılıklar, PD/DD katsayısının kullanımını önemli ölçüde kısıtlamaktadır.

GYO sektöründe faaliyet gösteren dokuz firmanın Piyasa Değerleri, Defter Değerleri ve PD/DD oranları, 31.03.2004 tarihinden 30.06.2006 tarihine kadar, üçer aylık bilanço dönemleri itibarıyla, Tablo 3.1., Tablo 3.2. ve Tablo 3.3.'de verilmektedir.

Tablo 3.1. Piyasa Değerleri (Milyon USD)

	06.06	03.06	12.05	09.05	06.05	03.05	12.04	09.04	06.04	03.04
AKMGY	288.8	434.4	467.4	416.5	401.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ALGYO	94.9	154.7	177.2	148.0	97.1	72.5	66.4	47.9	41.7	57.9
AGYO	48.7	107.5	95.8	53.7	41.4	39.1	36.1	32.7	24.6	35.9
GRGYO	71.1	124.3	121.0	94.1	54.0	48.0	50.0	47.6	36.2	38.5
IHGYO	17.7	27.5	31.7	20.2	10.9	14.9	17.5	17.5	14.9	21.8
ISGYO	502.1	817.5	724.4	641.0	534.3	468.3	471.8	371.3	228.1	306.1
NUGYO	20.3	44.9	44.5	35.1	29.1	25.4	22.6	16.4	13.5	16.4
VKGYO	26.2	43.6	43.2	31.6	22.6	21.8	17.2	10.6	8.3	11.1
YKGYO	64.4	141.8	135.3	108.0	71.3	61.5	49.5	32.2	28.2	37.1
TOPLAM PD	1,134.3	1,896.1	1,840.4	1,548.2	1,261.9	751.6	731.1	576.1	395.4	524.9
TOPLAM PD (*)	845.5	1,461.7	1,373.0	1,131.7	860.6	751.6	731.1	576.1	395.4	524.9

(*) AKMGY Hariç

Tablo 3.2. Defter Değerleri (Milyon USD)

	06.06	03.06	12.05	09.05	06.05	03.05	12.04	09.04	06.04	03.04
AKMGY	105.7	114.4	105.2	96.3	87.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ALGYO	96.3	113.2	110.5	107.6	107.5	103.8	100.0	86.3	83.3	96.2
AGYO	76.7	88.5	79.1	77.9	77.4	76.6	73.8	64.1	63.1	65.8
GRGYO	56.7	66.0	63.9	63.5	62.3	61.9	59.6	52.1	51.7	56.1
IHGYO	19.6	23.3	17.7	19.2	20.1	18.4	21.8	18.3	20.5	33.3
ISGYO	498.1	590.1	580.6	572.5	585.5	575.8	510.6	451.0	398.9	419.3
NUGYO	23.7	27.5	26.5	26.4	26.9	23.7	23.3	21.1	24.1	15.8
VKGYO	34.1	39.3	36.7	32.3	31.9	30.8	29.9	26.0	25.7	27.1
YKGYO	58.5	68.4	68.5	68.8	64.6	90.7	91.4	80.5	80.4	37.2
TOPLAM DD	969.5	1,130.7	1,088.8	1,064.4	1,064.1	981.6	910.4	799.4	747.8	750.8
TOPLAM DD (*)	863.8	1,016.3	983.6	968.2	976.2	981.6	910.4	799.4	747.8	750.8

(*) AKMGY Hariç

Tablo 3.3. Piyasa Değeri / Defter Değeri Katsayıları

	06.06	03.06	12.05	09.05	06.05	03.05	12.04	09.04	06.04	03.04
AKMGY	2.73	3.80	4.44	4.33	4.56					
ALGYO	0.99	1.37	1.60	1.38	0.90	0.70	0.66	0.55	0.50	0.60
AGYO	0.64	1.21	1.21	0.69	0.53	0.51	0.49	0.51	0.39	0.55
GRGYO	1.25	1.88	1.89	1.48	0.87	0.78	0.84	0.91	0.70	0.69
IHGYO	0.90	1.18	1.79	1.05	0.54	0.81	0.80	0.95	0.72	0.66
ISGYO	1.01	1.39	1.25	1.12	0.91	0.81	0.92	0.82	0.57	0.73
NUGYO	0.86	1.63	1.68	1.33	1.08	1.07	0.97	0.78	0.56	1.04
VKGYO	0.77	1.11	1.18	0.98	0.71	0.71	0.58	0.41	0.32	0.41
YKGYO	1.10	2.07	1.97	1.57	1.10	0.68	0.54	0.40	0.35	1.00
ORTALAMA	1.17	1.68	1.69	1.45	1.19	0.77	0.80	0.72	0.53	0.70
ORTALAMA (*)	0.98	1.44	1.40	1.17	0.88	0.77	0.80	0.72	0.53	0.70

(*) AKMGY Hariç

Piyasa Değerlerinin gelişimini daha iyi görebilmek için, Nisan 2006'da halka arz edilen AKMGY hariç tutularak da, toplam verilmiştir. AKMGY hariç, sektörün piyasa değerleri incelendiğinde, 31.03.2004 yılında 524.9 milyon USD olan piyasa değerinin, 2005 yılında gayrimenkul piyasasında gözlenen talep patlamasına paralel olarak, 31.12.2005 tarihinde 1,840.4 milyon USD'ye yükseldiği ve 30.06.2006 tarihiyle de enflasyonda, faizde ve dövizde yaşanan hızlı yükselme sonucunda, 1,134.3 milyon USD'ye düştüğü görülmektedir.

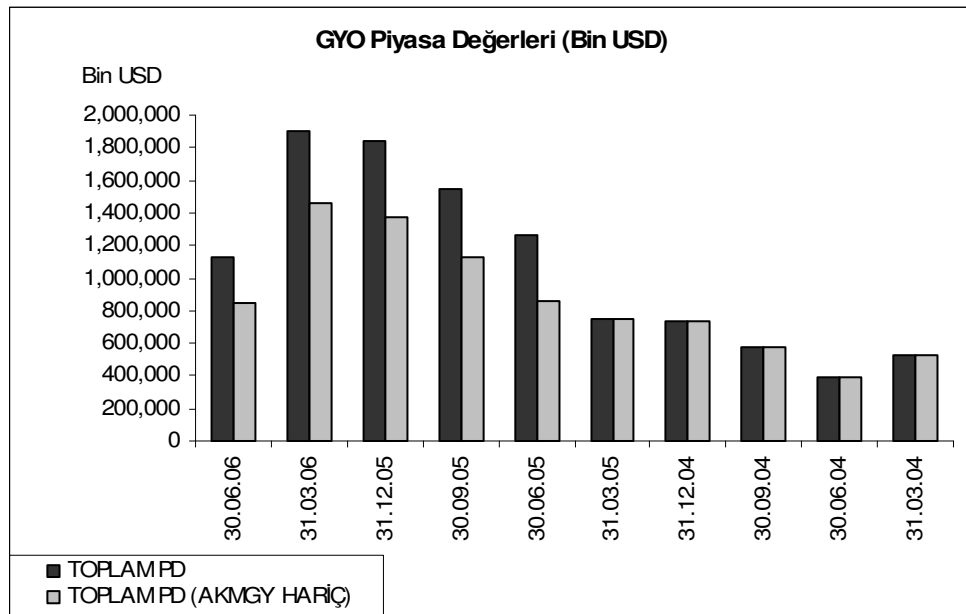
Firmaların piyasa değerleri, dünyada, ülkemizde ve sektörde yaşanan gelişmelere, İMKB'de fiyatların değişmesi sonucu, hızla cevap vermektedir. Ancak, firmaların özkaynak toplamalarını ifade eden defter

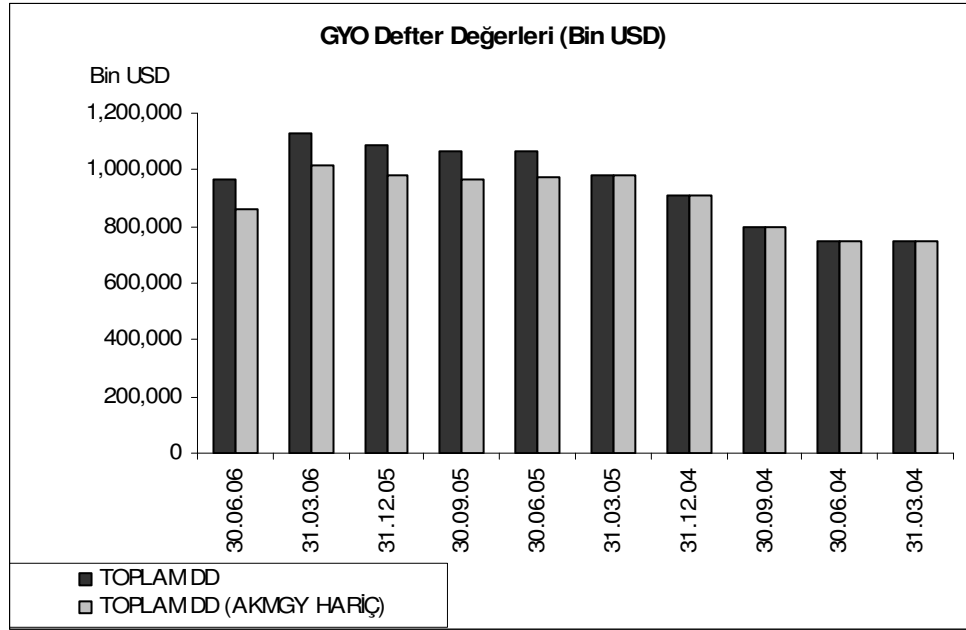
değerleri, üçer aylık açıklanan bilançolardan alınmakta ve sadece firmanın özkaynaklarını değiştirebilecek unsurlardan etkilenmektedir.

Genel olarak bakıldığında, özkaynakları etkileyen ana unsur, sermaye artışı, iştirak veya gayrimenkul satışı dışında, şirketin faaliyetleri sonucu elde ettiği kâr veya zarardır. Bu nedenle, özkaynaklardaki değişim piyasa değerine göre daha yavaş olmaktadır. Örneğin, 31.03.2005 ve 31.03.2006 rakamlarına bakıldığında, AKMGY hariç defter değerleri 750.8 milyon USD'den, 1,016.3 milyon USD'ye artarak, sadece %35 yükselirken, söz konusu dönemde piyasa değeri 524.9 milyon USD'den 1,461.7 USD'ye artarak, %178 yükselmiştir.

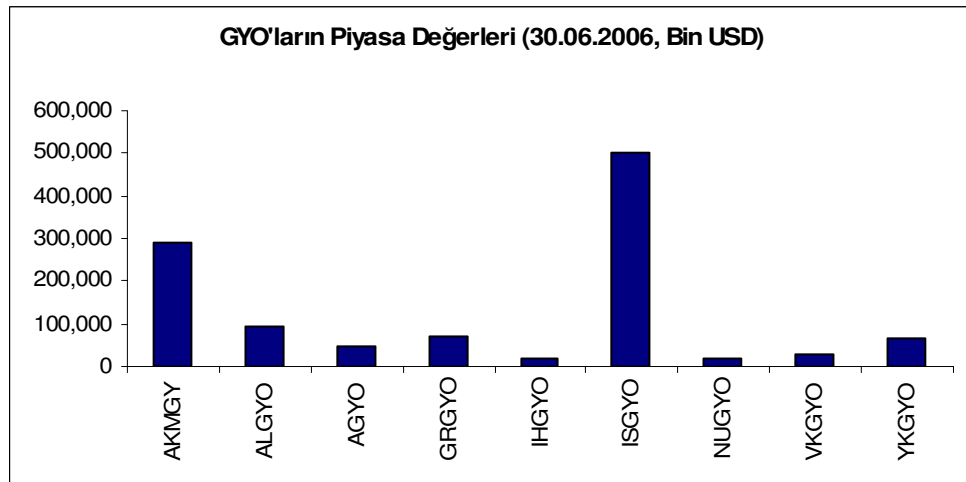
GYO firmalarının Piyasa Değerleri ve Defter Değerlerinde, üçer aylık dönemler itibariyle, USD bazında meydana gelen değişiklikler, Grafik 3.1. ve Grafik 3.2.'de verilmiştir.

Grafik 3.1. GYO Firmalarının Piyasa Değerleri



Grafik 3.2. GYO Firmalarının Defter Değerleri

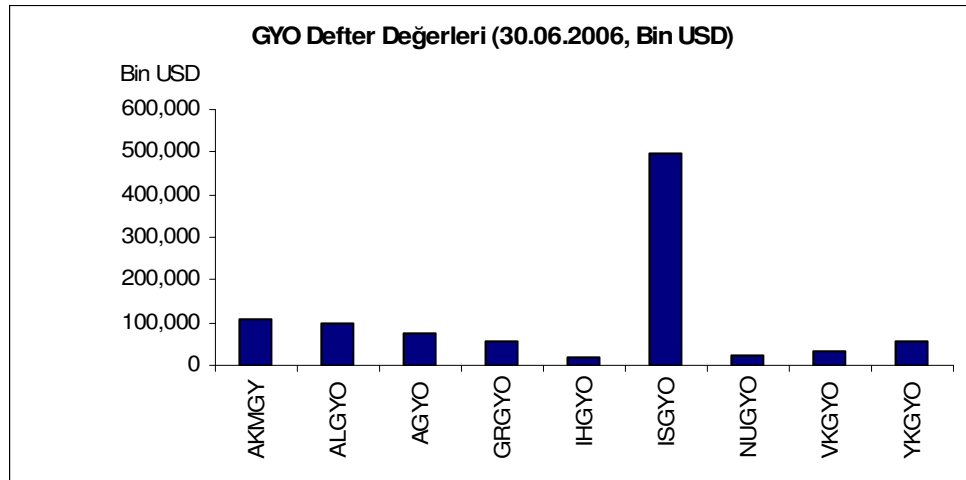
GYO Firmalarının firma bazında piyasa değerleri, 30.06.2006 tarihi itibarıyla, Grafik 3.3.'de verilmektedir. Grafikten görülebileceği gibi, ISGYO ve AKMGYO firmaları 790.9 milyon USD piyasa değeri ile, sektörün %70'ini oluşturmaktadır. Diğer 7 firma ise, toplam piyasa değeri'nin %30'una sahiptir.

Grafik 3.3. Firma Bazında Piyasa Değerleri

Firma bazında piyasa değerlerinin gösterildiği Grafik 3.3., defter

değerlerinin gösterildiği Grafik 3.4. ile karşılaştırıldığında, sadece AKMGY'nin defter değerinin, piyasa değerinden oldukça farklı olduğu görülmektedir.

Grafik 3.4. Firma Bazında Defter Değerleri



GYO sektöründe yer alan firmalar incelendiğinde, bilanço aktifinde yer alan yatırım amaçlı gayrimenkullerin ekspertiz değerlerinin, değerlemedeki önemi ortaya çıkmaktadır. Aşağıdaki tabloda, 31.03.2006 tarihi itibarıyla, GYO sektöründe faaliyet gösteren firmaların gayrimenkullerin ekspertiz değerleri ile bilançoda Duran Varlıklar içerisinde yer alan “Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller (Net)” tutarları verilmektedir. Bu tutarlara, stoklar içerisinde gösterilen gayrimenkuller de eklenmiştir.

Yatırım amaçlı gayrimenkul, kira geliri veya değer artış kazancı ya da her ikisini birden elde etmek amacıyla elde tutulan gayrimenkullerdir. GYO şirketlerinin yatırım amaçlı gayrimenkullerinin değerlemesinde maliyet modeli kullanılmakta olup, ilgili varlıkların elde etme maliyetinin satın alma yılına ait düzeltme katsayıları kullanılarak yeniden düzenlenmiş değerlerinden, birikmiş amortismandan ve ekspertiz şirketi tarafından belirlenen makul değeri karşılaştırarak hesaplanan değer düşüklüğünden arındırılmış şekilde değerlendirilmektedir. Yatırım amaçlı gayrimenkullerin değerinde kalıcı bir düşüş varsa, değerlendirilmiş tutar bu düşüşü yansıtabilecek kadar azaltılmaktadır. Bu

değer düşüklükleri, tüm yatırım amaçlı gayrimenkuller için ayrı ayrı belirlenip, uygulanmaktadır. Amortisman, yatırım amaçlı gayrimenkullerin ekonomik ömürleri dikkate alınarak, normal (doğrusal) amortisman yöntemine göre kıst bazında hesaplanmaktadır.

Stoklara dahil edilen maliyet unsurları, firma tarafından satış amaçlı konut inşa etmek için elde tutulan arsalar, ilk madde ve malzeme giderleri, işçilik ve uygun miktardaki genel üretim giderlerinden oluşmaktadır. Konut inşaatı için alınmış olan ve henüz inşaatına başlanmamış projelerle ilgili arsalar ve bu ilgili projeler için oluşmuş maliyetler “ilk madde ve malzeme” kalemi altında, inşaatına başlanmış ancak yapım aşamasında olan projelerle ilgili arsa maliyetleri ve proje maliyetleri “yarı mamul” kalemi altında, firma tarafından inşa ettirilmiş ve inşaatı tamamlanmış projeler ise “mamul” kalemi altında sınıflandırılmaktadır. Firmanın elinde bulunan ve üçüncü kişilerden satın almış olduğu tamamlanmış projeler “ticari mal” kalemi altında sınıflandırılmaktadır.

Tablo 3.4. Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller ve Ekspertiz Değerleri

Firma	Gayrimenkullerin Ekspertiz Değeri	Yatırım Amaçlı Gayrimenkul + Stoklar (31.03.2006)
AKMGY	664,200,000	109,562,011
ALGYO	97,385,005	68,174,103
AGYO	115,175,000	114,638,334
GRGYO	115,704,832	115,586,626
IHGYO	33,850,451	36,791,443
ISGYO	808,934,513	799,527,720
NUGYO	38,406,060	37,394,958
VKGYO	43,450,000	39,527,273
YKGYO	136,633,324	120,779,754
Toplam	2,053,739,185	1,441,982,222
AKMGY Hariç	1,389,539,185	1,332,420,211

Tablo 3.4’de, GYO sektöründe yer alan firmaların sahip olduğu gayrimenkullerin, İMKB tarafından yayınlanan ekspertiz değerleri ile bilançoda yer alan değerleri incelendiğinde, özellikle AKMGY’de önemli farklılık olduğu görülmektedir. Bu nedenle, firmalar arasında karşılaştırma yapmadan önce, bu farklılıkların nedeni ortaya konulmalıdır. GYO sektöründeki firmaların mali tablolarının hazırlanması ile ilgili esaslar, aşağıda kısaca verilmiştir.

Yüksek Enflasyon Dönemlerinde Mali Tabloların Düzeltilmesi:

SPK Seri: XI, No: 25 Sayılı Tebliğ’in Kısım 15 hükümleri, yüksek enflasyonun hakim olduğu ekonomiye ait para birimlerinin kullanıldığı durumlarda, SPK tarafından yayımlanan genel kabul görmüş muhasebe ilkelerine uygun olarak hazırlanan mali tabloların, bilançoların düzenlendiği tarihte geçerli olan Türk Lirası’nın cari satın alma gücünün esas alınarak hazırlanmasını ve önceki dönem mali tabloların da karşılaştırma amacıyla, aynı değer ölçüleri kullanılarak, yeniden düzenlenmesini öngörmektedir. Kısım 15’in uygulanmasını öngören bir diğer sebep ise, yıllık bilanço tarihindeki fiyat endeksi rakamının, ilgili hesap dönemi dahil önceki üçüncü hesap döneminin başındaki fiyat endeksi rakamının %100’ü aşması ve ilgili dönemin bilanço tarihindeki fiyat endeksi rakamının, hesap döneminin başına göre %10 veya daha fazla bir oranda artması halinde, içinde bulunulan hesap döneminde yüksek enflasyon döneminin başlamasıdır. Bununla birlikte, Kısım 15 uygulamasını gerektiren diğer hususlardan, halkın tasarruflarını yabancı para cinsinden tutması, mal ve hizmet fiyatlarının yabancı para birimi üzerinden belirlenmesi ve kısa vadeli işlemler de dahil satın alma gücündeki kayıpları karşılamak için fiyatların vade farkı konularak belirlenmesi gibi yüksek enflasyon göstergeleri mevcut bulunmaktadır. Sonuç olarak, Şirketlerin mali tabloları Kısım 15 uyarınca, 31 Aralık 2004 tarihindeki cari satınalma gücündeki değişmelerin etkilerini yansıtacak şekilde yeniden ifade edilmiştir.

Bununla birlikte, SPK’nın 18 Mart 2005 tarihli duyurusuyla, Seri:XI, No:20 sayılı “Yüksek Enflasyon Dönemlerinde Mali Tabloların Düzeltilmesine

İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Tebliğ”in 6’ncı maddesi ile Seri:XI, No:25 sayılı “Sermaye Piyasasında Muhasebe Standartları Hakkında Tebliğ”in buna tekabül eden 375’inci maddesi uyarınca, yüksek enflasyon döneminin sona erdiği; ayrıca, yüksek enflasyon döneminin devamına ilişkin diğer emarelerin de büyük ölçüde ortadan kalktığı hususları çerçevesinde, 2005 yılında mali tabloların enflasyona göre düzeltilmesi uygulamasına son verilmesine karar verilmiş, dolayısıyla 31 Mart 2006 tarihli mali tablolarda enflasyon muhasebesi uygulanmamıştır.

GYO şirketlerinin muhasebe politikaları, İMKB’de yayınlanan bilanço dipnotlarından incelendiğinde, önemli bir farklılık olmamakla birlikte, AKMGY’nin yatırım amaçlı gayrimenkullerinin defter değeri ile ekspertiz değeri arasında çok büyük farklılık olması nedeniyle, PD/DD hesaplamalarında dikkate alınmaması ve ayrıca değerlendirilmesi gerekmektedir. AKMGY’deki söz konusu farklılığın iki önemli nedeni olabilir. Birincisi, ekspertiz değerinin çok yüksek tespit edilmesi, ikincisi ise, AKMGY’nin gayrimenkullerinin zaman içerisinde çok değerlenmiş olması ve bu nedenle de, arada geçen süredeki enflasyon rakamları dikkate alınsa bile, defter değeri ile ekspertiz değeri arasındaki farkın hızla artmasıdır. İleriki kısımlarda yer alan, AKMGY’nin Net Aktif Değeri, F/K oranı ve yıllar itibarıyla yarattığı nakit akımları dikkate alındığında, ikinci ihtimalin daha gerçekçi olduğu görülmektedir.

GYO sektörü PD/DD oranlarının ortalaması ilgili dönemde 0.94 düzeyindedir. Diğer bir deyişle, GYO sektöründe yer alan firmaların, söz konusu dönemde piyasa değerleri, ortalama olarak, defter değerlerinin altında kalmıştır. Bu nedenle, GYO sektöründe yapılan değerlemelerde, bu oranın 1’in altında olmasına dikkat edilmesi gerekmektedir. Değerlemede, bu oranın 0.90 olarak kullanıldığı öngörülürse, örneğin yeni bir halka arzda, özkaynakları toplamı 200,000,000 YTL olan bir GYO şirketinin halka arz piyasa değeri, iskontosu da düşünüldüğünde, 180,000,000 YTL’nin altında olması gerekmektedir.

İMKB tüm pazarlar genelinde, 30.06.2006 tarihi itibarıyla, piyasa değeri 128,268 milyon USD, tüm şirketlerin özkaynakları toplamı 72,207 milyon USD olup, PD/DD oranı 1.78 seviyesindedir (www.imkb.gov.tr). GYO sektöründe ise, 30.06.2006 tarihi itibarıyla, PD/DD oranı (AKMGY hariç) 0.98'dir. Bu durum, sektör bazında değerlendirilmesinin, İMKB geneline göre, oldukça farklılaşabileceğini göstermektedir.

3.2.2.2. Fiyat / Kazanç (Piyasa Değeri / Net Kâr)

Hisse senedi değerlemesinde en sıkça kullanılan ve en bilinen katsayı Fiyat/Kazanç katsayısıdır. Kazanç olarak ifade edilen, hisse başına düşen net kâr tutarıdır. Borsada geçerli olan fiyat, hisse başına düşen net kâr bölünerek hesaplanabileceği gibi, piyasa değeri toplam net kâr bölünerek de aynı sonuca ulaşılabilir. Böylelikle, hisse senedi fiyatının, hisse başına düşen net kârın kaç katı olduğu belirlenir. Doğal olarak, katsayısı düşük olan hisse senetlerinin, diğerlerine göre diğerlerine göre ucuz olduğu sonucuna varılır. Örneğin, karşılaştırılan A ve B firmasının hisse başına düşen net kârı 1 YTL ise, A firması 5 YTL, B firması 6 YTL'den işlem görüyorsa, A firması F/K katsayısı 5 olduğu için B firmasına göre daha ucuz olacaktır. Çünkü, hisse başına düşen kârın 5 katı fiyattan işlem görmektedir. Diğer bir deyişle, A firmasında mevcut fiyatlara göre hisse başına % 20 net kâr, B firmasında % 16.7 net kâr düşmektedir.

F/K oranları ülkeler arasında, firmalar arasında veya belirli bir zaman boyunca karşılaştırılabilir. Uluslararası yatırımlarda F/K oranları, belirli borsalardaki senetlerin genel olarak pahalı olup olmadığını belirlemek için kullanılmaktadır (Karan, 2001). Pek çok dergi ve aracı kurum, bu oranları sürekli olarak yayınlamaktadırlar. F/K oranlarının, hem hesaplanması hem de yorumlanması kolaydır. Bu nedenle, yatırımcılar tarafından, herhangi bir hisse senedinin fiyatının, benzerlerine göre ucuz olup olmadığı konusunda, kısa sürede bir yargıya varmak için kullanılmaktadır.

Düşük F/K oranına sahip hisse senetlerine yatırım yapıldığı takdirde, daha fazla getiri sağlanacağına ilişkin genelde bir önyargı bulunmaktadır. Ancak, İMKB’de 1990-1996 dönemi için, sanayi sektörü firmaları üzerinde yapılan araştırmada, F/K etkisi tespit edilememiştir (Küçükkiremitçi ve başk., 1996).

F/K katsayılarının hesaplanmasında, hangi kârın kullanılması gerektiği konusunda, iki temel görüş bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, paydada geçmiş bir yıllık kârın kullanıldığı tarihi F/K katsayıları (trailing earnings multiples), ikincisi ise paydada gelecek bir yılın veya sene sonuna kadar tahmin edilen net kârın kullanıldığı tahmini F/K katsayılarıdır (leading earnings multiples). Fiyat, her iki uygulamada da değerlemenin yapıldığı tarihteki borsada geçerli olan fiyattır. F/K oranlarından hangisinin kullanılması gerektiği konusunda genel görüş, geçmiş kârın, diğer bir deyişle, tarihi F/K oranının kullanılması yönündedir. Ancak, modern değerlendirme teknikleri gelecekte beklenen kârı kullandığından, tahmini F/K oranı, değerlemenin amaçları ile daha uyumludur (Benninga ve Sarig, 1997).

Geçmiş veya tahmini F/K katsayılarının kullanılmasında en önemli sorunlardan birisi, firmanın kârının az tutarda olması veya firmanın zarar etmesi halinde ortaya çıkmaktadır. Firmanın az tutarda kâr etmesi halinde, F/K katsayısı çok yüksek bir rakam olmakta, zarar etmesi halinde ise negatif olmaktadır. Bu durumda, ilgili firmanın F/K katsayısını, diğer firmaların F/K katsayıları ile karşılaştırma yapma imkanı olmamaktadır. Oysa, PD/DD ve PD/NAD katsayılarının kullanılması halinde (özkaynakların negatif olması hariç), böyle bir sorun olmadığından, F/K oranı çok yüksek veya negatif olan firmalarda, PD/DD ve PD/NAD katsayılarının kullanılarak değerlendirme yapılması ağırlık kazanmaktadır.

GYO sektöründe faaliyet gösteren dokuz firmanın Net Kârları ve Fiyat/Kazanç oranları, 31.03.2004 tarihinden 30.06.2006 tarihine kadar, üçer aylık bilanço dönemleri itibariyle, Tablo 3.5. ve Tablo 3.6.’da verilmektedir.

Piyasa Değerleri Tablo 3.1.'de verildiği için bu kısımda tekrar verilmemiştir.

Tablo 3.5. Net Kârlar (Milyon USD)

	06.06	03.06	12.05	09.05	06.05	03.05	12.04	09.04	06.04	03.04
AKMGY	31.0	31.7	27.7	24.0	20.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ALGYO	5.7	7.6	5.5	4.9	7.2	-2.8	-4.6	-7.5	-11.4	-6.2
AGYO	11.0	12.7	3.8	3.8	3.9	3.8	2.4	0.2	-1.3	-3.9
GRGYO	3.8	3.8	2.1	2.2	0.8	0.3	0.8	0.8	1.3	3.0
IHGYO	-4.5	-3.3	-5.4	-3.1	-5.1	-18.5	-14.2	-13.7	-11.7	-1.2
ISGYO	22.0	25.3	32.5	25.3	78.2	77.7	67.0	63.8	18.4	21.8
NUGYO	0.9	3.0	1.5	0.8	0.0	-3.7	-4.5	-4.5	-4.7	-0.2
VKGYO	3.9	4.6	1.8	1.6	1.3	0.7	0.5	-0.3	-0.9	-1.6
YKGYO	3.6	3.8	2.5	3.1	-1.9	-4.4	-4.4	-5.7	-7.1	-0.2
TPL. NET KAR	77.3	89.1	71.9	62.6	104.9	53.1	42.8	33.1	-17.4	11.5
TPL. NET KAR (*)	46.3	57.4	44.3	38.6	84.5	53.1	42.8	33.1	-17.4	11.5

(*) AKMGY Hariç

Tablo 3.6. Fiyat / Kazanç Katsayıları

	06.06	03.06	12.05	09.05	06.05	03.05	12.04	09.04	06.04	03.04
AKMGY	9.31	13.72	16.89	17.36	19.64					
ALGYO	16.61	20.48	32.18	30.47	13.52	---	---	---	---	---
AGYO	4.44	8.44	25.41	14.10	10.61	10.33	15.25	194.97	---	---
GRGYO	18.68	32.31	58.24	42.00	64.13	161.03	65.33	60.45	27.47	12.77
IHGYO	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
ISGYO	22.85	32.32	22.30	25.34	6.83	6.03	7.05	5.81	12.40	14.03
NUGYO	23.22	15.19	29.66	45.55	---	---	---	---	---	---
VKGYO	6.82	9.57	23.91	19.18	17.51	29.96	37.98	---	---	---
YKGYO	18.14	36.92	53.25	35.12	---	---	---	---	---	---
GYO SEKTÖRÜ	14.68	21.28	25.58	24.75	12.03	14.16	17.07	17.41		45.66
GYO SEKTÖRÜ (*)	18.28	25.45	31.01	29.35	10.19	14.16	17.07	17.41		45.66

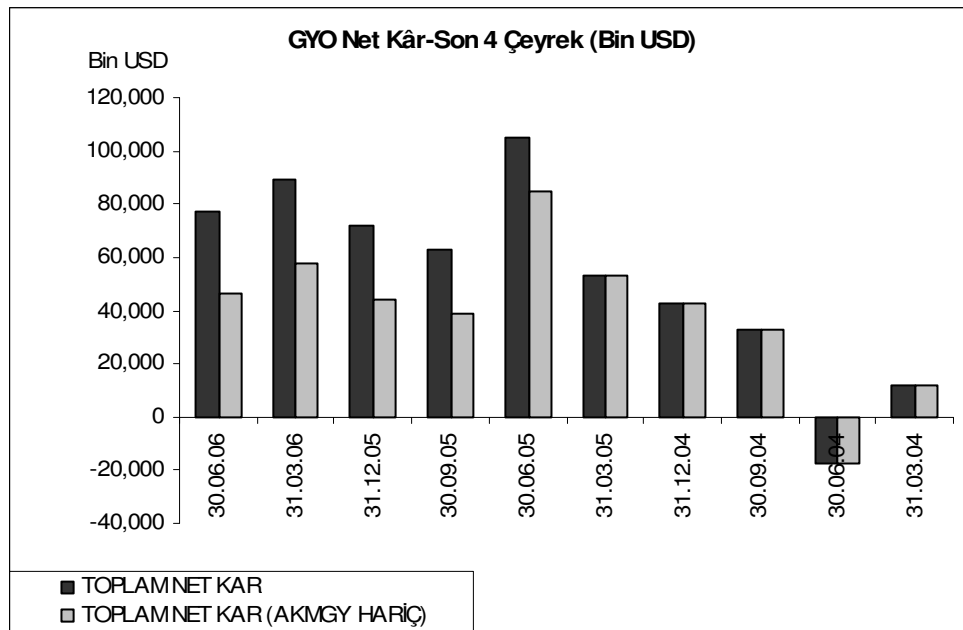
(*) AKMGY Hariç

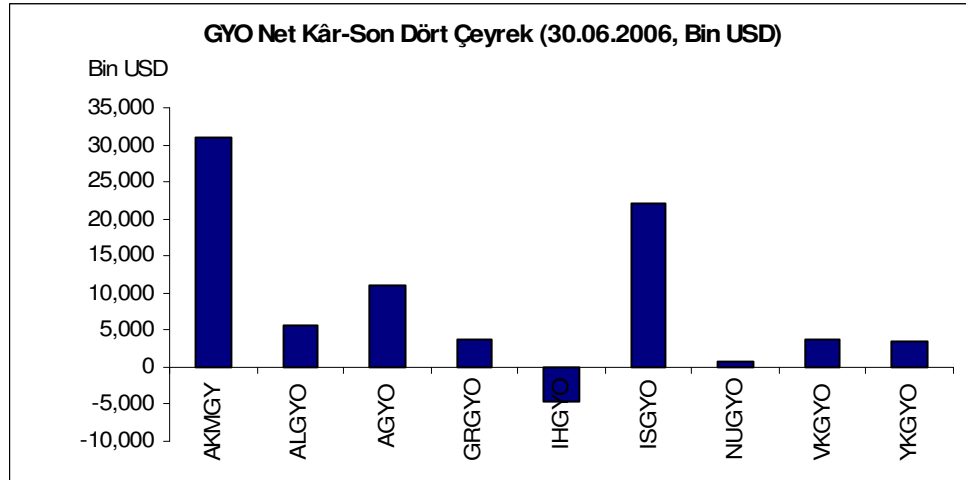
Tablo 3.6. incelendiğinde, GYO sektöründe geçmiş dönemlerde oluşan zararlar nedeniyle, F/K oranlarının tespit edilemediği veya çok yüksek oranlar olması nedeniyle, çok anlamlı olmadığı görülmektedir. 31.03.2004 – 31.03.2005 döneminde ISGYO çıkarıldığında, kalan 7 firmanın toplamda zararda olduğu görülmektedir. Dolayısıyla, F/K oranlarının kullanılmasında karşılaşılabilecek en önemli sorun, GYO sektöründe, tipik olarak, karşımıza çıkmaktadır. Bu nedenle, F/K oranlarından en az 4-5 firmayı örnek alarak, sektör ortalamasını tespit etme ve bu orana göre değerlendirme yapma imkanı bulunmamaktadır.

GYO sektöründe yer alan firmalar ve sektörün niteliği incelendiğinde, karşılaşılan sorunun genelde çok doğal olduğu görülmektedir. Çünkü, GYO sektörü niteliği gereği, sürekli olarak yatırım yapan ve yatırımların tamamlanma süresi uzun olan bir sektördür. Oysa, F/K oranları anlamlı ve karşılaştırılabilir olan firmalar, genellikle yatırımlarını tamamlamış ve düzenli gelir yaratan firmalardır. Ancak, ileriki yıllarda GYO sektöründe yer alan firmalar da yatırımcısına sürekli olarak gelir yaratan bir konuma geleceklerdir. Yatırımlarını büyük ölçüde tamamlayan AKMGY ve ISGYO, yatırımcılarına ciddi ölçüde ve düzenli gelir yaratan GYO şirketleri olarak, sektörde yer almaktadırlar.

Grafik 3.5. ve Grafik 3.6.'da, 30.06.2006 tarihi itibarıyla, GYO firmalarının toplam ve firma bazında, net kârları verilmektedir. Net Kâr, son dört çeyrek kâr toplamını içermektedir. İMKB tüm pazarlar genelinde, 30.06.2006 tarihi itibarıyla, piyasa değeri 128,268 milyon USD, tüm şirketlerin net kârları toplamı 7,254 milyon USD olup, F/K oranı 17.68 seviyesindedir (www.imkb.gov.tr).

Grafik 3.5. GYO Firmalarının Net Kârları



Grafik 3.6. Firma Bazında Net Kârlar**3.2.2.3. Fiyat / Net Aktif Değeri (Piyasa Değeri / Net Aktif Değeri)**

GYO sektöründe faaliyet gösteren firmalar, İMKB'de üç ayda bir, Net Aktif Değerlerini yayınlamaktadırlar. Portföy Tablosu'nda yayınlanan NAD'nin hesaplanma şekli, ana kalemler itibariyle, Tablo 3.7.'de verilmiştir.

Tablo 3.7. AKMGY Portföy Tablosu (30.06.2006) (YTL)

Gayrimenkuller Toplamı (Ekspertiz Değeri)	664,200,000
İştirakler	0
Para ve Sermaye Piyasası Araçları	20,487,479
Toplam Portföy Değeri	684,687,479
Hazır Değerler	84,796
Alacaklar	2,385,791
Diğer Aktifler	1,231,367
Borçlar (-)	- 4,103,517
Net Aktif Değer	684,285,916
Pay Sayısı	13,700,000
Paybaşı Net Aktif Değeri (YTL)	49.95
İMKB Son Seans Ağırlıklı Kapanış Fiyatı	33.25

AKMGY için 30.06.2006 tarihi itibarıyla NAD oranını, piyasa değeri 288.8 milyon USD'yi, NAD 433.8 milyon USD'ye bölerek bulabileceğimiz gibi, Kapanış fiyatı 33.25 YTL'yi, pay başı net aktif değeri 49.95'e bölerek de bulabiliriz. Sonuç **0.67**'dir.

GYO sektöründe faaliyet gösteren dokuz firmanın, Net Aktif Değerleri ve Piyasa Değeri/Net Aktif Değer oranları, 31.03.2004 tarihinden 30.06.2006 tarihine kadar, üçer aylık bilanço dönemleri itibarıyla, Tablo 3.8. ve Tablo 3.9.'da verilmiştir.

Tablo 3.8. Net Aktif Değerleri (Milyon USD)

	06.06	03.06	12.05	09.05	06.05	03.05	12.04	09.04	06.04	03.04
AKMGY	433.8	537.1	442.1	433.3	426.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ALGYO	115.6	135.3	135.8	126.0	125.0	122.6	121.0	100.6	98.8	102.8
AGYO	77.3	90.5	88.7	80.1	79.5	78.7	70.4	62.6	61.0	78.9
GRGYO	67.1	78.0	77.1	64.1	63.5	60.6	58.5	35.7	34.8	62.5
IHGYO	19.7	23.1	24.2	18.0	18.8	19.2	19.9	18.0	18.5	16.6
ISGYO	513.3	601.9	595.6	579.0	573.2	559.9	569.8	462.6	453.4	422.4
NUGYO (*)	24.5	28.6	28.6	29.0	28.7	27.9	32.3	28.4	29.0	19.8
VKGYO	36.6	42.9	42.1	38.6	34.4	33.2	32.8	26.2	25.6	28.5
YKGYO	60.7	71.0	71.3	70.0	70.4	82.7	73.1	51.2	49.4	56.2
TOPLAM NAD	1,348.6	1,608.4	1,505.5	1,438.2	1,419.9	984.8	977.8	785.3	770.5	787.8
TOPLAM NAD (*)	914.8	1,071.2	1,063.4	1,004.9	993.4	984.8	977.8	785.3	770.5	787.8

(*) AKMGY Hariç

Tablo 3.9. Piyasa Değeri / NAD Oranları

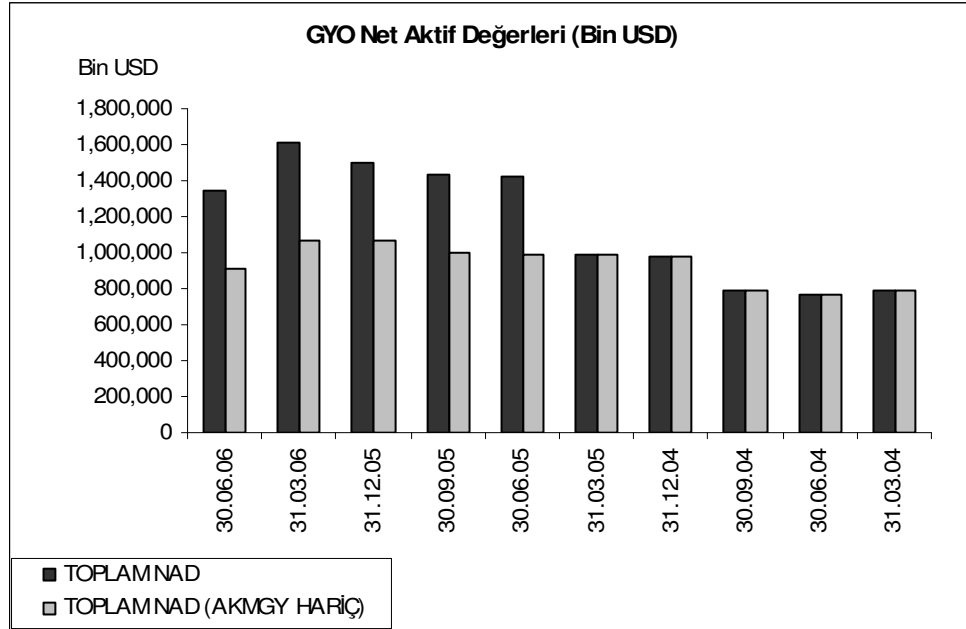
	06.06	03.06	12.05	09.05	06.05	03.05	12.04	09.04	06.04	03.04
AKMGY	0.67	0.81	1.06	0.96	0.94					
ALGYO	0.82	1.14	1.30	1.17	0.78	0.59	0.55	0.48	0.42	0.56
AGYO	0.63	1.19	1.08	0.67	0.52	0.50	0.51	0.52	0.40	0.45
GRGYO	1.06	1.59	1.57	1.47	0.85	0.79	0.85	1.33	1.04	0.62
IHGYO	0.89	1.19	1.31	1.12	0.58	0.77	0.88	0.97	0.80	1.31
ISGYO	0.98	1.36	1.22	1.11	0.93	0.84	0.83	0.80	0.50	0.72
NUGYO	0.83	1.57	1.56	1.21	1.02	0.91	0.70	0.58	0.47	0.83
VKGYO	0.72	1.02	1.03	0.82	0.66	0.66	0.52	0.41	0.32	0.39
YKGYO	1.06	2.00	1.90	1.54	1.01	0.74	0.68	0.63	0.57	0.66
ORTALAMA	0.84	1.18	1.22	1.08	0.89	0.76	0.75	0.73	0.51	0.67
ORTALAMA (*)	0.92	1.36	1.29	1.13	0.87	0.76	0.75	0.73	0.51	0.67

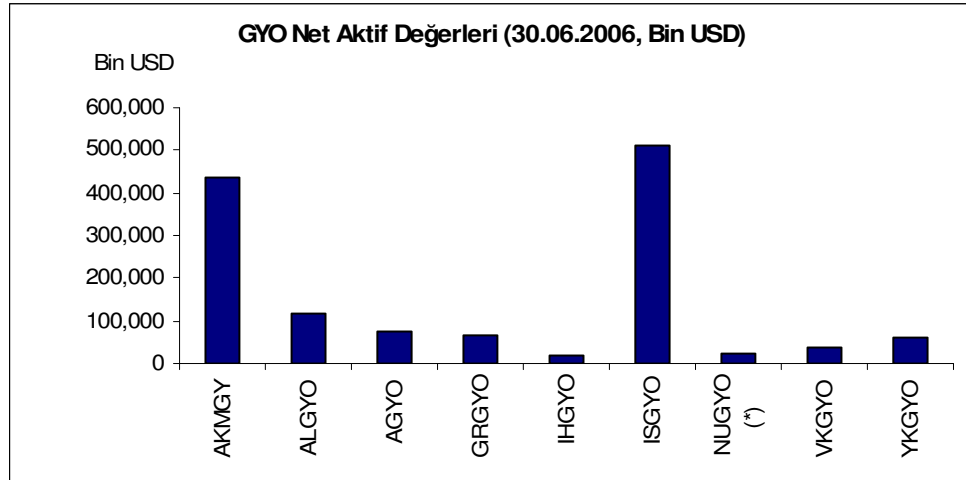
(*) AKMGY Hariç

Tablo 3.8.'den Net Aktif Değerlerine baktığımızda, 31.03.2004'de AKMGY hariç, 787.8 milyon YTL olan NAD'nin, 31.03.2006'da %36 artarak 1,071.2 milyon USD'ye yükseldiği gözükmemektedir. Portföy Tablosu'nda, gayrimenkullerin en son tarih itibariyle yapılan ekspertiz değerleri esas alınmaktadır. Tablo 3.4.'den AKMGY hariç ekspertiz değerlerine baktığımızda, 1,389 milyon YTL (1,030.3 milyon USD) olduğu görülmektedir. Dolayısıyla, GYO şirketlerinin 31.03.2006 tarihi itibariyle 1,071.2 milyon USD olan NAD'nin, 1,030.3 milyon USD'si, diğer bir deyişle %96'sı, gayrimenkullerin ekspertiz değerlerinden oluşmaktadır.

GYO firmalarının Net Aktif Değerleri'nin gelişimi ve firma bazında net aktif değerler Grafik 3.7. ve Grafik 3.8.'de verilmiştir.

Grafik 3.7. GYO Firmaları Net Aktif Değerleri



Grafik 3.8. Firma Bazında Net Aktif Değerler

Ekspertiz raporlarında, gayrimenkuller için tek tek hesaplanan ekspertiz değerlerinin doğru olduğu veya günün koşullarına göre gerçeği yansıttığı varsayımı ile, GYO firmalarında fiyat katsayılarına göre yapılacak değerlemelerde, Net Aktif Değerlerini esas almak en doğru yaklaşım olacaktır.

PD/NAD oranının, 31.03.2004'de 0.67 olan değerinden, 31.03.2006'da borsadaki ve gayrimenkul sektöründeki hızlı yükselişe paralel olarak, 1.36'ya yükseldiği ve 30.06.2006'da Türkiye'de ve uluslararası piyasalarda yaşanan olumsuz gelişmelerle birlikte, 0.92 seviyesine düştüğü görülmektedir. 30.06.2006 tarihindeki 0.92 seviyesi, 31.03.2004'deki 0.67'ye göre %37'lik bir yükselişi ifade etmekte olup, NAD'deki %39'luk artışa paralel bir görünümdür.

Tablo 3.9.'da, NAD oranlarının ilgili dönemlerdeki AKMGY hariç ortalaması **0.90**'dır. Geçmiş dönemlerde İMKB'de yaşanan hızlı düşüşleri, yükselişleri, yatay dönemleri genel olarak değerlendirdiğimizde, GYO şirketlerinin ortalama olarak, NAD'e yakın piyasa değerlerinde işlem gördüğü ortaya çıkmaktadır. NAD belirleyen ise, %96'lık bir ağırlıkla gayrimenkullerin

ekspertiz değerleridir. Bu nedenle, gayrimenkullerin ekspertiz değerlerinin sağlıklı bir şekilde belirlenmesi, GYO şirketlerine yatırım yapan yatırımcılar açısından son derece önemlidir.

GYO sektörü PD/NAD oranı, yaklaşık PD/DD oranının ortalaması gibi, ilgili dönemde 0.90 olarak gerçekleşerek, 1'in altında kalmıştır. Bu nedenle GYO sektöründe yapılan değerlemelerde bu oranın 1'in altında olmasına dikkat edilmesi gerekmektedir. Değerlemede, sadece bu oranın kullanıldığı öngörülürse, şirketinin halka arz piyasa değeri, iskontosu da düşünülerek, NAD'nin %90'ı olarak alınabilir.

Fiyat katsayılarını esas alan, PD/DD, F/K ve gayrimenkul sektörüne özgü F/NAD gibi değerlendirme yöntemleri, uygulamada en sıkça kullanılan yöntemlerdir. Bu bölümde görüldüğü gibi, bu yöntemler ile yapılan değerlemelerde satış hacmi, kira geliri, faaliyetler ile ilgili giderler, sabit yatırım tutarı, net işletme sermayesi ve sermaye maliyeti gibi, bir çok faktörün, gelecekteki yıllar için tahmin edilmesine gerek yoktur. Oysa, değerlemelerde en önemli unsur firmaların nakit yaratma gücüdür. Bu nedenle, firma değerlemesinde fiyat katsayıları ile birlikte, firmaların nakit yaratma gücünü ve buna göre firma değerini tespit eden, nakit akımları yöntemi ağırlıklı olarak kullanılmaktadır.

3.3. İMKB'DE GYO SEKTÖRÜNDE NAKİT AKIMLARI YÖNTEMİ İLE DEĞERLEME

3.3.1. Kullanılan Veriler

İMKB'de, GYO sektöründe hisse senetleri işlem gören 9 adet firma bulunmaktadır. Bu firmalar daha önce de verildiği gibi;

Atakule GYO (AGYO)
 Akmerkez GYO (AKMGY)
 Alarko GYO (ALGYO)
 Garanti GYO (GRGYO)
 İhlas GYO (IHGYO)
 İş GYO (ISGYO)
 Nurol GYO (NUGYO)
 Vakıf GYO (VKGYO)
 Yapı Kredi Koray GYO (YKGYO)

firmalarıdır. Bir firmanın nakit akımları yöntemi ile sağlıklı bir şekilde değerlemesinin yapılabilmesi için, esas faaliyetlerinden (amortisman düşülmemiş) kâr elde ediyor olması gerekmektedir. GYO sektöründe yer alan firmalar incelendiğinde, GRGYO, IHGYO, NUGYO ve YKGYO'nun, 2004 ve 2005 yıllarında esas faaliyetlerinden zarar ettikleri görülmektedir. Gerek yapılan yatırımların devam etmesi, gerekse biten yatırımların düzenli ve önemli tutarda gelir getirmemesi, bu firmaların nakit akımlarına göre değerlemesinin yapılmasını imkansız kılmaktadır. Bu nedenle, bu firmaları PD/DD ve F/NAD yöntemleri ile değerlemek en doğru yoldur.

Bu çalışmada, AGYO, AKMGY, ALGYO, ISGYO ve VKGYO firmalarının İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemi ile firma değeri tespit edilerek, İMKB'deki firma değerleri ile karşılaştırılmıştır. Enflasyon Muhasebesine göre bilançolar 2004 yılı sonunda hazırlanmaya başlandığı için, standartlık sağlanması amacıyla, daha eski bilançolara analizde yer verilmemiştir. İNA ile yapılan değerlemelerde kullanılan verilerde, çok ağırlıklı olarak, firmaların son dönemlerdeki performansları esas alınmaktadır. Bu nedenle, bu çalışmada firmaların 31.12.2005 yılı bilançoları ve gelir tabloları kullanılmıştır. 2006 yılı ve daha ilerisinin tahmini bilanço ve gelir tablolarının hazırlanabilmesi için, firmaların 30.06.2006 tarihi itibarıyla açıkladıkları bilanço ve gelir tablolarında göstermiş oldukları performanslar da öngörülerde dikkate alınmıştır.

3.3.2. Kullanılan Yöntem

Nakit akımlarına göre firma değerini hesaplayabilmek için ilk adım, Excel ortamında hazırlanan programa, geçmiş yıl bilanço ve gelir tablolarının girilmesidir. Program sene sonu döviz kuru üzerinden bilanço ve gelir tablolarını USD'ye çevirmekte ve 2006 yılından itibaren hazırlanan tahmini tablolar, USD olarak hesaplanmaktadır. Firma değerinin tespit edilebilmesi için hazırlanan programda, ağırlıklı olarak, Copeland, Koller ve Murrin'in Valuation (1996) adlı kitabındaki tablolardan ve yöntemlerden yararlanılmıştır.

Kullanılan programın en önemli özelliklerinden birisi, herhangi bir veriyi değiştirerek, firma değerinde ortaya çıkan değişikliğin görülebilmesidir. Bu özellik, değerlendirme yapan kişiye, firma değerini iyimser, kötümser ve normal varsayımlarla hesaplayabilme imkanı vermektedir. Böylelikle, bu varsayımların gerçekleşme olasılığına göre, ortalama bir firma değeri bulmak da mümkündür.

Bu çalışmada firmaya ait serbest nakit akımları (Free Cash Flow to the Firm - FCFF) bugünkü değere indirgenerek değerlendirilmiştir. Bu değerlemenin temel mantığı, önce firmanın bir bütün olarak değerlenmesinin yapılması ve daha sonra bu değerden tüm borç yükümlülükleri için yapılan nakit çıkışlarının değeri düşülerek, özsermayenin değerinin bulunmasına dayanmaktadır. Firmaya ait olan serbest nakit akımı firmaya borç verenlere ve özsermaye sahiplerine, başka bir deyişle, firmaya sermaye sağlayan tüm taraflara kalan faaliyet gelirini temsil etmektedir (Konuralp, 2005).

3.3.3. Öngörüler

Günümüzde firmaların amacı, "Firmanın net bugünkü değerini hissedarları açısından maksimum kılmak" olarak tanımlanmaktadır. Firmaların net bugünkü değerlerini bulmak için, gelecekte yaratılacak nakit akımlarının bugünkü değere indirgenmesi gerekmektedir. Gelecekte yaratılacak nakit

akımlarının bulunması ise, geleceğe ait pek çok öngörünün yapılmasını gerektirmektedir. Diğer bir deyişle, nakit akımlarına göre firma değerini bulabilmek için, bir öngörü setine ihtiyaç bulunmaktadır. Firma değeri bulabilmek için hazırlanan program, sonuçta bir formülasyondur. Değerlemeyi sağlıklı veya geçerli kılan faktör öngörülerin doğruluğudur. Yapılan öngörüler ne kadar doğru çıkarsa, bulunan firma değeri de o kadar gerçeği yansıtacaktır. Öngörülerin doğru yapılmaması, pek çok firma veya hisse senedi satın alınmasında, oldukça fazla para ödenmesine neden olmaktadır. Dolayısıyla, firma değerlemesinde uzmanlık gerektiren ve üzerinde en çok tartışılması gereken konu, yapılacak öngörülerin ne olması gerektiğidir.

Değerleme yöntemi ne kadar iyi olsa da, elde edilen sonuç kullanılan verilerdeki küçük bir değişikliğe karşı oldukça hassastır. Örneğin, iskonto oranı olarak kullanılan sermaye maliyetinde ya da yıllık büyüme oranında oluşabilecek küçük bir sapma değerlendirme üzerinde büyük ölçüde etkili olabilecektir (Chambers, 2005).

Firma değerlemesi ile ilgili tecrübeler her firmanın kendi gerçekleri ile değerlendirilmesi gerektiğini ve her yapılan değerlemenin diğerinden farklı olduğunu göstermektedir (Blackman, 1995). Bir firmanın değerinin tespitinde ilk adım, firmanın geçmiş performansının analiz edilmesidir. Firmanın geçmiş performansının iyi analiz edilmesi, gelecek performans ile ilgili tahminlerde bulunurken ve bu tahminlere göre elde edilen sonuçları değerlendirirken, analiste önemli bir bakış açısı sağlamaktadır. Küçük şahıs firmalarının geçmiş verilerinin mevcut olmaması, değerlendirme yapan kişiyi, firmanın en son verilerine güvenmeye zorlamaktadır (West ve Jones, 1992).

GYO sektöründe yapılacak değerlemelerde, hem sektörün yatırımlarının devam etmesi, hem de geçmiş mali tablolarında bir standartlık olmaması, değerlemede en son dönemlere ait verileri kullanmayı zorunlu kılmaktadır. Bu nedenle, öngörülerde 2005 yılı ve 2006 yılı ilk altı aylık verileri ağırlıklı olarak kullanılmıştır. Ancak, çeşitli kurumlar tarafından hazırlanan

değerleme raporları detaylı bir şekilde incelendiğinde, geçmiş 10 yıla ait veriler mevcut olsa da, geleceğe ait öngörülerde, son 2-3 yıla ait verilerin daha ağırlıklı kullanıldığı görülmektedir.

GYO sektöründe değeri hesaplanan firmaların ortak bir özelliği, aktiflerinin hemen hemen tamamının özkaynak ile finanse edilmiş olmasıdır. Bu nedenle Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (WACC, Weighted Average Cost of Capital) hesaplanırken, sadece özkaynak maliyeti hesaplanmış ve indirgeme oranı %13 olarak alınmıştır. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) hesaplanırken,

Risksiz getiri oranı %8 (Türkiye'nin 10 yıllık USD Eurobond faizi)

Türkiye'nin risk primi %5

olarak alınmıştır. İndirgeme oranlarında farklılık yaratmamak için, firmaların betaları dikkate alınmamıştır. Risksiz getiri oranı, ödenmeme riski olmayan bir menkul kıymet veya menkul kıymetlerden oluşan portföyün getiri oranıdır. Firma değerlemelerinde Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti hesaplanırken, 10 yıllık hazine tahvillerinin getiri oranının esas alınmasının nedeni, bu sürenin nakit akımlarının süresi ile uyumlu olmasıdır. Mevcut Hazine Bonolarının faiz oranı, kısa süreli faiz oranını yansıttığı için, bu süre değerlemede kullanılan süreye karşılık gelmez. 30 yıllık tahvillerin faiz oranlarının kullanılmamasının nedeni ise, bu tahvillerde likidite priminin yüksek olmasıdır (Üreten ve Ercan, 2000).

3.3.4. Örnek Uygulama

Yatırımlarını bitirmiş, son yıllara ait düzenli gelir ve gideri olan firmaların değerlemesi, hem kolay, hem de öngörülerin gerçekleşme yüzdesi çok fazladır. Bu çalışmada, iyi bir örnek olması amacıyla, yatırımlarını bitirmiş, hissedarlarına düzenli bir şekilde nakit yaratan ve temettü dağıtan, Akmerkez GYO örnek firma olarak seçilmiştir. AKMGY'nin firma değerinin

hesaplanmasında kullanılan tüm tablolar EK 1’de verilmiştir.

AKMGY’nin 2004 - 2005 yıllarına ait bilanço ve gelir tabloları, EK 1 Tablo 1’de verilmiştir (Gelir Tablosu sadece 2005 yılı için yayınlanmıştır). Programda 2005 yılı bilanço ve gelir tablosu verileri, 2006 yılı ve daha sonrası için tahmin edilecek bilanço ve gelir tablosu kalemleri için, başlangıç verileri olarak kullanılmaktadır.

AKMGY’nin gelecek yıllardaki faaliyetleri ile ilgili öngörüler, EK 1 Tablo 2’de verilmiştir. Öngörüler kısmında belirtildiği gibi, nakit akımlarına göre yapılacak değerlemelerde en fazla uzmanlık ve tecrübe gerektiren konu, gelecek yıllara ait yapılacak öngörülerdir. Teorik olarak düşünüldüğünde, öngörülerini değiştirerek istediğiniz herhangi bir değere ulaşmak mümkündür. Bu nedenle, değerlemeyi yapacak kişinin dürüstlüğü ve güvenilirliği, her değerlemede olduğu gibi, en önemli husustur. Yapılan öngörülerin tutarlılığını test etmek için, tablolarda ortaya çıkan sonuçların, son yıllara ait gerçekleşmiş verilerle karşılaştırılması önemlidir.

EK 1 Tablo 2’de, gelecek yıllardaki faaliyetlere ilişkin yapılan öngörülerini, aşağıdaki şekilde gruplandırmak mümkündür.

- Net Satışlardaki Büyüme
- Esas Faaliyet Kar Marjı
- Vergi Oranı
- Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (EK 1 Tablo 11’de verilmiştir.)
- Net İşletme Sermayesi Marjı
- Maddi Duran Varlıklar
- Faiz ve Kâr dağıtım Oranı

Firma değerlemesinde, en önemli konulardan birisi, en çok değer yaratan veya firma değerini en çok etkileyen unsurların neler olduğudur. Yukarıda verilen öngörülerden, firma değeri üzerinde en çok etki yapanlar;

Vergi Oranı, Net Satışlardaki Büyüme, Esas Faaliyet Kar Marjı ve Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti'dir.

AKMGY için, bu unsurlarda meydana gelecek değişimler karşısında, firma değerinde ortaya çıkan değişiklikler, aşağıda tablolar halinde verilerek incelenmiştir.

3.3.4.1. Vergi Oranı

Firma değerlemesinde en önemli unsurlardan birisi vergi oranıdır. Bu nedenle, ülkeler arasında vergi oranlarında ortaya çıkan farklılıklar, hem sabit sermaye yatırımı hem de menkul kıymet yatırımcıların kararını ciddi şekilde etkilemektedir. Türkiye'de yatırım yapacak firmalar açısından, 2006 yılında Kurumlar Vergisi oranının %30'dan %20'ye düşürülmesi, firma değerlerini yaklaşık %14 artırmaktadır. Nitekim, bu kararın açıklanmasından sonra, İMKB'de ciddi bir artış yaşanmıştır. Vergi oranlarının düşürülmesi, doğal olarak, en çok kâr eden ve vergisini %30 oranı üzerinden ödeyen firmaları etkilemiştir. Yatırım indirimi gibi vergi avantajlarından yararlanarak, daha düşük oranda vergi ödeyen firmalar için, bu etkilenme daha az olmuştur.

Menkul kıymet yatırımları açısından ise, 2006 yılında uygulanmaya başlayan %15 oranındaki stopajın, yabancı yatırımcılar açısından kısa bir süre sonra sıfıra indirilmek zorunda kalınması, vergi oranlarının yatırımcıların tercihindeki öneminin, en güzel göstergesidir.

Türk Vergi Sistemi'nde, GYO'ların ayrı bir yeri bulunmaktadır. Gayrimenkul yatırım ortaklığı statüsünü kazanmış olan Şirket'in, gayrimenkul yatırım ortaklığı faaliyetlerinden elde edilen kazancı, 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 5. Maddesi 4-d bendi'ne göre, Kurumlar Vergisi'nden istisnadır. Ayrıca, gayrimenkul yatırım ortaklıklarının kazançları, geçici vergi uygulamasına da tabi değildir. Gelir Vergisi Kanunu'nun 94. maddesinin 6/a fıkrası ve Bakanlar Kurulu Kararı ile gayrimenkul yatırım ortaklıklarının portföy

işletmeciliği kazançları üzerinden yapılacak vergi tevkifatı oranı %0 olarak belirlenmiştir.

Gayrimenkul yatırımı ile uğraşacak firmaların GYO şeklinde kurulması veya kurulan firmaların daha sonra GYO firmasına dönüştürülmesindeki en önemli neden, devlet tarafından bu firmalara sağlanan vergi avantajıdır. Kâr eden firmalar açısından, en önemli nakit çıkışı yaratan ve firmaya geri dönmeyen unsur, ödenen vergilerdir. Bu nedenle, mümkün olduğunca vergiden kaçınmak, firmalar açısından son derece doğaldır. GYO sektöründe vergi olması halinde, firma değerinin nasıl etkileneceği, AKMGY için, Tablo 3.10.'da verilmiştir.

Tablo 3.10. Vergi Oranı ve Öngörülen Firma Değeri

Vergi Oranı (%)	Firma Değeri (Bin USD)	Artış (%)
0	405,100	36.1
5	387,176	30.1
10	369,252	24.1
15	351,328	18.0
20 (*)	333,404	12.0
25	315,480	6.0
30	297,557	

(*) KV oranının %30'dan %20'ye düşmesinin, Firmanın Faaliyet Değeri'nde yarattığı artış %13.5'dur.

Kurumlar Vergisi oranının %20 olarak uygulanması halinde, 333,404,000 USD olan firma değeri, GYO firmalarına sağlanan vergi avantajı nedeniyle 405,100,000 USD'ye yükselmektedir. Firma 2015 yılına kadar, faaliyet kârı üzerinden, her yıl ortalama 8,000,000 USD civarında bir vergi ödemekten kurtulmaktadır. Kurumlar Vergisi oranının %20'ye düşmesi, GYO firmalarına sağlanan vergi avantajını, diğer firmalara göre, nispeten

düşürmüştür. Bu nedenle, GYO firmalarının, KDV konusunda bir vergi avantajı sağlanması talebi, daha haklı bir konuma gelmiştir.

3.3.4.2. Satış Büyüme Hızı

AKMGYO firmasının gelecek yıllara ait faaliyet öngörülerinde, Satış Büyüme Hızı yıllık %4 alınmış ve bunun sonucunda piyasa değeri 405,100,000 USD olarak bulunmuştur. Tablo 3.11. incelendiğinde, firma değerinin, Satış Büyüme Hızına karşı ne kadar duyarlı olduğu açıkça görülmektedir. Satış Büyüme Hızı 0 olması halinde, 317,720,000 USD olarak öngörülen piyasa değeri, Satış Büyüme Hızının her yıl %4 olması halinde %27.5 artarak, 405,100,000 USD'ye yükselmektedir.

Tablo 3.11. Satış Büyüme Hızı ve Öngörülen Firma Değeri

Satış Büyüme Hızı (%)	Firma Değeri (Bin USD)	Artış (%)
12	687,834	116.5
10	598,189	88.3
8	523,778	64.9
6	459,907	44.8
4	405,100	27.5
2	358,074	12.7
0	317,720	

Firmaların piyasa değerleri ile finansal oranları arasındaki ilişkiyi araştıran çalışmalarda da, piyasa değerindeki artış ile en fazla korelasyona sahip finansal oranın, Satış Büyüme Hızı olduğu tespit edilmiştir (Demir ve başk., 1996). Bu sonuç, yapılacak öngörülerde en fazla üzerinde durulması gereken hususlardan birisinin, Satış Büyüme Hızı tahmini olduğunu göstermektedir.

GYO firmaları belli bir projeyi bitirip, AKMGY’de olduğu gibi, tamamını kiraya verdikten sonra, düzenli bir gelir seviyesine ulaşmaktadır. Satış Büyüme Hızı, yeni yatırımlar olmadığı zaman, sadece kira artışları ile sınırlı kalmaktadır. AKMGY firması da, sahip olduğu gayrimenkullerin tamamını döviz bazında kiraya verdiği için, Satış Büyüme Hızı, kira kontratlarında yazılı %4 artış ile sınırlı kalmaktadır. Satış Büyüme Hızı veya esas faaliyetlerden sağlanan gelirin daha hızlı artırılabilmesi için, yeni projeleri hayata geçirmek gerekecektir. Firmaların mevcut kapasitelerini en etkin şekilde kullanmaları halinde, ulaşabilecekleri firma değerinin bir sınırı vardır. AKMGY kârlı yeni yatırımlar yapmadığı müddetçe, mevcut koşullar altında öngörülebilecek firma değeri, 400,000,000 USD civarında olacaktır.

3.3.4.3. Esas Faaliyet Kar Marjı

Firmalarda değer yaratan unsurların en önemlilerinden birisi, firmaların esas faaliyetlerinden sağladıkları kârdır. Örneğin, yatırımcıların GYO firmalarının hisse senetlerini satın alırken temel düşünceleri, gayrimenkul sektörünün geleceği ile ilgili beklentilerinin, diğerlerine göre daha yüksek olması ve/veya seçtikleri GYO firmasının doğru gayrimenkul yatırımları yapması ve bu yatırımları iyi yönetmesidir. Halka arzlarda veya sermaye artışlarında, ortaklar tarafından firmaya para aktarıldığında, kimse bu paraları repoda, hazine bonosunda veya dövizde değerlendirilsin diye firmaya vermemektedir. Çünkü, bu tür menkul kıymet yatırımlarını herkes kendisi de yapabilir. Bu paraların GYO firmalarına aktarılmasındaki amaç, GYO firmalarının gayrimenkul konusunda uzmanlaşmış firmalar olduğu ve sonuçta aktarılan kaynakların en verimli gayrimenkul yatırımlarında kullanılacağı kabulü vardır.

Esas faaliyet kâr marjında meydana gelecek %2’lik değişimler karşısında, firma değerinin nasıl etkileneceği, AKMGY için, Tablo 3.12.’de verilmiştir. AKMGY’nin esas faaliyet kâr marjı, mevcutta çok yüksek (%75) olduğu için, %2’lik değişimler firma değerini az etkilemektedir.

Tablo 3.12. Esas Faaliyet Kar Marjı ve Öngörülen Firma Değeri

Esas Faaliyet Kar Marjı (%)	Firma Değeri (Bin USD)	Artış (%)
81	435,405	16.2
79	425,303	13.5
77	415,201	10.8
75	405,100	8.1
73	394,998	5.4
71	384,896	2.7
69	374,794	

3.3.4.4. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti hesaplanırken, risksiz getiri oranı %8 (Türkiye'nin 10 yıllık USD Eurobond faizi) ve Türkiye'nin risk primi %5 alınarak, %13 oranı ile nakit akımları indirgenmiştir. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti'nde meydana gelen değişiklikler, tablolarda tahmini bilançoları, gelir tablolarını ve yaratılacak nakit akımlarını değiştirmemektedir. Değişen iskonto faktörü, yaratılacak nakit akımlarına uygulandığı için, firmaların net bugünkü değerleri ciddi tutarlarda değişmektedir. Enflasyonun ve ülkenin riskinin artması veya piyasa aktörlerinin böyle bir beklenti içine girmeleri, yapılacak yatırımlarda daha fazla getiri beklenmesine yol açmaktadır. Teknik olarak, yapılacak yatırımdan daha fazla getiri beklemek demek, Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti'nin yükselmesi demektir.

2005 yılında, dünyada ve Türk ekonomisinde yaşanan çok olumlu ortamda, 10 yıllık Eurobond (USD) faizleri %7, Türkiye'nin risk primi %4.5'lara düştüğü için, yapılan değerlemelerde Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti %11.5 civarında alınmaktaydı. Ancak, 2006'da Türkiye'de enflasyonun ve riskin artmaya başlaması, özkaynak ile finanse edilen yatırımlarda beklenen getiriyi ve sonuçta Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti'ni %13'e yükseltmiştir.

Risk algılamasındaki hızlı değişiklikler, Eurobond faizlerini de bazen hızla değiştirebilmektedir. Bu nedenle, değişikliklerin kalıcı olup, olmadığına dikkat edilmesi gerekmektedir.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti'nde meydana gelecek %1'lik değişimler karşısında, firma değerinin nasıl etkileneceği, AKMGY için, Tablo 3.13.'de verilmiştir.

Tablo 3.13. AOSM ve Öngörülen Firma Değeri

AOSM (%)	Firma Değeri (Bin USD)	Artış (%)
10	554,455	69.6
11	491,227	50.3
12	443,100	35.5
13	405,100	23.9
14	374,238	14.5
15	348,607	6.6
16	326,932	

2006 yılında ülkemizde enflasyon ve risk primi düşmeye devam etseydi ve Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti'ni %11 alabilseydik, şu anki koşullarda öngörülen 405,100,000 USD firma değeri, 491,227,000 USD'ye yükselecekti. Diğer bir deyişle, Türkiye'deki firmalar yaklaşık olarak, %20 daha değerli olacaktı. Bu durum, ülke ekonomisinin ve siyasetinin iyi yönetilmesinin, ülkenin sahip olduğu varlıkların değerini nasıl artırdığını, aksi halde de nasıl düşürdüğünü, göstermektedir.

3.3.5. Sektördeki Firmaların İNA Yöntemi İle Değerlemesi

Tablo 3.14.'de, AKMGY, ALGYO, AGYO, ISGYO ve VKGYO firmalarının, İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemi ile firma değerleri tek

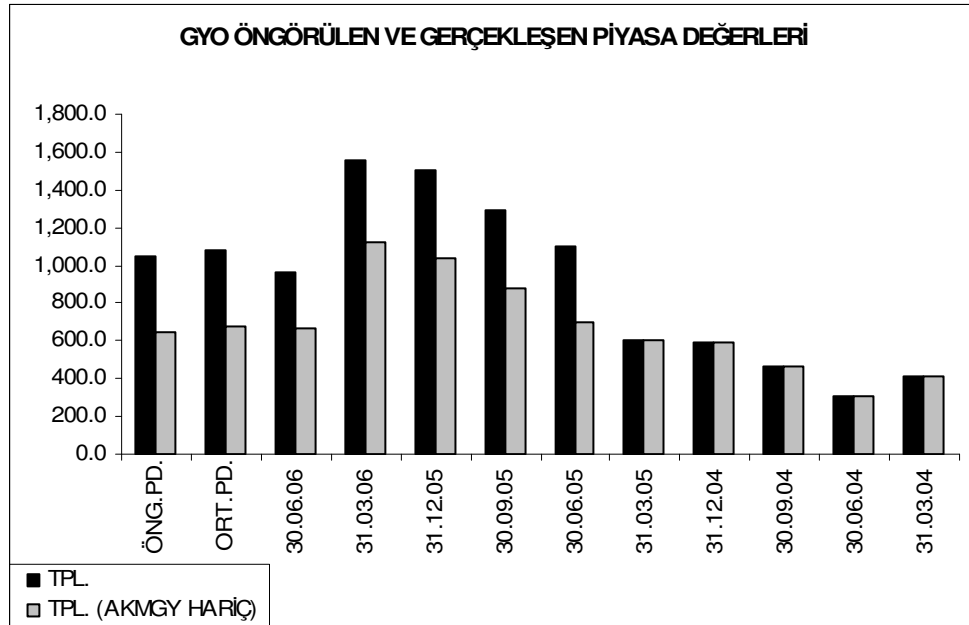
tek tespit edilerek, İMKB’de gerçekleşen piyasa değerleri ile karşılaştırılmıştır. Öngörülen firma değerleri ile, 30.06.2006 tarihinde İMKB’de gerçekleşen piyasa değerleri arasındaki korelasyon katsayısı, 0.935’dir. Öngörülen firma değerleri ile, İMKB’de gerçekleşen piyasa değerlerinin ortalaması arasındaki korelasyon katsayısı ise, 0.985’dur.

Tablo 3.14. Öngörülen Firma Değerleri ve Gerçekleşen Piyasa Değerleri

	ÖNG.FD.	ORT.PD.	06.06	03.06	12.05	09.05	06.05	03.05	12.04	09.04	06.04	03.04
AKMGY	405	402	289	434	467	416	401					
ALGYO	140	96	95	155	177	148	97	72	66	48	42	58
AGYO	56	52	49	107	96	54	41	39	36	33	25	36
ISGYO	423	506	502	817	724	641	534	468	472	371	228	306
VKGYO	22	24	26	44	43	32	23	22	17	11	8	11
TPL.	1,046	1,079	961	1,558	1,508	1,291	1,097	602	592	462	303	411
TPL. (*)	641	677	672	1,123	1,040	874	695	602	592	462	303	411

(*) AKMGY Hariç

Grafik 3.9. GYO Sektörü Öngörülen ve Gerçekleşen Firma Değerleri



İNA yöntemi ile yapılan bu uygulamada en önemli husus, nakit akımlarına göre bulunan firma değerlerinin, firmaların son dönemlerde

gerçekleşen piyasa değerlerini iyi bir şekilde yansıtip, yansıtmadığıdır. Sermaye piyasasının daha etkin olduğu gelişmiş ülkelerde yapılan benzer araştırmalarda, İNA ile bulunan firma değerleri ile, piyasa değerleri arasındaki korelasyonun, %90'ın üzerinde olduğu belirtilmektedir (Copeland, Koller, Murrin, 1996). Korelasyon katsayılarından görülebileceği gibi, benzer sonuca, GYO sektörü için, bu araştırmada da ulaşılmıştır.

Firma değerleri bulunurken 2006 yılı altı aylık ve 2005 yılı sonu itibariyle, firmaların gelirleri, maliyet yapıları, işletme sermayesi ihtiyaçları ve Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetleri esas alındığı için, bulunan firma değerlerinin, özellikle 2005 ve 2006 yılı piyasa değerleri ile karşılaştırmak daha anlamlı olmaktadır.

Tablo 3.15.'de, firmaların üçer aylık dönem sonu gerçekleşen piyasa değerleri, İNA sonucu bulunan firma değerlerine bölünerek, gerçekleşme yüzdeleri hesaplanmıştır.

Tablo 3.15. Öngörülen Firma Değerleri ve Gerçekleşen Piyasa Değerleri

	ÖNG.PD.	ORT.PD.	06.06	03.06	12.05	09.05	06.05	03.05	12.04	09.04	06.04	03.04
AKMGY	405	99%	71%	107%	115%	103%	99%					
ALGYO	140	68%	68%	110%	126%	106%	69%	52%	47%	34%	30%	41%
AGYO	56	93%	87%	193%	172%	96%	74%	70%	65%	59%	44%	64%
ISGYO	423	120%	119%	193%	171%	152%	126%	111%	112%	88%	54%	72%
VKGYO	22	107%	119%	197%	195%	143%	102%	99%	78%	48%	38%	50%

Tablo 3.15. incelendiğinde, 2004 yılı gerçekleşmelerinin, 2006 yılı koşullarında öngörülen firma değerlerine göre, oldukça düşük olduğu görülmektedir. 2005 yılı ve 2006 yılı Mayıs ayına kadar, Türkiye'de yaşanan çok olumlu ekonomik ortam, %10'un altına düşen enflasyon ve aylık %1'e düşen konut kredileri, gayrimenkul sektöründe fiyatları çok artırmıştır. Tablo 3.15'de, Mart 2006'da gerçekleşen piyasa değerlerine bakıldığında, AGYO, ISGYO ve VKGYO'nun öngörülen firma değerinin iki katına çıktığı görülmektedir.

Mayıs 2006'da enflasyonun yükselmeye başlaması, ABD'de faiz artışlarına devam edilmesi ve bunun diğer gelişmiş ülkelerde de faiz artışına yol açması, Türkiye'den sıcak paranın hızla yurtdışına çıkmasına neden olmuştur. Bu durum, kurlarda ve faizde hızlı artışa yol açmıştır. Devlet Tahvili'nin faizi, düştüğü %13 seviyelerinden, %20'nin üstüne, ev kredileri de aylık %1'den %2'ye yükselmiştir. Bu ortam, GYO sektöründeki firmaların piyasa değerlerini, Haziran 2006 itibariyle, hızla düşürmüştür. Tablo'da, Haziran 2006'daki piyasa değerlerine baktığımızda, öngörülen firma değerine göre, AKMGY ve ALGYO'nun yaklaşık %30 ucuz, ISGYO ve VKGYO'nun ise, %19 pahalı olduğu görülmektedir.

İNA yöntemine göre yapılan değerlemelerde, en çok hatırlanması gereken husus, bu değerlemelerin sürekli değişen, dinamik bir ortamda yapıldığıdır. Tepeden aşağıya bir analiz yapıldığında, dünyada, Türkiye ekonomisinde, sektörde ve firmanın kendisinde ortaya çıkan önemli gelişmeler, firma değerini, olumlu veya olumsuz etkilemektedir. Çünkü, piyasalar bu gelişmeleri, firmaların piyasa değerlerine kısa sürede yansıtmaktadır. GYO sektöründe, Nisan 2006'dan sonra yaşanan gelişmeler ve GYO sektörü piyasa değerlerine etkisi, bu durumun açık bir göstergesidir. Bu nedenle, firmaların satışlarını, esas faaliyet kar marjını, işletme sermayesi ihtiyacını, ödeyeceği vergileri ve Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti'ni etkileyen gelişmelere karşı çok duyarlı olunması ve bu gelişmeler karşısında, firma değerlerinin hangi boyutta etkileneceğinin hemen hesaplanması gerekmektedir.

GYO sektörünün temel analiz açısından, en olumlu özelliklerinden birisi, yatırımları bittikten ve iyi bir şekilde kiraya verildikten sonra, son derece düzenli ve genellikle döviz bazında sürekli bir gelire sahip olunmasıdır. Genellikle, aylık bazda (özellikle iş ve alışveriş merkezlerinde) düzenli bir gelire sahip olunması ve nakit çıkışı gerektirecek giderlerin çok düşük olması, bu firmalarda hemen hemen hiç net işletme sermayesi ihtiyacı olmamasına neden olmaktadır. Türkiye gibi krizlerin sık yaşandığı bir ülkede, sektörün bu

özellikleri, önemli bir tercih nedeni olmalıdır.

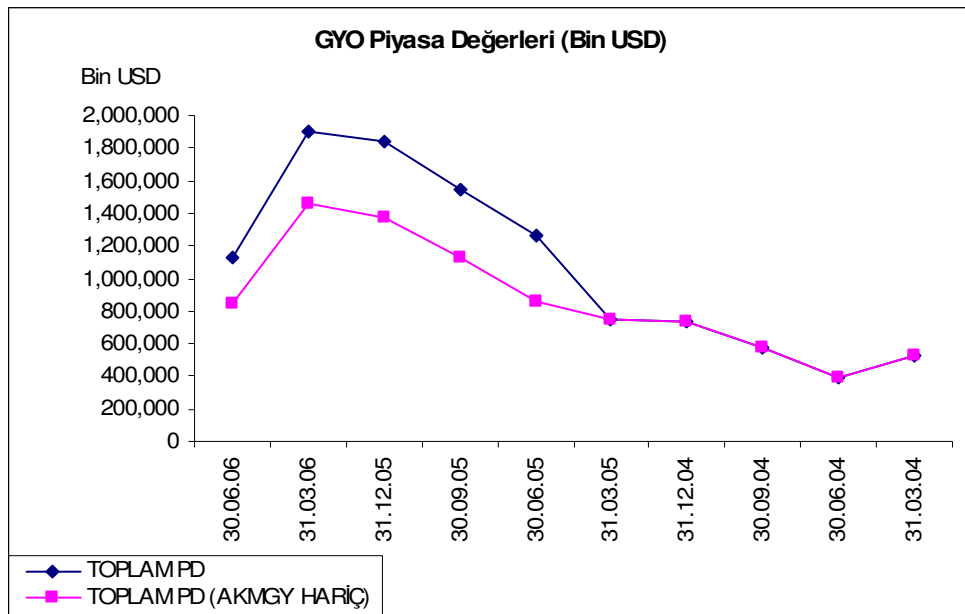
Temel açıdan, sektörün en önemli dezavantajı ise, yatırım tutarının ve süresinin uzun olmasıdır. Bu nedenle, GYO firmaları uzun vadeli ve uygun maliyetli yabancı kaynaklara mutlaka ulaşabilmeli veya güçlü yabancı ortaklar bulabilmelidirler.

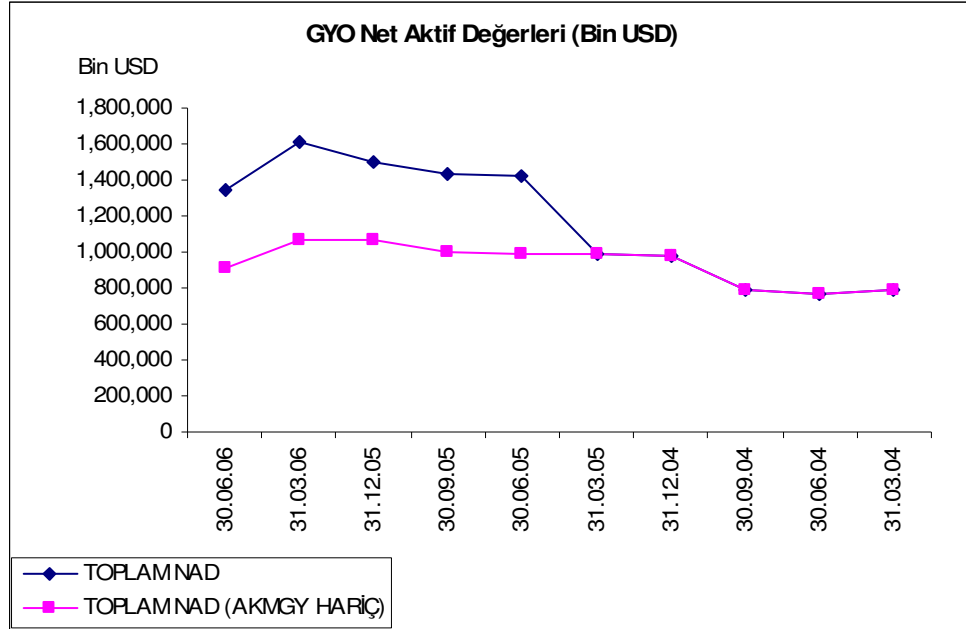
3.3.6. Türkiye’de GYO Sektörünün Geldiği Nokta

İMKB’de hisse senetleri işlem gören 9 adet GYO firmasının, 30.06.2006 tarihi itibarıyla piyasa değerleri toplamı 1,134 Milyon USD, Net Aktif Değerleri toplamı ise 1,349 Milyon USD’dir. 350 milyar USD tutarında yıllık milli gelire sahip bir ülkede, GYO firmalarının sadece 1.3 milyar USD Net Aktif Değere sahip olması, Türkiye’de gayrimenkul yatırımlarının halen kurumsal bazda değil, bireysel bazda yapıldığını açıkça göstermektedir.

GYO sektöründe faaliyet gösteren firmaların Piyasa Değerlerinin ve Net Aktif Değerlerinin gelişimi, Grafik 3.10. ve Grafik 3.11.’de verilmiştir.

Grafik 3.10. GYO Sektörü Piyasa Değerlerinin Gelişimi



Grafik 3.11. GYO Sektörü Net Aktif Değerlerinin Gelişimi

Söz konusu grafiklerdeki veriler dışında, biraz daha geçmişe gidildiğinde, GYO firmalarının piyasa değerleri, yıl sonları itibarıyla, 1999 yılında 862.0 milyon USD, 2000'de 464.2 milyon USD, 2001'de 342.5 milyon USD, 2002'de 205.6 milyon USD, 2003'de 374.7 milyon USD olarak gerçekleşmiştir (www.imkb.gov.tr). GYO firmalarının 2003 yılı ve öncesi piyasa değerleri de, borsanın çok hızlı yükseldiği 1999 yılı haricinde, çok düşük değerlerde gerçekleşmiştir.

NAD tablosunda, 30.06.2004 tarihinde, 770 Milyon USD olan NAD'in (AKMGY hariç), 30.06.2006 tarihinde, 915 milyon USD olduğu görülmektedir. Gayrimenkul sektörünün patladığı bu iki yıllık zaman diliminde, GYO firmalarının NAD'lerindeki artış sadece %19'dur. Bu artışın çok büyük kısmı da, söz konusu dönemde gayrimenkullerin ekspertiz değerlerinde meydana gelen artıştan kaynaklanmaktadır. Özetle, son iki yıllık zaman diliminde, GYO sektöründe yer alan 8 firmada (AKMGY hariç) gerçek anlamda ciddi bir büyüme gerçekleşmemiş, diğer bir deyişle, sektöre ciddi bir para girişi

olmamıştır.

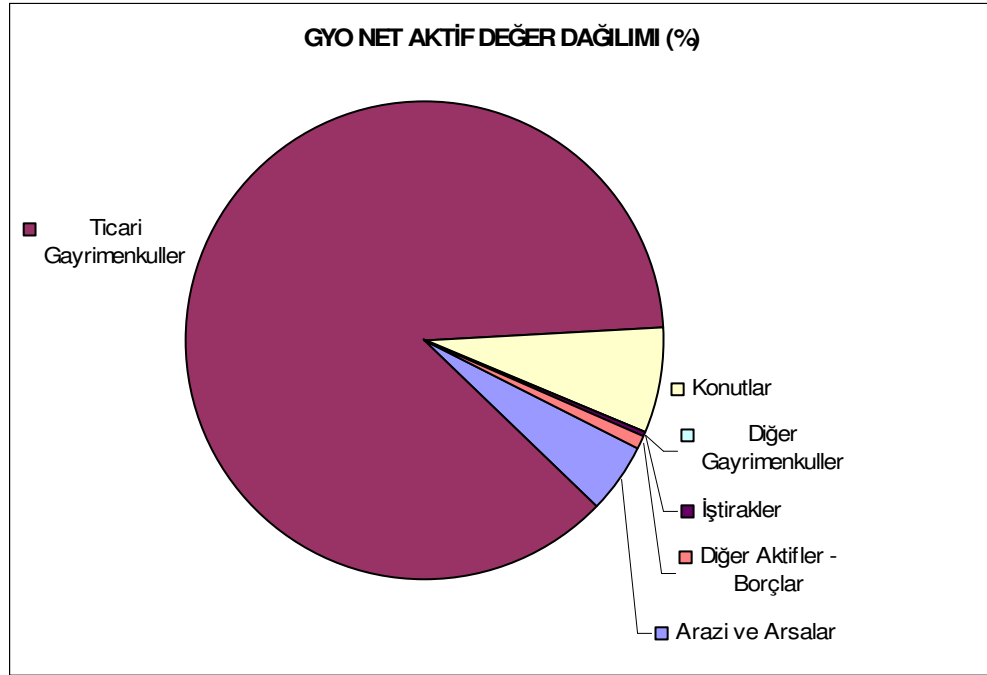
AKMGY ise, yüksek tutarda ve düzenli bir kâra sahip olduğu için, vergiden kaçınmak amacıyla GYO firmasına dönüştürülmüştür. Halka arz ise ortak satışı şeklinde olmuş, bu nedenle, firmaya ve sonuçta sektöre herhangi bir nakit girişi olmamıştır. Halka arz edilen kısmın da %96'lık kısmı fonlar tarafından satın alınmıştır. Dolayısıyla, GYO sektörü olarak geline nokta, sektörün yeterince gelişemediği bile değil, hiç gelişmediğidir.

3.3.7. GYO Firmalarının Yaptıkları Yatırımlar

GYO'ların portföy oluştururken, projenin karlılığı, geri dönüş süresi, portföy çeşitliliği ve risk gibi kriterleri dikkate alarak, yatırım yapmaları gerekmektedir. GYO firmalarının yatırım dağılımı, firmaların daha çok alışveriş merkezi ve iş merkezi gibi gayrimenkullere ağırlık verdiğini göstermektedir.

30.06.2006 tarihi itibarıyla, GYO sektöründe yer alan 9 firmanın yaptıkları yatırımların dağılımı, Grafik 3.12.'de verilmektedir. GYO firmalarının net aktif değerlerinin %87'si ticari gayrimenkullerden, %7.1' konutlardan, %4.6'sı ise arazi ve arsalardan oluşmaktadır.

2007 yılında Mortgage Kanunu'nun çıkartılacak olması, konut faizlerinin %1'lerin altına indirilebilmesi halinde, ileriki yıllarda konut yatırımlarının payının hızla artmasına yol açabilecektir.

Grafik 3.12. GYO Sektörü Net Aktif Değerlerinin Dağılımı

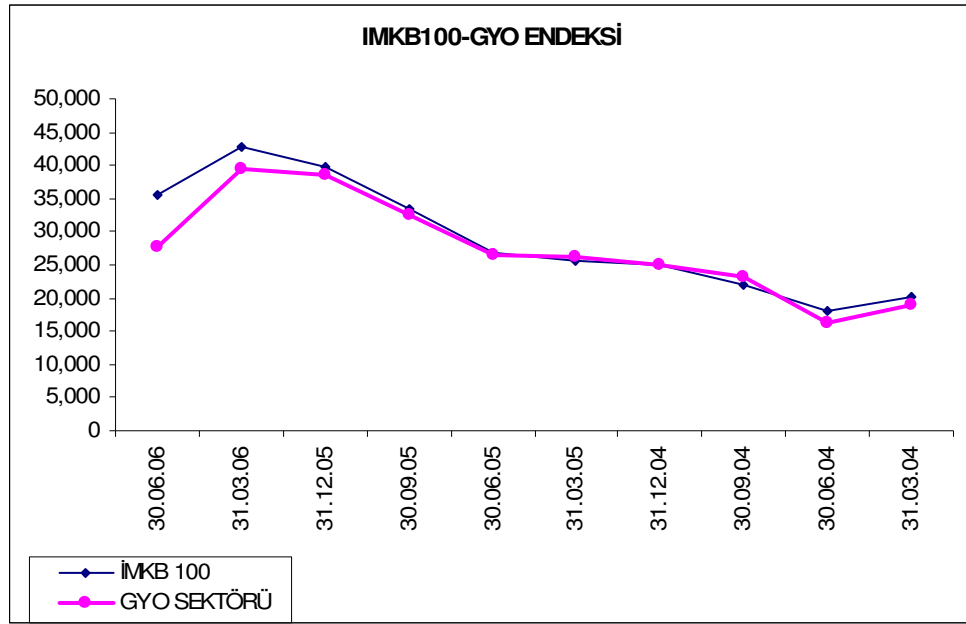
3.3.8. Türkiye’de GYO Sektörünün Gelişememesinin Nedenleri

GYO’lar, gayrimenkul sektörüne finansman sağlayan, gayrimenkul portföyü yönetim şirketleri olup, esas amaçları, finansman sorunu yaşayan gayrimenkul sektörüne kaynak yaratmak ve halka açılma ile toplanan fonların gayrimenkul sektörüne yönlendirilmesi sayesinde, kısıtlı birikimleriyle verimli bir gayrimenkul yatırımı yapamayan tasarruf sahiplerinin, yaratılan değer artışından faydalanmalarını sağlamaktır.

GYO sektörü bugün geldiği noktada, yukarıda bahsedilen amaçlarından hiç birisini gerçekleştirememiştir. GYO firmalarının İMKB’de işlem görmeye başladığı 2 Ocak 1997 tarihinden itibaren, geçen 10 yıllık sürede, ulaşılan NAD toplamı 1,3 milyar USD’dir. Bu durum, gayrimenkul sektörüne kaynak yaratılamadığını göstermektedir.

İMKB’de işlem gören GYO firmalarının ve İMKB 100 Endeksinin son gelişimi Grafik 3.13.’de verilmektedir. Grafik’den görülebileceği gibi, GYO sektörü firmaları, tasarruf sahiplerine İMKB 100 endeksinin üzerinde bir değer artışı da yaratamamıştır.

Grafik 3.13. İMKB 100 ve GYO Endeksinin Gelişimi



Mevcut GYO firmalarının kuruluş amaçlarını iyi bir şekilde gerçekleştirememiş olmaları, sektörün gelişmemesinin nedenlerinden birisi olarak kabul edilebilir. Ancak, mevcut GYO firmaları incelendiğinde, gerçek anlamda bir “**Gayrimenkul Portföyü Yönetim Şirketi**”nin Türkiye’de henüz kurulmamış olduğu görülmektedir. Mevcut GYO firmaları, bankaların (GRGYO, ISGYO, VKGYO, YKGYO) ve holdinglerin (AKMGY, ALGYO, IHGYO, NUGYO) sahip oldukları gayrimenkullerin değerlendirildiği şirketler görünümündedirler. Özellikle bankalar, GYO firmaları sayesinde, banka bilançolarındaki gayrimenkulleri hem banka dışına çıkartmış, hem de söz konusu gayrimenkullerinin kontrolünü kaybetmeden, uygun fiyatla satmış olmaktadır. Bu nedenle, sektörün gelişimi için, GYO firmalarının kuruluş

amaçlarını tam olarak gerçekleştirebilecek, profesyonelce gayrimenkul portföyü yönetecek ve uzun vadeli fonları temin edebilecek firmaların sektöre girmesinin sağlanması gerekmektedir.

Türkiye’de GYO’ların gelişmemesinin en önemli nedenlerinden birisi de, geçmiş on yılda ülkemizde yaşanan yüksek enflasyon ortamıdır. Geçmiş yıllardaki enflasyon oranlarının yüksekliği ve yaşanan krizler, faiz oranlarının sürekli olarak yüksek kalmasına ve sonucunda da, uzun vadeli fonların temin edilememesine yol açmıştır. Gelişmiş ülkelerde inşaat yatırımlarının büyük kısmı kurumsal sermaye tarafından yapılmakta ve sermaye piyasası araçları ile finanse edilmektedir. GYO sektörünün hızlı bir şekilde gelişebilmesi için, düşük enflasyon ve faiz ortamının sağlanarak, uzun vadeli fonların bu sektöre gelmesi sağlanmalıdır. Özellikle, 2005 yılında gayrimenkul sektöründe yaşanan patlama, düşük enflasyon ve faiz ortamında gayrimenkul sektörünün ne kadar hızlı gelişebileceğini göstermiştir. Bu nedenle, önümüzdeki yıllarda düşük enflasyon ve istikrarlı büyüme ortamının sağlanması halinde, uzun vadeli fonların bu sektöre hızla girmesi kaçınılmazdır. Bankacılık sektöründe yabancı bankalarının payının hızla artması da, bu fonların gayrimenkul sektörüne gelmesinde, ayrıca ivme katacaktır.

GYO’ların rekabet gücünü sınırlayan en önemli faktörlerden birisi, ortaklık portföylerinde bulunan gayrimenkullerin, satışı veya kiralanması halinde KDV’ye tabi olmasıdır. Gayrimenkul sektöründeki kayıt dışılığından oldukça yüksek olduğu dikkate alındığında, hem ekspertiz değerlerine bağlı olarak rayiç değerler üzerinden satış yapmak, hem de %18 gibi yüksek KDV oranına tabi olmak haksız bir rekabet yaratmaktadır. GYO’lar tarafından yapılan yatırımların bitirilip, satılmasına kadar geçen süre uzun olduğu için, yatırım aşamasında ödeyecekleri KDV’yi mahsup etme imkanı da olmamaktadır. Bu nedenle, Kurumlar Vergisi oranının %20’ye düşmesi ile azalan vergi avantajının, KDV oranlarının düşürülerek sektöre geri verilmesi veya yatırım aşamasında ödenmesi gereken KDV’lerin ertelenmesi gerekmektedir. Böyle bir düzenleme, hem haksız rekabeti kısmen ortadan

kaldıracak, hem de sektörün hızla gelişmesine bir teşvik olacaktır. Sektörün gerçek anlamda kayıt altına alınmasında ve şeffaflığın sağlanmasında, GYO'ların gelişiminin hızlanması son derece önemlidir.

GYO sektörünün gelişmemesinin nedenlerinden birisi de yasal düzenlemelerdir. Sermaye Piyasası Kurulunca, gayrimenkul yatırım ortaklığı modelinin işlerliğinin artırılması amacıyla, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (Seri: VI, No:20) hazırlanarak, Kurulun 29.06.2006 tarihli toplantısında karara bağlanmış ve 12.07.2006 tarih ve 26226 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır. Ülkemizde GYO modelinin dünya uygulamasına paralel şekilde geliştirilmesine ve mevcut düzenlemelerdeki sınırlamaların esnetilmesi suretiyle, gayrimenkul finansmanında GYO'ların daha fazla kullanılmasına yönelik olarak yürütülen çalışma sonucunda hazırlanan tebliğ ile, yabancı yatırımcılar lehine, aşağıda verilen, önemli düzenlemeler yapılmıştır;

- Kuruluşta ve sermaye artırımlarında sermayenin nakit olarak konulması öngörülen kısmı %25'den; sermayesi 50 milyon YTL'nden az olan GYOlar için %10'a, sermayesi 50 milyon YTL ve daha fazla olan GYOlar için ise 5,000,000 YTL'ye düşürülerek GYO'ların kuruluşu kolaylaştırılmakta ve gereksiz sermaye maliyetine katlanmaları engellenmektedir. 1998 tarihli SPK tebliğinde toplam sermayenin yüzde 25'inin nakit olarak konulması zorunluydu. Yeni düzenlemeyle 5 milyon YTL nakit sermaye yeterli hale getirilmiştir. Böylece, GYO'ya ortak olmak için önceden büyük bir nakit sermaye artışı zorunluluğu kaldırılmıştır.
- Tebliğin getirdiği en önemli değişikliklerden birisi, GYO'lardaki yabancı hisse oranı ile ilgili sınırlamanın kaldırılması olmuştur. Eski mevzuat, GYO hisselerinin dağılımında çoğunluğun Türk vatandaşlarına ait olmasını zorunlu tutmaktaydı. Böylece, ortak kurulacak GYO'larda, yabancıların hakim ortak olmalarının

önündeki engel kalkmıştır.

- GYO yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunun Türkiye Cumhuriyeti vatandaşı olması zorunluluğu kaldırılmıştır.
- Yabancı gayrimenkullere portföyün %49'una kadar (eski düzenlemede bu sınır %10'du) yatırım yapabilmelerine olanak sağlanarak portföy çeşitlendirme olanaklarının artırılması, bölge ülkelerinin gayrimenkul piyasalarına ulaşım için Türkiye'nin bir köprü olabilmesi için altyapının uygunlaştırılması ve Türk müteahhitlik firmalarının yurtdışındaki faaliyetlerine sermaye piyasamızın destek verebilmesinin sağlanması amaçlanmaktadır. Bu değişikliklerle, yabancıların kendi ve bölge ülkelerindeki gayrimenkulleri Türkiye'de pazarlama imkanları kolaylaştırılmıştır. Ayrıca, Türk müteahhitlik firmaları da yurtdışındaki faaliyetlerine GYO'lar aracılığıyla kaynak aktarabileceklerdir.
- Faaliyet alanlarının genişletilmesine yönelik olarak GYO'lara, yap-işlet-devret projeleri kapsamında kurulan şirketlere ve gayrimenkule dayalı hakların portföye alınması amacıyla sınırlı olarak, faaliyet konusu yalnızca gayrimenkul olan yurt dışında kurulu şirketlere de iştirak etme imkanı getirilmiştir.
- GYO'ların halka açılma süresi, sermayelerinin büyüklüğüne göre, 5 yıla kadar çıkartılmıştır. Önceki mevzuatta, ticaret ve sicil kaydı yapıldıktan sonra, GYO'ların bir yıl içerisinde halka açılması zorunluydu.
- Kuruculardan en az birinin lider girişimci olması şartı kaldırılmıştır. Lider girişimci, ortaklıkta tek başına veya bir araya gelmek suretiyle, sermayenin asgari %25'ine sahip olan gerçek veya tüzel kişilerdir. Bu şartın kaldırılmasıyla, sektörde bilgi ve deneyime

sahip profesyonellere ve yatırımcılara da fırsat tanınmıştır.

Yabancı yatırımcılar lehine yapılan söz konusu değişiklikler ile, önümüzdeki dönemde gayrimenkul sektörüne, yeni GYO'lar aracılığıyla, milyarlarca USD'lik uzun vadeli fonların gelmesi beklenmektedir. Çünkü, mevcut GYO'ların kendi özkaynakları ile yapabilecekleri yatırımlar çok sınırlı olmaktadır.

Gayrimenkul sektöründe yatırım yapacak GYO firmaları için diğer bir sorun ise, ciddi büyüklükte yatırımların yapılabileceği, imarlı arsaların üretilmemesidir. Özellikle, şehir merkezlerinde veya merkeze yakın arsaların çok büyük kısmının kamuya ait olması, devlete bu konuda sorumluluk yüklemektedir. Tebliğ'de yapılan en son değişiklikler ile, yabancıların payının daha fazla olduğu ortaklıklar kurarak, başta belediyeler olmak üzere, kamu arazilerinin GYO firmaları aracılığıyla değerlendirilmesinin yolu açılmıştır. Bu imkanın denetime açık ve şeffaf bir şekilde kullanılması, sektöre olan yabancı yatırımcı ilgisini artıracaktır.

SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Uluslararası Değerleme Standartları Komitesi'nin ana amacı, değerlendirme standartlarını oluşturmak, yayınlamak ve bu standartların dünya çapında kabulünü sağlamaktır. Sermaye Piyasasında Uluslararası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ'in, 01.05.2006 tarihinden geçerli olmak üzere ülkemizde yürürlüğe girmesiyle, sermaye piyasası mevzuatı uyarınca değerlendirme yapanlar, Tebliğde yer alan Uluslararası Değerleme Standartlarına aynen uymak ve bunları uygulamak zorundadırlar. Böylece, gayrimenkul değerlendirme konusunda gelişmiş ülkelerde uygulanan standartlara yasal olarak uyum sağlanmış olmaktadır. Ancak, tebliğin kapsamlı ve çok yeni yayınlanmış olması nedeniyle, mevcut ve yeni kurulacak gayrimenkul değerlendirme firmalarının bu tebliğe ne ölçüde uyabileceklerini zaman gösterecektir. Çünkü, davranış kuralları dahil, tebliğin tam anlamıyla uygulanabilmesi için, sektörde oldukça kalifiye kişilerin istihdam edilmesi gerekmektedir.

Gayrimenkul değerlemede en önemli hususlardan birisi, bir gayrimenkulün fiziki olarak uygun olan, yasalarca izin verilen, finansal olarak gerçekleştirilebilir ve değerlemesi yapılan mülkün en yüksek değeri getirecek şekilde, diğer bir deyişle, en verimli ve en iyi şekilde kullanılmasıdır. Doğal olarak, herkes sahip olduğu gayrimenkulu, en çok değeri veya getiriyi elde edecek bir biçimde kullanmak ister. Ancak, yapılan uygulamalar, güzel bir projeye sahip olmama, inşaat kalitesine dikkat etmeme veya iyi bir şekilde pazarlayamama gibi nedenlerle, sahip olunan gayrimenkulden en yüksek getiriyi sağlayamama sonucunu üretmektedir. Ülkemizde yaygın olarak görülen çirkin yapılaşma bu duruma iyi bir örnektir. Bu nedenle işin başında her şeyin iyi bir şekilde planlanması ve uygulamanın da plana göre yapılması gerekmektedir.

Gayrimenkul değerlemede, uluslararası standartlara göre, Maliyet Yöntemi, Satışları Karşılaştırma Yöntemi ve Gelir İndirgeme Yöntemleri kullanılmaktadır. Gayrimenkulün özelliğine, müşteri ihtiyaçlarına, yöntemin

uygulanabilirliğine veya mevcut verilere göre, yapılacak değerlemede bir veya birden çok yöntem kullanılabilir. Her üç yöntem de değerlendirilen gayrimenkulün özelliğine göre veri toplamayı ve analiz etmeyi gerektirmektedir. Bu nedenle değerlendirme sürecinde söz konusu yöntemlerin birbirleriyle oldukça fazla ortak yönleri bulunmaktadır.

Binaların değerini, maliyet yöntemine göre tahmin etmek için, Yeniden İnşa Etme Maliyeti ve Yerine Koyma Maliyeti yöntemleri kullanılmaktadır. Bu yöntemler belirli bir yapının satın alınması yerine, kişinin arsa satın alıp, söz konusu mülkün tam aynısını veya aynı yararı sağlayacak benzer bir yapıyı inşa edebileceği olasılığını dikkate almaktadır. İnsanların, zaman kısıtı, çeşitli olumsuzluklar ve riskler olmadıkça, maliyet yöntemlerine göre bulunan değerden eşdeğer mülk için daha fazla ödeme yapması normal karşılanmamalıdır. Arsanın değeri hariç tutulduğunda, binaların değerlerinin maliyet değerlerinden fazla uzaklaşmaması gerekir.

Satışları karşılaştırma yönteminin, gayrimenkul değerlendirme firmaları ve emlakçılar tarafından en çok kullanılan değerlendirme yöntemi olmasının nedeni, basitliği ve en son piyasa koşullarını yansıtmasıdır. Maliyet yöntemine ve gelecek yıllarda yaratılacak nakit akımlarına göre yapılacak değerlemelerde pek çok hesaplama, varsayım gerekmekte ve değerlendirme süreci zaman almaktadır. Maliyetler ve gelecekte yaratılacak nakit akımları önemli olmakla birlikte, çoğu gayrimenkul alım satımında fiyatı piyasa koşulları belirlemektedir. İnsanlar döviz, sabit getirili menkul kıymetleri, hisse senedini, altını nasıl piyasa koşullarına göre alıp, satıyorlarsa, gayrimenkulu de çoğu zaman piyasa koşullarında alıp satmak zorunda kalmaktadırlar. Mevcut piyasa koşullarına razı olmayanlar ise, gayrimenkul alım veya satımlarını ertelemektedirler. Bu nedenle satışları karşılaştırma yöntemine göre bulunan piyasa değerleri, değerlendirme raporlarında mutlaka yer almaktadır.

Gelir indirgeme yaklaşımında, gelecekte elde edilecek faydalar

bugünkü değere dönüştürülmektedir. Satışları karşılaştırma ve maliyet yöntemi ile bulunan değerlendirme sonuçları, genellikle, gelir indirgeme yaklaşımı ile bulunan sonuçlar ile karşılaştırılmaktadır. Gelir yaratan her gayrimenkul, bu yöntem ile değerlendirilebilir. Yaratılan gelir arttıkça, riskin sabit kaldığı varsayımıyla, gayrimenkulün değeri de artmaktadır. Gelir yaratan bir gayrimenkulu satın alan yatırımcının temel amacı, alternatif yatırım araçlarına göre daha fazla getiri sağlamaktır. Doğrudan indirgeme yönteminde sadece bir yılın net geliri, piyasadan elde edilen gelir oranına bölünerek veya gelir katsayısı ile çarpılarak gayrimenkulün toplam değerine ulaşıldığı için uygulanması satışları karşılaştırma yöntemi gibi çok kolaydır. Bu nedenle doğrudan gelir indirgeme yaklaşımı değerlendirme raporlarında sıkça kullanılan bir yöntemdir.

Ülkemizde GYO'ların ana amacı, finansman sorunu yaşayan gayrimenkul sektörüne kaynak yaratmak ve halka açılma ile toplanan fonların gayrimenkul sektörüne yönlendirilmesi sayesinde, kısıtlı birikimleriyle verimli bir gayrimenkul yatırımı yapamayan tasarruf sahiplerinin, yaratılan değer artışından faydalanmalarını sağlamaktır. İlk defa 2 Ocak 1997 tarihinde İMKB'de işlem görmeye başlayan GYO şirketlerinin sayısı, 2006 yılı itibariyle dokuzdur. Ancak, İMKB'de işlem görmekte olanlar dışında kurulmuş olup, uygun halka arz zamanını bekleyen GYO'lar da bulunmaktadır. Planlanan halka arzların tamamlanmasıyla ve önümüzdeki yıllarda yeni GYO şirketlerinin kurulmasıyla, GYO'ların sayısında ve toplam portföy büyüklüklerinde önemli bir artış olması beklenmektedir.

İMKB'de işlem gören ve halka yeni açılan firmaların, firma değerlerinin tespitinde, indirgenmiş nakit akımı ve fiyat katsayıları yöntemleri çok ağırlıklı olarak kullanılmaktadır. Fiyat katsayıları ile değerlendirme, hesaplanmasındaki kolaylık nedeniyle, pek çok bireysel yatırımcı, aracı kurum ve konu ile ilgili diğer kişiler tarafından kullanılmaktadır. Nakit akımları ile değerlendirme, her ne kadar en doğru sonucu verecek yöntem olsa da, ileriye yönelik pek çok öngörü ve hesaplamayı gerektirmesi nedeniyle,

kullanılması daha fazla uzmanlık ve tecrübeyi gerektiren bir yöntemdir.

GYO sektöründe fiyat katsayılarına göre yapılacak değerlemelerde kullanılabilecek en anlamlı değerlendirme oranlarından birisi, Piyasa Değeri/Defter Değeri oranıdır. GYO sektörü PD/DD oranlarının, incelenen dönemlerdeki ortalaması 0.94 düzeyindedir. Diğer bir deyişle, GYO sektöründe yer alan firmaların, söz konusu dönemde piyasa değerleri, ortalama olarak, defter değerlerinin altında kalmıştır. Bu nedenle, GYO sektöründe yapılan değerlemelerde, bu oranın 1'in altında ve 0.90 civarında olmasına dikkat edilmesi gerekmektedir.

Hisse senedi değerlemesinde en sıkça kullanılan ve en bilinen katsayı Fiyat/Kazanç katsayısıdır. F/K katsayılarının kullanılmasında en önemli sorunlardan birisi, firmanın kârının az tutarda olması veya firmanın zarar etmesidir. GYO sektöründe, geçmiş dönemlerde, incelenen firmaların çoğunda zarar oluşması nedeniyle, F/K oranlarının tespit edilemediği veya çok yüksek oranlar olmasından dolayı, hesaplanmasının anlamlı olmadığı görülmektedir. Dolayısıyla, F/K oranlarının kullanılmasında karşılaşılabilecek en önemli sorun ile GYO sektöründe tipik olarak karşılaşılmaktadır. Bu nedenle, en az 4-5 firmayı örnek alarak geçmiş F/K oranlarından sektör ortalamasını tespit etme ve bu orana göre değerlendirme yapma imkanı bulunmamaktadır. GYO sektöründe yer alan firmalar ve sektörün niteliği incelendiğinde, karşılaşılan sorunun genelde çok doğal olduğu görülmektedir. Çünkü, GYO sektörü niteliği gereği, sürekli olarak yatırım yapan ve yatırımların tamamlanma süresi uzun olan bir sektördür. Oysa, F/K oranları anlamlı ve karşılaştırılabilir olan firmalar, genellikle yatırımlarını tamamlamış ve düzenli gelir yaratan firmalardır. Ancak, ileriki yıllarda GYO sektöründe yer alan firmalar da yatırımcısına sürekli olarak gelir yaratan bir konuma geleceklerdir. Yatırımlarını büyük ölçüde tamamlayan AKMGY ve ISGYO, yatırımcılarına ciddi ölçüde ve düzenli gelir yaratan GYO şirketleri olarak, sektörde yer almaktadırlar.

GYO sektöründe faaliyet gösteren firmalar, İMKB'de üç ayda bir, Net Aktif Değerlerini yayınlamaktadırlar. GYO şirketlerinin, 31.03.2006 tarihi itibarıyla, NAD'inin, %96'sı gayrimenkullerin ekspertiz değerlerinden oluşmaktadır. Gayrimenkul değerleme firmaları tarafından hazırlanan ekspertiz raporlarında, gayrimenkuller için tek tek hesaplanan değerlerin doğru olduğu veya günün koşullarına göre gerçeği yansıttığı varsayımı ile, GYO firmalarında fiyat katsayılarına göre yapılacak değerlemelerde, Net Aktif Değerlerini öncelikli olarak esas almak en doğru yaklaşım olacaktır. Geçmiş dönemlerde İMKB'de yaşanan hızlı düşüşleri, yükselişleri, yatay dönemleri genel olarak değerlendirdiğimizde, GYO şirketlerinin PD/NAD oranının ortalama 0.90 olarak gerçekleştiği ve piyasada net aktif değerlerinin altında bir değerde işlem gördüğü ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle GYO sektöründe yapılan değerlemelerde, bu oranın 1'in altında olmasına dikkat edilmesi gerekmektedir. Değerlemede, sadece bu oranın kullanıldığı öngörülürse, şirketinin halka arz piyasa değeri, iskontosu da düşünülerek, NAD'nin %90'ı olarak alınabilir.

Firma değerlemesinin en önemli konulardan birisi, en çok değer yaratan veya firma değerini en çok etkileyen unsurların neler olduğunun belirlenmesi ve bunlarda meydana gelebilecek değişimlerin firma değeri üzerine etkisinin ortaya konulmasıdır. Bu çalışmada firma değeri üzerinde en çok etki yapan unsurlar; Vergi Oranı, Net Satışlardaki Büyüme, Esas Faaliyet Kar Marjı ve Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti olarak tespit edilmiştir. Sektörde vergi oranının sıfır olması ve yatırımını bitirip gelir yaratan firmalarda kâr marjının zaten yüksek olması, bu unsurların GYO sektörü için önemini azaltmaktadır. Uygulama sonuçlarına göre, bu unsurlardan GYO sektöründe nispeten en önemli olanları, Satış Büyüme Hızı ve Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti'dir.

Firmaların piyasa değerleri ile finansal oranları arasındaki ilişkiyi araştıran çalışmalarda da, piyasa değerindeki artış ile en yüksek korelasyona sahip finansal oranın, Satış Büyüme Hızı olduğu tespit edilmiştir. Bu

çalışmada da satışların büyümesinin firma değerine önemli ölçüde etki yaptığı sonucu ortaya çıkmaktadır. Bu sonuç dikkate alındığında, GYO firmalarının sürekli olarak, değer yaratacak yeni yatırımlar peşinde olmaları gerekmektedir.

GYO sektöründe, indirgenmiş nakit akımlarına göre değeri hesaplanan firmaların ortak bir özelliği, aktiflerinin hemen hemen tamamının özkaynak ile finanse edilmiş olmasıdır. Bu nedenle Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti hesaplanırken, sadece özkaynak maliyeti hesaplanmış ve indirgeme oranı %13 olarak alınmıştır. 2006 yılında ülkemizde enflasyon ve risk primi düşmeye devam etseydi ve sermaye maliyetini %11 alabilseydik, şu anki koşullarda Türkiye'deki firmalar yaklaşık olarak, %20 daha değerli olacaktı. Bu durum, ülke ekonomisinin ve siyasetinin iyi yönetilmesinin, ülkenin sahip olduğu varlıkların değerini nasıl artırdığını göstermektedir.

GYO sektöründe, İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemine göre bulunan firma değerleri, İMKB'de gerçekleşen piyasa değerleri ile karşılaştırılmıştır. Öngörülen firma değerleri ile, 30.06.2006 tarihinde İMKB'de gerçekleşen piyasa değerleri arasındaki korelasyon katsayısı, 0.935'dir. Öngörülen firma değerleri ile, İMKB'de gerçekleşen piyasa değerlerinin ortalaması arasındaki korelasyon katsayısı ise, 0.985'dur. Sermaye piyasasının daha etkin olduğu gelişmiş ülkelerde yapılan benzer araştırmalarda, İNA ile bulunan firma değerleri ile, piyasa değerleri arasındaki korelasyonun, %90'ın üzerinde olduğu belirtilmektedir. Korelasyon katsayılarından görülebileceği gibi, benzer sonuca, GYO sektörü için, bu araştırmada da ulaşılmıştır.

GYO sektörünün temel analiz açısından, en olumlu özelliklerinden birisi, yatırımların bitirilip, kiraya verildikten sonra, son derece düzenli ve genellikle döviz bazında sürekli bir gelire sahip olunmasıdır. Genellikle, aylık bazda (özellikle iş ve alışveriş merkezlerinde) düzenli bir gelire sahip olunması ve nakit çıkışı gerektirecek giderlerin çok düşük olması, bu firmalarda hemen hemen hiç net işletme sermayesi ihtiyacı olmamasına

neden olmaktadır. Türkiye gibi krizlerin sık yaşandığı bir ülkede, sektörün bu özellikleri, önemli bir tercih nedeni olmalıdır. Temel açıdan, sektörün en önemli dezavantajı ise, yatırım tutarının ve süresinin uzun olmasıdır. Bu nedenle, GYO firmaları uzun vadeli ve uygun maliyetli yabancı kaynaklara mutlaka ulaşabilmeli veya güçlü yabancı ortaklar bulabilmelidirler.

GYO sektörü bugün geldiği nokta itibarıyla, amaçlarından hiç birisini gerçekleştirememiştir. GYO firmalarının İMKB’de işlem görmeye başladığı 2 Ocak 1997 tarihinden itibaren, geçen 10 yıllık sürede ulaşılan Net Aktif Değer toplamı 1,3 milyar USD’dir. Bu durum, gayrimenkul sektörüne kaynak yaratılamadığını göstermektedir. Bunun başlıca nedeni, gerçek anlamda bir **“Gayrimenkul Portföyü Yönetim Şirketi”**nin Türkiye’de henüz kurulmamış olmasıdır. Mevcut GYO firmaları, bankaların (GRGYO, ISGYO, VKGYO, YKGYO) ve holdinglerin (AKMGY, ALGYO, IHGYO, NUGYO) sahip oldukları gayrimenkullerin değerlendirildiği şirketler görünümündedirler. Bu nedenle sektörün gelişimi için, GYO firmalarının kuruluş amaçlarını tam olarak gerçekleştirebilecek, profesyonelce gayrimenkul portföyü yönetecek ve uzun vadeli fonları temin edebilecek firmaların sektöre girmesinin sağlanması gerekmektedir.

Gayrimenkul piyasasında sektörün gelişimini ve fiyatları etkileyen pek çok faktör bulunmaktadır. Bunların başında nüfus artışı, şehirleşme, ekonominin büyümesi, yasal düzenlemeler, global piyasalara entegrasyon ve turizmin gelişmesi hemen ifade edilebilir. Ancak, bunların dışında en önemli faktör, ekonominin istikrara kavuşması ve bunun sonucunda gerçekleşebilecek düşük enflasyon ve düşük faiz ortamıdır. Gelecekte gayrimenkul piyasasında hızlı gelişme beklenmesinin başlıca nedeni, Türkiye’nin bu ekonomik ortamı sağlayacağına olan inançtır. 2005 yılında enflasyon ve faizde sağlanan olumlu gelişmeler, gelecekte daha iyi bir ortam yaratılabileceği konusunda bir kanıt olmaktadır. Bu nedenle, Konut Finansmanı Kanunu (mortgage) gibi, sektörü yakından ilgilendiren yasaların kısa sürede çıkartılarak, başta finans sektörü olmak üzere, ilgili herkesin

böyle bir ortama hazırlıklı olması sağlanmalıdır.

Geçmiş yıllardaki enflasyon oranlarının yüksekliği ve yaşanan krizler, faiz oranlarının sürekli olarak yüksek kalmasına ve sonucunda uzun vadeli fonların temin edilememesine yol açmıştır. Gelişmiş ülkelerde inşaat yatırımlarının büyük kısmı kurumsal sermaye tarafından yapılmakta ve sermaye piyasası araçları ile finanse edilmektedir. Gayrimenkul sektörünün kurumsal bir yapı içerisinde gelişebilmesi için, uzun vadeli fonların bu sektöre gelmesi sağlanmalıdır. Çünkü, bankaların kısa vadeli mevduat yapıları ile 20-30 yıllık konut kredilerini finanse etmeleri mümkün değildir. SPK tarafından hazırlanan Konut Finansmanı Kanunu ile, esas itibariyle konut piyasasının talep tarafı ele alınmakta, konut almak isteyen tüketicilerin ihtiyaç duyduğu miktarda ve uygun koşullarla fon temin edebilmesini sağlayacak bir sistem oluşturmaya çalışılmaktadır. Konut Finansmanı Kanunu'nda yapılacak ikincil düzenlemelerle, bankaların kullandırmış oldukları konut kredilerine dayalı menkul kıymet ihracı mümkün olursa, sistem kendi kendisini besleyecek uzun vadeli bir fona kavuşmuş olur ve piyasa sağlıklı bir büyüme gösterebilir. Aksi takdirde, gayrimenkul piyasasında yaşanabilecek bir balonun ardından, geçmişte pek çok ülkede olduğu gibi, banka krizlerinin gelmesi kaçınılmaz olur.

2004 yılı sonunda 1.8 milyar USD olan konut kredisi hacmi, 2005 yılı sonunda 8.6 milyar USD'ye, Haziran 2006 itibariyle de 12.5 milyar USD'ye yükselmiştir. Gelişmekte olan ülkelerde konut kredilerinin GSMH'ye oranının %15'ler seviyesinde olduğu düşünülürse, yaklaşık 350 milyar USD GSMH'ye sahip Türkiye'de, konut kredisi hacminin 50 milyar USD'ye ulaşması kolaylıkla beklenebilir. Ancak, bu süreçte önemli olan 50-60 milyar USD'lik konut kredisi rakamlarına sağlıklı bir şekilde ulaşmaktır.

Ülkemizde GYO modelinin dünya uygulamasına paralel şekilde geliştirilmesine ve mevcut düzenlemelerdeki sınırlamaların esnetilmesi suretiyle gayrimenkul finansmanında GYO'ların daha fazla kullanılmasına

yönelik olarak yürütülen çalışma sonucunda, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından hazırlanan tebliğ ile, yabancı yatırımcılar lehine, önemli düzenlemeler yapılmıştır. Yabancı yatırımcılar lehine yapılan söz konusu değişiklikler ile, önümüzdeki dönemde gayrimenkul sektörüne, yeni GYO'lar aracılığıyla, milyarlarca USD'lik uzun vadeli fonların gelmesi beklenmektedir. Çünkü, mevcut GYO'ların kendi özkaynakları ile yapabilecekleri yatırımlar çok sınırlı olmaktadır.

KAYNAKÇA

AÇLAR, Ahmet ve V. ÇAĞDAŞ

2002 *Taşınmaz (Gayrimenkul) Değerlemesi*, TMMOB, Harita ve Kadastro Mühendisleri Odası, İstanbul.

AKSOY, Ahmet

1993 *İşletme Sermayesi Yönetimi*, Gazi Büro Kitapevi, Ankara.

ALP, Ali ve M.U. YILMAZ

2000 *Gayrimenkul Finansmanı ve Değerlemesi*, İMKB , İstanbul.

APPRAISAL INSTITUTE

1999 *Appraising Residential Properties*

APPRAISAL INSTITUTE

2001 *The Appraisal of Real Estate*

APPRAISAL INSTITUTE

2004 *Gayrimenkul Değerlemesi*. Çev. Erbil Töre, İstanbul Üniversitesi, Yayın No: 4487.

APPRAISAL INSTITUTE

2004 *The Student Handbook to The Appraisal of Real Estate*

APPRAISAL INSTITUTE

2004 *Practical Applications in Appraisal Valuation Modeling*

APPRAISAL INSTITUTE

2005 *Market Analysis for Real Estate, Concepts and Applications in Valuation and Highest end Best Use*

APPRAISAL INSTITUTE

2005 *Appraising Industrial Properties*

BLACK, Andrew ve Başk.

1998 *Hissedar Değeri Arayışı, Performansı Etkileyen Faktörlerin Yönetimi*, Dünya Yayınları, İstanbul.

BLACKMAN, I.L.

1995 *Valuing Your Privately Held Business*

BENNINGA, S. Z. ve O.H. SARIG

1997 *Corporate Finance, A Valuation Approach*. McGraw Hill Co.

CHAMBERS, Nurgül

2005 *Firma Değerlemesi*. Avcıol Basım Yayın, İstanbul.

COPELAND, T. E., T. KOLLER, ve J. MURRIN

1996 *Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies*.
McKinsey & Company, Inc.

DAMODARAN, Aswath

1996 *Investment Valuation*. John Wiley & Sons, Inc.

DEMİR, Ahmet ve başk.

1996 *İMKB'deki Sanayi Şirketlerinin Hisse Senedi Getirileri İle Finansal Oranları Arasındaki İlişkilerin Belirlenmesi ve Bu İlişkilere Göre Şirketlerin Sıralanması*, Yaman Aşıkoğlu'na Armağan, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No: 56, Ankara.

ERCAN, Metin Kâmil, M.B. ÖZTÜRK, ve K. DEMİRGÜNEŞ

2003 *Değere Dayalı Yönetim ve Entellektüel Sermaye*, Gazi Kitapevi, Ankara.

ERCAN, Metin Kâmil ve Ü. BAN

2005 *Finansal Yönetim, Değere Dayalı İşletme Finansı*, Gazi Kitapevi, Ankara.

KARAN, Mehmet Baha

2001 *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*, Gazi Kitapevi, Ankara.

KIZILOT, Şükrü ve başk.

2005 *Gayrimenkul Rehberi*, Yaklaşım Yayıncılık, Ankara.

KONURALP, Gürel

2005 *Sermaye Piyasaları - Analizler, Kuramlar ve Portföy Yönetimi*, Alfa Basım Yayım, İstanbul.

KÜÇÜKKİREMITÇİ, Oktay ve başk.

1996 *Fiyat Kazanç Oranına ve Firma Büyüklüğüne Göre Oluşturulan Portföylerin Performanslarının Değerlendirilmesi (1990-1996 Dönemi İçin İMKB Uygulaması)*, Sermaye Piyasası ve İMKB Üzerine Çalışmalar, İşletme ve Finans Yayınları, Yayın No: 4, Ankara.

SUSAR, Özkan

2003 *Tüm Yönleriyle Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları*, Adalet Yayınevi, Ankara.

ÜRETEN, Aykan ve M.K. ERCAN

2000 *Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi*, Gazi Kitapevi,
Ankara.

WEST, T.L., ve J.D. JONES

1992 *Handbook of Business Valuation*

www.gyoder.org.tr

www.imkb.gov.tr

www.rega.basbakanlik.gov.tr

www.spk.gov.tr

EKLER

EK 1 TABLO 1: BİLANÇO VE GELİR TABLOLARI (*)

(YTL)

(BİN USD)

AKTİF (VARLIKLAR)	2004	2005
DÖNEN VARLIKLAR	48,448,313	47,016,844
Hazır Değerler	46,014,052	44,694,265
Menkul Kıymetler		
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	2,172,222	2,271,516
Diğer Kısa Vadeli Alacaklar		
Stoklar		
Diğer Dönen Varlıklar	262,039	51,063
DURAN VARLIKLAR	122,894,333	111,924,882
Uzun Vadeli Ticari Alacaklar		
Diğer Uzun Vadeli Alacaklar		
Finansal Duran Varlıklar		
Maddi Duran Varlıklar	120,094,541	111,910,484
Araziler ve Arsalar		
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller (Net)	117,904,807	110,244,841
Makine-Tesis ve Cihazlar		
Diğer Maddi Duran Varlıklar	2,189,734	1,665,643
Birikmiş Amortismanlar (-)		
Yapılmakta Olan Yatırımlar		
Verilen Siparis Avansları		
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	15,792	14,196
Diğer Duran Varlıklar	2,784,000	202
AKTİF TOPLAMI	171,342,646	158,941,726

2004	2005
35,888	34,827
34,084	33,107
0	0
1,609	1,683
0	0
0	0
194	38
91,033	82,907
0	0
0	0
0	0
88,959	82,897
0	0
87,337	81,663
0	0
1,622	1,234
0	0
0	0
0	0
12	11
2,062	0
126,920	117,735

(*) 1 USD = 1.35 YTL

EK 1 TABLO 1'İN DEVAMI: BİLANÇO VE GELİR TABLOLARI

(YTL)

(BİN USD)

PASİF (KAYNAKLAR)	2004	2005
KISA VADELİ BORÇLAR	7,365,114	4,698,919
Finansal Borçlar		
Ticari Borçlar	860,699	274,252
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	2,797,408	1,961,344
Alınan Sipariş Avansları		
Borç ve Gider Karşılıkları	3,707,007	2,463,323
UZUN VADELİ BORÇLAR	0	14,871
Finansal Borçlar		
Ticari Borçlar		
Diğer Uzun Vadeli Borçlar		
Alınan Sipariş Avansları		
Borç ve Gider Karşılıkları		14,871
ÖZSERMAYE	163,977,532	154,227,936
Sermaye	13,700,000	13,700,000
Sermaye Taahhütleri (-)		
Emisyon Primi		
Sermaye Yedekleri	31,728,479	31,728,479
Öz Sermaye Enflasyon Düzeltme Farkı	31,728,479	31,728,479
İştiraklerde Y.D.D.A.		
Borsada Oluşan Değer Artışı		
Kâr Yedekleri	118,549,053	66,113,673
Net Dönem Kârı		42,685,784
Dönem Zararı (-)		
Geçmiş Yıl Kârları (Zararları)		
PASİF TOPLAMI	171,342,646	158,941,726

2004	2005
5,456	3,481
0	0
638	203
2,072	1,453
0	0
2,746	1,825
0	11
0	0
0	0
0	0
0	0
0	11
121,465	114,243
10,148	10,148
0	0
0	0
23,503	23,503
23,503	23,503
0	0
0	0
87,814	48,973
0	31,619
0	0
0	0
126,920	117,735

EK 1 TABLO 1'İN DEVAMI: BİLANÇO VE GELİR TABLOLARI

(YTL)

(BİN USD)

GELİR TABLOSU	2004	2005
Brüt Satışlar	0	64,113,311
Yurtiçi Satışlar		64,113,311
Yurtdışı Satışlar		
Diğer Satışlar		
Satışlardan İndirimler (-)		
NET SATIŞLAR	0	64,113,311
		-
Satışların Maliyeti (-)		13,692,182
BRÜT SATIŞ KARI (ZARARI)	0	50,421,129
Faaliyet Giderleri (-)		-5,715,470
ESAS FAALİYET KARI (ZARARI)	0	44,705,659
Diğer Faaliyetlerden Gelirler ve Kârlar		5,274,439
Diğer Faaliyetlerden Giderler ve Zararlar (-)		-2,327,179
Finansman Giderleri (-)	0	0
Kısa Vadeli Borçlanma Giderleri (-)		
Uzun Vadeli Borçlanma Giderleri (-)		
FAALİYET KARI (ZARARI)	0	47,652,919
Olağanüstü Gelir ve Kârlar		
Olağanüstü Gider ve Zararlar (-)		
DÖNEM KARI (ZARARI)	0	47,652,919
Ödenecek Vergi ve Yasal Yükümlülükler (-)		-4,967,135
NET DÖNEM KARI	0	42,685,784

2004	2005
0	47,491
0	47,491
0	0
0	0
0	0
0	47,491
	-
0	-10,142
0	37,349
0	-4,234
0	33,115
0	3,907
0	-1,724
0	0
0	0
0	0
0	35,298
0	0
0	0
0	35,298
0	-3,679
0	31,619

EK 1 TABLO 3: TAHMİNİ BİLANÇOLAR, 1000 \$

Varlıklar	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Perp
Hazır Değerler	494	514	534	556	578	601	625	650	676	703	731
Menkul Kıymetler	37,364	58,961	81,976	106,481	132,553	160,273	189,724	220,995	254,178	289,368	326,667
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	1,729	1,798	1,870	1,945	2,022	2,103	2,187	2,275	2,366	2,460	2,559
Stoklar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Diğer Dönen Varlıklar	247	257	267	278	289	300	312	325	338	351	366
Toplam Dönen Varlıklar	39,834	61,529	84,647	109,259	135,442	163,278	192,849	224,245	257,558	292,883	330,323
Brüt Maddi Duran Varlıklar	82,897	82,897	82,897	82,897	82,897	82,897	82,897	82,897	82,897	82,897	82,897
Birikmiş Amortismanlar	-2,487	-4,974	-7,461	-9,948	-12,434	-14,921	-17,408	-19,895	-22,382	-24,869	-27,356
Net Maddi Duran Varlıklar	80,410	77,923	75,436	72,949	70,462	67,975	65,488	63,001	60,515	58,028	55,541
Uzun Vadeli Alacaklar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansal Duran Varlıklar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11
Diğer Duran Varlıklar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Toplam Duran Varlıklar	80,420	77,934	75,447	72,960	70,473	67,986	65,499	63,012	60,525	58,038	55,551
Toplam Varlıklar (Aktifler)	120,254	139,463	160,094	182,219	205,915	231,264	258,348	287,257	318,083	350,921	385,874

EK 1 TABLO 3'ÜN DEVAMI: TAHMİNİ BİLANÇOLAR, 1000 \$

Kaynaklar	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Perp
Kısa Vadeli Finansal Borçlar											
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	247	257	267	278	289	300	312	325	338	351	366
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	1,482	1,541	1,603	1,667	1,733	1,803	1,875	1,950	2,028	2,109	2,193
Borç ve Gider Karşılıkları	1,825	1,825	1,825	1,825	1,825	1,825	1,825	1,825	1,825	1,825	1,825
Toplam Kısa Vadeli Borçlar	3,554	3,623	3,695	3,770	3,847	3,928	4,012	4,100	4,191	4,285	4,384
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Yeni Uzun Vadeli Finansal Borçlar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Uzun Vadeli Ticari Borçlar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Diğer Uzun Vadeli Borçlar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Borç ve Gider Karşılıkları	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11
Toplam Uzun Vadeli Borçlar	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11
Ödenmiş Sermaye	10,148	10,148	10,148	10,148	10,148	10,148	10,148	10,148	10,148	10,148	10,148
Emisyon Primi	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Yeniden Değerleme Değer Artışı	23,503	23,503	23,503	23,503	23,503	23,503	23,503	23,503	23,503	23,503	23,503
Yedekler	83,039	102,179	122,737	144,787	168,406	193,673	220,674	249,495	280,230	312,974	347,828
Toplam Özkaynaklar	116,690	135,829	156,388	178,438	202,057	227,324	254,325	283,146	313,881	346,625	381,479
Toplam Borçlar ve Özkaynaklar	120,254	139,463	160,094	182,219	205,915	231,263	258,348	287,257	318,083	350,921	385,874

EK 1 TABLO 4: TAHMİNİ GELİR TABLOLARI, 1000 \$

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Perp
Net Satışlar	49,391	51,367	53,421	55,558	57,780	60,092	62,495	64,995	67,595	70,299	73,111
Satışların Maliyeti (Amortisman Hariç)	-8,396	-8,732	-9,082	-9,445	-9,823	-10,216	-10,624	-11,049	-11,491	-11,951	-12,429
Faaliyet Giderleri	-3,951	-4,109	-4,274	-4,445	-4,622	-4,807	-5,000	-5,200	-5,408	-5,624	-5,849
Amortisman Giderleri	-2,487	-2,487	-2,487	-2,487	-2,487	-2,487	-2,487	-2,487	-2,487	-2,487	-2,487
Esas Faaliyet Kârı (Zararı)	34,556	36,038	37,579	39,182	40,848	42,582	44,385	46,259	48,209	50,237	52,346
Maddi Olmayan Duran Varlık Amort.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Diğer Faaliyet. Olağan Gelirler (Faiz)	1,956	2,242	3,538	4,919	6,389	7,953	9,616	11,383	13,260	15,251	17,362
Kısa Vadeli Borçlanma Giderleri	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Uzun Vadeli Borçlanma Giderleri	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Faaliyet Karı (Zararı)	36,512	38,280	41,117	44,100	47,237	50,535	54,001	57,643	61,469	65,488	69,708
Olağandışı Gelir ve Kârlar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Olağandışı Gider ve Zararlar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dönem Kârı (Zararı)	36,512	38,280	41,117	44,100	47,237	50,535	54,001	57,643	61,469	65,488	69,708
Kurumlar Vergisi (Fonlar Dahil)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Net Kâr	36,512	38,280	41,117	44,100	47,237	50,535	54,001	57,643	61,469	65,488	69,708
Yedekler	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Perp
Dönem Başı Yedek Tutarı	64,783	83,039	102,179	122,737	144,787	168,406	193,673	220,674	249,495	280,230	312,974
Net Kâr	36,512	38,280	41,117	44,100	47,237	50,535	54,001	57,643	61,469	65,488	69,708
Dağıtılan Temettü	-18,256	-19,140	-20,558	-22,050	-23,619	-25,268	-27,001	-28,821	-30,735	-32,744	-34,854
Dönem Sonu Yedek Tutarı	83,039	102,179	122,737	144,787	168,406	193,673	220,674	249,495	280,230	312,974	347,828

EK 1 TABLO 5: TAHMİNİ NET FAALİYET KARI, 1000 \$

Net Faaliyet Kârı (NOPLAT) (*)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Perp
Net Satışlar	49,391	51,367	53,421	55,558	57,780	60,092	62,495	64,995	67,595	70,299	73,111
Satışların Maliyeti (Amortisman Hariç)	-8,396	-8,732	-9,082	-9,445	-9,823	-10,216	-10,624	-11,049	-11,491	-11,951	-12,429
Faaliyet Giderleri	-3,951	-4,109	-4,274	-4,445	-4,622	-4,807	-5,000	-5,200	-5,408	-5,624	-5,849
Amortisman Giderleri	-2,487	-2,487	-2,487	-2,487	-2,487	-2,487	-2,487	-2,487	-2,487	-2,487	-2,487
Faaliyet Kârı	34,556	36,038	37,579	39,182	40,848	42,582	44,385	46,259	48,209	50,237	52,346
Faaliyet Kârı Üzerinden Vergi	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Net Faaliyet Kârı (NOPLAT)	34,556	36,038	37,579	39,182	40,848	42,582	44,385	46,259	48,209	50,237	52,346

(*) Net Operational Profit Less Adjusted Taxes

Net Faaliyet Kârı (NOPLAT)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Perp
Net Kâr	36,512	38,280	41,117	44,100	47,237	50,535	54,001	57,643	61,469	65,488	69,708
Ekle: MODV Amortismanı	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Düzeltilmiş Net Kâr	36,512	38,280	41,117	44,100	47,237	50,535	54,001	57,643	61,469	65,488	69,708
Ekle: Vergi Sonrası Finansman Giderleri (KVB)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ekle: Vergi Sonrası Finansman Giderleri (UVB)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Yatırımcılara Kalan Toplam Gelir	36,512	38,280	41,117	44,100	47,237	50,535	54,001	57,643	61,469	65,488	69,708
Çıkart: Vergi Sonrası Faiz Geliri	-1,956	-2,242	-3,538	-4,919	-6,389	-7,953	-9,616	-11,383	-13,260	-15,251	-17,362
Çıkart: Vergi Sonrası Olağan Dışı Gelir ve Kârlar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ekle: Vergi Sonrası Olağan Dışı Gider - Zararlar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Net Faaliyet Kârı (NOPLAT)	34,556	36,038	37,579	39,182	40,848	42,582	44,385	46,259	48,209	50,237	52,346

EK 1 TABLO 6: TAHMİNİ YATIRILAN SERMAYE, 1000 \$

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Perp
Dönen Varlıklar (Menkul Kıymetler Hariç)	2,470	2,568	2,671	2,778	2,889	3,005	3,125	3,250	3,380	3,515	3,656
Kısa Vadeli Borçlar (Finansal Borç Hariç)	3,554	3,623	3,695	3,770	3,847	3,928	4,012	4,100	4,191	4,285	4,384
Net İşletme Sermayesi	-1,084	-1,055	-1,024	-992	-958	-924	-888	-850	-811	-771	-728
Net Maddi Duran Varlıklar	80,410	77,923	75,436	72,949	70,462	67,975	65,488	63,001	60,515	58,028	55,541
Diğer Varlıklar - Diğer Borçlar	-11	-11	-11	-11	-11	-11	-11	-11	-11	-11	-11
Faaliyetler İçin Yatırılan Sermaye	79,315	76,857	74,401	71,947	69,493	67,041	64,590	62,141	59,693	57,246	54,802
Menkul Kıymetler	37,364	58,961	81,976	106,481	132,553	160,273	189,724	220,995	254,178	289,368	326,667
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11
Finansal Duran Varlıklar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Toplam Yatırılan Sermaye	116,689	135,829	156,388	178,438	202,057	227,324	254,324	283,146	313,881	346,625	381,479
Ödenmiş Sermaye	10,148	10,148	10,148	10,148	10,148	10,148	10,148	10,148	10,148	10,148	10,148
Diğer Özkaynaklar	106,541	125,681	146,240	168,290	191,909	217,176	244,177	272,998	303,733	336,476	371,331
Toplam Özkaynaklar	116,690	135,829	156,388	178,438	202,057	227,324	254,325	283,146	313,881	346,625	381,479
Kısa ve Uzun Vadeli Finansal Borçlar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Toplam Yatırılan Sermaye	116,690	135,829	156,388	178,438	202,057	227,324	254,325	283,146	313,881	346,625	381,479

EK 1 TABLO 7: TAHMİNİ NET NAKİT AKIMI, 1000 \$

Nakit Akım Tablosu	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Perp
Faaliyet Kârı	34,556	36,038	37,579	39,182	40,848	42,582	44,385	46,259	48,209	50,237	52,346
Faaliyet Kârı Üzerinden Vergi	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Net Faaliyet Kârı (NOPLAT)	34,556	36,038	37,579	39,182	40,848	42,582	44,385	46,259	48,209	50,237	52,346
Amortismanlar	2,487	2,487	2,487	2,487	2,487	2,487	2,487	2,487	2,487	2,487	2,487
Brüt Nakit Akımı	37,043	38,525	40,066	41,669	43,335	45,069	46,872	48,746	50,696	52,724	54,833
İşletme Sermayesindeki Artış	169	30	31	32	33	35	36	37	39	41	42
Sabit Sermaye Yatırımı	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Diğer Varlıklardaki Artış	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansal Duran Varlıklardaki Artış	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Brüt Yatırım	169	30	31	32	33	35	36	37	39	41	42
MODVY Öncesi Net Nakit Akımı	36,874	38,495	40,035	41,637	43,302	45,034	46,835	48,709	50,657	52,684	54,791
Maddi Olmayan Duran Varlık Yatırımı	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Net Nakit Akımı	36,874	38,495	40,035	41,637	43,302	45,034	46,835	48,709	50,657	52,684	54,791
Faaliyet Dışı Nakit Akımı	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Yatırımcılara Kalan Nakit	36,874	38,495	40,035	41,637	43,302	45,034	46,835	48,709	50,657	52,684	54,791

EK 1 TABLO 7'NİN DEVAMI: NAKİT AKIMININ KAYNAĞI, 1000 \$

Nakit Akımının Kaynağı	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Perp
Vergi Sonrası Faiz Geliri	-1,956	-2,242	-3,538	-4,919	-6,389	-7,953	-9,616	-11,383	-13,260	-15,251	-17,362
Menkul Kıymetlerdeki Artış/(Azalış)	4,764	21,597	23,015	24,505	26,072	27,720	29,451	31,271	33,183	35,190	37,299
Vergi Sonrası Finansman Giderleri (KVB)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Vergi Sonrası Finansman Giderleri (UVB)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kısa Vadeli Finansal Borçlardaki +/-	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Uzun Vadeli Finansal Borçlardaki +/-	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Temettü	18,256	19,140	20,558	22,050	23,619	25,268	27,001	28,821	30,735	32,744	34,854
Temettü (2005)	15,810										
Toplam Nakit Akımı	36,874	38,495	40,036	41,637	43,302	45,034	46,835	48,709	50,658	52,683	54,791

EK 1 TABLO 8: ÖNGÖRÜLEN TEMEL PERFORMANS ORANLARI

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Perp
Yatırılan Sermayenin Getirisi											
SMM+FG / Net Satışlar	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
Amortisman Giderleri / Net Satışlar	5.0%	4.8%	4.7%	4.5%	4.3%	4.1%	4.0%	3.8%	3.7%	3.5%	3.4%
Faaliyet Kârı / Net Satışlar	70.0%	70.2%	70.3%	70.5%	70.7%	70.9%	71.0%	71.2%	71.3%	71.5%	71.6%
Net Maddi Duran Varlıklar / Net Satışlar	167.8%	156.5%	145.9%	135.8%	126.3%	117.3%	108.8%	100.8%	93.2%	86.1%	79.4%
Net İşletme Sermayesi / Net Satışlar	-2.5%	-2.1%	-2.0%	-1.8%	-1.7%	-1.6%	-1.5%	-1.4%	-1.3%	-1.2%	-1.1%
Net Satışlar / Faaliyetler İçin Yatırılan Sermaye	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8	0.9	0.9	1.0	1.1	1.2	1.3
Vergi Öncesi Yatırılan Sermayenin Getirisi	42.3%	45.4%	48.9%	52.7%	56.8%	61.3%	66.2%	71.6%	77.6%	84.2%	91.4%
Vergi Oranı (Kurumlar Vergisi, Fonlar vb.)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Vergi Sonrası Yatırılan Sermayenin Getirisi	42.3%	45.4%	48.9%	52.7%	56.8%	61.3%	66.2%	71.6%	77.6%	84.2%	91.4%
Vergi Sonrası Yatırılan Sermayenin Getirisi	42.3%	45.4%	48.9%	52.7%	56.8%	61.3%	66.2%	71.6%	77.6%	84.1%	91.4%
Yatırılan Sermayenin Getirisi (Ortalama)											
Net Maddi Duran Varlıklar / Net Satışlar	165.3%	154.1%	143.5%	133.5%	124.1%	115.2%	106.8%	98.8%	91.4%	84.3%	77.7%
Net İşletme Sermayesi / Net Satışlar	-2.4%	-2.1%	-1.9%	-1.8%	-1.7%	-1.6%	-1.4%	-1.3%	-1.2%	-1.1%	-1.0%
Net Satışlar / Yatırılan Sermaye	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9	1.0	1.1	1.2	1.3
Vergi Öncesi Yatırılan Sermayenin Getirisi	42.9%	46.2%	49.7%	53.5%	57.8%	62.4%	67.4%	73.0%	79.1%	85.9%	93.4%
Vergi Sonrası Yatırılan Sermayenin Getirisi	42.9%	46.2%	49.7%	53.5%	57.8%	62.4%	67.4%	73.0%	79.1%	85.9%	93.4%
Vergi Sonrası Yatırılan Sermayenin Getirisi	42.9%	46.1%	49.7%	53.5%	57.8%	62.4%	67.4%	73.0%	79.1%	85.9%	93.4%
Büyüme Oranları											
Net Satışların Büyüme Oranı	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
Brüt Faaliyet Kârı Büyüme Oranı	4.4%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
Net Faaliyet Kârı Büyüme Oranı	12.2%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
Yatırılan Sermaye Büyüme Oranı	-2.8%	-3.1%	-3.2%	-3.3%	-3.4%	-3.5%	-3.7%	-3.8%	-3.9%	-4.1%	-4.3%
Özkaynak Getirisi											
Ortalama Özkaynak Getirisi	31.6%	30.3%	28.1%	26.3%	24.8%	23.5%	22.4%	21.4%	20.6%	19.8%	19.1%

EK 1 TABLO 9: ÖNGÖRÜLEN EKONOMİK KAR, 1000 \$

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Perp
Yatırılan Sermayenin Getirisi	42.3%	45.4%	48.9%	52.7%	56.8%	61.3%	66.2%	71.6%	77.6%	84.2%	91.4%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
Spread (Net Getiri Oranı)	29.3%	32.4%	35.9%	39.7%	43.8%	48.3%	53.2%	58.6%	64.6%	71.2%	78.4%
Yatırılan Sermaye (Dönem Başı)	81,632	79,315	76,857	74,401	71,947	69,493	67,041	64,590	62,141	59,693	57,246
Ekonomik Kâr (MODVY Öncesi)	23,944	25,727	27,588	29,510	31,495	33,548	35,669	37,863	40,131	42,477	44,904
Net İşletme Kârı	34,556	36,038	37,579	39,182	40,848	42,582	44,385	46,259	48,209	50,237	52,346
Sermaye Maliyeti	-10,612	10,311	-9,991	-9,672	-9,353	-9,034	-8,715	-8,397	-8,078	-7,760	-7,442
Ekonomik Kâr (MODVY Öncesi)	23,944	25,727	27,588	29,510	31,495	33,548	35,669	37,863	40,131	42,477	44,904

EK 1 TABLO 11: AKMGY**FCFF YÖNTEMİNE GÖRE FİRMANIN FAALİYETLERİNİN DEĞERİ, 1000 \$**

YILLAR	SERBEST NAKİT AKIMI	İSKONTO FAKTÖRÜ	1 / İSKONTO FAKTÖRÜ	NET BUGÜNKÜ DEĞER
2006	36,874	1.13000	0.8850	32,632
2007	38,495	1.27690	0.7831	30,147
2008	40,035	1.44290	0.6931	27,746
2009	41,637	1.63047	0.6133	25,536
2010	43,302	1.84244	0.5428	23,503
2011	45,034	2.08195	0.4803	21,631
2012	46,835	2.35261	0.4251	19,908
2013	48,709	2.65844	0.3762	18,322
2014	50,657	3.00404	0.3329	16,863
2015	52,684	3.39457	0.2946	15,520
DED	402,663	3.39457	0.2946	118,620
Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri				350,428
Yıl Ortası Düzeltme Faktörü				1.0630
Faaliyetlerin Değeri				372,511

EKONOMİK KAR'A GÖRE FİRMANIN FAALİYETLERİNİN DEĞERİ, 1000 \$

YILLAR	EKONOMİK KAR	İSKONTO FAKTÖRÜ	1 / İSKONTO FAKTÖRÜ	NET BUGÜNKÜ DEĞER
2006	23,944	1.13000	0.8850	21,189
2007	25,727	1.27690	0.7831	20,148
2008	27,588	1.44290	0.6931	19,120
2009	29,510	1.63047	0.6133	18,099
2010	31,495	1.84244	0.5428	17,094
2011	33,548	2.08195	0.4803	16,114
2012	35,669	2.35261	0.4251	15,162
2013	37,863	2.65844	0.3762	14,242
2014	40,131	3.00404	0.3329	13,359
2015	42,477	3.39457	0.2946	12,513
DED	345,416	3.39457	0.2946	101,756
Ekonomik Kârın Bugünkü Değeri				268,796
Yatırılan Sermaye				81,632
Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri				350,428
Yıl Ortası Düzeltme Faktörü				1.0630
Faaliyetlerin Değeri				372,511

DEVAM EDEN DEĞER (DED), 1000 \$

NOPLAT	52,346
WACC	0.130
ROIC	0.130
g (büyüme)	0.040
DED	402,663

DEVAM EDEN DEĞER (DED), 1000 \$

NOPLAT	52,346
WACC	0.130
ROIC	0.130
g (büyüme)	0.040
Ekonomik Kâr (Perp.)	44,904
Ekonomik Kâr'ın DED'i	345,416
Yatırılan Sermaye	57,246
DED	402,663

FİRMANIN ÖZKAYNAKLARININ DEĞERİ, 1000 \$

Faaliyetlerin Değeri	372,511
Menkul Kıymetler	32,600
Firmanın Değeri	405,111
Finansal Borçlar	0
Vergi Sonrası Kıdem Tazminatı Yükümlülüğü	-11
Özkaynakların Değeri	405,100
Hisse Senedi Sayısı	13,700,000 Adet
Hisse Senedinin Fiyatı	44.35 YTL/Adet
İştirakler (Defter Değeri)	0
Özkaynaklar Değeri + İştirakler	405,099.6
Hisse Senedi Sayısı	13,700,000 Adet
Hisse Senedinin Fiyatı	44.35 YTL/Adet
	1.5000 USD/YTL

EK 1 TABLO 12: AGYO**FCFF YÖNTEMİNE GÖRE FİRMANIN FAALİYETLERİNİN DEĞERİ, 1000 \$**

YILLAR	SERBEST NAKİT AKIMI	İSKONTO FAKTÖRÜ	1 / İSKONTO FAKTÖRÜ	NET BUGÜNKÜ DEĞER
2006	6,159	1.13000	0.8850	5,450
2007	5,999	1.27690	0.7831	4,698
2008	6,239	1.44290	0.6931	4,324
2009	6,489	1.63047	0.6133	3,980
2010	6,748	1.84244	0.5428	3,663
2011	7,018	2.08195	0.4803	3,371
2012	7,299	2.35261	0.4251	3,102
2013	7,591	2.65844	0.3762	2,855
2014	7,894	3.00404	0.3329	2,628
2015	8,210	3.39457	0.2946	2,419
DED	45,445	3.39457	0.2946	13,388
Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri				49,877
Yıl Ortası Düzeltme Faktörü				1.0630
Faaliyetlerin Değeri				53,020

EKONOMİK KAR'A GÖRE FİRMANIN FAALİYETLERİNİN DEĞERİ, 1000 \$

YILLAR	EKONOMİK KAR	İSKONTO FAKTÖRÜ	1 / İSKONTO FAKTÖRÜ	NET BUGÜNKÜ DEĞER
2006	-7,084	1.13000	0.8850	-6,269
2007	-6,579	1.27690	0.7831	-5,152
2008	-6,116	1.44290	0.6931	-4,239
2009	-5,643	1.63047	0.6133	-3,461
2010	-5,160	1.84244	0.5428	-2,801
2011	-4,667	2.08195	0.4803	-2,242
2012	-4,163	2.35261	0.4251	-1,770
2013	-3,648	2.65844	0.3762	-1,372
2014	-3,121	3.00404	0.3329	-1,039
2015	-2,581	3.39457	0.2946	-760
DED	-22,603	3.39457	0.2946	-6,659
Ekonomik Kârın Bugünkü Değeri				-35,763
Yatırılan Sermaye				85,640
Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri				49,877
Yıl Ortası Düzeltme Faktörü				1.0630
Faaliyetlerin Değeri				53,020

DEVAM EDEN DEĞER (DED), 1000 \$

NOPLAT	6,817
WACC	0.130
ROIC	0.100
g (büyüme)	0.040
DED	45,445

DEVAM EDEN DEĞER (DED), 1000 \$

NOPLAT	6,817
WACC	0.130
ROIC	0.100
g (büyüme)	0.040
Ekonomik Kâr (Perp.)	-2,030
Ekonomik Kâr'ın DED'i	-22,603
Yatırılan Sermaye	68,048
DED	45,445

FİRMANIN ÖZKAYNAKLARININ DEĞERİ, 1000 \$

Faaliyetlerin Değeri	53,020
Menkul Kıymetler	3,141
Firmanın Değeri	56,162
Finansal Borçlar	-444
Vergi Sonrası Kıdem Tazminatı Yükümlülüğü	-58
Özkaynakların Değeri	55,660
Hisse Senedi Sayısı	63,000,000 Adet
Hisse Senedinin Fiyatı	1.33 YTL/Adet
İştirakler (Defter Değeri)	0
Özkaynaklar Değeri + İştirakler	55,660.1
Hisse Senedi Sayısı	63,000,000 Adet
Hisse Senedinin Fiyatı	1.33 YTL/Adet
	1.5000 USD/YTL

EK 1 TABLO 13: ALGYO**FCFF YÖNTEMİNE GÖRE FİRMANIN FAALİYETLERİNİN DEĞERİ, 1000 \$**

YILLAR	SERBEST NAKİT AKIMI	İSKONTO FAKTÖRÜ	1 / İSKONTO FAKTÖRÜ	NET BUGÜNKÜ DEĞER
2006	24,248	1.13000	0.8850	21,459
2007	6,154	1.27690	0.7831	4,820
2008	6,400	1.44290	0.6931	4,435
2009	6,655	1.63047	0.6133	4,082
2010	6,921	1.84244	0.5428	3,757
2011	7,197	2.08195	0.4803	3,457
2012	7,485	2.35261	0.4251	3,182
2013	7,784	2.65844	0.3762	2,928
2014	8,095	3.00404	0.3329	2,695
2015	8,418	3.39457	0.2946	2,480
DED	58,043	3.39457	0.2946	17,099
Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri				70,392
Yıl Ortası Düzeltme Faktörü				1.0630
Faaliyetlerin Değeri				74,828

EKONOMİK KAR'A GÖRE FİRMANIN FAALİYETLERİNİN DEĞERİ, 1000 \$

YILLAR	EKONOMİK KAR	İSKONTO FAKTÖRÜ	1 / İSKONTO FAKTÖRÜ	NET BUGÜNKÜ DEĞER
2006	-1,474	1.13000	0.8850	-1,305
2007	1,302	1.27690	0.7831	1,020
2008	1,705	1.44290	0.6931	1,182
2009	2,118	1.63047	0.6133	1,299
2010	2,541	1.84244	0.5428	1,379
2011	2,974	2.08195	0.4803	1,429
2012	3,419	2.35261	0.4251	1,453
2013	3,875	2.65844	0.3762	1,458
2014	4,343	3.00404	0.3329	1,446
2015	4,823	3.39457	0.2946	1,421
DED	40,898	3.39457	0.2946	12,048
Ekonomik Kârın Bugünkü Değeri				22,829
Yatırılan Sermaye				47,563
Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri				70,392
Yıl Ortası Düzeltme Faktörü				1.0630
Faaliyetlerin Değeri				74,828

DEVAM EDEN DEĞER (DED), 1000 \$

NOPLAT	7,546
WACC	0.130
ROIC	0.130
g (büyüme)	0.040
DED	58,043

DEVAM EDEN DEĞER (DED), 1000 \$

NOPLAT	7,546
WACC	0.130
ROIC	0.130
g (büyüme)	0.040
Ekonomik Kâr (Perp.)	5,317
Ekonomik Kâr'ın DED'i	40,898
Yatırılan Sermaye	17,145
DED	58,043

FİRMANIN ÖZKAYNAKLARININ DEĞERİ, 1000 \$

Faaliyetlerin Değeri	74,828
Menkul Kıymetler	63,373
Firmanın Değeri	138,201
Finansal Borçlar	0
Vergi Sonrası Kıdem Tazminatı Yükümlülüğü	-59
Özkaynakların Değeri	138,141
Hisse Senedi Sayısı	5,490,000 Adet
Hisse Senedinin Fiyatı	37.74 YTL/Adet
İştirakler (Defter Değeri)	2,113
Özkaynakların Değeri + İştirakler	140,254.2
Hisse Senedi Sayısı	5,490,000 Adet
Hisse Senedinin Fiyatı	38.32 YTL/Adet
	1.5000 USD/YTL

EK 1 TABLO 14: ISGYO**FCFF YÖNTEMİNE GÖRE FİRMANIN FAALİYETLERİNİN DEĞERİ, 1000 \$**

YILLAR	SERBEST NAKİT AKIMI	İSKONTO FAKTÖRÜ	1 / İSKONTO FAKTÖRÜ	NET BUGÜNKÜ DEĞER
2006	196,475	1.13000	0.8850	173,872
2007	26,245	1.27690	0.7831	20,554
2008	27,295	1.44290	0.6931	18,917
2009	28,387	1.63047	0.6133	17,410
2010	29,522	1.84244	0.5428	16,023
2011	30,703	2.08195	0.4803	14,747
2012	31,931	2.35261	0.4251	13,573
2013	33,208	2.65844	0.3762	12,492
2014	34,537	3.00404	0.3329	11,497
2015	35,918	3.39457	0.2946	10,581
DED	154,543	3.39457	0.2946	45,526
Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri				355,191
Yıl Ortası Düzeltme Faktörü				1.0630
Faaliyetlerin Değeri				377,573

EKONOMİK KAR'A GÖRE FİRMANIN FAALİYETLERİNİN DEĞERİ, 1000 \$

YILLAR	EKONOMİK KAR	İSKONTO FAKTÖRÜ	1 / İSKONTO FAKTÖRÜ	NET BUGÜNKÜ DEĞER
2006	140,306	1.13000	0.8850	124,164
2007	-60,574	1.27690	0.7831	-47,438
2008	-57,675	1.44290	0.6931	-39,972
2009	-54,734	1.63047	0.6133	-33,569
2010	-51,749	1.84244	0.5428	-28,087
2011	-48,720	2.08195	0.4803	-23,401
2012	-45,643	2.35261	0.4251	-19,401
2013	-42,518	2.65844	0.3762	-15,994
2014	-39,342	3.00404	0.3329	-13,096
2015	-36,113	3.39457	0.2946	-10,638
DED	-276,308	3.39457	0.2946	-81,397
Ekonomik Kârın Bugünkü Değeri				-188,830
Yatırılan Sermaye				544,021
Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri				355,191
Yıl Ortası Düzeltme Faktörü				1.0630
Faaliyetlerin Değeri				377,573

DEVAM EDEN DEĞER (DED), 1000 \$

NOPLAT	23,181
WACC	0.130
ROIC	0.100
g (büyüme)	0.040
DED	154,543

DEVAM EDEN DEĞER (DED), 1000 \$

NOPLAT	23,181
WACC	0.130
ROIC	0.100
g (büyüme)	0.040
Ekonomik Kâr (Perp.)	-32,829
Ekonomik Kâr'ın DED'i	-276,308
Yatırılan Sermaye	430,851
DED	154,543

FİRMANIN ÖZKAYNAKLARININ DEĞERİ, 1000 \$

Faaliyetlerin Değeri	377,573
Menkul Kıymetler	45,198
Firmanın Değeri	422,772
Finansal Borçlar	0
Vergi Sonrası Kıdem Tazminatı Yükümlülüğü	-80
Özkaynakların Değeri	422,691
Hisse Senedi Sayısı	329,966,000 Adet
Hisse Senedinin Fiyatı	1.92 YTL/Adet
İştirakler (Defter Değeri)	0
Özkaynakların Değeri + İştirakler	422,691.4
Hisse Senedi Sayısı	329,966,000 Adet
Hisse Senedinin Fiyatı	1.92 YTL/Adet
	1.5000 USD/YTL

EK 1 TABLO 15: VKGYO**FCFF YÖNTEMİNE GÖRE FİRMANIN FAALİYETLERİNİN DEĞERİ, 1000 \$**

YILLAR	SERBEST NAKİT AKIMI	İSKONTO FAKTÖRÜ	1 / İSKONTO FAKTÖRÜ	NET BUGÜNKÜ DEĞER
2006	1,456	1.13000	0.8850	1,288
2007	1,533	1.27690	0.7831	1,200
2008	1,594	1.44290	0.6931	1,105
2009	1,658	1.63047	0.6133	1,017
2010	1,724	1.84244	0.5428	936
2011	1,793	2.08195	0.4803	861
2012	1,865	2.35261	0.4251	793
2013	1,939	2.65844	0.3762	730
2014	2,017	3.00404	0.3329	671
2015	2,098	3.39457	0.2946	618
DED	7,529	3.39457	0.2946	2,218
Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri				11,437
Yıl Ortası Düzeltme Faktörü				1.0630
Faaliyetlerin Değeri				12,158

EKONOMİK KAR'A GÖRE FİRMANIN FAALİYETLERİNİN DEĞERİ, 1000 \$

YILLAR	EKONOMİK KAR	İSKONTO FAKTÖRÜ	1 / İSKONTO FAKTÖRÜ	NET BUGÜNKÜ DEĞER
2006	-2,918	1.13000	0.8850	-2,582
2007	-2,784	1.27690	0.7831	-2,180
2008	-2,645	1.44290	0.6931	-1,833
2009	-2,504	1.63047	0.6133	-1,536
2010	-2,360	1.84244	0.5428	-1,281
2011	-2,214	2.08195	0.4803	-1,063
2012	-2,065	2.35261	0.4251	-878
2013	-1,913	2.65844	0.3762	-720
2014	-1,758	3.00404	0.3329	-585
2015	-1,599	3.39457	0.2946	-471
DED	-15,695	3.39457	0.2946	-4,623
Ekonomik Kârın Bugünkü Değeri				-17,752
Yatırılan Sermaye				29,189
Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri				11,437
Yıl Ortası Düzeltme Faktörü				1.0630
Faaliyetlerin Değeri				12,158

DEVAM EDEN DEĞER (DED), 1000 \$

NOPLAT	1,581
WACC	0.130
ROIC	0.070
g (büyüme)	0.040
DED	7,529

DEVAM EDEN DEĞER (DED), 1000 \$

NOPLAT	1,581
WACC	0.130
ROIC	0.070
g (büyüme)	0.040
Ekonomik Kâr (Perp.)	-1,438
Ekonomik Kâr'ın DED'i	-15,695
Yatırılan Sermaye	23,223
DED	7,529

FİRMANIN ÖZKAYNAKLARININ DEĞERİ, 1000 \$

Faaliyetlerin Değeri	12,158
Menkul Kıymetler	10,027
Firmanın Değeri	22,184
Finansal Borçlar	0
Vergi Sonrası Kıdem Tazminatı Yükümlülüğü	-49
Özkaynakların Değeri	22,136
Hisse Senedi Sayısı	16,800,000 Adet
Hisse Senedinin Fiyatı	1.98 YTL/Adet
İştirakler (Defter Değeri)	0
Özkaynakların Değeri + İştirakler	22,135.8
Hisse Senedi Sayısı	16,800,000 Adet
Hisse Senedinin Fiyatı	1.98 YTL/Adet
	1.5000 USD/YTL

ÖZET

Geçmiş yıllardaki enflasyon oranlarının yüksekliği ve yaşanan krizler, faiz oranlarının sürekli olarak yüksek kalmasına ve sonucunda uzun vadeli fonların temin edilememesine yol açmıştır. Gelişmiş ülkelerde inşaat yatırımlarının büyük kısmı kurumsal sermaye tarafından yapılmakta ve sermaye piyasası araçları ile finanse edilmektedir. Türkiye’de gayrimenkul sektörünün kurumsal bir yapı içerisinde gelişebilmesi için, sektöre uzun vadeli fonların gelmesi mutlaka sağlanmalıdır. Konut Finansmanı Kanunu’nda yapılacak düzenlemelerle, bankaların kullandırmış oldukları konut kredilerine dayalı menkul kıymet ihracı mümkün olursa, sistem kendi kendisini besleyecek uzun vadeli bir fona kavuşmuş olacaktır.

Gelecekte gayrimenkul piyasasında hızlı gelişme beklenmesinin başlıca nedeni, Türkiye ekonominin istikrarlı bir büyüme göstereceğine olan inançtır. 2005 yılında enflasyon ve faizde sağlanan olumlu gelişmeler, gelecekte daha iyi bir ortam yaratılabileceği konusunda bir kanıt olmaktadır. Bu nedenle, başta finans sektörü olmak üzere, ilgili herkesin böyle bir ekonomik ortama hazırlıklı olmalıdır.

GYO sektörü bugün geldiği nokta itibarıyla, amaçlarından hiç birisini gerçekleştirememiştir. Bunun başlıca nedeni, gerçek anlamda bir “Gayrimenkul Portföyü Yönetim Şirketi”nin Türkiye’de henüz kurulmamış olmasıdır. Mevcut GYO firmaları, bankaların ve holdinglerin sahip oldukları gayrimenkullerin değerlendirildiği şirketler görünümündedirler. Bu nedenle sektörün gelişimi için, GYO firmalarının kuruluş amaçlarını tam olarak gerçekleştirebilecek, profesyonelce gayrimenkul portföyü yönetecek ve uzun vadeli fonları temin edebilecek firmaların sektöre girmesinin sağlanması gerekmektedir.

Sermaye Piyasasında Uluslararası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ’in, 01.05.2006 tarihinde yürürlüğe girmesiyle, sermaye piyasası

mevzuatı uyarınca değerleme yapanlar, Tebliğde yer alan Uluslararası Değerleme Standartlarına aynen uymak ve bunları uygulamak zorundadırlar. Ancak, davranış kuralları dahil, tebliğin tam anlamıyla uygulanabilmesi için sektörde kalifiye kişilerin istihdam edilmesi gerekmektedir.

Mevcut GYO'ların kendi özkaynakları ile yapabilecekleri yatırımlar çok sınırlı olduğu için, sektör son on yılda gelişememiştir. Ülkemizde gayrimenkul finansmanında GYO'ların daha fazla kullanılmasına yönelik olarak yürütülen çalışma sonucunda, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından hazırlanan tebliğ ile, yabancı yatırımcılar lehine, önemli düzenlemeler yapılmıştır. Yabancı yatırımcılar lehine yapılan söz konusu değişiklikler ile, önümüzdeki dönemde gayrimenkul sektörüne, yeni GYO'lar aracılığıyla, milyarlarca USD'lik uzun vadeli fonların gelmesi beklenmektedir.

Gayrimenkul, kişi ve kuruluşların tasarruflarını değerlendirdikleri en önemli ve en güvenilir yatırım araçlarından birisidir. Gayrimenkul sektörünün ve hukuki alt yapının son yıllarda hızla gelişmesine paralel olarak, gayrimenkul değerleme ve GYO sektörüne olan ilgi de önemli ölçüde artmıştır. Önümüzdeki dönemde gayrimenkul değerlemenin, gelişmiş ülkelerdeki gibi, Türkiye'de de profesyonelce yapıldığını gösterebilmek için, gayrimenkul değerleme firmalarına ve değerleme uzmanlarına büyük bir sorumluluk dşmektedir. nk, değerleme sürecinde toplanan bilgiler ışığında bulunan gayrimenkul değeri, sonuçta değerleme uzmanının niteliğine, tecrbesine ve takdirine bağlı olmaktadır.

ABSTRACT

The high levels of inflation rates and the crisis exercised in passed years have caused the rates of interest to have been remained high continuously, and eventually not purchasing of the funds with long term maturity. A great portion of construction investments in developed countries is realised by an institutional capital, and financed by the capital market tools. In Turkey, procurement of long term funds is, by all means, to be ensured for the real estate sector in order to enable it to be developed within an institutional structure. The system would be self-fed, and then would have been reached to a long term funds if issue of securities depended on housing loans made utilized by banks would be possible through arrangements to be made in the Law for Housing Finance.

The main reason of expecting of a rapid development in the real estate market is the belief that Turkish economy will indicate a stable and sustainable growth performance in the future. The lower inflation and positive macro-economic developments in 2005 become the evidences on the matter that a better ambiance might be created in the future. Therefore, everyone including financial sector ahead are to be ready such an economical medium.

As of it's the point it has reached today, the RIC (Real Estate Investment Companies) sector has been able to realize neither of its objectives. The main reason of it is that no a Management Company for Real Estate Portfolio has ever been able to be established up to now in Turkey, yet. The existing RIC companies have the appearance of companies where the real estates acquired by banks and holdings are appraised. Therefore, inclusion of the companies which will enable to realize exactly the objectives of existing RIC companies, to manage professionally the real estate portfolio, and to procure long term loans for development of the sector should be ensured.

Through coming into force on 01.05.2006 of the Announcement on International Valuation Standards in Capital Market, those who make appraisal under the regulations of real estate market have to follow international valuation standards set forth in the said Announcement. However, highly qualified personnel have to be employed in the sector in order to implement the Announcement strictly including behavioural rules.

Since the investments which may be realized by the RICs by their shareholders' equity are very limited, they were not developed during the last decade. As a result of the works implemented as oriented to the use of RICs excessively important arrangements have been made in favour of foreign investors through such Announcement prepared by the Capital Market Board of Turkey. It is expected that the long term loans of billions of USD would be entered in the real estate sector by mediation of these RICs through these amendments in question made in favour of foreign investors.

Real estate is one of reliable and important investment means where individuals and institutions may appraise their savings. Interest in appraisal of real estate and the RIC sector have dramatically been increased in line with rapid development of real estate sector and its legal infrastructure in recent years. In our further period, large scale of responsibility is assumed by the real estate appraisal companies and the appraisers in order to exhibit that appraisal of real estate is also made professionally in Turkey same as in developed countries. Real estate value, at the light of information being completed in valuation process, finally depends on the appraiser's skill, experience and judgment.