

T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
GAYRİMENKUL DEĞERLEMESİ VE FİNANSMANI BİLİM DALI

**TAŞINMAZLARDA GELİRLERİN KAPİTALİZASYONU YAKLAŞIMININ
ÖLÇÜLMESİ VE ÖRNEK UYGULAMA**

Yüksek Lisans Tezi

SİNEM YEDİKARDAŞLAR

İstanbul, 2018

T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
GAYRİMENKUL DEĞERLEMESİ VE FİNANSMANI BİLİM DALI

**TAŞINMAZLARDA GELİRLERİN KAPİTALİZASYONU YAKLAŞIMININ
ÖLÇÜLMESİ VE ÖRNEK UYGULAMA**

Yüksek Lisans Tezi

SİNEM YEDİKARDAŞLAR

Danışman: DOÇ.DR.AYÇA AKARÇAY ÖĞÜZ

İstanbul, 2018



T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜ

TEZ ONAY BELGESİ

İŞLETME Anabilim Dalı GAYRİMENKUL DEĞERLEMESİ VE FİNANSMANI
Bilim Dalı TEZLİ YÜKSEK LİSANS öğrencisi Sinem YEDİKARDAŞLAR'ın
TAŞINMAZLARDA GELİRLERİN KAPİTALİZASYONU YAKLAŞIMININ
ÖLÇÜLMESİ VE ÖRNEK UYGULAMA adlı tez çalışması, Enstitümüz Yönetim Kurulunun
16.11.2018 tarih ve 2018-32/33 sayılı kararıyla oluşturulan jüri tarafından oy birliği / ~~oy çokluğu~~
ile Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

Tez Savunma Tarihi ...03.../12.../2018....

Öğretim Üyesi Adı Soyadı

İmzası

	Öğretim Üyesi Adı Soyadı	İmzası
1.	Tez Danışmanı Doç. Dr. AYÇA AKARÇAY ÖGÜZ	
2.	Jüri Üyesi Prof. Dr. FATMA PAMUKÇU	
3.	Jüri Üyesi Dr. Öğr. Üyesi ALİ ALTUĞ BİÇER	

GENEL BİLGİLER

İsim ve Soyadı	: Sinem Yedikardaşlar
Anabilim Dalı	: İşletme
Programı	: Gayrimenkul Değerlemesi Ve Finansmanı
Tez Danışmanı	: Doç.Dr. Ayça Akarçay Öğüz
Tez Türü ve Tarihi	: Yüksek Lisans – Aralık 2018
Anahtar Kelimeler	: Gayrimenkul Değerleme, Gelirlerin Kapitalizasyonu

ÖZET

TAŞINMAZLARDA GELİRLERİN KAPİTALİZASYONU YAKLAŞIMININ ÖLÇÜLMESİ VE ÖRNEK UYGULAMA

Taşınmaz, barınma ihtiyacının önüne geçmiş, ticari bir anlam ve statü kazandıran bir eleman olmuştur. Taşınmazın, alım satım işlemleri görmesi, yatırım aracı olarak kabul edilmesi ile mülk değerinin doğru tespitinin önemi ve gereksinimi ortaya çıkmıştır.

Zaman içinde gelişen finansal piyasalar ve küreselleşmenin etkileri ile güvenilir değerlendirme yöntemleri ve standartlar belirlenmiştir. Uluslararası kabul görmüş değerlendirme standart ve yöntemleri ile değerlere güvenilirlik artmış; bu değerler üzerinden mülkler yatırım amaçlı olarak yoğun şekilde kullanılabilir hale gelmiştir.

Bu çalışmada değerlendirme yöntemlerinden gelirlerin kapitalizasyonu yönteminin, ticari bir mülk üzerinden örneklenmesi ve incelenmesi yapılmıştır.

GENERAL KNOWLEDGE

Name and Surname	: Sinem Yedikardaşlar
Field	: Business Administration
Programme	: The Real Estate Valuation and Financing
Supervisor	: Associate Professor Ayça Akarçay Öğüz
Degree Awarded and Date	: Master – December 2018
Keywords	: Real Estate Appraisal, Capitalization Of Income

ABSTRACT

MEASUREMENT OF INCOME CAPITALIZATION APPROACH ON REAL ESTATES AND A CASE STUDY

The real estate becomes a factor, adding a commercial meaning and status beyond housing need. By selling and purchasing of the real estate and considering it as a investment tool, importance and need of correct determination of property value appear.

Reliable valuation methods and standards are determined with developing financial markets and effects of globalization. Reliability of internationally accepted valuation standards and methods and values increase; the properties on these values become available for the purpose of investment.

In this study sampling and examining of income capitalization method, which is one of the valuation methods are performed on a commercial property.

ÖNSÖZ

Taşınmazlarda gelirlerin kapitalizasyonu yaklaşımının ölçülmesi ve örnek uygulamanın incelendiği bu çalışmada bilgi ve tecrübelerinden yararlanma şansı bulduğum, çalışmalarım sırasında yardımlarını esirgemeyen tez danışmanım Sayın Doç. Dr. Ayça AKARÇAY ÖĞÜZ'e teşekkür ederim.

Yoğun çalışmalarım süresince hoşgörü ve sabrını esirgemeyen, mesleki bilgi ve tecrübesi ile yol gösteren, kariyerimde rol modelim olan Sevgili Eşim Volkan YEDİKARDAŞLAR'a teşekkür ederim.

Tüm hayatım boyunca desteğini, ilgisini, şevkatini ve sevgisini benden esirgemeyen, yoluma ışık tutan güçlü kadın, Canım Annem Aynur GÜÇLÜER DÖNMEZ'e ithaf ederim.

İstanbul, 2018

Sinem YEDİKARDAŞLAR

İÇİNDEKİLER

	Sayfa No.
ÖZET	i
GENERAL KNOWLEDGE.....	ii
ABSTRACT.....	ii
ÖNSÖZ	iii
1. GİRİŞ	1
2. GAYRİMENKUL VE DEĞERLEME İLE İLGİLİ TEMEL KAVRAMLAR	3
2.1. Temel Kavramlar.....	5
2.1.1. Gayrimenkul Kavramı	5
2.1.2. Arazi Kavramı.....	7
2.1.3. Arsa Kavramı	9
2.1.4. Değer Kavramı.....	10
2.1.5. Değerleme Kavramı	12
2.1.6. Fiyat	13
2.1.7. Maliyet	14
2.1.8. Pazar.....	15
2.1.9. Pazar Değeri.....	15
2.2. Değerlemenin Amacı.....	20
2.3. Değerlemenin Temel İlkeleri	24
2.4. Değeri Etkileyen Faktörler	24
2.5. Değerleme Süreci	26
2.6. Risk Kavramı Ve Gayrimenkul Projelerinde Risk.....	30
2.7. Dünyada Gayrimenkul Değerlemesine İlişkin Mesleki Kuruluşlar	34
2.7.1. Uluslararası Değerleme Standartları Konseyi (International Valuation Standards Committee -IVSC)	34
2.7.2. Lisanslı Değerleme Uzmanları Kraliyet Kurumu (Royal Institution of Chartered Surveyors -RICS).....	35
2.7.3. Değerleme Enstitüsü (Appraisal Institute-AI)	36
2.7.4. Avrupa Değerleme Kuruluşları Birliği (The European Group of Valuers' Association-TEGoVA).....	39
2.7.5. Uluslararası Taşınmaz Federasyonu (International Real Estate Federation-FIABCI).....	39
2.8. Türkiye’de Gayrimenkul Değerlemesine İlişkin Mesleki Kuruluşlar	39
2.9. Uluslararası Değerleme Standartları (UDES)	41
2.10. Sermaye Piyasası Kurulu İlgili Tebliği	46
2.11. Gayrimenkul Finansmanı	48
2.11.1. Gayrimenkul Finansman Piyasalarında Fon Kaynakları	50
2.11.2. Gayrimenkul Finansman Yöntemleri.....	52
2.12. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları.....	54

3. GAYRİMENKUL DEĞERLEME YÖNTEMLERİ	58
3.1. Değer Tespitinde Kullanılan Yöntemler	58
3.1.1. Emsal Karşılaştırma Yöntemi	59
3.1.2. Maliyet Yöntemi	64
3.1.3. Gelirlerin Kapitalizasyonu Yöntemi	70
3.2. Yöntemlerde Kullanılan Bazı Analizler	71
4. GELİRLERİN KAPİTALİZASYONU YÖNTEMİ	75
4.1. Gelirlerin Kapitalizasyonu Yöntemi Süreci	77
4.2. Temel Kavramlar	78
4.3. Finansal Formüller	86
4.3.1. Semboller	86
4.3.2. Temel Formüller	86
4.4. Yöntemler	87
4.4.1. Doğrudan Kapitalizasyon Yöntemi	88
4.4.2. Gelirlerin Getiri Kapitalizasyonu Yöntemi	90
5. ÖRNEK UYGULAMA	98
5.1. Turizm Sektör Analizi	98
5.1.1. Dünyada Turizm	98
5.1.2. Türkiye’de Turizm	100
5.1.3. Dünya’da Kongre Turizmi	104
5.1.4. Türkiye’de Kongre Turizmi	106
5.2. Uygulama Örneği	107
6. SONUÇ	117

KAYNAKÇA

TABLO LİSTESİ

	Sayfa No.
Tablo 2.1 : Değerlemenin Tipik Kullanım Alanları.....	21
Tablo 2.2 : Ticari Mülkiyeti Değerlemek İçin Sebepler	22
Tablo 5.1 : En Çok Tercih Edilen Ülkeler	99
Tablo 5.2 : Ülkelerin Elde Ettikleri Uluslararası Turizm Gelirleri.....	99
Tablo 5.3 : Tesis Ziyaret Sayıları.....	101
Tablo 5.4 : Turizm Gelirleri.....	102
Tablo 5.5 : Doluluk Oranı ve Ortalama Kalış Süresi.....	103
Tablo 5.6 : Retaj Royale Otel	109
Tablo 5.7 : Holiday Inn İstanbul Airport	109
Tablo 5.8 : Wyndham Grand İstanbul Europe	110
Tablo 5.9 : İstanbul Gönen Hotel.....	110
Tablo 5.10 : Otel Nakit Akış Projeksiyonu.....	114

KISALTMALAR

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
AGOP	Adjusted Gross Operating Profit (Düzeltilmiş Brüt Operasyonel Karlılık)
AI	Appraisal Institute (Değerleme Enstitüsü)
AVM	Alışveriş Merkezi
EBITDA	Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (FAVÖK)
EVİK	En Verimli ve En Etkin Kullanım
FAVÖK	Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar
FIABCI	Internatioan Real Estate Federation (Uluslararası Taşınmaz Federasyonu)
GOP	Gross Operating Profit (Brüt Operasyonel Karlılık)
GYO	Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
ICCA	International Congress and Convention Association (Uluslararası Kongre Ve Konferans Birliği)
IRR	Internal Rate of Return (İç Verim Oranı)
IVSC	International Valuation Standards Committee (Uluslararası Değerleme Standartları Konseyi)
MICE	Meeting, Incentive, Congress, Events (Toplantı, Teşvik, Kongre, Organizasyon)
NBD	Net Bugünkü Değer
RICS	Royal Institution of Chartered Surveyors (Lisanslı Değerleme Uzmanları Kraliyet Kurumu)
SPA	Sanus Per Aquam (Su ile gelen sağlık)
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
TDUB	Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği
TEGoVA	The European Group of Valuers' Association (Avrupa Değerleme Kuruluşları Birliği)
TUIK	Türkiye İstatistik Kurumu
UDES	Uluslararası Değerleme Standartları
UDSK	Uluslararası Değerleme Standartları Komitesi
UFRS	Uluslararası Finansal Raporlama Standartları

UMS	Uluslararası Muhasebe Standartları
UMSK	Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu
USPAP	Uniform Standarts of Professional Appraisal Practice (Profesyonel Değerleme Uygulamaları Tek Tip Standartları)
VUK	Vergi Usul Kanunu

1. GİRİŞ

Gayrimenkul, *taşınmaz mal* anlamına gelmektedir. Gayrimenkul, bulunduğu yerden başka bir yere taşınması mümkün olmayan bir arazi ve araziye bağlı olarak inşa edilmiş yapılar olarak tanımlanabilmektedir. Türk Medeni Kanunu'na göre taşınmaz mülkiyetinin konusu; (1) Arazi, (2) tapu kütüğünde ayrı sayfaya kaydedilen bağımsız ve sürekli haklar ve (3) kat mülkiyeti kütüğüne kayıtlı bağımsız bölümler olarak belirlenmiştir.

Bir varlığın “değer”inin tespit edilmesi, değerlendirme faaliyetlerini oluşturmaktadır. Gayrimenkul değerlemede kullanılan yöntemler bulunmaktadır. Emsal Karşılaştırma Yöntemi, Maliyet Yöntemi ve Gelirlerin Kapitalizasyonu (İndirgeme) Yöntemi geleneksel yöntemleri oluşturmaktadır.

Gayrimenkul değerlendirme, uzmanlık gerektiren bir faaliyettir. Değerlemelerde gayrimenkulün çevresi ile birlikte dikkate alınıp, konumsal etkilerinin yanı sıra, hukuksal yönü, sosyolojik durumu, çevresi ve ekonomik katkısının da iyi kavranılması gerekmektedir.

Çalışmanın konusunu, taşınmaz varlıklarda gelirlerin kapitalizasyonu yönteminin incelenmesidir. Bu nedenle gelirlerin kapitalizasyonu yöntemi çalışmada daha ayrıntılı olarak ele alınmaktadır. Çalışmada ayrıca konuyla ilgili bir uygulamaya da yer verilmektedir.

Birinci bölümde, kısa bir giriş yapılmış ve çalışmanın içeriği hakkında bilgi verilmiştir.

İkinci bölümde, taşınmaz ve değerlendirme ile ilgili temel bazı kavramlar açıklanmıştır.

Üçüncü bölümde, taşınmaz değer tespitinde kullanılan geleneksel yöntemler ve analizler incelenmiştir. Yöntemlerin kullanım alanları, zorlukları ve kullanılmasının hatalı olacağı durumlar aktarılmıştır. Formülleri örnekleri ile incelenmiştir.

Dördüncü bölümde, gelirlerin kapitalizasyonu yöntemi detaylı şekilde açıklanmıştır.

Beşinci bölümde, otel nitelikli gayrimenkulün değerlendirme örneği incelenmiştir. Örnek olarak oluşturulan bir mülkün, gerçekçi piyasa verileri kullanılarak değerlendirme yaklaşımı uygulanmıştır. Öncelikle bölge analizi ve pazar araştırması yapılmıştır. Konu mülke benzer nitelikteki otellerin künyeleri oluşturulmuştur. Sonrasında konu mülkün gelirlerin kapitalizasyonu yöntemi çerçevesinde değerlendirme işlemi gerçekleştirilmiştir. Kullanılan varsayımlar açıklanmış ve finansal hesaplamalar yapılmıştır.

Çalışmanın son bölümünde ise, yapılan çalışmanın sonuçları yorumlanmıştır.

2. GAYRİMENKUL VE DEĞERLEME İLE İLGİLİ TEMEL KAVRAMLAR

Bu bölümde taşınmaz ile ilgili genel bilgi aktarılmakta ve bazı temel kavramlara açıklık getirilmektedir.

Taşınmaz mal edinme isteği temelde ihtiyaçtan yola çıkmaktadır. Maslow'un ihtiyaçlar hiyerarşisinde ilk ihtiyaç, fizyolojik olanlardır. Yani; nefes alma, yeme içme gibi hayatta kalmayı sağlayan ihtiyaçlar. İkinci ihtiyaç ise güvenlik ihtiyacıdır. Yani; barınma içgüdüdür. İnsanoğlu kendisini ve ailesini tehlikeden uzak tutmak ister. Bunun ilk aşaması da barınmak, güvenli bir yerde yaşamaktır. Taşınmaz mal ediniminin de temelinde bu ihtiyaç bulunmaktadır.

En temel ihtiyaçlarından olan barınmayı sağlayan fiziksel alan olan konut, aynı zamanda aileyi bir arada tutan bir mekandır. Bu sebeple insanların konuta sahip olmaları, giyim, sağlık ve yiyecek gibi bir insan hakkıdır. İnsan Hakları Evrensel Beyanname'sinde ve Birleşmiş Milletler Habitat 2 İstanbul Bildirgesi'nde bu durumun insan hakkı olduğu açıkça belirtilmiştir.¹ Ayrıca, anayasamızın 56. ve 57. Maddeleri ile birlikte sağlıklı ve dengeli bir çevrede yaşamak ve yeterli kalitede bir konut sahibi olmak, herkes için bir hak olarak kabul edilmiştir.

Edinilen taşınmaz malın ülke kanunlarına göre varislerine (özellikle çocuklarına) bırakma isteği aslında onların da barınma ve güvenlik ihtiyacını giderme güdüsünden kaynaklanır.

Taşınmaz malların, üzerinde kurulan hakların açıklığa kavuşturulması, korunması ve bu hakların herkese karşı ileri sürülebilmesi için, bunların Medeni Kanun ve Tapu Kanunu ile belirlenen şartlara uygun biçimde tescillerinin yapılacağı ve kayıtlarının tutulacağı bir kuruma ihtiyaç vardır. Ülkemizde bu ihtiyaç için oluşturulan kurum, Tapu Sicilidir.

“Tapu sicili devlet koruması altındadır. Tescili yapılan taşınmaz mallar üzerindeki her türlü işlem (ipotek, satış, bağış vb.) tapu sicili üzerinden yapılır ve takip

¹ Ali Hepşen, **Finansal Krizlerde Gayrimenkul Finansman Piyasalarının Rolü Ve Gayrimenkul Fiyat Endekslerinin Önemi**, 1.Basım, İstanbul: Literatür, 2011, s.1.

edilir. Bu sebeple tapu sicili bir ülkenin sosyal ve ekonomik açıdan çok önemli rolü olan gayrimenkullerde, mülkiyetin edinilmesi, devredilmesi ve hakların kurulması işlemlerinde başvurulmuş ve devlet güvencesinde olan kurumdur.”²

Tapu dairelerinin kuruluşu 1874 tarihi itibarıyla gerçekleşmiştir. Bu yıldan itibaren emlak yoklamaları yapılmış ve tutulan deftere emlak yoklama defteri denilmiştir. Ülkemizde modern tapu sisteminin kurulması, 1926 yılında Medeni Kanunun yürürlüğe girmesi ile mümkün olmuştur.³

Medeni Kanunun 997. Maddesi’ne göre *“Taşınmazlar üzerindeki hakları göstermek üzere tapu sicili tutulur. Tapu sicili, tapu kütüğü ve kat mülkiyeti kütüğü ile bunları tamamlayan yevmiye defteri ve belgeler ile planlardan oluşur. Sicilin örneği, nasıl tutulacağı ve yardımcı siciller tüzükle belirlenir.”*

Tapu Sicil Tüzüğü’nün 4.maddesinde ise *“Tapu sicili, taşınmaz mal ile üzerindeki hakların durumlarını göstermek üzere, Devletin sorumluluğu altında, tescil ve açıklık ilkelerine göre tutulan sicildir.”* ifadesi yer almaktadır.

Tüzüğü’nün 5.maddesinde: *“Her ilçenin idari sınırları bir tapu sicil bölgesidir. Tapu sicili, bölgesi içindeki her mahalle ve köy için ayrı ayrı düzenlenir. Genel müdürlük, işlemlerin nüfus yoğunluğunun çok olduğu ilçelerde birden fazla müdürlük oluşturulabilir.”* denilmektedir.

Mülkiyet hakkı bir şeye sahip olma, hakkın konusu olan şey üzerinde kanunun (Türk Medeni Kanunu 683. Maddesi) çizdiği sınırlar içinde dilediği gibi tasarruf etme yetkisi veren bir haktır. Mülkiyet hakkı, tapu siciline tescil ile başlar.

Mülkiyet hakkı Anayasanın 35.maddesinde: *“Herkes mülkiyet ve miras hakkına sahiptir. Bu haklar ancak kamu yararı amacıyla kanunla sınırlandırılabilir.”* şeklinde düzenlenmiştir.

² Mehmet Bozan, **Türk Hukukunda Gayrimenkul Mevzuatı**, İstanbul: İ.Ü. Basım ve Yayınevi Müdürlüğü, 2004, s.117.

³ Bozan, s.127.

Medeni Kanunun 683.maddesinde ise: *“Bir Őeye malik olan kimse, hukuk dűzeninin sınırları içinde, o Őey űzerinde dilediđi gibi kullanma, yararlanma ve tasarrufta bulunma yetkisine sahiptir. Malik, malını haksız olarak elinde bulunduran kimseye karŐı istihkak davası açabileceđi gibi, her tűrlű haksız el atmanın űnlenmesini de dava edebilir.”* İfadesi ile műlkiyet hakkının kapsamını tanımlayan bir yol izlemiŐtir.

Medeni Kanunun 704.maddesine gűre taŐınmaz műlkiyetinin konusu;

- Arazi,
- Tapu kűtűğűnde ayrı bir sayfaya kaydedilen bađımsız ve sűrekli haklar,
- Kat műlkiyeti kűtűğűne kayıtlı bađımsız bűlűmler

olarak tanımlanmıştır.

2.1. Temel Kavramlar

Gayrimenkul değerlemesi için, gayrimenkul ile ilgili temel kavramların bilinmesi gerekmektedir.

2.1.1. Gayrimenkul Kavramı

Gayrimenkul, taŐınmaz maldır.⁴ Gayrimenkul, bulunduđu yerden baŐka bir yere taŐınması műmkűn olmayan bir arazi ve űzerindeki araziye bađlı olarak inŐa edilmiŐ yapılar olarak tanımlanabilmektedir. BoŐ veya űzerinde geliŐtirme yapılmıŐ her arazi “gayrimenkul” yeni medeni kanununa gűre “taŐınmaz” olarak adlandırılır. TaŐınmaz, fiziksel bir varlık olan arazi ve bu toprak parçası űzerine insanlar tarafından inŐa edilen yapılardır.⁵ Sabit ve somut bir varlıktır.

⁴ Andrew Baum, **Commercial Real Estate Investment -A Strategic Approach-**(E-book), Second Edition, London: EG Books – A division of Reed Business Information, 2009, s.5.

⁵ Canatay Hacıkűylű, “Gayrimenkul Deđerlemesi”, Serpil Altınırnak(Ed.) **Emlak Finans ve Emlak Deđerleme** içinde űnite-4, EskiŐehir: Anadolu űniversitesi Aıkűđretim Yayını, 2013, s.79.

“Gayrimenkul, fiziksel olarak arazi ve araziye eklenmiş olan yapılardır. Üzerindeki yapılandırmaları da içeren belirli bir arsa veya arazi parçasıdır.”⁶

Taşınmaz “Arazi ve ağaçlar, mineraller gibi toprağın parçası olan her şey, araziye yapılan binalar gibi sürekli yapılar, mekanik ve elektriksel olarak binaya fayda sağlayan tüm bütünleyici parçalar ile yerin altındaki ve üstündeki her şey”⁷ olarak tanımlanmaktadır. Bu tanım şu kriterleri içermektedir:

- Arazi
- Arazi üzerindeki ve içindeki ağaç, mineral gibi unsurlar
- Arazi üzerine sonradan yapılan yapılar
- Yapılara ait bileşenler
- Genel anlamda yerin altındaki ve üstündeki her şey.

“Gayrimenkul, en yalın anlamda, fiziksel olarak arazi ve bu arazi üzerine inşa edilmiş yapılar olarak tanımlanabilir.”⁸ Yapıları oturmaya elverişli olan yapılar ve oturmaya elverişli olmayan yapılar olarak iki gruba ayırmak mümkündür. Ticari mülkler, üretim tesisleri, alışveriş merkezleri; oturmaya elverişli olmayan yapılardır.

Taşınmaz çeşitleri, değerlendirme uzmanı tarafından değerlendirilen taşınmazlar, kullanıcı ve taşınmazın cinsi açısından aşağıdaki şekilde sınıflandırılabilir. Bu taşınmaz çeşitlerinin her biri, değerlendirme açısından ayrı bir uzmanlık ve tecrübeyi gerektirir.

- **Konut:** İnsanların barınmak amacıyla kullandıkları apartman dairesi, villa gibi her türlü ev, konut olarak değerlendirilir. “İnsanların içinde yaşadıkları ev, apartman vb yer, mesken, ikametgah.”⁹

⁶ Michael McKinley, **The Appraisal Of Real Estate**, Erbil Töre (çev). 12.Baskı, Chicago: Appraisal Institute, 2001, s.8.

⁷ International Valuation Standards Council, *International Valuation Glossary*, http://www.ivsc.org/glossary#letter_r, (07.09.2014)

⁸ Hepşen, **Finansal Krizlerde Gayrimenkul Finansman Piyasalarının Rolü Ve Gayrimenkul Fiyat Endekslerinin Önemi**, s.1.

⁹ *Büyük Türkçe Sözlük*, http://www.tdk.gov.tr/index.php?option=com_bts&arama=kelime&guid=TDK.GTS.5c10c4a3dce876.19112271 (12.06.2018)

- **Ticari Taşınmazlar:** Ürünlerin alım satımlarının gerçekleştirildiği, bunlara bağlı olarak hizmetlerin verildiği ofis yapıları, iş merkezleri, alışveriş merkezleri, turizm tesisleri gibi ticari işlem yapılan tüm mülklere dir.
- **Endüstriyel Taşınmazlar:** Endüstriyel üretimin yapıldığı her türlü taşınmazı kapsar.
- **Tarımsal Taşınmazlar:** Üzerinde tarım yapılan ve gelir elde edilen taşınmazlardır. Bu mülklerin değer tespitinde toprağın cinsi, su durumu, verimliliği, topografyası, iklim özellikleri ve diğer kullanım imkanları da incelenir.
- **Özel Amaçlı Taşınmazlar:** Okullar, golf alanları, ibadet alanları gibi taşınmazları kapsar. Bu tür mülkler özel amaçla kullanıldığından, piyasada yoğun şekilde alınıp satılmazlar. Bu sebeple bu mülklerin karşılaştırmalı analizini yapmak daha zordur.¹⁰

2.1.2. Arazi Kavramı

“Yeryüzü parçası, yer, toprak anlamına gelir. Arazi, toprak, iklim, topografya, ana materyal, hidroloji ve canlıların değişik oranda etkisi altında bulunan yeryüzü parçasını ifade eder. Arazi parseli ise türdeş mülkiyet hakları altında, mülkiyet hakkına konu, sınırları belirlenmiş tek bir kapalı arazi alanı ya da uzaydaki bir hacimdir.”¹¹

İnsan yaşamının temel gereksinimlerinden olan yer (toprak) kısıtlıdır. Bu sebeple konumu, verimliliği, büyüklüğü, cephesi gibi sebepler ile kıymeti daha da artmaktadır.

“Arazi, insanların sosyal ve ekonomik faaliyetlerinin temelini sağlar. Arazi hem somut fiziki bir varlıktır, hem de zenginlik kaynağıdır. Hayat ve toplum için elzem olduğundan, hukuk, ekonomi, sosyoloji ve coğrafya gibi disiplinler için de önemlidir. Bu disiplinlerin her biri mülk konusunun değişik bir kavramını kullanır.

¹⁰ Mehmet Doğan, **Gayrimenkul Değerleme Esasları**, İstanbul: Karacan Akademi Yayınları, s.3.

¹¹ Doğan, s.127.

Hukukun geniş ilgi alanı içinde mülkiyet ve arazinin kullanımı gibi konular işlenir. Ekonomide ise, arazi üretimin dört aracından biri olarak emek, sermaye ve girişimcilik ile birlikte anılır. Arazi, bir ülkenin ulusal servetini sağlayan bir çok öge içerir. Sosyoloji toprağın ikili doğasını açıklar¹²:

- *Herkes tarafından paylaşılan bir kaynak,*
- *Bireyler tarafından sahip olunabilen, alınıp satılabilen ve kullanılabilen bir mal.*

Coğrafya toprağın fiziksel öğelerini ve bunu kullanan insanların eylemlerini açıklar. Hukukçular, ekonomistler, sosyologlar ve coğrafyacılar arazinin özellikleri konusunda ortak anlayışlara sahiptirler:

- *Her toprak parseli konum ve yapısı açısından kendine özgüdür.*
- *Toprak fiziksel olarak hareketsizdir, kımlıdatılamaz.*
- *Toprak süreklidir, eskimez.*
- *Toprak arzı sınırlıdır.*
- *Toprak insanlar için faydalıdır.”*

Arazi, tüm hayatımız boyunca önemli noktadadır. Bu nedenle, coğrafyacılar, hukukçular, ekonomistler ve sosyologların odak noktasıdır. Bu meslekler arazi ve kullanımıyla ilgili çalışmalar yaptıkça toplumlar da etkilenmektedir.¹³

Arazi, Tapu Sicil Nizamnamesi'nin 3'üncü maddesinin 2'nci cümlesinde *“hudutları tefrikan kafi vasıtalar ile tahdit ve tayin edilmiş bilumum şath-ı zemindir.”* şeklinde tanımlanmıştır. Yasal anlamda arazi, sahiplik konusu olarak fiziksel zemin ya da toprak ve ona ilişik bulunan her şeydir; örneğin ağaçlar, binalar, çitler vb. ve içinde ve onun üzerinde olan her şey, mesela madenler ve akan sudur. Gayrimenkul ise

¹² McKinley, s.3.

¹³ SPK, Sermaye Piyasası Kurulu, “Sermaye Piyasasında Uluslar arası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ”, Seri: VIII, No:45, <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=591&fn> (06.05.2013), s.9.

merhum tarafından kendisinin ölüm anına kadar bu toprak/arazide tuttuğu menfaatleridir.¹⁴

Sınırları belirlenmiş toprak parçasına arazi denilmektedir. Araziler, belediyeler, valilikler veya il özel idarelerince imar kanunu hükümlerine göre hazırlanan imar uygulama planları ile belli ölçülere göre ayrılarak (bölünerek) üzerine yapı inşa edilebilecek hale getirilirler.¹⁵

2.1.3. Arsa Kavramı

Belediye ve mücavir alan sınırları veya köy yerleşik alanlarında yapılan planlarda yapılaşma alanı olarak planlanan yerlerde bulunan arazi parçasına arsa denir. Arazinin yapı inşa edilebilir niteliği arsadır.

“İmar uygulaması ile oluşan parsellere arsa denilmektedir. Arsa, arazinin imar işlemine tabi tutularak, üzerinde yapı inşa edilebilir hale getirilmesi ile bu niteliği kazanır.”¹⁶

Kadastro yapılmış yerlerde sınırlanmış toprak parçasına ‘Parsel’ denilmektedir.¹⁷

İmar adası; imar planındaki esaslara göre meydana gelen adadır. Kadastro adası ise; kadastro yapıldığı zaman var olan adadır.¹⁸

Taşınmaz malların sınırlarının yerinin belirlenmesi ve üzerindeki hakların tespit edilmesi işlemine kadastro uygulaması denilmektedir. Plan; bir bölgenin belli bir ölçekte kuşbakışı çizilmesidir.

¹⁴ Jack Rostron (Edit.), Robert Hardy-Pickering, Laura Tatham ve Linda Wright, **Dictionary of Property and Construction Law**, 1.Basım, London and New York: Spon Press – Taylor & Francis Group, 2002, s.105.

¹⁵ Bozan, s.2.

¹⁶ Bozan, s.3.

¹⁷ TDUB, Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği, “TUGDES Türkiye Değerleme Standartları Çalışması”, 1.Versiyon, Eylül 2011, http://www.dud.org.tr/Custom/OdesisMc/tugdes_taslak_metni.pdf, (10.02.2013), s.15.

¹⁸ İstanbul İmar Yönetmeliği, 15.06.2007 karar tarih ve 1512 karar no, http://www.ibb.gov.tr/tr-TR/kurumsal/Birimler/ImarMd/Documents/imar_yonetmelik.pdf, (24.05.2013) s.18.

Kadastro işlemi yapıldığında, belli bir plana (haritaya) bağlanır ve sahibi belirlenir. Haritası çıkarılmış ve sınırları ile yüzölçümü belirlenmiş arazi parçasına parsel denilmektedir.

2.1.4. Değer Kavramı

Sözlük anlamına göre; bir şeyin önemini belirlemeye yarayan soyut ölçü, değdiği karşılık, kıymettir.¹⁹ Değer, subjektif bir kavramdır. Kişinin her hangi bir varlığa sahip olması için ödemeye hazır olduğu bedel olarak algılayabiliriz. Dolayısıyla bir varlığın değeri, kişiden kişiye göre değişebilir.

“Mal veya hizmet için alıcıların veya satıcıların üzerinde uzlaşmaya varacakları varsayımsal veya hayali fiyatı temsil etmektedir.”²⁰

Alıcı ve satıcı arasında fiyat ile ilgili, el değiştirecek olan mülk için oluşturulan ekonomik kavramdır.²¹

Bir varlığın kullanım değeri, sağladığı toplam fayda veya varlığın değdiği karşılıktır.²²

“Belirli bir zamanda belirli bir alıcı ve satıcı için parasal ederi, gayrimenkul mülkiyetinin ileride gerçekleşecek yararlarının bugünkü değeri.”²³

Değer, taşınmazın faydası veya toplumun ihtiyaçlarını karşılama kapasitesine bağlı olarak oluşur. Mülkün benzersiz olması, dayanıklılığı, görece sınırlı arzının olması ve konu mülkün özel faydası ile oluşur.²⁴

Değer, belirli piyasa şartlarında ve belirli zamanda bir malın, tahmin edilen satış fiyatı olarak tanımlanır.”²⁵

¹⁹BüyükTürkçeSözlük,
http://www.tdk.gov.tr/index.php?option=com_bts&arama=kelime&guid=TDK.GTS.517fc2e976ba20.03944348
(30.04.2013)

²⁰ Erol Köktürk ve Erdal Köktürk, **Taşınmaz Değerlemesi**, 3.Basım, Ankara: Seçkin, 2016, s.60.

²¹ TDUB, TUGDES Türkiye Değerleme Standartları Çalışması, s.17.

²² Adalet Hazar, **Gayrimenkul Değerleme**, 1. Baskı, Ankara: Seçkin, 2013, s.112.

²³ McKinley, a.g.e. s.20.

²⁴ TDUB, TUGDES Türkiye Değerleme Standartları Çalışması, s.16.

²⁵Rostron, Hardy, Tatham, Wright, a.g.e., s.154.

Mal veya hizmetin sahibine sağlayacağı faydalar sonucunda değer ortaya çıkar. Farklı alıcı ve satıcılar için bir varlığın değeri değişebilir. Diğer bir deyişle “*Bir varlığın sahibine olan değeri, piyasa koşulları çerçevesinde hareket eden alıcı ve satıcılar tarafından her durumda doğru algılanamayabilir. Bunun başlıca nedenleri aşağıda sıralanmıştır*²⁶.”

- *Varlığın öngörülemeyen fayda ve zararları,*
- *Belirli bir tarih itibariyle piyasalarda ve ekonomik koşullardaki genel dalgalanmalar,*
- *Varlığın doğası ve özellikleri ile ilgili olmayan, alıcı ve satıcıya özel nedenler”.*

Değer, mülkiyetin belirli bir zamanda ve belirli koşullarda satıldığında getireceği beklenen fiyattır.²⁷

“*Değer faktörleri; bir ürün, eşya ya da hizmetin değeri onların doğası gereği oluşmaz; bu değerleri piyasayı oluşturan bireyler oluşturur. Değeri yaratan ilişkiler karmaşıktır ve değeri etkileyen faktörler değiştiğinde değer de değişir. Tipik olarak dört karşılıklı bağımlı ekonomik faktör değeri oluşturur*²⁸.”

1. *Yararlılık: Bir ürünün insanın isteğini, gereksinimini yada arzusunu tatmin etme yeteneğidir.*
2. *Kıtlık: Bir kalemin var olan yada beklenen arzına karşı ona olan taleptir. Genel olarak talep sabit ise, bir malın kıtlığı onu daha fazla değerli yapar.*
3. *Arzu: Satın alanın bir gereksinimini karşılama (örneğin barınma, giyinme, gıda, arkadaşlık) yada hayatı devam ettirecek şeyler dışındaki bireysel gereksinimlerini giderme isteğidir.*
4. *Etkin alım gücü: Bir birey yada bir grubun bir piyasaya katılma yeteneğidir. Yani, mal ve hizmetleri nakit yada nakit eşdeğeri ile satın almasıdır.”*

²⁶ Nurgül Chambers, **Firma Değerlemesi**, 2.Basım, İstanbul: Beta Kitabevi, 2009, s.6.

²⁷ Rostron, s.194.

²⁸ McKinley, s.30.

Değer, gayrimenkulün sağladığı yarar ve toplumun ihtiyaçlarını karşılama derecesine göre ortaya çıkar. Mülkün eşsizliği, konumu ve yararı değerini oluşturur ve sağlar.

“Değer, insan emeği... Metafizik ekonomi anlayışına göre değer, bir şeyin yararidir. Örneğin Adam Smith’e göre değer, bir malın başka malları satın alma gücüdür. Değerin insan emeğinden doğduğunu ve mal üretimiyle ilgili tarihsel bir kategori olduğunu diyalektik ekonomi anlayışı ortaya koymuştur. Bu anlayışa göre değer, malda maddeleşmiş toplumsal emektir. Değerin, kullanıma ve değiştirme işlemleriyle ilgili iki yönü bulunduğunu binlerce yıl önce Aristoteles de görmüştü. Ekonomik değer, kullanma değeri değil, değiştirme değeridir.”²⁹

2.1.5. Değerleme Kavramı

Kişisel bir etki olmaksızın, alıcının tam bilgi sahibi olduğu ortamda, pazarda makul bir süre kalmış olan mülkün en yüksek satış değerinin tespit edilme çalışmasıdır.³⁰

Değer, bir şeyin para ile ölçülebilen karşılığı, değerlendirme ise bir şeyin değdiği kıymet ya da para ile ölçülebilen karşılığını belirleme işlemidir.

“Değerleme süreci, değerlendirme uzmanının bir müşterisinin gayrimenkul değeri hakkında sorduğu sorulara yanıt hazırlamak için izlediği sistematik bir dizi prosedürdür.”³¹

Gayrimenkul değerlendirme genel olarak; bir mülkün belli bir tarihteki imar durumunun, konumunun, zemin, inşaat ve alt yapısının, parsel şeklinin, boyutunun, genişliğinin, ulaşım imkanlarının ve gelir gibi değerinin olumlu yada olumsuz etkileyebilecek diğer tüm unsurlarının dikkate alınarak, kıymetinin/değerinin para cinsinden belirlenmesi sürecidir.³²

²⁹ Orhan Hançerlioğlu, **Ekonomi Sözlüğü**, 6.Basım, İstanbul: Remzi Kitabevi, 1995, s.52.

³⁰ Serkan Yalçın, **Gayrimenkul Değerlemesinde Değerleme Uzmanlığı Üzerine Bir İnceleme**, İstanbul Teknik Üniversitesi, Yüksek Lisans Tezi, 2004, s.2.

³¹ McKinley, s.49.

³² Doğan, s.1.

Gayrimenkul değerleme oldukça teknik ve uzmanlık gerektiren bir iştir. Değerleme, bir gayrimenkulün, gayrimenkul projesinin ya da gayrimenkule bağlı hak ve faydaların değerlemesi yapılacak tarihteki değerinin objektif unsurlara dayanılarak belirlenmesi işlemidir.

“Objektif ve tarafsız bir şekilde, bir taşınmaza ilişkin nitelik, fayda, evre, kullanım koşulları gibi faktörlerin değerlendirilmesi suretiyle söz konusu taşınmazların değerlerinin tespit işlemidir. Başka bir anlatımla, bir taşınmaz projesinin veya taşınmaza bağlı hak ve faydaların belli bir tarihteki olası değerinin, bağımsız ve tarafsız olarak belirlenmesi amacı ile yapılan çalışmaya değerleme, bu çalışmanın sonucunda ulaşılan tutara ise değer denir. Takdir edilen değer maliyet bedeli olabileceği gibi, Pazar fiyatı veya satış fiyatı da olabilir.”³³

Bir taşınmaz değerleyicisinin değer tanımlaması gelecekteki gelir ve/veya sermaye alımı için bugünkü fiyat olabilmektedir. Burada bugünkü fiyat bugünkü değerdir.³⁴

Bugünkü değer de, mülkiyetin gelecekteki değerinin iskonto edilmiş değeridir.³⁵

Bir gayrimenkulün ve gayrimenkule bağlı hak ve faydaların, belirli bir tarihteki değerinin bağımsız ve tarafsız ölçütlerle, değerlemeci tarafından takdir edilmesidir. Takdir edilen değer ile fiyat aynı değildir. Taşınmazın piyasada el değiştirdiği miktara fiyat, uzmanın mülk için takdir ettiği miktara ise değer denilmektedir. Dolayısıyla değerlemeyi, uzmanın çalışması neticesinde oluşan kanaatin rakamsal ifadesi olarak da tanımlamak söz konusu olabilir.

2.1.6. Fiyat

“Fiyat, maliyet ve değer kavramları, değerleme uzmanları tarafından kullanılan ve dikkatle tanımlanan kavramlardır. Fiyat kavramı belirli bir anlaşmayı çevreleyen şartlar altında belli bir alıcının ödemeyi kabul ettiği ve belli bir satıcının

³³ Doğan, s.2.

³⁴ Michael Blackledge, **Introducing Property Valuation**, (E-book), 1.Basım, London and New York: Routledge – Taylor & Francis Group, 2009, s.5.

³⁵ Rostron, s.144.

almayı kabul ettiği tutardır. Fiyat bir kez kesinleştikten sonra artık satış ya da anlaşma fiyatı olarak tanımlanır ve bir değiş tokuşu ifade eder; fiyat tamamlanmış bir gerçektir.”³⁶

“Para diliyle ifade edilen değerdir. Klasik ekonomi anlayışına göre ekonomi bilimi, bir fiyat bilimi olarak tanımlanır. Metafizik ve diyalektik anlayışlar fiyatın tanımında birleşirler. Fiyat, parayla dile getirilmiş değiştirme değeridir. Pazarda on kuruş fiyatla satılan bir malın değeri bu fiyatın altında yada üstünde olabilir. Fiyat, bir miktar malla bir miktar para arasında kurulan bir ilişkiden ibarettir. Bu ilişki, insanlar arasında gerçek değeri belirtmeye eğimli koşullarda kurulabileceği gibi istekli ve ihtiyaç gibi psikolojik ve fizyolojik etmenlerin etkisiyle de kurulabilir. Ekonomi dışı psikolojik ve fizyolojik etmenlerin rol oynadığı hallerde toplumsal bir gerçek olan değer, mallar ile paralar arasındaki ilişkinin dile getirilişi olan fiyatı belirlemez.”³⁷

2.1.7. Maliyet

Maliyet, bir ürünün üretim aşamaları boyunca ortaya çıkan tüm masraflarının/giderlerinin toplamını ifade eder.

“Maliyet değeri; bir malın elde edilmiş değeridir. Bir malın üretim giderlerinin toplamını dile getirir. Maliyet fiyatı; Bir malın çeşitli üretim ve dağıtım dönemlerinde o döneme kadar o mala yapılmış olan bütün üretim harcamalarını kapsar. Maliyet koşulları; bir malı üretmek için gerekli etmenlerin tümüdür. Bir malı üretmek için çeşitli etmen bileşimleri, eşdeyişle çeşitli maliyet koşulları vardır. Üreticinin bunlardan birini seçmesi, etmenlerin fiyatına ve verim derecelerin bağlıdır. Üretici, üreteceği malı en ucuz mal etmek ister. Çünkü ne kadar ucuz mal ederse, aynı malı pahalıya mal eden üreticilerin karından da pay almış olacaktır.”³⁸

Maliyet, mal ve hizmetleri üretebilmek için gerekli bedel veya bu mal ve hizmeti elde etmek için ödenen tutardır. Bir mülk için maliyet tahmini, yenisini üretme veya yerine koyma maliyetine dayanmaktadır. Yeniden İnşa Maliyeti, mevcut bir

³⁶ McKinley, s.20.

³⁷ Haçerlioğlu, s.117.

³⁸ Haçerlioğlu, s.271.

yapının aynısını, aynı tasarımda benzer inşaat malzemeleri kullanarak yeniden inşa etme maliyeti olmaktadır. Yerine koyma (İkame) maliyeti tahmini ise, kıyaslanabilir bir yarara sahip bir yapıyı, o gün piyasadaki mevcut malzeme ve tasarım kullanılarak inşa etmeyi öngörmektedir. Maliyetlerle ilgili kalemlerin içinde, varlıklarla ilgili maliyetler, yerin hazırlanmasına ilişkin maliyetler, ilgili mesleki ücretler, varlığın sökülmesi ve taşınması ile yerleştirildiği alanın restorasyonuna, montaj ve hizmete sokmaya ilişkin tahmini maliyetler gibi maliyetler bulunmaktadır.

“Maliyet; bir yapı için harcanan toplam para miktarı; değişim fiyatı değil üretim değeridir.”³⁹

2.1.8. Pazar

Pazar, satıcılar ve alıcılar arasında fiyat mekanizması aracılığı ile mal ve hizmet alış verişinin yapıldığı ortamdır. Yerel, bölgesel, ulusal veya uluslararası olabilmektedir. Bir taşınmazı gözünüzün önüne getirdiğinizde onun pazar fiyatı ödeyeceğiniz fiyattır; satın alınması için verilmesi gereken para miktarıdır ya da pazarda belli bir zamanda dolaysız koşullarda takas edilmesiyle elde edilmesidir.⁴⁰

2.1.9. Pazar Değeri

Pazar değeri, “Bir mülkün, istekli alıcı ve istekli satıcı arasında, tarafların herhangi bir ilişkiden etkilenmeyeceği şartlar altında, hiçbir zorlama olmadan, basiretli ve konu hakkında yeterli bilgi sahibi kişiler olarak, uygun bir pazarlama sonrasında değerlendirme tarihinde gerçekleştirecekleri alım satım işleminde el değiştirmesi gerektiği takdir edilen (kanaat edilen) tutar” şeklinde tanımlanmaktadır. Yeterli sayıda satış verisine ve çalışmaların sonucuna dayandırılmaktadır. Pazar değerinden başka pazar dışı değer kavramları da bulunmaktadır.

“Belirli bir tarihte, nakit olarak ya da nakitle ifade edilen şartlar içinde, ya da diğer kesin açıklanmış şartlarla, adil bir satışa cevaz verecek makul bir süre rekabetçi piyasa şartlarına sunulmuş olarak, belirli mülk haklarının devrinin, alıcı ve satıcının

³⁹ McKinley, s.20.

⁴⁰ Rostron, s.119.

ihtiyatlı, bilgili ve kendi çıkarlarına yönelik ve her hangi bir baskı altında kalmadan gerçekleştirecekleri en olası fiyattır.”⁴¹

“Yatırıma konu olan her varlığın farklı prensiplere göre hesaplanmış bir değeri vardır. Örneğin Pazar Değeri, rapor tarihi itibari ile gayrimenkulün tarafsız kişilerce el değiştirmesi durumunda, pazarlama için yeterli zaman tanınması durumunda piyasada işlem göreceği değeri gösterir. Gayrimenkul sektöründe genelde pazarlama faaliyeti yerel emlak uzmanları tarafından gerçekleştirilir. Yeterli süre ise aracının ilgili alıcılara ulaşmasını sağlayacak makul bir süre olarak belirlenmelidir. Eğer satıcı süreyi düşük belirlerse istenen fiyata ulaşamayabilir. Buda hedef fiyata daha uzun zamanda ulaşılması yani değer kaybı anlamına gelir. Gayrimenkul değeri çevredeki yatırımlara paralel olarak değişir. Örneğin bir arsanın yanından geçen bir yol, toplu taşıma olanaklarının artması gibi dışsal nedenler veya bölge nüfusunun ve gayrimenkul kalitesinin artması gayrimenkul değerini arttırır.”⁴²

Her alıcı ve satıcı için aynı mülkün değeri farklı olabilir. Mali gücü sınırlı bir alıcı için o mülkün değeri daha düşük veya manevi bir anlamı olan için o mülkün değeri daha yüksek olabilir. Ayrıca gayrimenkul piyasası kusursuz bir piyasa olmadığından, birçok işlem bu sebepler dışında da Pazar değerinin altında veya üzerinde gerçekleşebilir. Değer, sosyal, ekonomik, siyasi ve fiziksel faktörlerden etkilenir. Gayrimenkulün değeri aynı zamanda gördüğü talep, konumu ve mülkün türü için kullanım amacına uygunluğu gibi diğer mülklerden ayıran özellikleri değerini arttıracaktır.⁴³

Pazar Değeri kavramı, pazar katılımcılarının toplu algılamalarına ve davranışlarına bağlıdır. Değerleme uzmanı, bir pazardaki işlemleri etkileyebilen muhtelif faktörleri tanır ve bu faktörleri, değer üzerinde etkili olan diğer kendine has veya pazar dışı etkenlerden ayırır.

Uluslararası Değerleme Standartları'na (UDES) göre (2006) Pazar Değeri; bir mülkün uygun bir pazarlamanın ardından birbirinden bağımsız istekli bir alıcıyla istekli

⁴¹ McKinley,. s.22.

⁴² Cem Berk, **Gayrimenkul Yatırımlarının Yönetimi**, 1.Basım, İstanbul: Beta Kitabevi, 2012, s.193.

⁴³ Berk, s.204.

bir satıcı arasında herhangi bir zorlama olmaksızın ve tarafların herhangi bir ilişkiden etkilenmeyeceği şartlar altında, bilgili, basiretli ve iyi niyetli bir şekilde hareket ettikleri bir anlaşma çerçevesinde değerlendirme tarihinde el değiştirmesi gereken tahmini tutardır.

Adil Piyasa Değeri (Makul Değer): Makul değer ifadesi, Adil Piyasa Değerinin Uluslar arası Muhasebe Standartları'na göre karşılığıdır. UFRS'de; *“karşılıklı pazarlık ortamında bilgili ve istekli gruplar arasında bir varlığın el değiştirmesi ya da borcun ödenmesi ortaya çıkması gereken tutar”* gerçeğe uygun değer veya makul değer olarak tanımlanmaktadır.

Taşınmaz için bu tanımı: Kısıtlayıcı bir etki ve baskı olmadan, alıcının tam olarak bilgilendirildiği ve satıcı ile beraber hareket ettiği varsayılan bir ortamda, değerlendirme konusu mülkün pazarda kalacağı satılabileceği en yüksek peşin satış bedeli (nakit ödeme) yansıtan değer olarak ifade etmek mümkündür.

Pazar ya da sürüm değeri olarak da tanımlanabilecek bu değer için bir başka tanım şu şekildedir: Belli bir zaman aralığında alıcı ve satıcının istekli olduğu ve piyasa hakkında yeterli bilgiye sahip olduğu koşullarda oluşan peşin değerdir.⁴⁴

• **Yatırım Değeri:** *“Taşınmazın ileride getireceği gelirlerden sağlanacak karın bugüne dönüşümüdür”*.⁴⁵ Yatırım koşullarına bağlı olarak belirli bir yatırımcı veya bir grup yatırımcı için bir mülkün kendine özgü değeridir. Bu değer bireysel olmayan bağımsız piyasa değerinden farklıdır. *“Bir varlığın yatırım değeri, o varlığın piyasa değerinden daha fazla veya daha az olabilir. Yatırım değeri terimi yatırım taşınmazının piyasa değeri ile karıştırılmamalıdır. Bununla birlikte piyasa değeri, belirli bir taşınmaza birçok kişi tarafından yüklenen yatırım değerlerini yansıtabilir. Yatırım değeri, özel değer ile ilişkilidir.”*⁴⁶

• **Kayıtlı Değer:** Bir iktisadi varlığın veya taşınmazın muhasebe kayıtlarında, bilançosunda gösterilen hesap değeridir. Bir başka ifadeyle vergi değeri

⁴⁴ Ahmet Açlar ve Volkan Çağdaş, **Taşınmaz (Gayrimenkul) Değerlemesi**, Ankara: TMMOB Harita ve Kadastro Mühendisleri Odası Yayınları, 2002, s. 7.

⁴⁵ Açlar ve Çağdaş, s.6.

⁴⁶ Köktürk, s.65.

olarak da ifade edilecek bu değer, Türk hukuk sistemine göre emlak vergisine esas olan değerdir.

- **Maliyet Değeri:** Değerleme tarihinde yapılı bir mülkün yapım giderlerinden, yıpranma payı, eskime ve diğer giderlerin düşülmesi ile elde edilen değerdir.⁴⁷

- **Düzenli Likidite Değeri (Elden Çıkartma Değeri):** *“Taraflar arasında görüşmeler ve pazarlıklar sonucunda, varlıklar için belirlenen, makul ve yakın zaman içindeki en olası nakit satış değeridir. Düzenli likiditasyonda, varlıkların her biri için en iyi değerin alınmasına çalışılmaktadır. Eğer belirtilen zaman aralığı içinde, taraflar arasındaki görüşmeler sonucunda fiyat konusunda anlaşmaya varılmazsa, varlıkların açık arttırmayla satılması önerilir.”*⁴⁸

- **Zorunlu Likidite Değeri (Tasfiye Değeri):** *“Halka açık düzenlenen açık arttırmada ekonomik trendler ve zorunlu satış koşulları göz önünde bulundurularak, gayrimenkul için belirlenen en olası nakit satış değeridir. Zorunlu likiditasyonda varlıklar olabildiğince çabuk satılırlar.”*⁴⁹

- **Kullanım Değeri:** Belirli bir mülkün, belirli bir kullanıma yönelik olarak, belirli bir kullanıcı için sahip olduğu değerdir. Pazar ile doğrudan ilişkili değildir. Satış değerine veya en etkin ve verimli kullanımına ilişkin değerinden bağımsız olarak, parçasını oluşturduğu kuruma yaptığı katkı üzerine odaklanmaktadır. *Bir mülkü kullanıldığı şekilde ele alan ve alternatif kullanımları dikkate almayan değerdir.*⁵⁰

- **Faal İşletme Değeri:** Faal ve kurulu olan, süresiz olarak devam edeceği varsayılan kuruluşun soyut ve somut varlıklarının bir arada satılmış değeridir.

⁴⁷ Açlar ve Çağdaş, s.6.

⁴⁸ Bilge Nur Katipoğlu, “Gayrimenkul Değerlemesi”, SPK Lisanslama Sınavlarına Hazırlık Kursu Ders Notları İstanbul: İstanbul Üniversitesi, 2010, s.49.

⁴⁹ Katipoğlu, s.49.

⁵⁰ Hazar, s.114.

- **Yatırım Değeri:** Bireysel yatırım koşullarına bağlı olarak belirli bir yatırımcı veya bir grup yatırımcı için bir mülkün kendine özgü değeridir. Bireysel olmayan bağımsız piyasa değerinden farklıdır.⁵¹

- **USPAP Piyasa Değeri:** *“Profesyonel Değerleme Uygulaması Tek Tip Standartlarında (USPAP) değerleme raporları piyasa değeri tanımı ile doğrudan ilgili bir çok şart içerir. Appraisal Institute’a bağlı olan Profesyonel Değerleme Uygulaması Tek Tip Standartları (USPAP) her değerleme raporunda belli kalemlerin eklenmesini zorunlu kılar. Bu kalemler içinde aşağıdakiler, doğrudan piyasa değerinin tanımı ile ilgilidir:*

1. *Değerlemeye tabi olacak özgün mülkiyet haklarının açıklaması.*
2. *Değer biçme görüşünün etkin tarihi.*
3. *Değerlemeye temel olan değerin nakit, nakite eşdeğer yada diğer kesin tanımlanmış terimlerle mi ifade edildiğini gösteren madde.*
4. *Eğer değerleme finansman yada diğer şartlar üzerinde koşullandırılmış ise, bu finansman yada koşulların piyasa faiz oranlarının altında yada üstünde mi olduğu ve olağan dışı şart ve teşvik içerip içermediği önemlidir.”⁵²*

- **Özel Değer:** Pazar Değeri’nin üzerinde yer alan olağandışı bir değer unsurunu ifade etmektedir. Örneğin, bir mülkün bitişiğindeki mülk gibi başka bir mülk ile fiziksel, ekonomik veya fonksiyonel ilişkisinden kaynaklanabilmektedir.

- **Sigorta Değeri:** Mülkün, bir sigorta sözleşmesi veya poliçesinde yer alan tanımlar çerçevesindeki değeri olmaktadır. Sigorta açısından bina değeri binaların yeniden inşası sırasında oluşacak maliyetleri kapsamaktadır.

⁵¹ Katipoğlu, s.50.

⁵² McKinley, s.22.

- **Emlak Vergi Değeri:** Bir mülkün vergi değeri, ilgili yasalarda yer alan tanımları esas alan değeri olmaktadır. Mülklerin emlak vergilerine baz değeri yetkili kurumlarca belli zaman aralıkları ile belirlenmekte ve duyurulmaktadır.

- **Kurtarılabılır Değeri:** Arazi dışındaki bir varlığı, özel tamirat veya uyarılama yaparak kullanmaya devam etmektense içerdiği malzeme dikkate alınarak elden çıkarıldığı değer “kurtarılabılır değer” olarak tanımlanmaktadır.

2.2. Değerlemenin Amacı

“Gayrimenkul değerlemesinin temel amacı gayrimenkule ilişkin alınacak kararlara yardımcı olmaktır.”⁵³ Bu kararlar; mülkiyetin el değiştirmesine yönelik kararlar, finansman ve kredi sağlanmasıya yönelik kararlar olabilir.

Bir varlığın veya varlığa bağlı hak ve faydaların belirli bir tarihte rakamsal olarak ifadesine yönelik yürütülen çalışmalar bütünü, değerlemeyi ifade etmektedir.

Çalışmalarda bakış açısı olarak; bugünkü değer kavramı, gayrimenkul mülkiyetinin / projesinin ileride gerçekleşecek yararlarının bugünkü değeri veya geçmişe yönelik hesaplamalar ön plana çıkabilir. Değerleme çalışmaları bir dizi faaliyeti içermekte olup, konu hakkında bilgi sahibi kişi veya kişiler tarafından işlemlerin gerçekleştirilmesi sağlıklı sonuçların elde edilebilmesi açısından önem taşımaktadır. Bu kapsamda, söz konusu çalışmaları gerçekleştirecek profesyonel kişiler değerleme uzmanı olarak adlandırılmaktadır.

Gayrimenkul değerleme birçok amaçla yapılabilmektedir. En yaygın hali bir taşınmazın pazar değerinin tespiti amacıyla yapılanıdır. Pazarda taşınmaz satış veya kiralama için hazır bulunurken yine bir kimsenin bir taşınmazı satın alması ya da kiralamasını da niteler.⁵⁴ Bir taşınmazın pazardaki satış veya kiralama fiyatı pazar değerini oluşturmaktadır.

⁵³ Ali Hepşen, **Gayrimenkul Piyasaları Ve Finansmanı**, 1.Basım, İstanbul: Literatür, 2010, s.30.

⁵⁴ Rostron, s.93.

Tablo 2.1**Değerlemenin Tipik Kullanım Alanları**

Kullanım Alanı		Kullanım Amacı
Mülkiyetin El Değiştirme		Olası alıcılara bir teklif fiyatı hazırlamada yardımcı olmak Olası satıcılara kabul edilebilir bir satış fiyatı konusunda karar vermelerine yardımcı olmak Gayrimenkul değişimleri için bir temel oluşturmak Çoklu mülkleri mülkiyetini yeniden organize etme ya da birleştirme konularında temel oluşturmak Bir işlemin satış fiyatı koşullarını belirlemek
Finansman ve Kredi		İpotek karşılığında alınacak borç için verilen garantinin kıymeti konusunda fikir geliştirmek Bir yatırımcıya gayrimenkul ipoteği, bono veya diğer kıymetli evrak satın alması konusuna karar vermesi için güvenilir bilgi sunmak Bir gayrimenkul için kredi sigortası veya garanti verme konusunda karara temel oluşturmak
Davalar	<i>İstimlak İşlemleri</i>	Bir gayrimenkulün bütününe bir piyasa değeri biçmek – örneğin el koymadan önce El koymadan sonra bir gayrimenkulün kalanına piyasa değeri biçmek Bir mülke el koymanın sonucundaki zararı tahmin etmek
	<i>Mülk Bölüştürme</i>	Sözleşme uyumsuzluklarında bir gayrimenkul için piyasa değeri tahmini oluşturmak Bir portföyün parçası olarak bir gayrimenkul üzerinde bir piyasa değeri tahmini oluşturmak Ortaklık payları konusunda bir piyasa değeri tahmini oluşturmak
	<i>Çevre Yasaları ile İlgili Sorunlar</i>	Çevre yasalarını ihlalin oluşturduğu hasarları tahmin etmek Çevreye karşı yapılan kazaların oluşturduğu hasarı tahmin etmek
Vergi Konuları		Vergi değeri konusunda fikir oluşturmak Varlıkları amortismanına tabi tutulabilir (ya da sermayesini geri alabilir) kalemler, örneğin binalar, ve amortismanına tabi tutulamaz (ya da sermayesini geri alabilir) kalemler; örneğin arazi gibi; şeklinde ayırmak ve uygulanabilir amortisman oranlarını tahmin etmek Hibe ve miras vergilerini saptamak
Yatırım Danışmanlığı, Karar Verme ve Muhasebe		Kira tarifeleri ve koşulları saptamak Bir inşaat ya da yenileme projesi için fizibilite hazırlamak Şirketlere ya da üçüncü şahıslara başka bir şehirden transfer edilmiş çalışanlara ev almaları konusunda yardımcı olmak Sigortacıların, sigorta eksperlerinin ve sigortalıların gereksinimlerine hizmet etmek Şirket birleşmelerini, hisse senedi sigortaları ve defter değerini yeniden değerlendirmeyi kolaylaştırmak Hacizli satışlarda ya da açık artırmalarda malın tasfiye değeri hakkında fikir oluşturmak Müşterilerine yatırım amaçları, alternatifler, kaynaklar ve kısıtlamalar ve faaliyetlerinin zamanlamaları konusunda danışmanlık yapmak İmar komisyonları, mahkemeler, planlamacılara önerilen hareketlerin olası etkileri üzerinde danışmanlık yapmak Değer biçme konularında hakemlik yapmak

	Piyasanın arz ve talep eğilimlerini analiz etmek Gayrimenkul piyasalarının durumunu belirlemek Sabit değerlere kıymet biçmek ve diğer paylaşımlı işlemlerinde yardımcı olmak
--	--

Kaynak: Michael McKinley, Appraisal Institute, The Appraisal Of Real Estate, Chicago: 2001, 12.Baskı, (Tercüme: Erbil Töre, İ.Ü.SBMYO Yayın No:2), s.15.

Değerlemesi yapılan gayrimenkul türündeki varlıklar, oturma amaçlı konutlar ve ticari gayrimenkuller olarak ikiye ayrılmaktadır. Taşınmaz mülk değerlemesinde temel ölçü onun yararadır. Değerlemede uygulanan yöntemlerin amacı, mülkün yararlılık ve kullanılabilirlik derecesinin tanımlanması ve ölçülebilmesidir.⁵⁵

Tablo 2.2

Ticari Mülkiyeti Değerlemek İçin Sebepler

Geliştirme kıymet takdiri
Mülkiyetin devri
Gayrimenkul yatırım performansının denetlenmesi
Şirketlerin sahip oldukları gayrimenkul mal varlıklarının değerinin rapor edilmesi
İkraz güvencesi
Vergi konuları; emlak vergisi, sermaye değerindeki artış vergisi ve veraset vergisi
Sigorta riski değerlendirilmesi

Kaynak: Peter Wyatt, **Property Valuation -in an economic context-**, (E-book), Blackwell Publishing, 2007, s.63.

Gayrimenkul değerlemeye; firma değerinin tespit edilmesi, vergi hesaplamaları, kamulaştırma, devletleştirme, özelleştirme, kredilendirme gibi işlemler sırasında gerek duyulabilmektedir. Gayrimenkulün değerinin tespiti çalışmaları farklı amaçlarla gerçekleştirilebilir. Bunlar;

⁵⁵ TDUB, TUGDES Türkiye Değerleme Standartları Çalışması, s.19.

- Teminat amaçlı kredi kullanım durumlarında,
- Alım satım işlemleri sırasında,
- Kiralamalarda,
- Hisse senedi borsada işlem gören tüm şirketlerin ödenmiş sermayelerinin % 5'ini aşan gayrimenkul alım-satımlarında ve kendi gayrimenkullerini başka bir şirkete aynı sermaye olarak dahil etmeleri durumunda,
- Sigorta işlemleri için,
- Miras yolu ile gerçekleşecek intikallerde,
- Leasing işlemlerinde,
- Uluslararası muhasebe standartlarına göre raporlama yapan şirketlerde, şirket aktiflerindeki gayrimenkullerin değerinin belirlenmesinde,
- Gayrimenkul Yatırım Ortaklarının (GYO) portföylerinde yer alan gayrimenkullerin alım-satım, kiralama ve yeniden değerlemelerinde, gayrimenkul ipoteklerinin alınırken, proje başlangıcında yasal prosedürlere uygunluk tespitinde,
- Kamulaştırma işlemlerinde,
- Bankaların icra işlemleri sırasında,
- Mülklerin en iyi ve en verimli kullanım analizinin ortaya konulması gerektiğinde,
- Yapılması düşünülen yatırımların yıllar itibari ile yaratacağı gelirlerin giderlere oranı ve bugünkü proje değerinin tespiti çalışmalarında finansal fizibilite etütlerinde.⁵⁶

⁵⁶ Hazar, s.112.

2.3. Değerlemenin Temel İlkeleri

Değerleme, mülkiyete veya kullanıma ait hakların kıymet takdiri işlemidir. Bu işlemin bazı ilkeleri aşağıda sunulmuştur:⁵⁷

- **Beklenti İlkesi:** Mülkün değerinin, gelecekte sağlayacağı fayda ve getiri olduğunu kabul eder. Değer, taşınmazın kullanımına ve mülkiyetine ait gelecekteki tüm haklarının karşılığıdır.
- **İkame İlkesi:** Mülkün değerinin, onun yenileme değerinden fazla olmayacağını, piyasa getirilerinin ve beklentilerin o mülkün fiyatını etkileyeceğini kabul eder.
- **Değişim İlkesi:** Değişim, kaçınılmaz bir süreçtir. Neden-sonuç ilişkisinin bir sonucudur.
- **Rekabet İlkesi:** Kar etme arzusundan doğan rekabet, arz ve talebin bir ürünüdür. Kar, değerlemenin tahmin edilmesinde kısa dönemli bir anüite olarak işlem görür.
- **Uygunluk İlkesi:** Bir taşınmazın en yüksek değerine ulaşabilmesi için bulunduğu bölgenin özellikleri ile uyumlu olmasını ifade eder. Uygunluk, mimari örnekliğin ve rekabet edebilir arsa kullanımlarının uygun bir düzeyi sonucu ortaya çıkar.

2.4. Değeri Etkileyen Faktörler

Gayrimenkulün değerini etkileyen unsurlardan bazılarını şöyle açıklayabiliriz:

İçsel Unsurlar: Fiziki koşullar, bir değer yaratabilecek ya da yok edebilecek unsurlardan oluşmaktadır. Arsa değerlemesinde; alan, şekil, konum, topografya, cephe, çevredeki yollar, manzara, altyapı gibi etkenler dikkate alınmalıdır. Bir ürün kıt ve faydalıysa, değerinin yüksek olması beklenir. Bir malın talebi sabit ise kıtlığı onu daha değerli yapar. Örneğin, arazi bol bulunabilir. Ama, kullanılabilir ve arzu edilen arazi az ise, kıt olması sebebiyle değerlidir. Devredilebilirlik özelliği de bu kapsamda önemlidir.

⁵⁷ Doğan, s.5.

Dışsal Unsurlar: Direk taşınmaza ait olmayıp, gayrimenkulün değeri üzerinde etkili olabilecek faktörlerdir. Bu faktörler, dinamik ve kompleks olup neden - sonuç ilişkileri kapsamında birlikte gayrimenkul değerini etkilerler.⁵⁸

Sosyal Faktörler: Doğrudan taşınmazla ilgili olmayıp genel nüfusun yapısal etkenlerini içerir.⁵⁹

- Nüfus değişmeler,
- Aile yapısı değişimleri,
- Eğitime ve sosyal faaliyetlere karşı eğilimler,
- Mimari dizayn ve mimariden yararlanmaya karşı tutumlar,
- Kişilerin sosyal içgüdülerinden, sosyokültürel yapılarından, ideal ve özelemlerinden kaynaklanan diğer faktörlerdir.

Ekonomik Faktörler:

Varlıkların değerini etkileyen ekonomik faktörlerden bazıları: arz-talep (rekabet unsuru), ikame, denge, kullanışlılık, nadir bulunma, istek, satın alma gücü uyumluluk gayrimenkulün içindeki uyum, değerini yükseltir. Değeri etkileyen dış etkenler arasında: azalan ve çoğalan piyasa getirileri, beklenti ve değişim sayılabilir. Ayrıca gayrimenkul piyasasındaki değişiklikler de değeri ve değerlendirme işlemini etkilemektedir. Bu etkenler arasında: kullanışlılık, nadir bulunma, istek, satın alma gücü, gayrimenkul çevrimi, boşluk oranları, arzdaki değişiklikler sayılabilir. Örneğin; boş yerler artarsa kiralar düşecek ve kapitalizasyon oranları artacaktır. Boş yerlerin oranı azalır ise kiralar artar ve kapitalizasyon oranı azalır.⁶⁰ Piyasa bilgilerinin katılımcılara ulaşması zaman aldığından piyasa bunu fark edene kadar, kira oranları etkilenmez.⁶¹

⁵⁸ Ali Alp ve M.Ufuk Yılmaz, **Gayrimenkul Finansmanı ve Değerlemesi**, İMKB Yayınları, 2000, s.203.

⁵⁹ Mustafa Öztürk, **Gelir Getiren Emlağın Değerlemesi**, Ankara: Gazi Üniversitesi, İktisadi İdari Bilimler Fakültesi, 1987, s.14

⁶⁰ Yazıcı, Dinçer, Balsarı, a.g.e. s.37.

⁶¹ Hazar, s.117.

2.5. Değerleme Süreci

“Bir taşınmazın değeri ile ilgili son görüşün oluşturulabilmesi için kullanılan sistematik yoldur. Başka bir deyişle değerlendirme süreci, bir taşınmazın gerçek değeri hakkında müşterilerin soracağı sorulara cevap verebilmek için değerlendirme uzmanının takip ettiği sistematik prosedürdür.”⁶²

Değerleme süreci; değerlendirme uzmanının, müşterisinin gayrimenkul değeri hakkında sorduğu soruları yanıtlamak için izlediği sistematik süreçtir.⁶³ Değerleme süreci gayrimenkule olan tüm katkıları analiz etmeyi amaçlamaktadır.

Appraisal Institute değerlendirme sürecini şu şekilde belirlemiştir:⁶⁴

- Sorunun (değerlemenin) tanımlanması
- Çalışma kapsamının belirlenmesi
- Veri toplanması ve taşınmazın tanımlanması
- Verilerin analizi
- Arsa-arazi değerinin tahmini
- Maliyet, satış karşılaştırma ve gelir kapitalizasyonu yöntemlerinin uygulanması
- Bulunan değerlerin bağdaştırılması ve nihai değer tahmini
- Nihai değer raporlanması

⁶² Doğan, s.117.

⁶³ Mckinley, s.49.

⁶⁴ The Appraisal Foundation,

https://www.appraisalfoundation.org/imis/TAF/Standards/Appraisal_Standards/TAF/Standards.aspx?hkey=5a640dda-464d-4683-b4e1-190201e0eda7 (16.02.2014)

Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS) ise bir farklılık yaparak Amerika Birleşik Devletleri ve İngiltere için değerlendirme sürecini sıralıyor.⁶⁵

Amerika Birleşik Devletleri için:

- Sorunun tanımlanması
- Genel verilerin toplanması
- Belirli verilerin toplanması
- Karşılaştırılabilir verilerin toplanması
- Analiz
- Arzu edilen ek değerlendirme yaklaşımı
- Karar

İngiltere için:

- Sorunun tanımlanması
- İhtiyaç duyulan veriler
- Karşılaştırılabilir verilerin toplanması
- Düzeltme
- Analiz
- Düzeltme
- Karar

Yukarıdaki farklı sınıflandırmaların önemli ortak noktasının verilerin toplanması aşaması olduğu görülmektedir. Değerleme süreci genel olarak aşağıdaki gibi sıralanabilir:⁶⁶

1. Değerleme sorununun tanımlanması
2. İşin kapsamının tanımlanması
3. Veri toplanması, mülkün tanımlanması
4. Veri analizi
5. Arazi değeri tahmini

⁶⁵ RICS Foundation Research Review Series, August 2002, s.3,4.

⁶⁶ Katipoğlu, s.54.

6. Değerleme yöntemleri uygulamaları
7. Değer göstergeleri ile ilgili son değere kanaat edilmesi
8. Doğru raporlama

Değerleme sürecinin adımları aşağıda detaylı olarak açıklanmıştır.

Değerleme çalışması ile ilgili müşteri talebi alındıktan sonra ilk olarak gayrimenkul değerlendirme raporunun hangi amaçla talep edildiği öğrenilmelidir.⁶⁷

- **Değerleme Sorununun Tanımlanması:** Değerlemesi yapılacak olan taşınmazın, sürecin ilk adımında mülkün fiziksel ve yasal özellikleri açıkça belirlenir. Bu özellikler taşınmazın alıcı ve satıcısının yasal hakları, ulaşım, çevre vb. faktörlerini içerir. Değerleme sorununun tanımlanması aşaması bu faktörlerin detaylı bir şekilde incelenerek değerlendirilmenin amacının açık bir şekilde belirlendiği aşamadır. Sürecin ilk adımı olan değerlendirme sorununun tanımlanması kendi içinde alt kademeleri içermektedir:

Müşteri ve muhtemel kullanıcıların tanımı: Değerleme süreci, uzman işe başlamadan önce başlar. Uzman görevi kabul edip etmemeye karar verirken, bu görevin getireceği diğer profesyonel yükümlülükleri dikkate almak zorunda olup mümkün olduğunca muhtemel kullanıcıları tanımlaması gerekir.

Değerlemenin kullanım amacı: Müşterinin değerlendirme raporundaki bilgileri ne amaçla kullanacağı bilinmeli, müşteri belirtmemiş ise de tanımlaması talep edilir.

Değerlemenin amacı: Amaca uygun olarak hangi değer tanımına göre çalışma yapılacağı belirlenmelidir. Değerlemenin amacının, kullanım amacıyla uyumlu ve ona uygun olmasını sağlama görevi değerlendirme uzmanıdır. Raporda kanaat edilecek değerlerin tipini belirleyen yazılı bildirim her değerlendirme raporunda bulunmalıdır.

Değer tahmininin tarihi: Taşınmazın değerini etkileyen faktörler zamanla değişiklik gösterebileceğinden dolayı değer tespitine ait tarih belirtilmelidir.

⁶⁷ Berk, s.205.

“Bir değerleme çalışmasında değerleme uzmanı, müşterinin kullanım amacını ve uygun iş kapsamını açıklamak zorundadır. Raporunda kapsam açıkça belirtilmelidir. Neyin yapıldığının ve neyin yapılmadığının açıklanması çok önemlidir. Değerlemeyi tanımlamak gerekli kaynak ve verilerin tanımlanmasına da yardımcı olur. Böylece, uzman daha sonraki süreci ve adımları daha kolay planlayabilir. Tanımlamalar ve iş programları mülkün tipine bağlı olarak yapılacaktır. Değerleme bir süreçtir. Sonuca abuk ulaşabilmek, iyi bir programlamaya ve adımları dikkatle planlamaya bağlıdır.”⁶⁸

- **Değerlemeye Konu Gayrimenkulün Tanımlanması ve Verilerin Toplanması:** Bu adımda üç ana başlık altında arz talep dengesi veri incelemesi yapılmaktadır. Önce genel veriler incelenir. Bunlar sosyal, politik ve ekonomik etkenler ve evre gibi etmenlerin incelenmesidir. İkinci olarak özel veriler incelenir. Taşınmazın fiziksel özelliklerini içerir. Bu özellikler arasında kullanılan malzeme kalitesi, konutun inşaat kalitesi, gayrimenkulün içerisinde yer aldığı pazarın niteliği gibi unsurlara bakılır. Son aşama rekabete yönelik arz ve talebin belirlenmesidir. Bu süreç gayrimenkulün şu anki ve gelecekteki durumuna bakarak içinde bulunduğu rekabet koşullarının gayrimenkul değerleme uzmanı tarafından analiz edilmesiyle gerçekleşir.
- **Değerleme Alternatiflerinin Analizi ve Sonuca Ulaşılması:** Bu adıma kadar birçok veri elde eden gayrimenkul değerleme uzmanı bu verilerin analizini yaparak sonuçlara ulaşır. Bu sonuçlar arasından en uygun olanını seçerek bu doğrultuda değerleme raporu için veriler bir araya getirilir. Bu aşamada değerlendirmenin amacı açıkça belirtilir ve uygulanabilirliği analiz edilerek yola çıkılır.
- **Değerleme Raporunun Yazılması:** Yukarıdaki tüm aşamaların uygulanması neticesinde gayrimenkul değerleme uzmanı tarafından Nihai Değerleme Raporu oluşturulur. Tüm çalışmanın sonuçları bu raporda belirtilir. Bunların yanında gayrimenkul değerlemesi yapılırken üç ayrı yöntem esas alınır.⁶⁹ Bu yöntemler;

⁶⁸ Hazar, s.118.

⁶⁹ Hacıköylü, s.84.

emsal karşılaştırma, maliyet ve gelirlerin kapitalizasyonu yöntemleridir. Mülkün niteliğine göre bu yöntemlerden uygun olanlar seçilir.

2.6. Risk Kavramı Ve Gayrimenkul Projelerinde Risk

Risk kavramının kökü Fransızcadır. Genel olarak kayıp, hasar olarak anlaşılır iken aynı zamanda fırsat ve kazanç olarak da görülebilir. Beklenen sonuç ile gerçekleşen sonucun ne kadar sapma gösterdiği ile ilgilidir.

Ekonomik açıdan risk, belirsizlik ya da belirsizliğin sonuçları olarak tanımlanabilir. Risk, olasılık kavramıyla açıklanabilir. Karar ya da planlama ortamında sonuçların kestirilememesine ilişkindir.⁷⁰

“Karar alma sürecinin gerçekleştiği çevre kesinlik, risk ve belirsizlik olmak üzere üç bölüme ayrılabilir. Kesinlik durumu, yalnızca projenin kapsadığı süre zarfı içinde ne olacağı kesin olarak söylenebiliyorsa mevcuttur. Karar alıcı ister sezgileriyle olsun ister akılcı yolu kullanarak olsun; belli bir olayın gerçekleşme olasılığı için bir değer belirliyorsa, alınacak kararın risk altında alındığı konusunda genel bir fikir birliği mevcuttur. Belirsizlik, hiçbir tarihsel verinin veya geçmişte karar alıcı üzerinde düşünmekte olduğu, yaşanmış durum ile bağlantı taşıyan bir olayın bulunmadığı durum olarak tanımlanabilir.”⁷¹

Risk ve belirsizlik kavramları birbirine karıştırılan ifadelerdir. Belirsizlik, kesin olmayan bir durumdur. Riskli durumda ise olayın meydana gelip gelmeyeceği kesin değildir. Risk kavramından belirsizliğin olduğu durumda bahsedilebilir.

Günümüzde pek çok belirsizlik mevcuttur. Amaç ise, belirsizliği riske çevirmek, riski analiz etmek ve etkin şekilde yönetmektir. Yatırım projesinde ilk aşama, riskleri belirlemektir. Projede birçok değişken mevcuttur. Örneğin maliyetlerde yaşanabilecek değişimler risktir.

⁷⁰ İclal Atilla, “Gayrimenkul Geliştirme Projelerinde Risk Yönetimi”, *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, XXIX Cilt, II Sayı, 2010, s.391.

⁷¹ Atilla, s.391.

“Risk yönetimi, proje amaçlarının yerine getirildiğinden emin olmak için yapılabilecek her şeyin kesin olarak yapılmasının garanti altına alınmasını amaçlamaktır. Bir risk ortaya çıkarıldıktan ve tanımlandıktan sonra risk olmaktan çıkar ve artık bir yönetim problemi haline gelir.”⁷²

Karar alma tekniklerini aşağıdaki gibi sıralayabiliriz:⁷³

- Risk Primi
- Karar Analizi
- Algoritmalar
- Araç – Sonuç Zinciri
- Beyin Fırtınası
- Pareto Analizi
- Balık Kılıcı Diyagramı
- Karar Matrisi
- Karar Ağaçları
- Duyarlılık Analizi
- Örümcek Diyagramı
- Portföy Teorisi
- Başabaş Analizi
- Senaryo Analizi
- SWOT Analizi

“Yatırım projelerinin riskinin belirlenmesinde ve analiz edilmesinde en yaygın kullanılan yöntemler şunlardır:⁷⁴

- *Duyarlılık Analizi*
- *Olasılık Analizi*
- *Senaryo Analizi*
- *Simülasyon Analizi*”

⁷² Latif Onur Uğur, “İnşaat Sektöründe Riskler Ve Risk Yönetimi”, Seminer notları TMB, 2006, s.11.

⁷³ Uğur, s.48.

⁷⁴ Atilla, s.392.

Duyarlılık Analizi: Projenin değişkenlerini tespit etmek ve bu değişkenlere ne ölçüde bağlı olduğunu analiz etmektir.

Olasılık Analizi: Bir olayın olması veya olmaması analizi ve değişkenlerin gerçekleşme olasılığı, değişken aralığını tespit etmektir.

Senaryo Analizi: Geçmişte elde edilen veriler doğrultusunda tahminlerde bulunmak ve senaryo üretmektir.

Simülasyon Analizi: *“Teorik ya da gerçek fiziksel bir sisteme ait neden-sonuç ilişkilerinin gerçek sisteme ait davranışların değişik koşullar altında bilgisayar modelinde izlenmesini sağlayan bir modelleme tekniğidir.”*⁷⁵

*“Gayrimenkul geliştirme projelerinde risk, olumsuz olayların ve bunların olası sonuçlarının ortaya çıkma ve proje hedeflerini kapsam, kalite, zaman ve maliyet açısından etkileme derecesi olarak nitelendirilebilir.”*⁷⁶

Risk yönetiminde öncelikle risk tanımlanmalıdır. Riskler belirlendiği anda artık bir yönetim sorunudur. Kontrol edilebilir ve kontrol edilemez riskleri belirlemek gerekir.

Daha sonra riskler sınıflandırılmalıdır. Riskin kaynağı ve etkisi durumu oluşturacaktır. Bu sebeple risk tipinin kuruma olan etkisi analiz edilmelidir. Risklere karşı karar vericinin tutumu durumun gidişatını etkileyecektir.

Gayrimenkul İle İlgili Temel Risk Türleri:⁷⁷

- Piyasa riski: Arz ve talepteki değişikliklerdir.
- Finansal risk: Yatırımını finanse edecek borcun riskidir.
- Sermaye piyasası riski: Sermaye piyasasındaki değişikliklerin piyasa fiyatını etkileme riski.

⁷⁵ Atilla, s.394.

⁷⁶ Atilla, s.397.

⁷⁷ Yazıcı, Dinçer, Balsarı, s.39-40.

- Satın alma gücü riski: (Enflasyon riski) Beklenmeyen enflasyonun işlemler ve mülkiyetin kiradan sonra geri alınması sırasında neden olacağı nakit akımların riskidir.
- Yasal risk: Yasal faktörlerin, değişimlerin gayrimenkulün değerini etkileme riskidir.
- Yönetmel risk: İdarecinin gayrimenkulü hedeflenmiş amaçlara ulaştıramama riskidir.

Risk yönetimin temel amacı; doğru risklerin alınmasına yardımcı olmaktır. Risk analizinin önemi; tüm senaryoları değerlendirmesi, karar öncesinde oluşabilecek sonuçları analiz etmesidir.⁷⁸

Gayrimenkul gelir getiren bir araç olarak tanımlanabilir. Gelir getiren bir araç şüphesiz bir takım riskler taşıyacaktır. Proje geliştirme ayağında müteahhit, kira geliri hedefleyen bir alıcı, mülkünü her hangi bir sebeple satan malik, farklı risklere sahiptir. Gayrimenkul projelerinde yönetim süreci; risklerin tanımlanması, risklerin analiz edilmesi ve yanıt verilmesi aşamalarıdır.

Her gayrimenkul bir risk içerir. Risk ve getiri doğru orantılıdır. Fakat bazı durumlarda farklı mülkler için farklı riskler söz konusu olabilir. Tüm sektör aynı riskleri barındırmaz.⁷⁹

- Ev sahibi kiracısının kirayı düzenli, tam ve zamanında ödememe riskini alır.
- Ev satın alanlar anlaşılması kolay olmayan inşaat kalitesi riskini ve bölgede yaşanabilecek olumsuzluklardan dolayı emlak fiyatlarının düşme riskini alır.
- Finansman sağlayanlar borcun temerrüde düşebileceği riskini alır.

⁷⁸ Uğur, s.35.

⁷⁹ Yazıcı, Dinçer, Balsarı, s.38.

2.7. Dünyada Gayrimenkul Değerlemesine İlişkin Mesleki Kuruluşlar

Taşınmaz değerlendirme mesleği; disiplinler arası, teknik detaylarının fazla olan, özellikli bir alandır. Zaman içinde bu mesleğe yönelik standartların belirlenmesi, güvenilirliğin sağlanması, mesleki etik kuralların oluşturulması, mesleki örgütlerin tek çatı altında toplanabilmesi gerekliliği ortaya çıkmıştır. Bu amaçla uluslararası çok sayıda mesleki değerlendirme kuruluşu kurulmuştur.⁸⁰

Bunları aşağıda sıralayabiliriz.

- Uluslararası Değerleme Standartları Konseyi (International Valuation Standards Committee – IVSC)
- Lisanslı Değerleme Uzmanları Kraliyet Kurumu (Royal Institution of Chartered Surveyors - RICS)
- Değerleme Enstitüsü (Appraisal Institute - AI)
- Avrupa Değerleme Kuruluşları Birliği (The European Group of Valuers' Association - TEGoVA)
- Uluslararası Taşınmaz Federasyonu (International Real Estate Federation – FIABCI)

2.7.1. Uluslararası Değerleme Standartları Konseyi (International Valuation Standards Committee -IVSC)

1981 yılında, İngiltere merkezli olarak kurulan ve Birleşmiş Milletlere bağlı olarak çalışan kuruluşun amacı, taşınmaz değerlendirme alanında standart kurallar oluşturmak ve üyeler arasındaki işbirliği sağlamaktır. IVSC 4 bölümlü, değerlendirme işi ile ilgili metotları ve uygulamaları içeren değerlendirme standartları oluşturmuştur.⁸¹

⁸⁰ Özlem Onurlu, “Uluslararası Değerleme Standartlarının Türkiye’de Uygulanması Sürecinde Gelir Kapitalizasyonu Yaklaşımının İrdelenmesi”, İstanbul Teknik Üniversitesi, Yüksek Lisans Tezi, 2006, s.21.

⁸¹ *Uluslararası Değerleme Standartları Konseyi*, <https://www.ivsc.org/news/article/ivsc-launches-new-global-standards-for-valuation-profession> (erişim tarihi 07.05.2013)

“Değerleme profesyonel bir meslek olarak gerek ticari gayrimenkullere ilişkin gerekse konuta yönelik olarak belirli performans standartları kapsamında gerçekleştirilir. Bu kabul edilmiş minimum kriterler ve prosedürler baz alınarak raporların hazırlanması zorunludur. Öte yandan mesleği icra edecek kişilerle ilgili nitelikler ve lisanslama kriterleri de bu kapsamda oluşturulmaktadır.”⁸²

Gayrimenkul yatırımlarının yabancı yatırımlarda daha da geliştiği düşünülürse, gayrimenkullerin değer tespitinde de uluslararası standartlara bağlı kalınmasının önemi ortaya çıkıyor.

Standartların amacı, finansal raporlar kapsamında, kredi sürecinde ve mülk satışında etkin bir değerlendirme çalışmasına katkıda bulunmaktır. Gayrimenkul değerlemesinde kullanılan temel yöntem ve prosedürleri belirler. Standartlara göre hazırlanan raporlar, standartlara tamamen bağlı kalınarak hazırlanmalı, aksi takdirde bağlı kalınmayan kısımlar açıkça belirtilmelidir.

2.7.2. Lisanslı Değerleme Uzmanları Kraliyet Kurumu (Royal Institution of Chartered Surveyors -RICS)

Merkezi İngiltere’de (Londra’da) bulunan ve değerlendirme faaliyeti konusunda yetkili kurumdur. 4 birimde faaliyet göstermektedir. Bunlar aşağıda sunulmuştur:

- Eğitim ve Standartlar
- Kurumsal Hizmetler
- Terfi
- Stratejik Planlama

100’den fazla ülkede 75.000 denetçi müfettişi bulunmaktadır. Gayrimenkul değerlendirme konusunda RICS sertifikasına sahip olmak için; en az lise mezunu, RICS tarafından düzenlenen eğitim ve iş tecrübesi aşamalarını tamamlamak, yazılı ve sözlü sınavları vermek, final sınavını geçmek şartları aranmaktadır.⁸³

⁸² Berk, s.207.

⁸³ RICS, <http://www.rics.org/> (erişim tarihi 07.05.2013)

2.7.3. Değerleme Enstitüsü (Appraisal Institute-AI)

Merkezi Chicago’da olan kurum, ABD’de gayrimenkul değerlemede yetkilidir. Üç amaç için kurulmuştur.

1. Yetenekli ve etik bir çalışmayı ilke edinmiş, gayrimenkul değerlendirme becerileri olan bireyleri tanımak ve seçmek için kriterleri tesis etmek.
2. Yeni değerlendirme uzmanlarını yetiştirmek ve halen mesleklerini icra eden değerlendirme uzmanlarının ustalıklarını arttırmak için bir eğitim sistemi geliştirmek.
3. Gayrimenkul değerlendirme uzmanlarını yönlendirmek ve diğer uygulayıcılar için bir model oluşturmak amacıyla bir profesyonel etik kuralları ve profesyonel uygulama standartlarını oluşturmak.

Beş profesyonel etik kuralı bulunmaktadır.⁸⁴

1. Bir üye, Değerleme Enstitüsü (Appraisal Institute) değerlendirme mesleği ve kamuoyuna zararlı olabilecek davranışlardan kaçınmalıdır.
2. Bir üye, değerlendirme hizmetleri kullanıcıları ve kamuoyuna karşı sorumluluklarını yerine getirmesinde yardımcı olmalıdır.
3. Bir üye, görevini yerine getirirken, her analiz ve takdirini, başkanlarını yanılmadan, müşterilerinin çıkarları için önyargılı olmadan ve kendi çıkarlarını gözetmeden, geliştirmeli ve iletmelidir.
4. Bir üye, değerlendirme uzmanı – müşteri ilişkisinin gizlilik özelliğini bozmamalıdır.
5. Bir üye, yanıltıcı veya kamu çıkarlarına aykırı reklam veya yönlendirici davranışlardan kaçınmaya özen göstermelidir.

⁸⁴ McKinley, s.652.

Profesyonel Değerleme Mesleği Tek Tip Standartları⁸⁵

- Standart 1 Gayrimenkul Değerlemesi, Geliştirme: Değerleme uzmanı problemi tanımlamalı, işin kapsamını tanımlamalı, gerekli araştırma ve analizi doğru şekilde tamamlamalıdır.
- Standart 2 Gayrimenkul Değerlemesi, Raporlama: Değerleme uzmanı tüm analiz ve sonuçları yanıltıcı olmadan iletmelidir.
- Standart 3 Gayrimenkul Ve Kişisel Mülk Değerlemesi, Gözden Geçirme, Geliştirme Ve Raporlama: Bir gayrimenkulün değerlendirilmesi işleminde, gözden geçirme görevi sırasında, bu görevi yapan değerlendirme uzmanı, başka bir değerlendirme uzmanının yaptığı çalışmanın kalitesi hakkında güvenilir bir inceleme ve bildirim yapmalıdır.
- Standart 4 Gayrimenkul Değerleme Danışmanlık, Geliştirme: Değerleme uzmanı, gayrimenkul değerlendirme – danışmanlık görevini yerini getirirken problemi tanımlamalı, işin kapsamını tanımlamalı, gerekli araştırma ve analizi doğru şekilde tamamlamalıdır.
- Standart 5 Gayrimenkul Değerleme Danışmanlığı, Raporlama: Değerleme uzmanı tüm analiz ve sonuçları yanıltıcı olmadan iletmelidir.
- Standart 6 Toplu Değerleme, Geliştirme Ve Raporlama: Değerleme uzmanı güvenilir bir çalışma yapmalı ve iletmeli, genel kabul görmüş yöntemleri anlamalı ve doğru şekilde kullanmalıdır.
- Standart 7 Kişisel Mülk Değerlemesi, Geliştirme: Değerleme uzmanı kişisel mülk değerlendirme görevinde, problemi tanımlamalı, işin kapsamını tanımlamalı, gerekli araştırma ve analizi doğru şekilde tamamlamalıdır.
- Standart 8 Kişisel Mülk Değerlemesi, Raporlama: Değerleme uzmanı tüm analiz ve sonuçları yanıltıcı olmadan iletmelidir.

⁸⁵ McKinley, s.653.

- Standart 9 İşletme Değerlemesi, Geliştirme: Bir iş veya gayrimaddi bir varlığın değerlemesinde, gerekli araştırmayı kapsamlı şekilde yapmalı, güvenilir sonuçlar üretmeli ve analizlerini doğru şekilde tamamlamalıdır.
- Standart 10 İşletme Değerlemesi, Raporlama: Değerleme uzmanı tüm analiz ve sonuçları yanıtıcı olmadan iletmelidir.

Profesyonel Değerleme Mesleği Tek Tip Standartları (USPAP) Genel Tanımları:

- Değerleme: Bir değer takdiri geliştirmesi işlemi, değer takdiri.
- Değerleme Danışmanlığı: Bir problemi çözmek için bir değer takdirinin, görevin sonuçlarına götüren analizin bir bileşeni olduğu, bir analiz, öneri veya fikir geliştirme işlemi.
- Değerleme Uzmanı: Değerleme hizmetlerini bilgili bir biçimde, bağımsız, tarafsız ve objektif olarak yerine getirmesi beklenen kişidir.
- Nakit Akış Analizi: Nakitin bir yatırımdan içeri veya dışarı doğru beklenen hareketinin bir incelemesidir.
- Yapılabilirlik Analizi: Bir ekonomik varlığın kar - maliyet ilişkilerinin incelenmesidir.
- Gayrimaddi Mülk: Tesisler ve teçhizat gibi fiziksel varlıklardan farklı olarak, ticari markalar, haklar, şerefiye ve sözleşmeleri içeren fakat bununla sınırlı olmayan fiziksel olmayan varlıklardır.
- Piyasa Analizi: Belirli bir mülk türü için piyasa şartlarının incelenmesidir.
- Gayrimenkul: Eğer varsa yapılandırmaları da içeren tanımlanmış bir arazi parselidir.⁸⁶

1 başkan ve 8 üyeden oluşan bir komite ile yönetimi sağlanmaktadır. “Code of Professional Ethics and Standards of Professional Appraisal Practice” adlı kitapları bulunmaktadır. 19.000’den fazla üyesi bulunmaktadır. Yeterlilik ile ilgili en az yükseköğretim mezunu olmak, eğitim ve iş tecrübesini sağlamak ve sınavlarını (lisanslama

⁸⁶ McKinley, s.657.

sınavları kuruluş tarafından gerçekleştirilir) geçmek gerekmektedir. Ayrıca lisans adayının etik değerlere uyumu ile ilgili danışmanından rapor istenmektedir.⁸⁷

2.7.4. Avrupa Değerleme Kuruluşları Birliği (The European Group of Valuers' Association-TEGoVA)

1997 yılında, Brüksel'de EUROVAL ismi ile kurulmuştur. Kar amacı gütmeyen, standartların belirlenmesini hedefleyen bir organizasyondur. 24 ülkede, 40 kuruluşun üye olduğu TEGoVA'ya kayıtlı 120.000'den fazla uzman bulunmaktadır. Tam üyelik, etkin üyelik ve gözlemci üyelik olmak üzere üç tür üyelik bulunmaktadır.⁸⁸

2.7.5. Uluslararası Taşınmaz Federasyonu (International Real Estate Federation-FIABCI)

Paris merkezli kuruluşa, ülke dernekleri ve gerçek kişiler üye olabilmektedir. Temel üyelik, düzenli üyelik, özel üyelik, şirket üyeliği, öğrenci üyeliği vb. üyelik tipleri bulunmaktadır. Harita ölçümleri, bölge planlama, değerlendirme, varlık değeri danışmanlığı, sigortacılık, iç mimari gibi danışmanlık alanlarında hizmet vermektedir.

2.8. Türkiye'de Gayrimenkul Değerlemesine İlişkin Mesleki Kuruluşlar

Sermaye Piyasa Kurulu, gayrimenkul değerlendirme konusunda ülkemizde yetkili kurumdur. Mevzuata uygun şekilde değerlendirme faaliyeti gösterebilmek ve SPK listesine alınma ile ilgili 28.07.1981 tarih ve 24999 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 15.12.1999 tarih ve 4487 sayılı Kanun'la değişik 22'nci maddesinin birinci fıkrasının (r) ve (t) bentlerine dayanılarak bir tebliğ hazırlanmıştır. Ağustos 2001 tarihinde Seri VIII, 34, 35 ve 36 no'lu tebliğler ile gayrimenkul değerlendirme uzmanlığı ve değerlendirme şirketleri hakkında düzenlemeler yapılmıştır.

Değerleme uzmanlığı lisansı; Gayrimenkul Değerleme Uzmanlığı ve Konut Değerleme Uzmanlığı olmak üzere 2 türden oluşmaktadır.

⁸⁷ Appraisal Institute, <https://www.appraisalinstitute.org/appraisal-profession/> (erişim tarihi 07.05.2013)

⁸⁸ Köktürk, s.1265.

Tebliğe göre, Konut Değerleme Uzmanı lisansı alabilmek için gerekli şartlar aşağıda sunulmuştur:

- Üniversite eğitimini tamamlamak.
- Gereken tecrübeyi (1 yıl) tamamlamak.
- Kurulca yapılan lisanslama sınavlarında (Gayrimenkul Değerleme Esasları ile Dar Kapsamlı Sermaye Piyasası Mevzuatı ve Mesleki Kurallar derslerinde) başarılı olmak.

Tebliğe göre, Gayrimenkul Değerleme Uzmanı lisansı alabilmek için gerekli şartlar aşağıda sunulmuştur:

- Üniversite eğitimini tamamlamak.
- Gereken tecrübeyi (3 yıl) tamamlamak.
- Kurulca yapılan lisanslama sınavlarında (Gayrimenkul Değerleme Esasları, Dar Kapsamlı Sermaye Piyasası Mevzuatı ve Mesleki Kurallar, İnşaat ve Gayrimenkul Muhasebesi ile Gayrimenkul Mevzuatı derslerinde) başarılı olmak.

İlgili tebliğde belirtilen tecrübe; Sermaye Piyasası Lisanslama Ve Eğitim Kuruluşu (SPL) tarafından verilen uygulamalı mesleki eğitim ile bu şart yerine getirilmiş sayılır.

Ayrıca, lisanslama sınavlarını tamamlamış ancak tecrübe süresini tamamlayamamış kişiler Değerleme Uzman Yardımcısı olarak nitelendirilmiştir.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri:VIII, No:53 sayılı tebliğde değerlendirme uzmanı; *“Bir gayrimenkulün, gayrimenkul projesinin veya bir gayrimenkule bağlı hak ve faydaların değerlemesini yapacak gayrimenkul değerlendirme şirketleri tarafından tam zamanlı istihdam edilen veya değerlendirme şirketleri ile tam zamanlı istihdam edilmeksizin sözleşme imzalamak suretiyle değerlendirme hizmeti veren, kurulun lisanslamaya ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde asgari 4 yıllık üniversite mezunu, gayrimenkul değerlendirme alanında en az 3 yıl tecrübesi olan ve kendilerine gayrimenkul değerlendirme uzmanlığı lisansı verilen”* kişileri ifade eder.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri:VIII, No:58 sayılı tebliğde sorumlu değerlendirme uzmanı; “Şirketin ödenmiş 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 uzmanlarını” ifade eder.

Uzmandan beklenen etik kurallar aşağıda sunulmuştur.⁸⁹

- Bağımsızlık Ve Tarafsızlık: Tarafsızlıktan ödün vermemeli, ayırım yapmamalı, ön yargılı olmamalı, kendi çıkarlarını gözetmemelidir.
- Gizlilik Ve Sır Saklama: Gizlilik esaslarına kesin bir şekilde uymalıdır.
- Dürüstlük: Çalışmadaki birimlere karşı dürüstlük ilkesine bağlı olmalıdır.
- Çıkar Çatışması: Taşınmaz değerlendirme uzmanı görevini yaparken çıkar çatışmalarına neden olmamalıdır.
- Standartlara Bağlılık: Uluslararası değerlendirme standartlarına uygun şekilde hizmet kalitesi sunmalıdır.
- Yetkinlik: Taşınmaz değerlendirme uzmanı hizmetleri yerine getirebilecek deneyime ve yeterli bilgi birikimine sahip olmalıdır. Uzman yeterliliği konusunda yanıltıcı olmamalıdır. Uzman yeterliliğine uygun işler kabul etmelidir.⁹⁰

2.9. Uluslararası Değerleme Standartları (UDES)

Uluslararası Değerleme Standartları, Uluslararası Değerleme Standartları Konseyi (IVSC) tarafından geliştirilmiştir.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun kabulü ile ülkemizde 01.05.2006 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere yayımladığı Seri VIII, No: 45 sayılı Sermaye Piyasasında Uluslararası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ ile Uluslararası Değerleme Standartları uygulanmaya başlamıştır. Standartlar zaman içinde revizelere uğramıştır. Ülkemizde de eş zamanlı olmamakla birlikte revizeler kabul edilmiş ve yürürlüğe

⁸⁹ Hazar, s.113

⁹⁰ Katipoğlu, s.11.

girmiştir. Son olarak 2013 tarihinde standartlardaki revizeler ülkemizde yürürlüğe girmiştir. 1 Şubat 2017 tarihli ve 29966 sayılı Resmi Gazete ile yayınlanmıştır. Bu tebliğe (Seri: III, No:62.1) göre; 2006 tarihli Sermaye Piyasasında Uluslararası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (Seri:VIII, No:45) yürürlükten kaldırılmıştır.

1 Şubat 2017 tarihli tebliğe göre;

- Sermaye piyasası mevzuatı uyarınca yapılan değerlendirme faaliyetlerinde, Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartlarına uyulması zorunludur.
- Kurulca yapılan diğer düzenlemeler ile Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartlarının uyumlu olmadığı durumlarda öncelikli olarak Kurulun ilgili düzenlemelerine uyulur.

Uluslararası Değerleme Standartları'na göre bazı temel kavramlar incelenmiştir.

Fiyat; mülkün el değiştirmesi ile ilgili bir kavramdır. Taşınmazın talep edilen, teklif edilen veya gerçekleşen meblağıdır.⁹¹

“Uluslararası değerlendirme standartlarında (UDES), fiyat bir mal ve hizmet için ödenen bedeli ifade eder ve değeri yansıtmak zorunda değildir. Zira UDES'e göre değer bilgili ve tarafsız kişiler arasında oluşur, oysa uygulamada kişiler tam olarak bilgili olmayabilir, ya da paraya ihtiyacı olan bir kişi satışı hızlandırmak için düşük fiyatla satmaya razı olabilir. Öte yandan yatırımcılar benzer gayrimenkullerden oluşan bir portföyde gayrimenkul alımı yoluyla ek değer yaratabilir, mevcut gayrimenkullerle sinerji oluşturabilir, özel mevzuat gereği belirli bir gayrimenkul sınıfı veya bölge ile

⁹¹ TDUB, **Uluslararası Değerleme Standartları**, Uluslararası Değerleme Standartları Çerçevesi, İstanbul, ,2017, s.10.

ilgilenebilir, vergi avantajları oluşturulabilir. Bu şekilde edinilen gayrimenkul Pazar fiyatından fazla da olsa firma için değer oluşur.”⁹²

Maliyet; bir varlığı satın almak veya yapmak için gerekli tutardır. Fiyat ile maliyet doğrudan bağlantılıdır. Çünkü fiyat alıcı için o malın maliyeti anlamına gelmektedir.⁹³

UDES’e göre Pazar Değeri; bir varlık veya yükümlülüğün, uygun pazarlama faaliyetinin sonucunda, istekli bir satıcı ve istekli bir alıcı arasında tarafların bilgili ve basiretli bir şekilde ve zorlama altında kalmaksızın hareket ettikleri, muvazaasız bir işlem ile değerlendirme tarihi itibarıyla el değiştirmesinde kullanılacak tahmini tutardır.

Tanımın her bir unsurunun kendisine ait bir kavramı vardır:

- *“**Tahmini tutar...**” ifadesi muvazaasız bir pazar işleminde varlık için para cinsinden ifade edilen fiyat anlamına gelmektedir. Pazar değeri, değerlendirme tarihi itibarıyla, pazarda pazar değeri tanımına uygun olarak makul şartlarda elde edilebilecek en olası fiyattır. Bu fiyat, satıcı tarafından makul şartlarda elde edilebilecek en iyi ve alıcı tarafından makul şartlarda elde edilebilecek en avantajlı fiyattır. Bu tahmin, özellikle de satışla ilişkili herhangi bir tarafça sağlanmış özel bedeller veya imtiyazlar, standart olmayan bir finansman, sat ve geri kirala sözleşmesi gibi özel şartlara veya koşullara dayanarak arttırılmış veya azaltılmış bir tahmini fiyatı veya özel değerini herhangi bir unsurunu kapsamaz.*
- *“**el değiştirmesinde kullanılacak**” ifadesi, bir varlığın değerinin, önceden belirlenmiş bir tutar veya gerçek satış fiyatından ziyade tahmini bir değer olduğu duruma atıfta bulunur. Bu fiyat değerlendirme tarihi itibarıyla, pazar değeri tanımındaki tüm unsurları karşılayan bir işlemdeki fiyattır;*

⁹² Berk, s.208.

⁹³ TDUB, Uluslararası Değerleme Standartları, s.10.

- **“değerleme tarihi itibarıyla”** ifadesi değer belirlenmesini ve o zamana özgü olmasını gerektirir. Pazarlar ve pazar koşulları değişebileceğinden, tahmini değer başka bir zamanda doğru veya uygun olmayabilir. Değerleme tutarı, pazarın durumunu ve içinde bulunduğu koşulları başka bir tarihte değil sadece değerlendirme tarihi itibarıyla yansıtır;
- **“istekli bir alıcı arasında”** ifadesi alım niyetiyle harekete geçmiş olan, ancak zorunlu kalmış olmayan bir alıcı anlamına gelmektedir. Bu alıcı her fiyattan satın almaya hevesli veya kararlı değildir. Bu alıcı, var olduğunun kanıtlanması veya tahmin edilmesi mümkün olmayan, sanal veya varsayımsal bir pazardan ziyade mevcut pazar gerçeklerine ve mevcut pazar beklentilerine uygun olarak satın alır. Var olduğu kabul edilen bir alıcı pazarın gerektirdiğinden daha yüksek bir fiyat ödemeyecektir. Varlığın mevcut sahibi ise pazarı oluşturanlar arasında yer almaktadır.
- **“istekli bir satıcı”** ifadesi ise belirli fiyattan satmaya hevesli veya mecbur olmayan, ya da mevcut pazar tarafından makul görülmemiş bir fiyatta ısrar etmeyen bir satıcı anlamına gelmektedir. İstekli satıcı, fiyat her ne olursa olsun, varlığı uygun pazarlama faaliyetleri sonucunda açık pazarlarda, pazar şartlarında elde edilebilecek en iyi fiyattan satmak istemektedir. Varlığın asıl sahibinin gerçekte içinde bulunduğu koşullar, yukarıda anılan şartlara dâhil değildir, çünkü istekli satıcı varsayımsal bir maliktir.
- **“muvaazasız bir işlem”** ifadesi, fiyatın pazarın fiyat seviyesini yansıtmamasına veya özel bir değer unsuru nedeniyle yükselmesine yol açabilecek, örneğin ana şirket ve bağlı şirket veya ev sahibi ve kiracı gibi taraflar değil, aralarında belirli ve özel bir ilişki bulunmayan taraflar arasında yapılan bir işlem anlamına gelmektedir. Pazar değeri işlemlerinin, her biri bağımsız olarak hareket eden ilişkisiz taraflar arasında yapıldığı varsayılır.

- **“uygun pazarlama faaliyetleri sonucunda”** ifadesi, varlığın pazara çıkartılarak en uygun şekilde pazarlanması halinde pazar değeri tanımına uygun olarak elde edilebilecek en iyi fiyattan satılması anlamına gelmektedir. Satış yönteminin, satıcının erişime sahip olduğu pazarda en iyi fiyatı elde edeceği en uygun yöntem olduğu kabul edilir. Varlığın pazara çıkartılma süresi sabit bir süre olmayıp, varlığın türüne ve pazar koşullarına göre değişebilir. Burada tek kriter, varlığın yeterli sayıda pazar katılımcısının dikkatini çekmesi için yeterli süre tanınması zorunluluğudur. Pazara çıkartılma zamanı değerlendirilmeden önce gerçekleşmelidir.
- **“ tarafların bilgili ve basiretli bir şekilde hareket etmeleri”** ifadesi, istekli satıcının ve istekli alıcının değerlendirme tarihi itibarıyla pazarın durumu, varlığın yapısı, özellikleri, fiili ve potansiyel kullanımları hakkında makul ölçülerde bilgilenmiş olduklarını varsaymaktadır. Tarafların her birinin bu bilgiyi, işlemde kendi ilgili konumları açısından en avantajlı fiyatı elde etmek amacıyla basiretli bir şekilde kullandıkları varsayılır. Basiret, faydası sonradan anlaşılan bir tecrübenin avantajıyla değil, değerlendirme tarihi itibarıyla pazar şartları dikkate alınarak değerlendirilir. Örneğin fiyatların düştüğü bir ortamda önceki pazar seviyelerinin altında bir fiyattan varlığını satan bir satıcı basiretsiz olarak kabul edilmez. Bu gibi durumlarda, pazarlarda değişen fiyat koşulları altında varlıkların el değiştirildiği diğer işlemler için geçerli olduğu gibi, basiretli alıcılar veya satıcılar o anda mevcut en iyi pazar bilgileri doğrultusunda hareket edeceklerdir.
- **“zorlama altında kalmaksızın”** ise her bir tarafın bu işlemi gerçekleştirmek için yeterli motivasyona sahip olduklarını ancak bu işlemi tamamlamak için zorlanmadıkları ve gönülsüz olmadıkları anlamına gelmek ifadesi ise taraflardan her birinin zorlanmış

olmaksızın veya baskı altında kalmaksızın bu işlemi yapma niyetiyle harekete geçmiş olmasıdır.”⁹⁴

2.10. Sermaye Piyasası Kurulu İlgili Tebliği

Gayrimenkul değerlendirme işinin taşıdığı önemden dolayı, SPK 2001 yılından itibaren, değerlendirme ve değerlendirme uzmanı kalitesi arttırmak amacı ile çalışmalar yürütmektedir.

Ülkemizde birçok amaçla değer tespitine ihtiyaç duyulmaktadır.

- Sermaye mevzuatı çerçevesinde, halka açık şirketler finansal tablolarını kamuya açıklamak zorundadır. Finansal tablolarda şirket varlıklarının doğru değerleriyle yer alabilmeleri için doğru şekilde değerlendirilmiş olması gerekmektedir.
- Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları her gayrimenkul kiralama ve alım satımlarında ve portföylerinde bulunan gayrimenkullerin en az yılda bir kez değerlendirmesini yaptırmaları gerekmektedir.
- İpotekli konut finansman sistemi çerçevesinde, (bankalar için teminat değerlendirme) doğru değer tespiti gerekmektedir.⁹⁵

SPK düzenlemelerine göre değerlendirme şirketleri ve değerlendirme uzmanları tarafından hazırlanan raporlarda bulunması gereken asgari bilgiler aşağıda sunulmuştur:⁹⁶:

1. “Rapor Bilgileri

- a. İçindekiler*
- b. Rapor Tarihi*
- c. Rapor Numarası*
- d. Rapor Türü*
- e. Raporu Hazırlayanların Ad, Soyadları*
- f. Sorumlu Değerleme Uzmanının Ad, Soyadı*

⁹⁴ TDUB, *Uluslararası Değerleme Standartları*, s.15.

⁹⁵ *Sermaye Piyasası Kurulu*, <http://www.spk.gov.tr> (erişim tarihi 07.05.2013)

⁹⁶ *Sermaye Piyasası Kurulu*, <http://www.spk.gov.tr> (erişim tarihi 17.06.2014)

- g. Değerleme Tarihi
 - h. Değerleme İşinin Sözleşme Tarih Ve Numarası
 - i. Raporun Kurul düzenlemeleri kapsamında değerlendirme amacıyla hazırlanıp hazırlanmadığına ilişkin açıklama
2. Şirket Ve Müşteri Bilgileri
- a. Şirketin Unvan Ve Adresi
 - b. Müşteri Tanıtıcı Bilgileri Ve Adresi
 - c. Müşteri Talepleri Ve Varsa Getirilen Sınırlamalar
3. Değerlemeye Konu Mülkün Bilgileri
- a. Konu Mülkün Yeri, Tanımı Ve Tapu Bilgileri
 - b. Tapu, İmar Planı Vb. Dökümanlar
 - c. Mülkün Son İç Yıl İçindeki Alım Satımı Ve Varsa Hukuki Durumundaki Değişimler
 - d. Takyidat Bilgileri
 - e. Kanunlara Göre Alınması Gereken İzinler Hakkında Bilgi
 - f. Yapı Denetim Kuruluşunun Tanıtıcı Bilgileri
4. Mülkün Analizi
- a. Bölge Analizi
 - b. Mevcut Ekonomik Koşulların Analizi
 - c. Mülkün Fiziksel Özellikleri
 - d. Değerlemede Kullanılan Varsayımlar
 - e. Müşterek Ve Bölünmüş Kısımların Değerleme Analizi
 - f. En Etkin Ve Verimli Kullanım Analizi
 - g. Gayrimenkule Bağlı Hak Ve Faydaların Analizi
5. Analiz Sonuçlarının Değerlendirilmesi
- a. Uygulanan Yöntemlerin Ve Nedenlerinin Açıklanması
 - b. Farklı Teknikler İle Elde Edilen Analiz Sonuçlarının Analizi
 - c. Asgari Bilgilerden Raporla Yer Verilmeyenler Varsa Neden Yer Verilmediğinin Açıklanması
 - d. Yasal Gereklere Yerine Getirilip Getirilmediğinin Açıklanması
 - e. Mülkün Gayrimenkul Yatırım Ortaklığına Alınmasının Uygun Olup Olmadığının Açıklanması

6. Sonuç

a. Nihai Değer Takdiri

i. *Peşin Satış Fiyatı Esasına Göre Türk Lirası Cinsinden Değeri*

ii. *Değerin Kdv Dahil Ve Kdv Hariç Miktarı”*

Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği (TDUB); Sermaye Piyasası Yasası ile kurulmuş, tüzel kişiliktir. Kamu kurumu niteliğinde meslek kuruluşudur. Birliğin amacı; gayrimenkul değerlendirme faaliyetlerinin ve gayrimenkul piyasasının gelişmesini, Birlik üyelerinin dayanışma ve disiplin içinde çalışmalarını, mesleki konularda üyelerin aydınlatılmasını, haksız rekabetin engellenmesini, üyelerin mesleki menfaatlerinin korunmasını sağlamak üzere Yasa ve bu Statü ile verilen görevleri yerine getirmektir.⁹⁷

TDUB faaliyet raporuna göre; Nisan 2010 itibariyle lisanslı gayrimenkul değerlendirme uzmanı sayısı 1.321, Nisan 2011 itibariyle 1.621, Aralık 2012 itibariyle 2.141, Aralık 2014 itibariyle 2.291, Aralık 2015 itibariyle 3.455 iken Aralık 2016 itibariyle 4.089 olmuştur.

2.11. Gayrimenkul Finansmanı

Taşınmazlarını para gibi başka bir varlık ile değiştirmek isteyen kişilerin etkileşim içinde olduğu alan gayrimenkul piyasası olarak tanımlanır. Piyasaların iç içe geçmesi ve ürünlerin çeşitlenmesi ile ortaya çıkan diğer kavram ise etkin piyasalardır. Etkin piyasa; fonların yüksek potansiyelli yatırımlara etkin şekilde dağıtıldığı piyasadır. Gayrimenkul piyasası ile etkin piyasalar arasındaki temel fark; etkin bir piyasada malların homojen olmasına karşın gayrimenkul piyasalarının homojen olmayışıdır. Gayrimenkul piyasasında dışsal faktörler etkin piyasaya göre fiyat üzerinde daha fazla etkilidir.⁹⁸

⁹⁷ Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği, <http://www.tdub.org.tr/> (erişim tarihi 12.04.2017)

⁹⁸ Hazar, s.11.

Temel Kavramlar⁹⁹

- Fırsat Maliyeti: Geçmişteki seçeneklerin veya seçilmemiş (alternatif) fırsatların maliyetidir.
- Yatırım Analizi: Gayrimenkulün edinim maliyetleri toplamı ile gelecekte beklenen yararlarının arasındaki ilişkinin analizidir.
- Yapılabilirlik Analizi: Fayda-maliyet ilişkisinin analizidir.
- Güçlü Piyasa: Yoğun işlem hacminin yaşandığı ve yüksek talebin görüldüğü piyasadır.
- Zayıf Piyasa: Düşük taleplerin yaşandığı ve fiyatların azalış eğiliminde olduğu piyasadır.
- Piyasa Analizi: Belli bir mal/hizmet için piyasanın tanıtılması ve incelenmesi işlemidir. Talep ve arz ilişkisi incelenmelidir. Gayrimenkul değerlendirme uzmanı piyasaya bakarken iki farklı perspektiften bakabilir:

1. Geniş piyasa açısından,
2. Mülkün rekabet ettiği mülkler açısından.

Belirli bir gayrimenkul piyasasını tanımlamak için araştırılması gereken hususlardan bazıları aşağıda sunulmuştur.¹⁰⁰

- Mülkün türü,
- Mülkün doluluk durumu,
- Müşteri (hedef) kitlesi,
- İnşaat kalitesi,

⁹⁹ Hazar, s.16.

¹⁰⁰ Hazar, s.16.

- Rakip mülklerin durumu (kalite, konum)
- Ulaşım olanakları,
- Tamamlayıcı mülkleri.

Gayrimenkul piyasası gelişmiş ve gelişmekte olan bir çok ülkede olduğu gibi, ülkemizde de ekonomiye ciddi katkılar sağlamıştır. Katma değer sağlaması, istihdama yol açması ve dolaylı olarak bir çok sektöre ihtiyaç duyması ekonomiyi olumlu yönde etkilemektedir. Ayrıca kentlere göçler, küreselleşmenin etkileri, çekirdek aile ile barınma isteği, gelir düzeyindeki artış gibi sebepler de daha fazla gayrimenkule ihtiyaç oluşturmuştur.

Gayrimenkuller barınma aracı olmanın ötesinde aynı zamanda bir yatırım aracı ve bir güvence olarak görülmektedir. Ancak gayrimenkuller günlük hayatta kullandığımız diğer ürünlere göre çok daha pahalı bir üründür. Bu durum gayrimenkul alımını zorlaştırmaktadır. Bir çok gayrimenkul yatırımcısı ürünün bedelini nakit ödeyecek kaynağa sahip değildir. Bu noktada borçlanma yolu ortaya çıkmakta ve fon kaynaklarına ihtiyaç duyulmaktadır.

2.11.1. Gayrimenkul Finansman Piyasalarında Fon Kaynakları

Gelişmiş bir gayrimenkul finansman sisteminden, talebi karşılayacak arzın artması ve mülklerin niteliğinin gelişmesi beklenir. Devlet, üreticiler, mali kuruluşlar ve hane halkı arasında dengeli bir ilişki kurulursa, bu beklenti sağlanabilir. Bu denge kurulamadığında, finansman sorunları ortaya çıkar.¹⁰¹

Gelişmekte olan bir çok ülkede ve Türkiye’de gelişmiş bir gayrimenkul finansman sistemi bulunmamaktadır. Bu durum, mülk edinimlerinde (özellikle konut) kişilerin birikimlerine veya yakın çevre desteğine ihtiyaç duymalarına neden olmaktadır.

¹⁰¹ Hepşen, **Gayrimenkul Piyasaları Ve Finansmanı**, s.107.

Bir çok ülkede, kültürel değişimler, gelir seviyesinin artması, kentlere göçler, bölünen aileler gibi gelişmeler konut edinilmesinde önemli bir artış yaşanmasına sebep olmuştur. Gerekli finansmanın sağlanması ise farklı fon kaynaklarının kullanılması ile mümkündür.

Gayrimenkul finansman piyasalarında kullanılan fon kaynaklarından ilki hane halkı geliridir. Daha sonra akraba ve yakın çevreden sağlanan destek söz konusu olmaktadır. Ancak bu kaynağın yetmediği durumlarda etkin bir finansman piyasasına ihtiyaç duyulmaktadır.

Gayrimenkul finansman piyasalarına fon kaynağı sağlayan yapıyı iki açıdan incelemek gerekir.¹⁰²

1. Kurumsal Olmayan Finansman Kaynakları

Gelişmekte olan ve az gelişmiş ülkelerin çoğunda uzman bir finansman kuruluşu bulunmamaktadır. Fonlama işlemleri kurumsal olmayan yapılarca gerçekleştirilmektedir. Kural ve yöntemlerin resmi bir şekilde oluşturulmadığı, geleneksel şekilde gerçekleşen yapılardır.

Genel olarak hane halkının yıllar içinde yaptığı birikimler ve yakın çevresinden edindiği destek ile gerçekleşir. Bunun dışında kooperatif sistemi ile gayrimenkul alımı sağlanmaktadır. Bu sistemde belli bir dönem boyunca aylık taksitler halinde ödemeler toplanır ve paralel olarak inşaat yapılır. Sistemin temeli yardımlaşma ve dayanışmadır. Ayrıca kurumsal olmayan finansman sisteminde yap-sat şeklinde çalışan müteahhitler de bulunmaktadır. Hem inşaatı yapıp satan, hem de gayrimenkul alım talebinde bulunan kişiye fon sağlayan (taksitlendiren) bir yapıdır.

2. Kurumsal Finansman Kaynakları

Kurumsal finansman kaynakları, resmi kurum ve kuruluşlardan oluşan, hukuki temeli olan, yasal izinlere tabi çalışan, kamu otoriteleri tarafından

¹⁰² Hepşen, **Gayrimenkul Piyasaları Ve Finansmanı**, s.13-30.

onay görmüş olan yapılardan sağlanan kaynaklardır. Bunları uzman gayrimenkul finansman kurumları, genel finansman kurumları ve kamu kurumları olarak ayırmak mümkündür.

Uzman gayrimenkul finansman kurumları; sadece konut satın almak veya inşaat yapmak isteyen kişi ve kurumlara, ipotekli konut kredisi tahsis etmek olan kurumlardır. Özel sektör veya kamu eliyle kurulmuş olabilir.

Genel gayrimenkul finansman kurumları; uzmanlık alanı başka bir birim olmasına karşın bünyelerinde gayrimenkul finansman birimi de barındıran; ticari bankalar, sigorta şirketleri, emeklilik fonları gibi ayrı bölümlerden oluşmaktadır.

Kamu kurumları tarafından sağlanan finansman ise, gayrimenkul piyasalarını desteklemek amaçlı, merkezi otoriteler tarafından sağlanır ve alt-orta gelir grubu için önemlidir.

2.11.2. Gayrimenkul Finansman Yöntemleri

“Gayrimenkul satın almak isteyen kişilere veya büyük gayrimenkul projelerini gerçekleştirmek isteyen kurumlara ihtiyaç duydukları kaynakların sağlanması, gayrimenkul finansmanının en temel amacıdır.”¹⁰³

Gayrimenkul finansman piyasasının etkinliği, piyasada arz edilen uzun vadeli kredilerin varlığı ile ölçülebilir. Etkin piyasa için, fon fazlası olan birimlerden fonları toplamak, gayrimenkul alımı için borçlanma ihtiyacı olan kişi ve kurumlara aktarmak gerekmektedir.

Sistemin başlaması gayrimenkul edinme talebine bağlıdır. Gayrimenkul alım talebinde olan kişi yada kurumun borçlanma sağlayan (kredi veren) kuruma başvurusunu takiben, kredi veren kurumun incelemesi başlamaktadır. Hem borçlanma yapacak kişi veya kurumun kredi borcunu ödeme gücü hem de alımı yapılacak olan

¹⁰³ Hepşen, **Finansal Krizlerde Gayrimenkul Finansman Piyasalarının Rolü Ve Gayrimenkul Fiyat Endekslerinin Önemi**, s.2.

gayrimenkulün incelemesi yapılır. Gerekli şartların yerine getirilememesi durumunda kredi sağlanamamaktadır.

Genel olarak gayrimenkul finansmanına ilişkin yöntemleri dört ayrı grupta incelemek mümkündür:¹⁰⁴

- Doğrudan Finansman Yöntemi
- Sözleşme Yöntemi
- Mevduat Finansmanı Yöntemi
- İpotek Bankası Yöntemi

Doğrudan finansman yönteminde finansal aracıya ihtiyaç duyulmamaktadır. Gayrimenkul alıcısı, mülkü kendi birikimi veya çevresinden edindiği destek ile karşılamaktadır. Kredi talebinde bulunmadığı için, fon kullanımını da söz konusu değildir. Etkin bir piyasa olmaktan çıkmaktadır.

Sözleşme yönteminde gayrimenkul alım talebinde olan kişi piyasa faiz oranının altında bir getiriyle birikimde bulunmaktadır. Birikimleri oranında krediye hak kazanmış olan kişi, kredi geri ödemesi sırasında piyasa faiz oranının altında faiz ödemektedir.

Mevduat finansmanı yöntemi, gayrimenkul finansmanı yöntemleri içinde en yoğun kullanılan yöntemdir. Bu sistemdeki fon kaynağı mevduat toplama yolu ile oluşturulur. Piyasa faizi ile toplanan mevduatlar, yine piyasa faizi ile gayrimenkul ipotek kredisi olarak sunulur.

İpotek bankası yönteminde, ipotek bankaları mevduat toplayan fon kurumlarından farklı olarak sadece gayrimenkul sektörünün finansman ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla kurulmuşlardır. Sistem, ipotek teminatlı konut kredisi vermek, verdiği kredilerle ve başka kurumlardan devraldığı kredilerle havuz oluşturmak ve

¹⁰⁴ Hepşen, **Finansal Krizlerde Gayrimenkul Finansman Piyasalarının Rolü Ve Gayrimenkul Fiyat Endekslerinin Önemi**, s.3-4.

bunları menkul kıymetleştirmek (ihraç etmek) şeklinde çalışmaktadır. İpotek bankacılığı üç grup işlemde yoğunlaşır:¹⁰⁵

- Kredilendirmek: Kredi başvurusu almak ve fon kaynağı olarak kredi vermek.
- Menkulleştirmek: Kredi havuzu oluşturarak, ipoteye dayalı menkul kıymetleri pazarlamak.
- Kredi Ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetlerin Yönetimi: Kredi ödemelerini tahsil ve takip etmek; tahsil edilen ödemelerin ipoteye dayalı menkul kıymet sertifikası yatırımcısına ödemesini sağlamak.

2.12. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO), temelde portföy yönetim şirketleridir. Kurulma amaçları, gayrimenkule ve/veya gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmaktır.

Ülkemizde GYO'lar son yıllarda gündeme gelmiştir. Nitelikli projelerin gerçekleştirilebilmesi ve sektöre kurumsal sermayenin girebilmesi açısından önem arz etmektedir. *“Hisselerinin en az %49'u halka açık olan GYO'lar, gayrimenkul yatırımlarının en temel dezavantajı olan likidite problemini ortadan kaldırmakta ve aynı zamanda bireysel ve kurumsal yatırımcılarının tasarruflarını ortak bir havuzda biraraya getirerek yüksek gelir elde edilebilecek büyük gayrimenkul projelerinin gerçekleştirilmesini mümkün kılmaktadır.”*¹⁰⁶

Ülkemizde Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının kurucularına ve kuruluş usullerine, payların kurul kaydına alınmasına, halka arzına, yönetimine ve yöneticilerinde aranacak niteliklere, faaliyet konuları ve portföy sınırlamaları ile kamuyu aydınlatma kapsamında açıklanacak bilgilere ilişkin esaslar Sermaye Piyasası Kurulu'nun III-48.1 Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği' ile düzenlenmiştir.

¹⁰⁵ Hazar, s.32.

¹⁰⁶ Hazar, s.34.

Tebliğde geçen bazı kavramlar aşağıda sunulmuştur:¹⁰⁷

- 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 ve ilgili tebliğde izin verilen diğer faaliyetlerde bulunabilen sermaye piyasası kurumlarıdır.
- Danışman şirket: Ortaklık ile yaptığı bir sözleşme çerçevesinde ortaklığa proje geliştirme ve kontrol hizmetleri de dahil olmak üzere gayrimenkul portföyünün geliştirilmesi ve alternatif yatırım imkanlarının araştırılmasına yönelik hizmetler sunan şirkettir.
- Gayrimenkul değerlendirme şirketi: Ortaklıkla yaptığı bir sözleşme çerçevesinde, ortaklık portföyündeki taşınmazların, projelerinin ve gayrimenkule dayalı hakların rayiç değerini ve kira rayiçlerini tespit etmek konusunda hizmet veren ve “Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde Değerleme Hizmeti Verecek Şirketler ve Bu Şirketlerin Kurulca Listeye Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği” çerçevesinde faaliyet gösteren gayrimenkul değerlendirme şirketleridir.
- Lider Sermayedar: Ortaklıkta tek başına veya bir araya gelmek suretiyle sermayenin asgari %20’si oranında pay sahibi olan ve ilgili tebliğde yazılı şartları taşıyan ortak ya da ortaklardır.
- Portföy değeri: Ortaklığın aktifinde yatırım amacıyla bulundurulmuş gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri, haklar, sermaye piyasası araçları, para piyasası ve ters repo işlemleri, Türk Lirası veya yabancı para cinsinden vadeli mevduat, yabancı para cinsinden vadesiz mevduatın rayiç değerleri ile iştiraklerin toplamıdır.
- Net aktif değeri: Ortaklık portföy değerine hazır değerler, alacaklar ve diğer aktiflerin eklenerek toplam borçların düşülmesi suretiyle bulunan tutardır.

¹⁰⁷ Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, <http://www.gyoder.org.tr/bulten/2017/134481-yeni.pdf> (17.02.2017)

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının yapabilecekleri işler:¹⁰⁸

- Ortaklık portföyünü oluşturmak.
- Portföyü değiştirmek.
- Yatırım riskini en aza indirecek şekilde portföyü 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 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 alınmak suretiyle yönetiliyorsa ilgili kuruluşların çalışmalarını izlemek gibi faaliyetlerde bulunurlar.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının yapamayacakları işler:¹⁰⁹

- Mevduat toplayamazlar.
- Tebliğde izin verilen işlemler dışında ticari, zirai ve sınai faaliyette bulunamazlar.
- İnşaat işlerini kendileri üstlenemezler.

¹⁰⁸ *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği*, <http://www.gyoder.org.tr/bulten/2017/134481-yeni.pdf> (17.02.2017)

¹⁰⁹ *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği*, <http://www.gyoder.org.tr/bulten/2017/134481-yeni.pdf> (17.02.2017)

- Otel, alışveriş merkezi, hastane, ticari parklar, iş merkezi, ticari depolar, süper marketler, konut siteleri ve bunlara benzer nitelikteki gayrimenkulleri ticari amaçla işletemez ve bu sebeple personel istihdam edemezler. Ancak, bu Tebliğin 27 nci maddesinin ikinci ve üçüncü fıkraları kapsamındaki faaliyetler ve bu faaliyetler nedeniyle istihdam edilen personel bu bent kapsamında değerlendirilmez.
- Kendi personeli ile başka kuruluşlara proje kontrol, yasal izinlerin takibi, proje geliştirme, mali fizibilite ve buna benzer hizmetler veremezler.
- Kredi veremezler.
- İlişkili taraflarıyla herhangi bir mal veya hizmet alım satımı işlemine dayanmayan borç alacak ilişkisine giremezler.
- Belgeye dayandırılmayan ve piyasa rayicinden bariz farklılık gösteren bir harcama veya komisyon ödemesinde bulunamazlar.
- Sürekli kısa süreli gayrimenkul alım satım işlemi yapamazlar.

3. GAYRİMENKUL DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Taşınmaz değerlendirme yöntemleri uluslararası değerlendirme standartları çerçevesinde incelenmiştir.

3.1. Değer Tespitinde Kullanılan Yöntemler

Taşınmaz değerlerini saptamak için çok sayıda yöntem kullanılsa da temelde birkaç yöntem vardır. Geleneksel yöntemlere aşağıda yer verilmiştir.¹¹⁰

- Emsal (Satışların) Karşılaştırılması Yöntemi
- Maliyet Yöntemi
- Gelirlerin Kapitalizasyonu Yöntemi

Değer tespitinde kullanılan geleneksel yöntemler ülkelerde çeşitli sebeplerle (örneğin şirket hesaplarında gösterme, vergilendirme) yaygın şekilde kullanılmaktadır.¹¹¹ Değer tespitinde kullanılan geleneksel yöntemleri; emsal karşılaştırma yöntemi, maliyet yöntemi, ve gelirlerin kapitalizasyonu yöntemi oluşturmaktadır. Uluslararası Değerleme Standartlarına göre üç farklı değerlendirme yöntemi bulunmaktadır. Aşağıda bu yöntemler hakkında ayrıntılı açıklamalar yapılmaktadır.

“Uluslararası değerlendirme standartları açısından genelde üç yöntem öneriliyor. Değeri belirleyen bu yaklaşımlar, emsal karşılaştırma, maliyet yaklaşımı ve gelir yaklaşımıdır. Genel kabul görmüş yaklaşım; çevrede yakın zamanda gerçekleşmiş karşılaştırmaya yeterli sayı ve nitelikte işlem varsa emsal karşılaştırma yaklaşımı yoksa, maliyet ve gelir yaklaşımlarının kullanılmasıdır.

Uluslararası değerlendirme standartlarına göre gayrimenkul değerlemesinde bir arsanın değeri en iyi ve en verimli kullanım sonucunda elde edilir. Öyleyse gayrimenkul değerlendirme uzmanı arsa üzerinde geliştirilebilecek projelerin her biri için bir analiz

¹¹⁰ TDUB, *Uluslararası Değerleme Standartları*, s.41.

¹¹¹ Sayce, Smith, Cooper ve Venmore-Rowland, s.12.

yaparsa, arsanın değerini en yüksek kılan projenin değeri bulunabilir. Bu noktada proje kısıtı imar iznidir. Örneğin konut mu yoksa AVM' mi yapılabilir? İzin verilen kapalı saha alanı ve maksimum yükseklik gibi bağlayıcı etkiler gayrimenkul değerini etkiler.”¹¹²

3.1.1. Emsal Karşılaştırma Yöntemi

Yöntemde, değerlemeye konu olan mülkün konumlu olduğu bölgede, benzer nitelikleri bulunan emsal mülkler incelenir ve gerekli düzeltmeler yapılarak taşınmazın tahmini değerine ulaşılır.

Emsal karşılaştırma yöntemi söz konusu gayrimenkule benzer karakterde gayrimenkulleri içeren karşılaştırılabilir hareketler var olduğunda kullanılmaktadır.¹¹³ Bu yöntem benzer taşınmazların satışını ve piyasa verilerini dikkate alıp karşılaştırmaya dayalı olarak değer takdiri gerçekleştirmektedir.¹¹⁴

Seçilen karşılaştırma kriterlerine göre gerekli matematiksel düzeltmelerin yapılması ile değerlemeye konu gayrimenkulün değerinin belirlenmesi işlemine denir.¹¹⁵ Bu yöntemde, değerlendirme uzmanı benzer mülkleri inceler. İncelediği benzer mülkler ile konu mülkü karşılaştırarak bir değer takdiri geliştirir. Emsal olarak seçilen mülkler ile değerlemeye konu olan mülkün farklılıkları varsa bu farklar parasal olarak ifade edilmelidir.

Ön koşul;¹¹⁶

- Karşılaştırılabilir gayrimenkuller için güvenli rayiç değerlerinin var olması,
- Karşılaştırma için seçilen gayrimenkullerin, değeri saptanacak olan gayrimenkul ile jeolojik-topografik yapısı, sosyo-kültürel donatılardan ve ulaşım olanaklarından yararlanma durumu, tarzı, yapıların türü, büyüklüğü, yaşı benzer olmalıdır.

¹¹² Berk, s.194.

¹¹³ Sayce, Smith, Cooper ve Venmore-Rowland, s.13.

¹¹⁴ TDUB, TUGDES Türkiye Değerleme Standartları Çalışması, s.77.

¹¹⁵ Yazıcı, Dinçer, Balsarı, s.3.

¹¹⁶ Hazar, s.123.

Emsal Karşılaştırma Yöntemi'nin uygulanabilmesi için aşağıdaki kriterler olmalıdır:

- Analiz edilen taşınmazın türü ile ilgili olarak mevcut bir pazarın varlığı (yeterli sayıda alıcı ve satıcı) gereklidir.
- Bu piyasadaki alıcı ve satıcıların, gayrimenkul hakkında iyi düzeyde bilgi sahibi olduğu kabul edilebilir düzeyde olmalıdır.
- Taşınmazın piyasada makul bir süre boyunca, makul bir satış fiyatı ile satışta kaldığı, mülk ile ilgilenenlerin belli bir fiyat ve satış özelliği konusunda bilgi alabilecekleri kabul edilebilmelidir.
- Piyasada, konu mülk ile ortak temel özelliklere sahip yeterli sayıda, makul bir zaman aralığında, satışı bekleyen veya gerçekleştirilmiş emsal mevcut olmalıdır.

Emsal (piyasa) karşılaştırma yöntemi değerlendirilecek gayrimenkulün değerini, yeni satılmış olan benzer diğer gayrimenkullerin satış fiyatına ve piyasadaki cari fiyat talebine göre belirlemektedir. “*Yaklaşımın ekonomik temeli hiçbir yatırımcının aynı piyasa koşullarında diğer yatırımcıların benzer gayrimenkullere ödediği fiyattan fazla ödemeyeceğine dayanmaktadır.*”¹¹⁷ Emsal karşılaştırma yönteminde geliştirilmemiş ve/veya geliştirilmiş gayrimenkulün değerini saptamak için mevcut pazar bilgilerinden yararlanılmaktadır.¹¹⁸

Emsal Karşılaştırma Yönteminde Süreç:

1. Verilerin toplanması / araştırılması,
2. Karşılaştırma birimlerinin seçimi,
3. Emsal satışların incelenmesi ve düzeltilmesi,
4. Verilerin uzlaştırılması.

¹¹⁷ Erdiñ Karadeniz, Serkan Yılmaz Kandır ve Yıldırım Beyazıt Önal, “Konaklama İşletmelerinde Gayrimenkul Değerleme ve Bütünsel Değerin Hesaplanması: Hipotetik Bir Uygulama”, *Anatolia: Turizm Araştırmaları Dergisi*, Cilt 20, Sayı 2, Bahar: 149-168, 2009, s.157.

¹¹⁸ Doğan, s.247.

1. Verilerin toplanması / araştırılması: Satış tarihi, fiyat, büyüklük, konum-arazi kullanım kısıtlamaları, fiziksel durum gibi özellikler açısından konu gayrimenkule benzer taşınmazlar için satış işlemleri ve alış-satış için verilen tekliflerin araştırılması aşamasıdır. Sonuçlar piyasadan edinilir. Piyasa değeri verilerinde genellikle emlak vergi değeri verileri edinilse de uygulamada pek kullanılmaz. Bazı durumlarda yakın çevreden bilgi bulunamayabilir. Uzak çevre analizleri gerekebilir. Verilerin doğruluğu ve işlemlerin çıkar ilişkisi olmayan taraflar arasında yapıldığı kontrol edilmelidir. Çıkar ilişkili olduğu anlaşılan bilgiler kullanılmamalıdır. Doğrulama, piyasa hakkında ilave bilgiler getirecektir. Verilerin tartışmalı olup olmadığı belirlenmelidir. Böyle satış olduğu düşünülen işlemlere güvenilmemelidir. Verilerin kullanılmaması tercih edilmeli, zorunlu kullanım söz konusu ise satış koşullarında ilgili düzeltmenin yapılması gereklidir.

2. Karşılaştırma birimlerinin seçimi: Satış verilerinin toplanıp doğrulanmasından sonra sistematik analiz başlar. Karşılaştırma birimlerinin benzer olması gerektiğinden satış fiyatları benzer birimler ile ifade edilmelidir. Karşılaştırma birimleri emsal olarak seçilen mülkler ile değerlemeye konu olan mülk arasındaki karşılaştırmayı daha sağlıklı ve daha kolay olması için kullanılır.

Bazı durumlarda düzeltmeler gerekebilir. Bazı durumlarda ise benzer gözükmeye karşın konu mülkten çok büyük ya da çok küçük olan bir satış anlamlı bir emsal olmayabilir. Emsal mülkler konu mülke yakın büyüklükte seçilmelidir.

3. Emsal satışların incelenmesi ve düzeltilmesi: Konu mülk ile karşılaştırılabilir satış mülkünü emsal kabul edip karşılaştırabilmek için düzeltme işlemi gerekebilir. Farkların belirlenmesi ve fiyatların karşılaştırma unsurundaki farklar için düzeltilmesi sürecidir. Genellikle uygulanan metot, bir piyasa verileri tablosunda düzeltme yapılmasıdır. Karşılaştırma kriterleri belirlenir. Düzeltmeler tanımlanır ve gerçekleştirilir.

4. Birçok değer göstergesinin tek bir değer veya değer sınırları üzerinde uzlaştırılması: Emsal değerler için elde edilen rakamların genellikle ortalaması alınarak emsal birim değer veya emsal toplam değere ulaşılmakta, değerlemede değerlemeye esas varlığın değeri bu veri çerçevesinde hesaplanmaktadır.

Bu yöntemde kullanılacak kaynaklar ise; kontratlar, teklifler, gerçekleşmiş satış değerleri, emlak komisyoncularından elde edilen veriler, diğer değerlendirme uzmanlarının görüşleri ve uzmanın arşivi olarak sıralanabilir.¹¹⁹

Emsal karşılaştırma yöntemi uygulanırken değeri tespit edilecek varlık ile emsal durumundaki varlıkların bazı özellikler açısından karşılaştırılması gerekmektedir. Özellikleri arasında farklılık bulunması durumunda düzeltme işlemleri uygulanmalıdır. Yine bu yöntemde karşılaştırılacak özellikler de şunlar olmaktadır:¹²⁰

- Mülkiyet hakları (hukuksal durum),
- Finansman koşulları (satışın finansman yöntemi),
- Satış koşulları (taksit, peşin ödeme),
- Satış sonrası yapılacak harcamalar (bakım, imar plan değişikliği),
- Piyasa koşulları (zaman düzeltmesi),
- Konum,
- Fiziksel özellikler,
- Ekonomik özellikler,
- Kullanım durumu / İmar,
- Gayrimenkul dışı bileşenler.

¹¹⁹ Yazıcı, Dinçer, Balsarı, s.6.

¹²⁰ Hacıköylü, s.107-108, 110.

Güvenilir ve yeterli veri olması durumunda her cins taşınmaza uygulanabilir. Değeri belirlemek için veri olması durumunda en uygun yöntemdir. Ancak özel amaçla inşa edilmiş taşınmazların değer tespitinde kullanılmaz. (Örnek; cami, okul müze, kütüphane vs.)

Emsal karşılaştırma yönteminin genelde kullanım alanlarını şunlar oluşturmaktadır;¹²¹

- Güvenilir ve yeterli veri olması durumunda her cins taşınmaza uygulanabilir.
- Genellikle gelir getirmeyen taşınmazların değer tespitinde kullanılır,
- Ülkemizde konut değerlemesinde (teminat amaçlı) yaygın kullanım alanı vardır,
- Mülk sahibinin kullandığı ticari ve sanayi taşınmazlar için en iyi göstergeleri sağlar,
- Kıymet takdir komisyonları ve mahkemeler genellikle bu yöntemi kullanırlar,
- Uzman olmayan kişilerce anlaşılması kolaydır,
- Arsa değerlemesinde kullanılır.

Basit fakat uygulanması çok da kolay olmayan bir yöntemdir. Belli bir dönem için satışı gerçekleşmiş emsalleri tespit etmek zordur. Bu sebeple gerçek satış bedellerine ulaşmak da kolay değildir.¹²²

Verilerin yetersiz olduğu ortamlar, fiyatların hızlı değiştiği dönemler, kullanılmasının uygun olmadığı durumlardır.

¹²¹ Yazıcı, Dinçer, Balsarı, s.85.

¹²² Yazıcı, Dinçer, Balsarı, s.86.

3.1.2. Maliyet Yöntemi

Maliyet yönteminde esas, konu mülkle aynı yararı sağlayan ikame bir mülk geliştirme veya yeni bir mülkün maliyetini hesaplamaktır. Maliyet yönteminde geçerli bir değer göstergesi türetmek için, geliştirilen maliyet tahmininde, konu mülkle yaş, durum ve yarar farkları için düzeltmeler yapılır. Maliyetle değer arasında bir ilişki olduğundan, maliyet yönteminin piyasanın düşünce tarzını yansıttığı kabul edilmektedir.

Piyasada sıkça el değiştirmeyen taşınmazların değerlendirilmesinde, karşılaştırılabilir satış bilgisi olmadığında, özel kullanımı olan yapıların değerlendirilmesinde, alışlagelmişin dışında bir taşınmaz olduğunda veya gelir getiren bir mülk olmadığında kullanılabilir. Özellikle yarım kalmış projelerin değerlendirilmesinde ve arsa ile yapının ayrı ayrı değerlerinin belirlenmesinin gerekliliğinde uygulanır.¹²³

Maliyet yöntemi; bir gayrimenkulün satın alınması yerine gayrimenkulün tıpatıp aynısının ya da aynı yararı sağlayacak başka bir gayrimenkulün inşa edebilme olasılığını dikkate alır.¹²⁴ Genel olarak; sanayi sitesi, fabrika, iş hanı, yönetsel yapılar ya da bahçeli ev gibi üzerinde yapı bulunan, emsali bulunmayan, kira gelirleri bilinmeyen veya olmayan yapı taşınmazların değer tespiti çalışmasında uygulanır. Ekonominin temel kavramlarından yerine koyma ilkesi üzerine yapılanmıştır. Bu yöntemde amaç, gayrimenkulün değerlendirilme tarihindeki maliyet bedeline ulaşmaktır.

Bedel; arsa değerleri, dış tesis, yapı değeri ve özel işletme donatılarını kapsamaktadır. Maliyet; kavramsal olarak, yeniden üretme maliyeti ve yerine koyma maliyeti olmak üzere iki farklı şekilde düşünülebilir. Maliyet değerlerinde bir mülkün yeniden inşaa edilmesi durumunda veya yerine konacak inşaatın maliyetiyle karşılaştırılarak değerlendirilmesi düşüncesi bulunmaktadır. Maliyet tahmini yapıldıktan sonra, toplam maliyetten amortisman düşülür ve üzerine tahmini arazi değeri eklenerek değer tespiti yapılır.

¹²³ TDUB, TUGDES Türkiye Değerleme Standartları Çalışması, s.12.

¹²⁴ Berna, A. Nuhoglu, "Gayrimenkul Değerleme", Yüksek Lisans Tezi, 19 Mayıs Üniversitesi, Fen Bilimleri Enstitüsü, 2007, s.38.

*“İnşa maliyeti + girişimci karı – amortisman + arsa değeri=piyasa değeri”*¹²⁵

Yöntem, benzer bir gayrimenkulle kıyaslanarak söz konusu gayrimenkulün değerinin tahminine ilave olarak, gayrimenkulü geliştirmeye yönelik cari gider tahmini ve geliştirme giderlerinin amortisman oranının tahminini gerektirmektedir. Hesaplanan yeni maliyet, değer üst sınırını tayin etme eğiliminde olmaktadır.¹²⁶ *“Uygulamada yaklaşım, yapılacak değer tahmininde yenisinin maliyeti değerlemesi yapılan gayrimenkul için ödenebilecek olası fiyatı aşırı ölçüde aştığı durumlarda eski ve daha az fonksiyonel mülkler için amortismanı da içerir.”*¹²⁷ Maliyet yöntemi, piyasa katılımcılarının değer maliyetle ilişkisi olduğunu kabul etmelerine dayanmaktadır. Bu yöntemde, geliştirmenin amortize edilmiş yeni maliyetinin arsa değerine eklenmesi suretiyle mülk değeri takdir edilmektedir.

Bir mülkün değeri, tahmini arazi değerine binaların aynısını (ya da benzerini) yapmanın masrafı eklenip bundan amortisman (yıpranma, eskime) düşülerek bulunmaktadır. Değerlemenin maliyet yöntemi, bir gayrimenkulün bir mal sahibi tarafından sahip olunduğu fakat benzer gayrimenkuller için hareketlerin karşılaştırılabilir ispatının ciddi bir eksikliğini bulunduğu durumda kullanılmaktadır. Bu yöntem genel olarak kira gelirleri tespit edilemeyen yapı mülklerin ve üzerinde yapı bulunan mülklerin değerlemesinde kullanılabilir. Ayrıca yeni kurulmuş konaklama işletmeleri için de uygun bir yöntemdir.¹²⁸

Maliyet yönteminin genel olarak kullanım alanları şunlardır:¹²⁹

- Piyasada sıkça el değiştirmeyen mülklerde,
- Özel kullanımı olan taşınmazlarda,
- Emsal mülk olmadığında,
- Çok yavaş bir piyasası olduğunda,

¹²⁵ Williams. L. Ventolo ve Martha R. Williams, **Fundamentals of Real Estate Appraisal**, 8th Edition. Chicago, IL: Dearborn, 2001, s.152.

¹²⁶ Karadeniz, Kandır ve Önal, s.156.

¹²⁷ TDUB, TUGDES Türkiye Değerleme Standartları Çalışması, s.77.

¹²⁸ Karadeniz, Kandır ve Önal, s.156.

¹²⁹ Yazıcı, Dinçer, Balsarı, s.36.

- Gelir getiren bir gayrimenkul cinsi olmadığında,
- Yarım kalmış projelerde,
- Arsa ve yapıların ayrı ayrı değerlendirilmesi gerekli durumlarda,
- Satışların karşılaştırılması yönteminde bazı kalemlerin parasal düzeltmelerinde,
- Fizibilite çalışmalarında.

Bu yöntemde yararlanılan kaynaklar ise şunlardır:

- İnşaat sözleşmeleri,
- Endeksler (varsa),
- Yüklenici firmaların bilgileri,
- Profesyonel maliyet hesabı yapan şirketler,
- Tamamlanmış projelerin inşaat maliyeti bilgileri,
- Çevre ve Şehircilik Bakanlığı yıllık listeleri ve
- Değerleme uzmanının kendi kayıtlarıdır.¹³⁰

Maliyet yönteminde genellikle, maliyetin tahmini için iki farklı metot kullanılmaktadır.

- Yeniden İnşaa Maliyeti
- İkame Maliyeti

İkame Maliyeti (Yerine Koyma): Fiili değerlendirme tarihinden güncel malzemeler, standartlar, tasarım ve vaziyet planı kullanılarak, değerlendirilen binanın yararına eşdeğer bir bina inşa etmenin tahmini maliyetidir. İkame maliyeti birçok

¹³⁰ Hacıköylü, s.111.

eskime biçimlerinin ölçülme ihtiyacını ortadan kaldırabilir.¹³¹ Artık kullanılmayan modası geçmiş inşaat malzemelerinin, tasarım ve işçilik tekniklerinin kullanılması elenerek, fonksiyonel eskimenin bir çok şeklinin ortadan kaldırılmasıdır.

Özellikle yeni inşa edilmiş yapılar için uygundur. Çünkü bu tür yapılarda maliyetlerin tahmini kolay olup, genellikle yıpranma durumu düşüktür. Yaşlı taşınmazlarda oluşan yıpranmanın tahmininde yaşanan zorluklar maliyet yönteminin güvenilirliğini azaltabilir. Sigortacılık uygulamalarında yapı değerlerinin ayrı ayrı belirlenmesi gerektiğinden özellikle bu yöntem kullanışlı olarak kabul edilmektedir.

Yeniden İnşa Maliyeti: Fiili değerlendirme tarihinde mülkün olduğu kadar aynı malzemeleri, tasarım, inşaat standartlarını, işçilik kalitesini ve vaziyet planı kullanarak ve konu mülkün eskimesini aynen muhafaza ederek, yapının birebir aynısını veya tam bir kopyasını inşa etmenin tahmini maliyetidir.¹³² Aynı inşaat malzemeleri, aynı işçilik kalitesi ve aynı tasarım ile orijinal yapının tamamen aynısının yapılması ile oluşacak maliyettir.

Yöntemin zorlukları; profesyonel uzman görüşü gerektirmesi, Pazar değerini tam gösterememesidir. Eski yapılarda pek de uygun değildir. Kullanılmasının uygun olmadığı durumlar arasında:¹³³

- Yapıların eski olması,
- Yapıların en iyi ve verimli kullanımında olmaması,
- Piyasa verileri ile desteklenmemesi,
- Tam mülkiyet dışındaki değerlemeler sayılabilir.

Mülk değerinde, herhangi bir nedenden ötürü meydana gelen eskime, yıpranma ve kayıp amortisman olarak ifade edilir. Yapının kullanımından doğan aşınma ve değer kaybıdır. Gayrimenkul değerlendirme uzmanı yapıda meydana gelen amortismanı tahmin

¹³¹ Yazıcı, Dinçer, Balsarı, s.118.

¹³² Yazıcı, Dinçer, Balsarı, s.118.

¹³³ Hazar, s.142

ederek, bu bedeli, yapının yeniden inşa ve ikame maliyetinden düşer ve yapının yıpranmış maliyetini tahmin edebilir.

Maliyet yönteminde, amortisman piyasa verilerinden çıkartılır ancak, bu mümkün değilse, hesaplanarak maliyet bedelinden düşülür. Böylece amortismanlı maliyete ulaşılır.

Toplam maliyet – Uygulanabilir toplam amortisman = Amortismanlı maliyet

Mülkün piyasa değeri = Arsa değeri + Amortismanlı maliyet

Amortisman, bir varlığın amorti edilebilir kısmının, faydalı ömür süresine sistematik olarak dağıtılmasıdır. Bir amortisman akçesi halinde amortisman tabii bir maddi varlığın yatırım maliyetinin aşınma (tükenme) payıdır.¹³⁴ Amortisman değerlemede eskime anlamında kullanılmaktadır. 3 farklı fonksiyondan oluşmaktadır. Bunlar;¹³⁵

1. **Fiziksel Eskime (Fiziksel Bozulma):** Binanın taşıyıcı sisteminin fiziksel bir ömrü olduğunun bilinmesi ve gerekirse bir uzmandan destek veya rapor alınması gerekmektedir. Fiziksel eskime ya da fiziksel bozulma, fiziksel yıpranmadan kaynaklanan değer kaybıdır.
2. **Fonksiyonel Eskime (İşlevsel Eskime):** Yapının işlevini, yarar ve değerini azaltan; yapıda, malzemede ya da tasarımdaki kusurlar, eskimelerdir. Varlığın piyasa standartlarına göre fonksiyonel kapasitesini yitirmesinin sonucunda ortaya çıkmaktadır. Fiziksel yıpranma kadar açık değildir. Bu sebeple ölçülmesi de daha zordur.
3. **Ekonomik Demodelik (Dış demodelik, dışsal eskime, sosyo ekonomik eskime):** Mülkteki olumsuz etkenlerden kaynaklanan, mülkün satılabilirliğine geçici veya devamlı zarar veren faktörlerdir. Fonksiyonel eskimeden farklıdır. Burada mülkün içinde bulunduğu çevreden gelen olumsuz değişimlerin etkisi

¹³⁴ Rostron, s.10.

¹³⁵ Hazar, s.154-156.

söz konusudur. Mülkün dışındaki fiziksel, ekonomik veya çevresel etkenlerden kaynaklanan kayıptır. Genellikle iyileştirilemezdir.

Amortisman tahmininde birçok yöntem kullanılabilir. Üç temel yöntem şunlardır:

- Piyasadan çıkartma: Amortismanı içinden çıkartılabilecek emsal satışları temel alır. Piyasa satışları ile karşılaştırmalar yapar.
- Ayrıştırma yöntemi: Amortisman hesabının en detaylı yoludur. Toplam amortisman tahminini çeşitli bileşenleri arasında paylaşmak veya her amortisman unsuru tahminini toplayarak toplam amortismanı ulaşmak.
- Yaş-ömür yöntemi: Bir mülkün efektif yaşının ekonomik ömür beklentisine olan oranını hesaplayarak, bu oranı taşınmazın toplam maliyetine uygulayarak tahmin edilir.

$$\text{Amortisman} = \text{Toplam Maliyet} \times \text{Efektif Yaş} / \text{Toplam ekonomik Ömür}^{136}$$

Genel olarak yaş-ömür yöntemi ve piyasadan çıkarma yöntemi toplam amortisman tahmininde kullanılır. Ayrıştırma yöntemi ise, her amortisman unsurunu ayrı ayrı belirtir. Piyasadan çıkartma ve yaş-ömür yöntemleri taşınmazın tamamını dikkate alır. Bu sebeple uygulanması daha kolaydır.

Bu yöntemde kullanılan bazı formüller aşağıda sunulmuştur:

- **Vergi Değeri** = Arsa Değeri + (Yapı Alanı x m² Birim Maliyet) x (1 - Yıpranma Oranı) x (1+(Asansör Sayısı x 0,06) + (Kalorifer Sayısı x 0,08))
- **Taşınmaz Değeri** = (Arsa Değeri + Yapı Yeniden İnşa Maliyeti) – Toplam Yıpranma Tutarı
- **Taşınmaz Değeri** = Arsa Değeri + (Yapı Alanı x m² Birim Maliyeti) x (1 - Yıpranma Oranı)
- **Toplam Gelir Değeri** = Arsa Değeri + Bina Değeri
- **Yıpranma Oranı** = Fiili Yaş / Ekonomik Ömür

¹³⁶ McKinley, s.383.

- **Yıpranma Tutarı** = Toplam Maliyet x (Efektif Yaş / Toplam Ekonomik Ömür)
- **Teknik Ömür** = Takvim Yaşı + Kalan Teknik Ömür

Örneğin; değerlemeye konu taşınmazın binası 2007 yılında inşa edilmiş olup 3 katlı ve 30 x 15 metre boyutlarındadır. Bodrum ve teras katı bulunmayan bu binanın 2016 yılı yapı birim maliyeti 630 TL/m² ve 9 yaşındaki binanın toplam amortisman oranı %18'dir. Buna göre, bu binanın zemin bedeli hariç toplam maliyet bedeli hesaplanacaktır.

Yapı Değeri = (Yapı Alanı x m² Birim İnşaat Maliyeti) x (1 – Yıpranma Oranı)

Yapı Değeri = [(30 x 15 x 3) x 630] x (1 – 0,18)

Yapı Değeri = 697.410 TL

Arsa ve yapı değerini ayrıştırılması gerektiği durumlarda tercih edilmekle beraber, özellikle gelir getiren ve bu gelirlerin sağlıklı bir şekilde tespit edilebildiği durumlarda tercih edilmez.

3.1.3. Gelirlerin Kapitalizasyonu Yöntemi

Gelirlerin kapitalizasyonu yöntemi, değerlemesi yapılan gayrimenkule ait gelir ve gider verilerini dikkate almakta ve indirgeme yöntemi ile değer tahmini yapmaktadır. *“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.”*¹³⁷ Metinde geçen Getiri ya da İskonto Oranı, gelecekte ödenecek veya alınacak olan parasal bir tutarın bugünkü değerine dönüştürülmesi amacıyla kullanılan bir getiri oranıdır. İskonto oranı veya indirgeme oranının kullanılan beklenen kazanç tipleri ile tutarlı olması gerekmektedir. Nakit akışlarının bugünkü değer hesaplamaları genelde her bir nakit akışı sınıfı için uygun indirgeme oranları kullanılarak

¹³⁷ TDUB, TUGDES Türkiye Değerleme Standartları Çalışması, s.77.

gerçekleştirilmektedir. Bir son değer hesaplaması, bir dönem sonu indirgeme oranı kullanılarak yapılmakta ve uygun bir iskonto oranı kullanılarak bugünkü değere indirilmektedir.

Gelirlerin kapitalizasyonu yönteminde değerleme uzmanı bir mülkün gelecekteki yarar üretme kapasitesini inceleyerek bunu güncel bir değer göstergesine indirger. Gayrimenkullerin gelecekte sağlayacağı gelirler tespit edilebildiğinde kullanılması en yararlı yöntemi oluşturmaktadır. Bu yöntemde mülkün getireceği gelir, boş kalma, tahsilat kayıpları ve işletme giderleri işletme dönemi için analiz edilmektedir.

Yöntemde, bir arsa üzerindeki gayrimenkulün değerlemesi sırasında ele alınacak gelir, gayrimenkulün net geliri olmaktadır. Gayrimenkulün net geliri hesaplanırken, elde edilen brüt gelirden arsanın boş kalması durumuna göre elde edilecek alternatif gelir ve işletme gideri çıkartılmaktadır. Gelirlerin kapitalizasyonu yöntemi güvenilir karşılaştırma verilerinin olmadığı, gelir getiren taşınmazların değerlemesinde ve binanın yaşlı olduğu bu nedenle maliyet yönteminin güvensiz olacağı gelir getiren taşınmazların değerlemesinde kullanılmaktadır.

Yöntem iki temel metodolojiyle desteklenmektedir. Bunlar “Direkt (doğrudan) kapitalizasyon” yöntemi ve “Gelirlerin getirisi kapitalizasyonu (indirgenmesi)” yöntemidir. İster birinci isterse ikinci yöntemle hesaplanсын gelir kapitalizasyonunun benzer değer göstergeleri üretmesi gerekmektedir.

Çalışmada bu yöntemin seçilme nedenlerinin başında ise; uygulama örneğinde kullanılan mülkün ticari nitelikte olması ve gelir getiriyor olmasıdır.

3.2. Yöntemlerde Kullanılan Bazı Analizler

Yöntemler uygulanır iken analizler kullanılır. Bu analizlerden bazılarını aşağıda incelenmiştir.

Pazar Analizi

Pazar analizi 3 geleneksel yöntem için kullanılan ve değer tespiti için çok önemli rol oynayan bir etkidir. Maliyet yönteminde arsa değeri tespitinde ve yapının eskimesinin tespitinde, emsal karşılaştırma yönteminde benzer mülkleri karşılaştırmak için, gelir kapitalizasyonu yönteminde gelir ve giderlerin arz talep genlerine göre araştırılmasında kullanılır. Konu mülkün konumlandığı pazarın ve rakip arzın tanımlanması olarak özetlenebilir.¹³⁸

Mülkün yakın çevresinde konumlu benzer mülklerin özelliklerinin, kira veya satış fiyatlarının incelenmesi, etki alanı içinde bulunduğu nitelikli mülklerin (avm, otel...) etkilerinin incelenmesi, rakiplerin araştırılması gibi işlemlerin yapıldığı bölge analizidir.

En Etkin Ve Verimli Kullanım Analizi

“En etkin ve verimli kullanım analizinde değerlendirme uzmanı söz konusu mülkü etkileyen Pazar güçlerini analiz eder ve nihai değerini dayanacağı kullanım ya da kullanımları tanımlar.”¹³⁹

Temelde en etkin ve verimli kullanım analizi, boş bir arsa ya da yapılandırılmış bir mülkün finansal olarak yapılabilir, yasal olarak mümkün, fiziksel olarak yapılabilir ve en yüksek değere ulaşılan kullanımı ifade eder.

Bu kullanım için dört kriter aranır.

- Fiziksel olarak mümkün
- Finansal olarak yapılabilir
- Yasal olarak mümkün
- En verimli.

Arazi kalıcı bir varlıktır; fakat üzerine inşa edilen yapıların ömrü vardır. Zaman içinde eskimeye mağruz kalır ve kullanım ömrünü tamamlar. Arazinin taşınmaz olması

¹³⁸ Onurlu, s.43.

¹³⁹ Onurlu, s.43.

sebebiyle üzerine inşa edilecek olan yapıya katlısı ve etkileri vardır. Arazinin kendine özgü özellikleri kullanım şeklini, faydasını belirler. Yani mülk faydalarına göre değerlidir. Bu sebeple arazinin en etkin ve verimli kullanımı üzerine inşa edilecek yapının da değerini belirler.

“En etkin ve verimli kullanım, bir mülkün fiziksel olarak mümkün olan, haklılığı kabul edilen, yasal olarak izin verilmiş, finansal açıdan gerçekleştirilebilir ve değerlendirilmekte olan mülkün en yüksek değere sahip olmasını sağlayan, en olası kullanımıdır.”¹⁴⁰

Fizibilite

Bir yatırımcı boş bir arsa üzerinde proje geliştirirken en etkin ve verimli kullanım analizine ihtiyaç duyar. Bir gayrimenkul projesinde fizibilite analizi çalışmanın ilk aşamasını oluşturur.

“Fizibilite çalışması, yeni bir iş veya proje geliştirme sürecinde belirli varsayımlar ve tahminler dahilinde girişilecek yatırımın gerçekleşmesi ve sonuçları ile ilgili tespit ve değerlendirmeleri içeren bir süreçtir. Fizibilite çalışması, proje hakkında birçok anahtar değişkenin ve projeyi oluşturan parçaların bir araya getirilerek proje geliştirme sürecinde bütünleştirilmiş bir analizin yapıldığı ilk aşama olarak kabul edilir. Ön fizibilite çalışması projeye ilişkin bazı senaryoların ortaya konarak bunlara dayanan bir ön değerlendirme yapılmasıdır.”¹⁴¹

Fizibilite çalışması bir projenin başarı durumunu değerlendirir. Bu sebeple yapılan araştırma ve çalışmanın tarafsız bir gözle yapılması çok önemlidir. Ön fizibilite çalışmalarında elde edilen sonuçlara göre fizibilite çalışması şekillenir. Fizibilite çalışması çok daha maliyetli ve zaman alan bir süreç olup, ön fizibilite çalışması bu maliyete katlanıp katlanmama kararıdır.

Fizibilite çalışmasının en önemli ayağı Pazar analizidir. *“Fiziksel bir mekanın olmasına bakılmaksızın, rasyonel alıcı ve satıcıların bulunduğu her türlü ortam piyasa*

¹⁴⁰ TDUB, TUGDES Türkiye Değerleme Standartları Çalışması, s.20.

¹⁴¹ Prof.Dr.Raif Parlakaya, **Proje Analizi Ve Değerlendirme**, Anadolu Üniversitesi Yayın No:1670, s.22.

olarak adlandırılabilir. Pazar araştırmalarını etkileyen çok sayıda faktör bulunmaktadır. Yeni iş ve yatırım projelerinin başarıya ulaşmasında en önemli adım ihtiyaçların belirlenerek tanımlanmasıdır.”¹⁴²

Parsel Geliştirme Analizi

Parsel geliştirme analizi, genellikle boş arsanın değer tespitinde yakın çevresinde satış bilgilerinin yetersiz olduğu, fakat geliştirilmiş parsellerin muhtemel satış fiyatları mevcut olduğu durumlarda kullanılmaktadır. Ayrıca, göstergelerinin makul olup olmadığını teyit etmek için de bu analiz kullanılmaktadır.

¹⁴² Parlakkaya, s.25.

4. GELİRLERİN KAPİTALİZASYONU YÖNTEMİ

“Gelir; bir ekonomik birime çeşitli yollardan sağlanan paradır. Toprağın geliri rant, emeğin geliri ücret, girişimin geliri kardır. Bir memurun maaşı, bir işçinin ücreti, bir ev sahibinin aldığı kira, ödünç verenin aldığı faiz onların geliridir. Gider deyimi karşılığında kullanılır. Ekonomik denge, giderin gelire uygunluğu ile sağlanır. Masraf ve vergiler çıkarılmadan göz önüne alınan gelire brüt gelir denir. Net gelir, bir ekonomik birimin satın alma gücünü dile getirir.”¹⁴³

Gelir kapitalizasyonu yöntemi, değer tespiti yapılacak olan mülkün gelir ve giderlerini dikkate alarak, indirgeme yöntemi ile değerlendirme yapmaktır. Bu yöntemin uygulanmasında piyasa faiz oranları, emsal mülklerin getirileri, enflasyon ve risk beklentisi gibi analizler gerekmektedir.

“Gelir yaklaşımı bir varlığın özellikleri sonucunda sahibine gelecekte sağlayacağı faydaların sayısal ifadesinin ölçümü olarak tanımlanabilir. Varlığın özelliklerinin ve gelecekte sağlayacağı faydaların doğru gözlemlenebilmesi durumunda ekonomik değer, bir varlığın değerinin en doğru ifadesidir. Önce firma tarafından gelecekte elde edilecek gelirin belirlenmesini, sonra gelir ve değer arasındaki bağlantının kurulmasını ve daha sonra gelirin bir değer hesaplamasına dönüşmesini içerir.”¹⁴⁴

Kira geliri basit olarak bir nakit akışıdır, bu nedenle kiralanan malın değeri tahmin edilen nakit akışının bugünkü değeri tarafından belirlenir. Gelir yönteminde, değerlendirilmesi yapılacak gayrimenkulden elde edilecek gelirden hareketle gayrimenkulün satış fiyatı belirlenmeye çalışılmaktadır. Bu yöntemde gelecekte elde edilecek gelir bugüne indirgenmektedir.

“Gelir kapitalizasyonu yaklaşımında değerlendirme uzmanı, bir mülkün gelecekteki yararlarını üretme kapasitesini inceler ve geliri güncel bir değer göstergesine kapitalize eder.”¹⁴⁵

¹⁴³ Hançerlioğlu, s.127.

¹⁴⁴ Chambers, s.206.

¹⁴⁵ Onurlu, s.34.

Bu yöntem, genelde geliştirilen bir gayrimenkulün kiralama veya işletilmesi ile elde edilmesi beklenen gelirlerin dikkate alınması ile kullanılır.

Yöntemde, konu mülke ait aylık toplam kira gelirleri, işletme giderleri için alınan katkı payları dahil olmak üzere, yıllık artışlar da dikkate alınarak nakit girişleri hesaplanır.

Tahsil edilemeyen kiralar ve boş kalma süreleri gibi hususlar da bu gelirin hesaplanmasında dikkate alınır.

Bununla birlikte eğer mevcut ise, reklam panoları, otopark ve atm alanları gibi ortak alanlardan elde edilen gelirler, yönetim planında gibi hesaplanır ve diğer nakit girişleri olarak bağımsız bölümlere dağıtılır.

Taşınmaza ait olan, işletme giderleri, fiziki yatırımlar, vergiler ve işletme sermayesi ihtiyacı ise nakit çıkışı olarak hesaplamalara dahil edilir.

“Bir değerlendirme uzmanının gelir yaratan bir mülkün olası yararlarını (nakit akışı, mülkiyet hakkı) mülk değerine dönüştürerek bir değer göstergesi yarattığı bir dizi işlemdir. Bir yıllık (istikrarlı) gelir beklentisi, piyasadaki edinilmiş kapitalizasyon oranı ile veya özgün bir gelir oranı, yatırım dönüşümünü ifade eden ve yatırımın değerini değiştiren kapitalizasyon oranı ile kapitalize edilir. Alternatif olarak yıllık nakit akışları ve geri dönüş hakları belirli bir getiri oranı ile iskonto edilir.”¹⁴⁶

Gelirlerin kapitalizasyonu yöntemi temel olarak; gelecekte elde edilmesi beklenen gelirin kapitalize edilmesidir. Bu yöntemde piyasa analizi çok önemli bir rol oynar. Olası piyasa katılımcıları; alıcı ve satıcılar, kiraya veren ve kiralayanlar, ipotekli kredi veren ve kredi kullanıcıları, inşaat firmaları, emlak komisyoncuları olarak sıralanabilir.

¹⁴⁶ McKinley, s.64.

“Her piyasa katılımcısı bütün diğer katılımcılarla temas halinde olmak zorunda değildir; bir kişi veya firmanın piyasanın içinde olması için başka bir piyasa katılımcıları alt grubuyla temas halinde olması gerekir.”¹⁴⁷

4.1. Gelirlerin Kapitalizasyonu Yöntemi Süreci

1. Değerlemeye konu mülk ve emsal mülkler için gelir ve giderler araştırılır.
2. Gayrimenkulün potansiyel kira geliri ve herhangi bir potansiyel geliri toplanarak potansiyel brüt geliri tahmin edilir.
3. Boşluk ve kira tahsilat kayıpları tahmin edilir.
4. Toplam potansiyel gelirden gayrimenkulün boşluk ve tahsilat kayıpları düşülmek suretiyle efektif brüt gelire ulaşılır. (2-3)
5. Konu mülkün toplam işletme giderleri, değişken giderler, sabit giderleri ve yerine koyma maliyeti tahmin edilir.
6. Efektif brüt gelirden toplam işletme giderleri düşülerek net işletme geliri hesaplanır. (4-5)
7. Direkt veya getiri kapitalizasyonu yöntemi tekniklerinden biri bu veriler ile kullanılarak gelir kapitalizasyonu yöntemine göre değer tahmini gerçekleştirilir.¹⁴⁸

Değerleyiciler bir değerlemeye hazırlanırken hangi yöntemi uygulayacaklarını seçebilmektedirler. Bazıları geleneksel yöntemleri tercih etmekte, bazıları da iskontolu nakit akış yöntemini benimsemektedir. İskontolu nakit akış yöntemi değer tespitinde kullanılan geleneksel yöntemlerden ayrılmaktadır.¹⁴⁹ Bu ikisi arasındaki temel ayrım, geleneksel metot mevcut kiralar ve değerler temelinde değerlendirme yaparken ve gelecekteki kira artışları gayrimenkulün değerlendirilmesi için kullanılan getiri vasıtasıyla tam olarak hesaplanırken, iskontolu nakit akışı temelinde büyüme ve değerleri pazar getirisi temelinde tahmin etmesi olmaktadır.¹⁵⁰

¹⁴⁷ McKinley, s.271.

¹⁴⁸ Katipoğlu, s.125.

¹⁴⁹ Sarah Sayce, Judy Smith, Richard Cooper ve Piers Venmore-Rowland, **Real Estate Appraisal – From Value to Worth**, (E-book), Blackwell Publishing, 2006, s.16.

¹⁵⁰ Scarrett, s.83.

Bu yöntemin kullanım amaçları; güvenilir karşılaştırma verilerinin olmadığı gelir getiren taşınmazların değerlendirilmesi, binasının yaşlı olduğu, bu nedenle maliyet yönteminin güvensiz olacağı gelir getiren taşınmazların değerlendirilmesi, karşılaştırma ve maliyet yöntemleriyle biçilen değerlerin denetimi gibi konular olabilir.¹⁵¹

Kiralık konut, işyerleri veya alışveriş merkezleri gibi gelir getiren taşınmazların değerleri, gelir yöntemiyle belirlenir. Gelir getiren gayrimenkuller veya gelir getirmesi beklenen gayrimenkuller için kullanılabilir. Yatırımcıların beklentilerini basitçe kontrol etmek için kullanılabilir.¹⁵² Gelir yöntemi taşınmaz net gelirini değere dönüştüren bir süreçtir.

Bu yöntem, gayrimenkulün satış fiyatı ile kira beklentisi arasındaki ilişkiyi yansıtır. Bir gayrimenkulden elde edilebilecek ortalama net gelirin, değerlendirme gününe biriktirilmesi yöntemidir. Net gelir, gelir getiren taşınmazın yıllık işletme brüt gelirinden, gelir kaybı ve işletme giderlerinin çıkarılması ile bulunur.¹⁵³ Yapı geliri ile arsa gelirinin toplamı net geliri ifade etmektedir.¹⁵⁴

Yöntemin zorluğu; benzer gelir-gider beklentileri olan örneklerin verilerinin seçiminin gerekliliğidir. Getiri oranları benzer özellikleri olan mülklerden seçilmelidir. Uzmanın bu aşamada net geliri, gideri, boşluk ve kira kayıplarını doğru hesaplaması gereklidir.¹⁵⁵

Yöntemin artısı ise; değerlemeye konu olan mülkün ticari nitelikte olması durumunda bu mülkün gelirleri veya emsal mülklerin gelirleri saptanabildiğinde daha reel sonuçlar elde edilebilmesidir.

4.2. Temel Kavramlar

Potansiyel Brüt Gelir: İşletmenin tam doluluk halinde, işletme giderleri ve kira kayıpları düşülmemiş halini ifade eder. *“Beklenen dönemsel gelirdir. İşletme*

¹⁵¹ Açlar ve Çağdaş, s.166.

¹⁵² Yazıcı, Dinçer, Balsarı, s.154.

¹⁵³ David Ellerman, “The Mathematics of Real Estate Appraisal”, University of California, May 2004, https://www.researchgate.net/publication/215990331_The_Mathematics_of_Real_Estate_Appraisal, (07.09.2014), s.17.

¹⁵⁴ Hazar, s.163.

¹⁵⁵ Yazıcı, Dinçer, Balsarı, s.175.

giderleri ile boşluk ve tahsilat kayıpları düşülmeden önce tam dolulukta gayrimenkule atfedilebilir toplam gelir. Değerleme tarihinde devam edegelen veya işletmenin birinci tam ay veya yılında beklenen kira gelirinin düzeyini veya mülkiyet dönemi içinde beklenen dönemsel geliri belirtebilir. Potansiyel brüt gelir şunları içerir:

- *Mülkiyetteki tüm alanların kirası,*
- *İade gelirleri*
- *Eskalasyon maddelerinden gelen kira*
- *Gayrimenkule ilişkin diğer tüm gelir biçimleri* ¹⁵⁶

İşletme giderleri düşünülmeden önce, kiralarla birlikte diğer tüm gelirlerin de dahil olduğu tam doluluk durumunda beklenen potansiyel gelirdir.

Efektif Brüt Gelir: İşletmenin potansiyel gelirinden, boşluk ve kira kayıpları düşülmek suretiyle oluşur.¹⁵⁷ *“Gayrimenkulün tüm işletmelerinden beklenen ve boşluk ve tahsilat kayıpları için düzeltilmiş gelirdir. Bu düzeltme, kiralanmayan yerler, ciro ve kiracılar tarafından ödenmeyen kiralardan meydana gelen kayıpları kapsar.”*¹⁵⁸

Net İşletme Geliri: Efektif brüt gelirden tüm işletme giderleri çıkartıldıktan sonra kalan gelirdir. Net işletme geliri yıllık olarak ifade edilir. Bazı gelir kapitalizasyonu yöntemlerinde, tek bir yılın net işletme geliri, yıllar boyu devam etmesi beklenen düzenli bir sabit gelir akışını temsil edebilir. Farklı uygulamalarda net işletme gelirinin analizin her yılı için ayrıca tahmin edilmesini gerektirebilir.¹⁵⁹

Boşluk Ve Kira Kaybı: Boşluğa, kiranın ödenmemesi durumuna ve kiracı değişimine karşılık ayrılmasıdır. Kiracının ödeme yapmamasından kaynaklanan tahsilat kaybı veya mülkün tadilatı süresinde tanınan ücretsiz kullanım ile kira kaybı oluşabilir. Mülkün kiralanamaması (fiziksel olarak) ise boşluk kayıplarına sebep olur. Boşluk kayıpları yüzdesini, konu gayrimenkulün geçmiş dönemlerdeki kira tahsilat kayıpları ve

¹⁵⁶ McKinley, s.484.

¹⁵⁷ TDUB, TUGDES Türkiye Değerleme Standartları Çalışması, s.24

¹⁵⁸ McKinley, s.484.

¹⁵⁹ McKinley, s.484.

boşluk oranları, gelecek ekonomik trende göre bölge popülasyonu tahmini ve kiralama süresi gibi unsurlar etkilemektedir.

İşletme Giderleri: Mülkün etkin yönetimi ile gayrimenkulü iyi vaziyette tutmak ve efektif brüt gelirin devamlılığını sağlamak için yapılması gerekli harcamalardır.

“İşletme giderleri 3 kategoriye ayrılır:

- *Sabit Giderler: Genellikle doluluğa göre değişmeyen ve temkinli bir yönetimin mülkün dolu veya boş olmasına bakmadan ödeyeceği işletme giderleridir.*
- *Değişken Giderler: Genelde doluluk düzeyiyle veya sağlanan hizmetlerle değişen işletme giderleridir.*
- *Yerine Koyma Ödeneği: Binanın kendisinden daha hızlı yıpranan ve binanın ekonomik ömrü içinde yenisiyle değiştirilmesi gereken bina bileşenlerinin dönemsel değişimi için sağlanan bir ödenektir.”¹⁶⁰*

İndirgeme: Değeri gelire dönüştürmek için kullanılan bir bölendir. Genellikle yüzde olarak ifade edilir. Belli bir tarihteki sermaye değerini ortaya çıkarmak için bir yatırımdan gelen yıllık net gelirin aktifleştirilmesinde kullanılan faiz oranı veya getirisidir.¹⁶¹

İndirgeme Oranı: Bir projenin net nakit akışlarının mevcut değerini, sermaye yatırımının mevcut değeriyle eşitleyen bir iskonto oranıdır. Net Bugünkü Değer'in (NBD) sifıra eşit olduğu bir orandır.¹⁶²

Kira Dışı Diğer Gelirler: Bir taşınmazın otopark, reklam gibi diğer tüm hizmet gelirlerinden oluşur.

Arsa Gelir Payı: Toplam net gelirden arsaya düşen paydır.

Bina Gelir Payı: Toplam net gelirden yapıya düşen paydır.

¹⁶⁰ McKinley, s.485.

¹⁶¹ TDUB, TUGDES Türkiye Değerleme Standartları Çalışması, s.49.

¹⁶² TDUB, TUGDES Türkiye Değerleme Standartları Çalışması, s.50.

Paranın Zaman Değeri: Para zamanla değerini yitirebilir. Bugün sahip olunan paranın gelecekteki değeri, bugünkü değerinden daha düşük olmaktadır. Bu durum enflasyon ile karıştırılmamalıdır. Enflasyon olsun ya da olmasın paranın bir zaman değeri vardır. Ayrıca enflasyon paranın zamanla değer kaybetmesini hızlandırmaktadır.

163

Bugün alınan 1TL'nin maliyeti, enflasyon ve ödeme kuşkusu nedeniyle gelecekte alınacak 1TL'den daha fazla ettiğini savunan, birleşik faiz altında yatan fikirdir. Paranın zaman değeri, yatırımın birikmiş faizidir. ¹⁶⁴

“Kredi ya da yatırım gibi finansal seçimlerde paranın zaman değerini dikkate almak rasyonel karar vermek açısından önemlidir. Özellikle enflasyonist ortamlarda para zaman içinde değer kaybeder. Çünkü kredi ya da yatırımlarda borç veren paranın bugünkü kullanım hakkından vazgeçmektedir. O halde bunun kendisi için bir getirisi olmalıdır. Borçlanan ise parayı şimdi kullanma hakkı elde eder. Bunun da bir bedeli olmalıdır. Borç alan açısından maliyet, borç veren açısından da kazanç olarak anılan bedel finansın odak noktasını oluşturuyor. Zira taraflar arası finansal anlaşmalarda zaman içinde para belirlenen faiz oranı kadar değer kaybeder.

Gayrimenkul yatırımları doğası itibariyle uzun vadeli. Yatırımcılar bugün mevduat yoluyla yada diğer enstürmanlarla sınırlı risk ile getiri elde etmek yerine, uzun vadeli bir yatırım yaptıkları için, daha yüksek bir getiri beklerler. Bunla birlikte bugün elde edilen 10 milyon \$ ile 4 yıl sonra ofis geliştirme işinden elde edilen 10 milyon \$ arasında fark büyüktür. Çünkü yatırımcı hem vade riski hem de ofis proje riski yoluyla bir girişimde bulunmuştur.”¹⁶⁵

İskonto: Dönemsel gelirleri, geri dönüş değerlerini ve nakit akışlarını bugünkü değere dönüştürmek için kullanılan yöntemdir. Gelecekte elde edilecek faydaların bugünkü faydalardan küçük olduğu kavramına dayanır.

¹⁶³ Chambers, s.111.

¹⁶⁴ Katipoğlu, s.117.

¹⁶⁵ Berk, s.55.

İskonto Oranı: Gelecekte ödenecek olan veya alınacak olan parasal bir tutarın bugünkü değerine dönüştürülmesi amacıyla kullanılan bir getiri oranıdır.

İç Verim Oranı: (IRR) Belli bir süre içerisinde ve belli bir tarihte, fiili veya tahmini net gelir veya net tahsilatlar dizisinin eşdeğer sermaye değerine dönüştürülmesi.¹⁶⁶ *“Mülkiyet dönemi içinde verilen bir sermaye yatırımı için kazanılan getiri oranıdır. Bir yatırımın iç verimlilik oranı, yatırımın gelecekteki yararlarının güncel değerini yatırılan sermayeye eşitleyen getiri oranıdır. Yatırımın sonunda yapılan düzenlemelerin hasılatını da içeren, tüm beklenen yararlaraya uygulanır. Herhangi bir sermaye yatırımının, gelir vergisinden önce veya sonra, getirisini hesaplamak için kullanılabilir.”*¹⁶⁷

*“İç verim oranı hesaplanırken önce sermaye maliyetinin karşılığı olan iskonto faktörleri yıllık nakit girişleri ile çarpılır toplam negatif çıkarsa, proje red edilir. Pozitif çıkarsa her hangi bir yüksek oran alınarak negatif net şimdiki değer hesaplanır. Sonra iki değer arasında iç verim oranı hesaplanır.”*¹⁶⁸

Kapitalizasyon Oranı: Bu oran gayrimenkul piyasasına göre değişen, piyasada gerçekleşen satış ve kiralamalara göre belirlenen bir orandır. Değerlemesi yapılan mülkün çevresinde yakın zamanda satışı gerçekleşmiş emsal mülklerin yıllık kira bedellerinin tespitini gerektirmektedir.¹⁶⁹ Net işletme gelirini gayrimenkulün toplam değerine dönüştürmek için kullanılır. Tek bir yılın net işletme geliri ile toplam mülk değeri arasındaki ilişkiyi yansıtan bir orandır. Mülkün kendini amorti etme (yatırımın kendini geri ödeme) süresini yansıtır. Dönem sonunda, konu mülkü beklenen değerine dönüştürmek için kullanılan orandır.

- Bütünleşik Kapitalizasyon Oranı: (R_0) Tek bir yılın net işletme geliri ile toplam mülk değeri veya fiyatı arasındaki ilişkiyi yansıtan bir gelir oranıdır. Net işletme gelirini toplam mülk değerine dönüştürmek için kullanılır.

¹⁶⁶ TDUB, TUGDES Türkiye Değerleme Standartları Çalışması, s.49.

¹⁶⁷ McKinley, s.490.

¹⁶⁸ Berk, s.60.

¹⁶⁹ Onurlu, s.36.

- Özkaynak Kapitalizasyon Oranı: (R_E) Tek bir yılın nakit akışı beklentisi ile özkaynak yatırımı arasındaki ilişkiyi yansıtan bir gelir oranıdır.

Nakit Akış: Gayrimenkul haklarına atfedilen dönemsel gelir.

Anüite: Ödeme miktarlarının dönemlere göre değiştiği nakit akışıdır.

Sabit Anüite: Her ödeme miktarının eşit ve aynı olduğu nakit akışıdır.¹⁷⁰

Artan Veya Azalan Anüite: Eşit aralıklı dönemsel ödemelerden oluşan ve sistemli bir model içinde artması veya azalması beklenen bir gelir akışıdır.

Yatırımın Geri Dönüş Değeri: Bir yatırımın ya da yatırımcının işin sonunda aldığı veya almayı beklediği değerdir.

Yapılabilirlik Analizi: Ekonomik bir işte fayda-maliyet ilişkisinin analizidir.

Fiziksel Ömür: Bir mülkün üretim tarihinden ayakta kaldığı son tarihe kadarki süreye fiziksel ömür denir.

Ekonomik Ömür: Taşınmazın üretiminden itibaren toplam olarak gelir sağladığı süreye denir.

Kalan Ekonomik Ömür: Mülkün değerlendirme tarihinden itibaren ekonomik olarak gelir yaratması beklenen kalan süredir.

Gerçek Yaş: Bina inşaatı tamamlandığı yıldan itibaren geçen yılların sayısıdır.

Efektif Yaş: Gayrimenkulün göstermiş olduğu yaşa denir. Özellikle bakımlı binalar, cephesi tadilata uğramış binalar genç gösterebilirler.¹⁷¹

Net Bugünkü Değer: Beklenen toplam net yatırım yararlarının bugünkü değeridir.

¹⁷⁰ Hazar, s.163.

¹⁷¹ TDUB, TUGDES Türkiye Değerleme Standartları Çalışması, s.26.

Değerleme uzmanı, ilgili gelir ve gider verileri türetmek için, aynı tür ve aynı piyasa içindeki rakip gelir getiren mülklerin karşılaştırılabilir satış ve kiralarını araştırır. Yatırım mülkleri için, güncel ve yakın zamandaki gelirler ve boşluk, tahsilat kayıpları ile tipik işletme giderleri incelenir. Birbirini takip eden birçok yıl için mülk değerlerine ilişkin yayınlanmış ve elektronik bilgiler çeşitli mülk türlerine uygulanabilir değer artış veya kayıplarının değişim modelini belirtebilir. Yöredeki mal sahibi ve kiracılarla yapılan görüşmeler kira ve gider verilerini sağlayabilir. Mevcut finansman koşulları için, borç verenlerle temas edilebilir.¹⁷²

$$NBD = CF_0 + \frac{CF_1}{(1+i)} + \frac{CF^2}{(1+i)^2} + \frac{CF_n}{(1+i)^n}$$

NBD: Net Bugünkü Değer

CF: Belirlenen dönemde nakit akış

İ: Uygun getiri oranı (iskonto oranı)

n: Dönem sayısı

Borç Kapsama Oranı: Net işletme gelirinin yıllık borç ödemesine oranıdır. Bir mülkün net işletme gelirlerinden borçlarını ödeyebilme yeteneğidir.

Brüt Gelir Çarpanı (GIM) : Bir mülkün satış fiyatı veya değeri ile kira ve diğer kaynaklarından elde ettiği brüt gelir arasındaki ilişki veya orandır.

Potansiyel Brüt Gelir Çarpanı (PGIM) : Bir mülkün satış fiyatıyla potansiyel brüt geliri arasındaki orandır. (PGIM=V/PGI)

Efektif Brüt Gelir Çarpanı (EGIM) : Bir mülkün satış fiyatı (veya değeri) ile efektif brüt geliri arasındaki oran; tek bir yılın efektif brüt gelir beklentisi veya birçok yılın beklentilerinin yıllık ortalamasıdır. (EGIM=V/EGI)¹⁷³

¹⁷² McKinley, s.501.

¹⁷³ McKinley, s.546.

Kira Sözleşmesi, mal sahibinden alınan kullanım hakkına ait belge, sözleşmedir. Kira sözleşmesi türleri ve diğer temel kavramlar şunlardır¹⁷⁴:

Sabit Kira: Sözleşmede belirtilen, ödenmesi gerekli en az kira bedelidir.

En Az Kira: Gayrimenkul için en kötü koşullar dikkate alındığında bir piyasada geçerli olabilecek minimum kira seviyesini ifade etmektedir.

Aşırı Kira: Gayrimenkul için en iyi koşullar dikkate alındığında bir piyasada geçerli olabilecek maksimum kira seviyesini ifade etmektedir.

Piyasa Kirası: Gayrimenkulün piyasadaki oluşan emsallerine göre belirlenmiş kira düzeyidir.

Endeksli Kira Sözleşmesi: Temel alınan endeksteeki değişime bağlı olarak, dönemsel kira ayarlamalarına olanak sağlayan kira sözleşmesidir.

Sözleşme Kirası: Sözleşmede belirtilen gerçek kira bedelidir.

Ciro Kirası: Garanti edilmiş en az kiranın üzerindeki, yüzde kiradır.¹⁷⁵

Risk Oranı: Yatırımcı tarafından üstlenilen riske uygun olarak sermayenin yıllık getirisi, yatırımı cezpt etmek için gereken faiz oranı veya getiri oranıdır.

Yenileme Ödeneği: Binanın ekonomik ömrü boyunca yenilenmesi gereken parçaların yenisiyle değiştirilmesi için ayrılan ödenektir.

¹⁷⁴ Hazar, s.164

¹⁷⁵ Doğan, s.298.

4.3. Finansal Formüller

4.3.1. Semboller

Yöntemde kullanılan sembollerden bazıları aşağıda sunulmuştur.

I: Gelir

R: Kapitalizasyon Oranı

V: Değer

DCR: Borç Kapsama Oranı

GIM: Bürt Gelir Çarpanı

EGIM: Efektif Brüt Gelir Çarpanı

PV: Bugünkü Değer

FV: Gelecek Değer

İ: İskonto Oranı

NPV: Net Bugünkü Değer

IRR: İç Verim Oranı

4.3.2. Temel Formüller

Yöntemde kullanılan bazı formüller aşağıda sunulmuştur.¹⁷⁶

- Arsa Geliri = Net Gelir – Yapı Gelir Payı
- Yapı Geliri = Net Gelir – Arsa Gelir Payı
- Boşluk Oranı = Boş Birim Sayısı / Toplam Birim Sayısı
- Toplam Kira Kaybı Oranı = Kira Kaybı Tutarı / Tahsil Edilen Kira Tutarı

¹⁷⁶ Doğan, s.299.

- Taşınmaz Değeri = Arsa Değeri + Bina Değeri
- Potansiyel Brüt Gelir = Kiralar + Diğer Gelirler
- Efektif Brüt Gelir = Potansiyel Brüt Gelir – Boşluk Ve Tahsilat Kaybı
- Efektif Brüt Gelir = Net Faaliyet Geliri + Faaliyet Giderleri
- Net Faaliyet Geliri = Efektif Brüt Gelir – Faaliyet Giderleri
- Faaliyet Giderleri Oranı = Faaliyet Gideri / Efektif Brüt Gelir
- Net Gelir Oranı = Net faaliyet geliri / Efektif Brüt Gelir
- Değer (V) = Net Faaliyet Geliri (NOI) / Kapitalizasyon Oranı (R)
- Arsa Kapitalizasyon Oranı = Arsa Gelir Payı / Arsa Değeri
- Bina Kapitalizasyon Oranı = Bina Gelir Payı / Bina Değeri
- Kapitalizasyon Oranı (R) = Net Faaliyet Geliri (NOI) / Değer (V)
- Potansiyel Brüt Gelir Çarpanı = Değer / Potansiyel Brüt Gelir
- Brüt Gelir Çarpanı = Değer / Potansiyel Brüt Gelir
- Efektif Brüt Gelir Çarpanı = Değer / Efektif Brüt Gelir
- Net Gelir Çarpanı = Değer / Net Faaliyet Geliri
- Brüt Kira Çarpanı = Değer / Potansiyel Brüt Kira
- Borç Kapsama Oranı = Net Faaliyet Geliri / Yıllık Borç Ödemesi
- Gelecekteki Değer = Bugünkü Değer x (1 + Faiz Oranı)^{Dönem Sayısı}
- $FV = PV (1 + i)^n$
- Bugünkü Değer = Gelecekteki Değer / (1 + Faiz Oranı)^{Dönem Sayısı}
- $PV = FV / (1 + i)^n$

4.4. Yöntemler

“Gelir Kapitalizasyonu iki temel metodolojiyi destekler: Bir değer sonucuna varmak için bir yılın gelirinin ilişkisini kullanan “Direkt Kapitalizasyon” ve zaman içinde bir dizi nakit akışları ile bir geri dönüş değeri veya tekrar satış hasılatını dikkate alan “Getiri Kapitalizasyonu.”¹⁷⁷

¹⁷⁷ Onurlu, s.37.

Değerlemeye veri teşkil edecek kaynaklar şöyle yer almaktadır:¹⁷⁸

- Konu mülkün varsa geçmişteki gelir ve giderlerin ayrıntılı bir dökümü,
- Emsal mülklere ait gelir ve giderler,
- Piyasa risk getiri oranları tahmini, enflasyon beklentisi,
- Yıllık efektif brüt geliri,
- Net faaliyet geliri,
- Yatırımın geri dönüş oranı,
- Kapitalizasyon oranı,
- Mevcut taban kira ve sözleşmeye dayalı kira düzeltmeleri,
- Mevcut ve beklenen gider iadesi şartları,
- Kiracı değişimleri,
- Boşluk oranları.

4.4.1 Doğrudan Kapitalizasyon Yöntemi

Tek bir yılın gelir beklentisi tahminini, uygun bir orana bölerek veya gelir tahminini uygun bir faktörle çarparak, bir değer göstergesine dönüştüren yöntemdir. Satışlardan çıkartılan kapitalizasyon oranlarını ve çarpanları kullanan bir kapitalizasyon tekniğidir. Yalnız ilk yılın geliri dikkate alınır.¹⁷⁹

Sonuca ulaşmak için yıllık gelir ile mülk bedeli ilişkisini kuran yöntemdir. Genellikle emlakçılar ve halk arasında kullanılır.

¹⁷⁸ Hazar, s.166.

¹⁷⁹ McKinley, s.529.

“Doğrudan gelir indirgeme yöntemi ile bir yılın gelir beklentisi tahmin edilerek, taşınmazın toplam değeri bulunur. Bu yöntemde toplam değere ulaşmak için tek bir yılın geliri indirgeme oranına bölünür veya gelir katsayısı ile çarpılır.”¹⁸⁰

- Toplam Yıllık Gelir / Kapitalizasyon oranı = Değer

- Toplam Yıllık Gelir x Mülkün Kendini Amorti Etme Süresi = Değer

Örnek:

Ofis bloğunda konumlu olan, aylık kira geliri 1.000,-ABD\$ olan bir ofisin niteliği, lokasyonu gibi etkenler göz önüne alındığında boşluk oranı potansiyel brüt gelirinin %15’u olarak kabul edilmiştir. Kira geliri dışında geliri bulunmamaktadır. İşletme giderleri ise efektif brüt gelirinin %10’u olarak kabul edilmiştir. Kapitalizasyon oranı ise %10 olarak kabul edilen mülkün değeri hesaplanmıştır.

Potansiyel brüt gelir: 12 Ay X 1.000,-ABD\$/Ay = 12.000,-ABD\$

Boşluk ve tahsilat kaybı: 12.000,-ABD\$ X 0,15 = 1.800,-ABD\$

Efektif brüt gelir: 12.000,-ABD\$ - 1.800,-ABD\$ = 10.200,-ABD\$

İşletme giderleri: 10.200,-ABD\$ X 0,10 = 1.020,-ABD\$

Net işletme geliri: 10.200,-ABD\$ - 1.020,-ABD\$ = 9.180,-ABD\$

Değer: 9.180,-ABD\$ / 0,10 = 91.800,-ABD\$

Gayrimenkulün değeri 91.800,-ABD\$ olarak hesaplanmıştır.

Örnek:

Bir iş merkezinde dükkan sayısı 40, bir dükkanın aylık kirası ise 1.000,-TL’dir. Yıllık boşluk ve tahsilat kayıplarının %4, kapitalizasyon oranının ise %10 olduğu, iş merkezinin sabit giderlerinin 20.000,-TL, değişken giderinin 45.000,-TL olduğu bilinmektedir. Ayrıca iş merkezinde ortak alanlar için her yıl yapılması gereken

¹⁸⁰ Doğan, s.297.

demirbaş yatırım miktarı 15.000,-TL'dir. Bu bilgilere göre net işletme gideri ve değer aşağıdaki şekilde hesaplanabilir¹⁸¹:

Açıklama	İşlem
1. Adım Bir dükkanın yıllık kirası	1.000 x 12 = 12.000
2. Adım Potansiyel yıllık gelir	12.000 x 40 = 480.000
3. Adım Boşluk ve Tahsilat Kaybı	480.000 x 0,04 = 19.200
4. Adım Efektif Brüt Gelir	480.000 - 19.200 = 460.800
5. Adım Net İşletme Gideri	15.000 + 45.000 + 20.000 = 80.000
6. Adım Net Gelir	460.800 - 80.000 = 380.800
7. Adım Net Taşınmaz Değeri	380.800 / 0,10 = 3.800.000

4.4.2. Gelirlerin Getiri Kapitalizasyonu Yöntemi

“Taşınmaz değerinin; bu taşınmazın zaman içindeki potansiyel gelir kaynakları ile nakit akışlarının hesaplanarak, boşluk ve kira kayıplarının faaliyet giderlerinden düşüldüğü ve taşınmazın satış değerinin tekrar yatırımın içine dahil edildikten sonra, bu tutarların uygun bir geri dönüş iskonto (getiri, kapitalizasyon) oranı ile hesaplandığı yöntemdir.”¹⁸²

“Bu yöntem Irving Fisher tarafından 1930 yılında ortaya konmuştur. Bu yönteme göre, şirket varlıkları nakit yaratabildikleri sürece bir değer ifade etmektedir. Bu nedenle de, şirket değeri nakit akışlarının kestirimi yapılarak belirlenmeye çalışılır. Paranın zaman değerinin olması nedeniyle, yıllar bakımından nakit akımları bugünkü değere indirgenecek, yani nakit akışlarının net bugünkü değeri bulunacaktır.”¹⁸³

¹⁸¹ Hazar, s.170.

¹⁸² Doğan, s.379.

¹⁸³ Köktürk, s.1037.

“Getiri kapitalizasyonu, gelecekteki yararları, tipik olarak dönemsel bir gelir akışını ve geri dönüşü değerini, gelecekteki her yararı uygun bir getiri oranı ile iskonto ederek veya yatırımın gelir düzenini, değer değişimini ve getiri oranını açıkça yansıtan bir bütünleşik oran (getiri yöntemlerinden biri kullanılarak çıkartılan) uygulayarak bugünkü değere dönüştürmek için kullanılır.”¹⁸⁴

Direk kapitalizasyon gibi bu yöntemde piyasa davranışlarını yansıtmalıdır. Getiri kapitalizasyonu yöntemini uygulamak için;¹⁸⁵

- Uygun bir mülkiyet veya inceleme dönemi,
- Gelecekteki tüm nakit akışlarını veya nakit akış modellerini tahmin etmek,
- Uygun bir getiri oranı seçmek,
- Gelecekteki her yıllık faydayı iskonto etmek veya değer değişimini, gelir modelini ve getiri oranını yansıtan bir toplam oran geliştirerek, gelecekteki yararları bugünkü değere dönüştürmek, gerekmektedir.

Nakit girişleri, değerlemesi yapılacak mülkün kira geliri elde etmesi veya satışının gerçekleşmesi durumunda hazırlanır. Bazı mülklerin bir kısmı kiralanır iken bir kısmı satılabilir. Nakit çıkışları, nakit girişlerinden çıkartılarak nakit akışları oluşturulur. Nakit akışları vergi öncesini tahmin etmektedir. Nakit akışları iskonto oranı ile iskonto edilir. Mülkün net bugünkü değeri hesaplanmış olur. Net bugünkü değer, gelecekteki nakit akışlarının bugünkü değere getirilmiş halidir. Gayrimenkul yatırımları analizi için dönemler genellikle yıllık olarak belirlenir.¹⁸⁶

Hesaplamalarda yapılan ve sıklıkla karşılaşılan hatalar şöyle sıralanabilir¹⁸⁷:

- Sabit kira + ciro uygulamalarında ciro verilerinin kira gelirlerine dahil edilmemesi.

¹⁸⁴ McKinley, s.549.

¹⁸⁵ McKinley, s.549.

¹⁸⁶ Onurlu, s.39.

¹⁸⁷ Hazar, s.168.

- Toplam potansiyel brüt gelir yerine sadece yıl içindeki kira gelirlerinin dikkate alınması.
- Mülk sahibinin kullandığı alanların dahil edilmemesi.
- Karşılaştırılabilir mülklerin karşılaştırılabilir kapitalizasyon oranına sahip olup olmadığına bakılmamasıdır.

Bu yöntemin zorlukları şunlardır;

- Benzer gelir-gider beklentileri olan örneklerinin tespit edilmesi gereklidir.
- Uzmanın gelir, gider ve boşluk tahminlerini doğru öngörmesi gereklidir.

Yatırım analiz süresi genellikle 5 ile 10 yıl arasında uygulanmaktadır. Analizin kaç yıllık yapılacağı mülk sınıfının veya Pazarın özelliklerine göre seçilmelidir.¹⁸⁸

Kapitalizasyon Oranının (KO) Belirlenmesi

Benzer karşılaştırılabilir mülklerin, net gelir değerleri ve satış fiyatları değerlendirilerek elde edilebilir.¹⁸⁹

Örneğin, 100 TL'lik bir mevduat vade sonunda 50 TL faiz geliri sağlamış ise, bu yatırımın kapitalizasyon oranı % 50'dir. Matematiksel olarak şöyle hesaplamak mümkündür: Getiri Tutarı / Toplam Yatırım Tutarı

$$50 / 100 = \% 50$$

¹⁸⁸ TDUB, TUGDES Türkiye Değerleme Standartları Çalışması, s.12-13.

¹⁸⁹ Hazar, s.172.

Örnek:

Yıllık net işletme geliri 130.000 TL olan bir taşınmazın yer aldığı arsanın değeri 200.000 TL'dir. Arsa kapitalizasyon oranı bu bölgede % 9, yapı kapitalizasyon oranı ise % 12,2 olarak belirlendiğine göre; yapı değeri, yapılı değeri ve yapılı taşınmaz kapitalizasyon oranını (KO) bulunuz.¹⁹⁰

Yıllık işletme geliri: 130.000 TL

Bu rakamın içinde hem arsa hem de yapı geliri bulunmaktadır. Gerekli ayrıştırmayı yapabilmek için, arsa gelirinin hesaplanıp, toplam gelirden düşülmesi sonucunda yapı geliri elde edilecektir.

$$\text{Arsa geliri: } 200.000 \times 0,09 = 18.000 \text{ TL}$$

Yapı değerini hesaplayabilmek için ihtiyaç duyulan yapı geliri:

$$130.000 - 18.000 = 112.000 \text{ TL}$$

$$\text{Yapı değeri: } 112.000 / 0,122 = 918.033 \text{ TL}$$

Yapılı taşınmazın değeri için yapı değeri ile arsa değerinin toplamını dikkate almak gerekmektedir.

$$\text{Yapılı taşınmaz değeri: } 200.000 + 918.033 = 1.118.033 \text{ TL}$$

Sonuçta taşınmazın değeri: 1.118.033 TL olup, bu değerdeki bir taşınmazdan sağlanan toplam gelir 130.000 TL'dir.

Basit bir kapitalizasyon mantığı ile; Sağlanan Getiri / Yapılan Yatırım (Taşınmaz Değeri)

Hesaplaması ile kapitalizasyon oranı, yani bu taşınmaza yapılan yatırımdan beklenen ya da sağlanan getiri oranını hesaplamak mümkündür.

$$\text{Yapılı taşınmaz kapitalizasyon oranı: } 130.000 / 1.118.033 = 0,116 = \% 11,6$$

¹⁹⁰ Hazar, s.172-173.

Örnek:

Bir değerleme uzmanı, değerlemeye konu taşınmazın Net İşletme Gelir'ini (NİG) 13.000 TL olarak belirlemiştir. Piyasa verilerinin incelenmesi sonucu, NİG'i yılda 12.800 TL olan ve yakın zamanda 182.000 TL'ye satılan benzer bir taşınmaz bulmuştur. Rapor konusu taşınmaz için kapitalizasyon oranı ve değeri kaçtır?

Benzer taşınmazın Kapitalizasyon Oranı:

$$K.O. = NİG / Değer = 12.800 / 182.000$$

$$K.O. = \% 7$$

Dolayısıyla, değerlemeye konu taşınmaz için Değer = $13.000 / 0,07 = 185.714$ TL

Kapitalizasyon oranı, uzun dönemler boyunca sabit ve sürekli gelire sahip, işletme gelir ve giderlerinde ciddi bir değişim olmayacağı tahmin edilen gayrimenkullerin değerlemesinde uygulanmalıdır. Kapitalizasyon oranının faiz oranı ve geri dönüş oranı olmak üzere iki temel bileşeni mevcuttur.

$$K.O = \text{Faiz Oranı} + \text{Geri Dönüş Oranı}$$

Bütünleşik kapitalizasyon oranı yapı ve arsaya ait toplam kapitalizasyonu tanımlamaktadır. Bütünleşik kapitalizasyon oranı hesabında eldeki veriler çerçevesinde hesaplama yapılır.

Örnek: Aşağıdaki verilere göre bütünleşik kapitalizasyon oranının hesaplanması şöyle olacaktır:

Arsa kapitalizasyon oranı: 0,09

Arsa değeri: 160.000 TL

Yapı kapitalizasyon oranı: 0,1003

Yapı değeri: 255.235 TL

Toplam taşınmaz değeri: 415.235 TL

Taşınmaz net geliri: 40.000 TL

Bu veriler kapsamında, arsa ve yapı birlikte toplam değer olarak 415.235 TL'dir. Bu değer 160.000 TL'si arsaya, 255.235 TL'si arsa üzerindeki yapıya aittir. Bu durumda ayrı ayrı arsa ve yapının kapitalizasyon oranları ilgili değerlerin toplam değer içindeki oranları ile çarpılarak ağırlıklı bir oran olan bütünleşik kapitalizasyon oranı elde edilir.

Bütünleşik kapitalizasyon oranı:

$$0,09 \times (160.000 / 415.235) + 0,1003 \times (255.235 / 415.235) = 0,09633$$

Kapitalizasyon oranı birkaç yöntem ile belirlenebilir.

1. Borç Kapsama Oranı
2. Yatırım Bandı Yöntemi
3. Artık Değer Yöntemi

Borç Kapsama Oranı

Bu oran; ipotek kredisi veya kredi ile satın alınan gelir getiren taşınmazın aylık borç ödeme yeteneğini kapsayan ekonomik araçtır. Net işletme gelirinin yıllık borç ödemelerine bölünmesi ile bulunur. Borç kapsama oranı 1'den büyükse, gayrimenkul gelirinin yıllık borç ödemesinden daha fazla gelir getirdiği, görülür.¹⁹¹ Örneğin, oranın 1,25 olduğu durumlarda taşınmaz geliri, borç ödemesinden % 25 daha fazladır.

Örnek:

Gayrimenkulün yıllık geliri 25.000 TL olup, gayrimenkulün finansmanı için alınan kredinin yıllık kredi ödemesi 10.000 TL'dir. Gayrimenkulün borç kapsama oranı aşağıdaki şekilde hesaplanacaktır:

¹⁹¹ Hazar, s.179.

Gayrimenkul Geliri: 25.000 TL

Kredi Ödemesi: 10.000 TL

Borç Kapsama Oranı = $25.000 / 10.000 = 1,25$

Bu oran şunu ifade etmektedir; değerlendirme konusu taşınmazın sağladığı gelir, kredi borç ödemelerinin tamamını karşılamakta, ayrıca kredi borç ödemesinin % 25'i kadar da gelir artmaktadır.

Yatırım Bandı Yöntemi (Kredi Değer Oranı)

“*Bu yöntem, yatırımın finansal yapısını analiz eder*”.¹⁹² Yöntemin temelinde, taşınmazın ne kadarını yatırımcının kendi öz kaynakları ile finanse ettiğini, ne kadarını da yabancı kaynakla karşıladığını vardır.

Taşınmaz Değeri = Borçla finanse edilen tutar + Öz kaynakla finanse edilen tutar

Bu durumda kapitalizasyon oranı hesaplaması gerçekleştirilirken, toplam taşınmaz değeri içinde farklı olan borç ve öz kaynak maliyetinin ağırlıklı ortalaması dikkate alınmalıdır.

K.O. = İpotek K.O. X Kredi Değer Oranı + Özkaynak K.O. X (1 – Kredi Değer Oranı)

Artık Değer Yöntemi

Bir mülkün ya da firmanın yarattığı nakit akımlar sonsuza kadar tahmin edilemez. Bu sebeple belli bir yıldan sonra bu tahmin durdurulur ve gelecek dönemlerdeki nakit akımlarını yansıtan bir sonsuz değer (uç değer – devam eden değer) hesaplanır. Artık değer genel olarak sonsuza kadar devam edecek yıllık sabit nakit akımlarının, yıllık iskonto oranına oranlanması ile hesaplanır. Bugünkü değer hesaplanabilmesi için, artık değer tahmin döneminin son yılından bugüne indirgenmesi gerekir.¹⁹³

¹⁹² Yazıcı, Dinçer, Balsarı, s.164.

¹⁹³ Chambers, s.115.

Bu yöntemde bina artığı ve arsa artığı olmak üzere iki farklı hesaplama bulunmaktadır.

Bina Artık Değer Tekniği: Arsa değerinin bilinmesi gerekmektedir. Arsa değeri karşılaştırılabilir emsallerle bulunabilir. Arsa değerinin getirisi düşüldükten sonra, binaya kalan gelir ile değer tespiti tekniğidir. Bu bina geliri; bir faiz oranı + anapara geri ödeme oranı kapitalize edilerek bina değerine ulaşılır¹⁹⁴.

Değerleme uzmanı öncelikle arsa için bir değer tespiti yaparak, piyasada geçerli olan “Beklenen Getiri Oranı veya Kapitalizasyon Oranı” üzerinden arsaya yatırılan paranın elde edeceği geliri varsayımsal olarak hesaplar. Bu rakam gayrimenkulün (arsa+bina) elde edeceği toplam yıllık gelirden düşülür. Böylece, arsanın üzerinde kurulu bulunduğu binanın elde ettiği yıllık veya aylık gelir hesaplanmış olur. Binaların amortismanına tabi olması sebebiyle beklenen getiri oranına amortisman oranı eklenerek kapitalizasyon oranına ulaşılır. Arsanın payına düşen gelirin indirilmesinden sonra bulunan gelir tutarı bu kapitalizasyon oranı ile iskonto edilir.

Arsa Artık Değer Tekniği: Bina değerinin getirisi ve bina gelir ödemesi düşüldükten sonra arsaya kalan gelir ile değer tespiti tekniğidir. Bu durumda bina kalıntısı tekniğini tersten uygulayarak önce maliyet oluşumları tekniği kullanarak bina değeri tespit edilir. Sonrasında arsanın ve taşınmazın toplam değerine ulaşılır. Bina artık değer tekniği ile aynı yöntem izlenir.

Arsa değerinin tespiti bina kalıntısı tekniğinin zayıf noktasını oluşturmaktadır. Özellikle şehir merkezlerinde arsa bulunmaması sağlıklı bir fiyat tespiti yapılmasını engeller.

¹⁹⁴ Ventolo ve Williams, s.254.

5. ÖRNEK UYGULAMA

Bu bölümde örnek olarak oluşturulan bir mülkün, gerçekçi piyasa verilerine dayanarak Gelirlerin Kapitalizasyonu Yöntemi çerçevesinde değer tespiti yapılacaktır. Uygulama örneği için seçilen mülkün niteliği 5 yıldızlı bir iş / şehir otelidir.

5.1. Turizm Sektör Analizi

Değerlemede, konu mülkün niteliğine uygun olarak bulunduğu sektörün genel olarak analizi yapılmalıdır. Örnek uygulamada yer alan mülkün niteliği otel olduğundan turizm sektörü analizine yer verilmiştir.

5.1.1 Dünyada Turizm

Turizm, dünya ekonomisinde dünden bugüne hızla gelişen bir alan olarak dikkat çekmektedir. Doğrudan ve dolaylı ekonomik katkıları sebebiyle ekonomik bir araç olarak kabul edilmektedir. Turizm sektörü; döviz girişi, işsizlik sorununa yardımcı çözümler sunması, gelir getirmesi, bölgesel ve ulusal kalkınma sağlaması, dış ticaret açığına katkıda bulunması gibi sebeplerle daha da önem kazanmaktadır.

Küresel boyutta yaşanan ekonomik krizler sebebiyle ekonomiyi canlandırmaya çalışan ülkeler özellikle son dönemde tanıtım faaliyetlerine önem vermiş ve hızlandırmışlardır. Turizm kanalı ile ülkelere döviz girdisi sağlamaya çalışmaktadırlar. Bu kapsamda gerçekleştirilen tanıtım faaliyetlerinin yanı sıra vergisel indirimler ve vize kolaylıkları da göze çarpmaktadır.

Dünya Turizm Örgütü'nün hazırladığı, Dünya Turizm Barometresi'ne göre 2011, 2012, 2013, 2014 ve 2015 yıllarında en çok ziyaret edilen ülkelere bakıldığında dünya genelinde bir artış gözlenmektedir.

Tablo 5.1**En Çok Tercih Edilen Ülkeler**

Uluslararası Gelen Turist Sayısı (milyon kişi)							
Sıra*	Ülke	2015	2014	2013	2012	2011	2015'in 2014'e Göre Değişim Oranı, %
1	Fransa	84,5	83,7	83,6	83	81,6	0,9
2	ABD	77,5	74,8	70	67	62,7	3,6
3	İspanya	68,2	65	60,7	57,7	56,2	3,6
4	Çin	56,9	55,6	55,7	57,7	57,6	2,3
5	İtalya	50,7	48,6	47,7	46,4	46,1	4,3
6	Türkiye	39,5	39,8	37,8	35,7	34,7	-0,1
7	Almanya	35	33	31,5	30,4	28,4	4,6
8	Birleşik Krallık	34,2	32,6	31,1	29,3	29,3	6
9	Rusya	31,3	29,8	28,4	25,7	22,7	5

Kaynak: Dünya Turizm Örgütü, Dünya Turizm Barometresi, 2015

*Ülke sıralamaları 2015 verilerine göre yapılmıştır.

Tablo 5.2**Ülkelerin Elde Ettikleri Uluslararası Turizm Gelirleri**

Uluslararası Turizm Gelirleri (Milyar \$)						
Sıra*	Ülke	2014	2013	2012	2011	2014'ün 2013'e Göre Değişim Oranı, %
1	ABD	177,2	172,9	126,2	115,6	2,5
2	İspanya	65,2	62,6	55,9	59,9	4,2
3	Çin	56,9	51,7	50	48,5	10,2
4	Fransa	55,4	56,7	53,7	54,5	-2,3
5	İtalya	45,5	43,9	41,2	43	3,7
6	Birleşik Krallık	45,3	41	36,4	35,1	10,3
7	Almanya	43,3	41,3	38,1	38,9	5
8	Tayland	38,4	41,8	30	27,1	-8
9	Avustralya	32	31,2	31,5	31,5	1,8
10	Türkiye	29,5	27,9	25,6	25	3,7

Kaynak: Dünya Turizm Örgütü, Dünya Turizm Barometresi, 2014

2011, 2012, 2013 ve 2014 yıllarında en çok turizm geliri elde eden ülkeler yukarıdaki tabloda sunulmuştur. Dünya Turizm Örgütü verileri doğrultusunda; 2013 yılına göre 2014 yılında yukarıdaki listedeki ülkelerin genelinde turizm gelirlerinde artış yaşanır iken Fransa ve Tayland'da turizm gelirlerinde düşüş yaşanmıştır.

*Ülke sıralamaları 2014 verilerine göre yapılmıştır.

5.1.2 Türkiye'de Turizm

Değişen ekonomik koşullar, küreselleşme, hızlı nüfus artışı, işsizlik; yeni ekonomik trendleri beraberinde getirmiştir. Turizm sektörü hem iş olanakları, hem ekonomiye pozitif katkısı, hem de dünya çapında reklam yeteneği sağlamaktadır.

Ülkemizde 1982'den itibaren başlayan turizm yatırım hamleleri özellikle 2000'li yıllardan itibaren daha da artarak dünya turizminde söz sahibi ülkeler arasına girmiştir. Ülkemiz, 2000 yılında gelen turist sayısı açısından dünyada 20. sırada yer alırken, 2009 yılında 7. sıraya yükselmiştir.

T.C. Kültür Ve Turizm Bakanlığı Türkiye Turizm Stratejisi'ne turist sayısı ve turizm geliri açısından 2023 yılına kadar uluslararası pazarda ilk beş ülke arasında yer almayı hedeflemektedir. İstihdamın artması ve turizmin öncü sektörler arasında yer alması, sürdürülebilir turizm stratejisi olarak belirlenmiştir. Sezonu tüm yıla yaymak, deniz turizminin dışında, sağlık turizmi, kongre turizmini de arttırmak hedefler arasındadır. Turizm yatırım projelerinin gerçekleştirilebilir teşvikler ile turizm sektöründe yatırımların arttırılması planlanmaktadır. Yabancı turist yanı sıra, iç turizmde yerli turist beklenti ve bütçesine uygun, kaliteli ürünler geliştirilmesi amaçlanmıştır.

1990 yılı ile 2017 yılları arasında ülkemizde tesislerde konaklayan yerli (yurtdışında ikamet eden vatandaş) ve yabancı turist sayıları aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Tablo 5.3

Tesis Ziyaret Sayıları

Yıllar	Tesis Geliş Sayısı		
	Yabancı	Yerli	Toplam
1990	3.869.166	3.584.287	7.453.453
1995	4.629.615	5.011.763	9.641.378
2000	6.804.076	8.855.902	15.659.978
2005	12.952.616	10.458.386	23.411.002
2010	17.415.364	12.338.602	29.753.966
2011	19.264.058	14.350.129	33.614.187
2012	20.481.308	15.701.931	36.183.239
2013	21.181.668	17.100.765	38.282.433
2014	35.850.286	5.564.784	41.415.070
2015	35.592.160	6.025.370	41.617.530
2016	25.265.406	6.099.924	31.365.330
2017	32.079.527	6.540.819	38.620.346

Kaynak: T.C. Kültür Ve Turizm Bakanlığı, Turizm İstatistikleri, 2017
<http://yigm.kulturturizm.gov.tr/TR-201120/konaklama-istatistikleri.html> (erişim tarihi 07.02.2018)

Ayrıca dünya turizminde turist sayısı bakımından 2000 yılında 20. sırada olan Türkiye, 2005 yılında 9.sırada, 2009 yılında 7.sırada, 2011, 2012, 2013, 2014 ve 2015 yıllarında 6.sıraya yükselmiştir.

TÜRSAB'ın 2014 turizm sezonu raporuna göre; 2014 yılında ilk dört ayda Almanya'dan gelen ziyaretçi sayısında %3,2'lik düşüş gözlenmektedir. Rusya'dan gelen ziyaretçi sayısında ise %6,9'luk artış yaşanmıştır.

Ülke geneline bakıldığında 2014 yılına kadar hem yerli (yurtdışında ikamet eden vatandaş) hem yabancı turist sayısında ve konaklama süresinde artış olduğu gözlenmektedir.

Ancak ülke genelinde yaşanan sıkıntılar sebebiyle 2015 yılı itibariyle turist sayısında azalma olmuştur. 2014 yılında dünyada turistlerin en çok ziyaret ettiği ülkeler sıralamasında 6.sırada iken 2016 yılında 44.sıraya gerilemiştir. 5.4. numaralı tabloda 2003-2017 yılları arasında ülke genelinde elde edilen turizm geliri sunulmuştur.

Tablo 5.4**Turizm Gelirleri (1.000.000 \$)**

Yıllar	Toplam	Yabancı	Yerli
2003	13.855	10.141	3.600
2004	17.077	13.061	3.862
2005	20.322	15.726	4.374
2006	18.594	13.919	4.464
2007	20.942	15.936	4.704
2008	25.415	19.612	5.418
2009	25.064	19.063	5.691
2010	24.930	19.110	5.558
2011	28.116	22.222	5.638
2012	29.007	22.410	6.354
2013	32.309	25.322	6.760
2014	34.306	27.778	6.289
2015	31.465	25.439	5.843
2016	22.107	15.991	5.965
2017	26.284	20.223	5.909

Kaynak: T.C. Kültür Ve Turizm Bakanlığı, Turizm İstatistikleri, 2017

<http://yigm.kulturturizm.gov.tr/TR-201116/turizm-gelirleri-ve-giderleri.html> (erişim tarihi 07.02.2018)

TÜRSAB, turistik tesis ve işletmeler turizm verilerine göre; 1990 – 2016 yılları arasında ülke genelinde konaklayan turist sayıları ve ortalama konaklama süreleri aşağıdaki tabloda sunulmuştur:

Tablo 5.5**Doluluk Oranı ve Ort. Kalış Süresi**

Yıllar	Doluluk Oranları			Ortalama Kalış Süreleri		
	Yabancı	Yerli	Toplam	Yabancı	Yerli	Toplam
	%			Gün Sayısı		
1990	31.70	16.40	48.10	3,43	1,92	2,7
1991	20.60	17.00	37.60	4,04	2,09	2,84
1992	32.20	17.60	49.80	4,51	2,24	3,32
1993	29.30	16.60	45.90	4,16	2,01	3
1994	24.60	14.50	39.10	4,36	2,04	3,07
1995	30.80	16.10	46.90	3,99	1,93	2,92
1996	35.30	15.90	51.20	3,96	1,97	3,01

1997	38.60	16.00	54.60	3,83	1,95	2,99
1998	30.60	15.60	46.20	4	2,02	3,01
1999	20.40	16.70	37.10	4,24	2,14	2,94
2000	23.33	13.48	36.82	4,19	1,86	2,87
2001	32.82	12.80	45.62	4,14	1,83	3,06
2002	36.04	12.65	48.68	4,39	1,92	3,29
2003	33.56	13.33	46.90	4,54	1,93	3,28
2004	36.57	13.50	50.07	4,53	1,89	3,29
2005	39.22	13.16	52.38	4,33	1,8	3,2
2006	32.35	14.91	47.26	3,92	1,86	2,9
2007	36.68	14.43	51.12	3,82	1,85	2,94
2008	37.71	13.80	51.51	4,17	1,85	3,12
2009	35.38	13.52	48.90	4,17	1,89	3,13
2010	37.23	11.94	49.17	4,3	1,9	3,3
2011	38.12	13.34	51.46	4,1	1,9	3,2
2012	40.74	13.61	54.34	4,4	1,9	3,3
2013	38.41	14.19	52.60	4,23	1,94	3,2
2014	38,9	12,94	51,84	4,13	1,88	3,18
2015	36,85	14,33	51,18	4,17	1,85	3,09
2016	24,26	17,24	41,51	4,61	2,06	3,05

Kaynak: TÜRSAB, Turizm Verileri, <https://www.tursab.org.tr/tr/turizm-verileri/istatistikler/turistik-tesis-ve-isletmeler/doluluk-ve-ortalama-kalis-suresi-1990-912.html> (erişim tarihi 07.02.2018)

Turizm Yatırım Belgesi: T.C. Kültür Ve Turizm Bakanlığı tarafından, yatırım aşamasındaki otellere verilen belgedir.

Turizm İşletme Belgesi: T.C. Kültür Ve Turizm Bakanlığı tarafından, faaliyete başlamış ve devam eden otellere verilen belgedir. Yatırımı tamamlanan ve faaliyete başlayan otellerin belgeleri, başvuruları ile işletme belgesine dönüştürülür.

Otel İşletmeciliğinde genelde uygulanan modeller incelendiğinde, 3 temel model görülmektedir.

✓ **Kira Anlaşması:**

Kira anlaşması modelinde, yatırımcı firma oteli anahtar teslim olarak inşa eder. İşletmeci firma inşaat tamamlandıktan sonra devreye girer (yatırımcı firmadan kiralar), oteli kendi adına işletir. İşletmeci firma, yatırımcıya toplam ciro üzerinden bir kira öder.

Anlaşmaya göre değişmekle birlikte; işletmeci firma “sabit kira + ciro payı” şeklinde de anlaşabilir.

✓ **İşletme Anlaşması:**

İşletme anlaşması modelinde, yatırımcı firma oteli anahtar teslim olarak inşa eder. İşletmeci firma ise oteli yatırımcı adına işletir. İşletmeci; insan kaynakları, pazarlama, satış, gider takibi gibi tüm operasyonel işlemleri takip eder ve yürütür. Yatırımcı firma, personel ve tüm operasyonel faaliyetin dışında kalır. İşletmeci firma, ciro üzerinden sabit ücret ve kar üzerinden başarı ücreti alır. Bunun dışında tüm kar ve zarar yatırımcı firmaya aittir.

✓ **Franchise Anlaşması:**

Franchise anlaşması modelinde, yatırımcı firma oteli anahtar teslim olarak inşa eder. Yatırımcı firma oteli kendi işletir, fakat işletmeci firma adı altında çalıştırır. Yatırımcı firma genel franchise anlaşmaları gibi sabit bir sisteme giriş ücreti öder. Bununla birlikte oteli o isim ile işlettiği süre boyunca ciro üzerinden isim hakkı bedeli öder. Anlaşmaya göre değişmekle birlikte her rezervasyon başına bir rezervasyon katkı payı öder.

5.1.3 Dünya’da Kongre Turizmi

Büyüyen ekonomi, uluslararası ticaret ve küreselleşme, kongre ve toplantı sektörünün de büyümesini ve gelişmesine sebep olmaktadır. Dünyada 100 milyona yakın kişi iş, toplantı ve kongre amaçlı turizm yapmakta ve bu dünya genel turizm gelirlerinin üçte birine denk gelmektedir. Toplantı sektörünün ekonomiye ve bölgesel gelişmeye katkısı, dünya üzerinde birçok varış noktasının bu sektördeki fırsatları değerlendirmeye yönelik aktif çalışmalarına yön vermektedir ve bölgesel tanıtım ve pazarlama amaçlı örgütlenmeleri hızlandırmıştır.

Kongre sektörü; hizmet birimleri, pazarlaması, satışı, altyapı gerekleri, uygulama ve ihtisaslaşma gerektiren bir turizm çeşididir. Hizmetler bütünüünün en iyi şekilde tanıtılması, icra edilmesi ve pazarlanmasıyla mümkündür.

Dünya kongre pazarının kıtalar ve ülkeler arası dağılımına bakıldığında geleneksel Kuzey Amerika ve Batı Avrupa ülkelerinin belli bir doygunluğa ulaşmış olduğu buna karşılık Doğu Avrupa, Akdeniz, Orta Doğu ve Asya Pasifik ülkelerinin kongre pazarından aldıkları payın her geçen yıl arttığı gözlenmektedir. Coğrafi konumu, tarihi ve kültürel zenginlikleri, gelişen alt yapısı ve turizm potansiyeli ile Türkiye bu sektör için cazibesi her geçen yıl artan bir ülke konumuna gelmektedir.

Bir şehrin tercih edilen bir varış noktası olabilmesi için belirli kriterlere cevap vermesi gerekmektedir. Ulaşılabilirlik, kongre merkezleri, konaklama tesisleri, bölgenin doğal ve tarihi güzelliği, güvenlik-ekonomik-politik istikrar, hizmet kalitesi, vb...

Dünya turizm gelirinin yüzde 30'u M.I.C.E. (Meeting, Incentive, Congress, Events) alanından elde ediliyor. ICCA (International Congress and Convention Association) verilerine göre M.I.C.E. Turizm Organizasyonlarının ekonomik getiri ve avantajları diğer turizm organizasyonlarına kıyasla oldukça yüksektir.

Kongre turizmi denilince toplantı, teşvik organizasyonları, kongreler ve organizasyonlar anlaşılmaktadır. Bu kavramları ile ilgili bilgiler aşağıda sunulmuştur.

195

"Meetings" (Toplantı - Seminerler): Çeşitli konu ve içeriklerde gerçekleştirilecek olan sosyal ve sanatsal etkinlikler, eğitim seminerleri, bayi toplantıları, tüm toplantı organizasyonları için; koordinasyon faaliyetleri, planlama, firma ve kurumların dinamiklerine uygun olarak hazırlanan her türlü basılı, görsel, teknik uygulamalar, toplantı sunumları, motivasyon artırıcı faaliyetler, "Meetings" toplantı - organizasyon faaliyetleri arasında yer alıyor.

"Incentive" (Teşvik Organizasyonları): M.I.C.E, Incentive programı başlığı altında iş dünyasının yoğun çalışan profesyonellerinin firmalarına olan bağlılıklarını arttıracak motivasyon faaliyetleri ile ilgili organizasyonların bir açılımı. Her firmanın iç dinamiklerine göre özel tasarlanmış sıra dışı motivasyon gezileriyle şirket - çalışan iletişimi yükseltilir. Dünyanın dört bir yanında, rehberler eşliğinde organize edilen sıra dışı motivasyon gezileri, aktiviteler bu başlığın kapsamındadır. Incentive

¹⁹⁵ <http://www.globalturizm.com.tr/m-i-c-e> (erişim tarihi 05.09.2017)

organizasyonlar, farklı motivasyon programlarının tasarımı ve iletişimi, otel, restoran ve mekân temini, havalimanında karşılama ve uğurlama hizmetleri, organizasyonun konseptine uygun kara, hava, deniz ulaşımı, hostes, güvenlik, sağlık, teknik ve lojistik ekibinin kurulması - yönetilmesi gibi konularda profesyonel hizmetler vermek olarak ifade edilebilir.

"Congress" (Kongreler): Bu tür organizasyonlar, proje başlangıcından, son noktasına kadar herhangi bir kongrenin tasarımı için gerekli olan tüm organizasyonların bütünüdür. Kongre öncesinde, sırasında ve sonrasında ihtiyaç duyulan bütün hizmetlerin hayata geçirilmesi organizasyonun içeriğidir. Kongre, fuar veya sergi organizasyonunda; sahne, ses ve ışık mühendisliği, görsel uygulamalar ve kültürel etkinlikler, sponsorluk koordinasyonu, kayıt sırasında ve kongre süresince ileri teknolojik donanımların kullanılması, online kayıt yazılımları, hediyeler, sekreterlik, simültane tercüme hizmetleri, hostes, güvenlik, sağlık, teknik, lojistik, yiyecek, içecek hizmetleri gibi operasyonel detaylar, Incentive organizasyonlar dahilindedir...

"Events" (Organizasyonlar): Firmalar için küreselleşme ve güçlü rekabet ortamıyla çok daha fazla önem kazanmış olan kurumsal iletişim ve markalaşma, bu kapsamda yönetilecek olan her türlü organizasyon faaliyetleri ile; ilgili firmaya faydalar sağlanarak, firmanın sicil kaydını yükseltmek amaçlı organizasyonlar bütünü olarak tanımlanabilir. Firmaların çeşitli amaçlar için gerçekleştirdiği organizasyonlara göre; yaratıcı tasarımların oluşturulması, farklı ve etkileyici mekânların seçimi, dekorasyon, ses ve ışık tasarımları, teknolojik alt yapıya dayalı her türlü görsel, işitsel uygulama, davetlilerle iletişim, basılı ve görsel malzemeler ve promosyonlar, hostes kadrosu ile etkileyici ağırlama hizmetleri, gösteri tasarımı ve uygulamaları, kültürel etkinlikler, sahne etkinlikleri Event organizasyon faaliyetlerinin içinde yer alır.

5.1.4 Türkiye’de Kongre Turizmi

Ülke geneline bakıldığında yaz dönemi turizm gelirlerinin daha yüksek olduğu tespit edilmiştir. Ancak ülkemiz son dönemde sadece yaz sezonunda (deniz tatili) değil, iş-kongre turizmi ile (kongre otelleri, şehir otelleri ile) de dikkat çekmektedir. Kongre merkezlerinin artması ile şehir otellerine de talep artmıştır. Kongre merkezlerine yakın

konumlanan şehir otellerinin farklı kapasitelerde toplantı salonlarının da olduğu gözlenmiştir.

Son dönemde fuar ve kongre merkezlerinin yanı sıra; şirket toplantıları, eğitimler, kurum ve kuruluşların etkinlikleri için de otellerin toplantı salonları tercih edilir hale gelmiştir. Bu sebeple büyük illerin kesişim güzergahları üzerinde, nitelikli otellerin arttığı gözlenmiştir. Bu oteller de hem toplantı salonları hem spa merkezleri ile sağlık ve kongre turizmi bir arada hedefleyerek talebi arttırmak hedeflenmektedir.

2000 yılından önce ülke genelinde uluslararası ölçekte 35 kongre yapılır iken, 2005 yılında 93, 2010 yılında 160, 2015 yılında 211, 2016 yılında 103 uluslararası kongre gerçekleşmiştir.¹⁹⁶ Son 10 yıllık dönemde büyük kongre sayısında yaklaşık % 254'lük artış gözlenmiştir. TÜRSAB 2013 kongre turizmi raporunda; kıyı turizmine kişi başına harcama 600 – 700 \$ iken, kongre turizminde 2.000 – 2.500 \$ aralığında olduğunu belirtmektedir. 2013 yılında Türkiye'ye kongre, seminer ve fuar için gelenlerin toplam sayısı 2.4 milyon olarak gerçekleşirken, kongre turizmi gelirlerinin ise 2.5 milyar doları aştığı dikkat çekiyor. Türkiye'ye yapılan iş seyahatlerinin 4 yılda % 54 arttığı gözlenmektedir.

5.2. Uygulama Örneği

Uygulama, örnek olarak oluşturulan bir mülkün güncel piyasa verilerine dayanarak yapılmıştır. Uygulama örneği olarak kurgulanan mülkün niteliği 5 yıldızlı iş – şehir otelidir.

Konu mülkün hali hazırda inşaatının tamamlandığı ve faaliyete başladığı, İstanbul İli, Bağcılar İlçesi, Bahar Caddesi üzerinde yer aldığı varsayılmıştır. Konu mülkün Basın Ekspres Yolu'ndan görünürlüğü yüksektir.

Bölge Analizi

Uygulama konusu gayrimenkulün bulunduğu İstanbul İli; 41° kuzey, 29° doğu koordinatlarında, Marmara Bölgesinin kuzey kesiminde yer alır. İstanbul Boğazı

¹⁹⁶ TUGEV, <http://tr.icvb.org.tr/icca-istatistiklerine-gore-turkiye-3/> (erişim tarihi 07.02.2018)

boyunca ve Haliç'i çevreleyecek şekilde Türkiye'nin kuzeybatısında kurulmuştur. İstanbul, batıda Avrupa yakası ve doğuda Asya yakası olmak üzere iki kıta üzerinde kurulu tek metropoldür. 39 ilçesi bulunmakta olup, yüzölçümü 5.512,-km²'dir.

Bağcılar İlçesi İse; Bakırköy İlçesi'ne bağlı iken 1992 yılında ilçe statüsü kazanmıştır. Avrupa yakasında konumludur. Yüzölçümü 22 km²'dir. D-100 Karayolu ile Tem Otoyolu arasında kalmaktadır. Güneyinde Bahçelievler, batısında Küçükçekmece ve Başakşehir, doğusunda Güngören, kuzeyinde Esenler yer almaktadır. Denize kıyısı yoktur. İlçe ekonomisinde tekstil önemli rol oynamaktadır. İlçe sınırında İstoç, Oto Center, Tekstilkent gibi önemli ticari birimler yer almaktadır. İstanbul İli Deprem Haritasına göre 2.derece deprem bölgesinde kalmaktadır.

Basın Ekspres Aksı: D-100 Karayolu ile E-80 Otoyolu arasında bağlantı yolu olup, E-80 Otoyolu'nu en yakın noktadan Atatürk Havalimanı'na bağlayan yoldur. Atatürk Havalimanı'na ve şehir merkezine yakınlığı, ana arterlere bağlantı niteliği vb. sebeplerle son dönemde cazibe merkezlerinden olmuştur. Bölgede, Atatürk Havalimanına ve kongre merkezine yakınlığı sebebiyle otel yatırımlarının arttığı, lokasyonu sebebiyle hem ofis hem de nitelikli konut projelerinin arttığı ve alışveriş merkezleri yatırımlarının hızlandığı gözlenmiştir.

Pazar Araştırması

Konu otelin İstanbul Yenibosna'da konumlu CNR Expo Fuar Alanı'na yakın konumlu olması doluluk oranını olumlu yönde etkileyebilecek etkenlerin başındadır. 1985 yılından itibaren hizmet veren fuar alanı, 150.000 m² kapalı alana, 120.000 m² açık alana sahiptir. 8 sergi salonu bulunmaktadır.

Konu mülke emsal olabilecek yakın konumlu ve benzer nitelikteki oteller incelenmiştir. Elde edilen veriler künyeler halinde sunulmuştur.



Tablo 5.6

Retaj Royale Otel

Otel Adı	Retaj Royale
Yıldız	5
Konumu	Koçman Caddesi (Basın Eks. Doğu)
Oda Sayısı	187
Fiyat, \$ (İki Kişilik Standart Oda)	80 - 190
KDV	Dahil
Kahvaltı	25 TL
Özellikler	Türkiye'de ilk islami konseptte yapılan otel olarak bilinmektedir. SPA merkezi, 2 konferans salonu, 9 toplantı salonu bulunmaktadır.



Tablo 5.7

Holiday Inn İstanbul Airport

Otel Adı	Holiday Inn İstanbul Airport
Yıldız	5
Konumu	Tem - Basın Eks. Doğu
Oda Sayısı	330
Fiyat, \$ (İki Kişilik Standart Oda)	50-70
KDV	Dahil
Kahvaltı	Dahil
Özellikler	SPA merkezi bulunmaktadır.



Tablo 5.8

Wyndham Grand İstanbul Europe

Otel Adı	Wyndham Grand İstanbul Europe
Yıldız	5
Konumu	Yavuz Sultan Selim Caddesi (Basın Eks. Doğu)
Oda Sayısı	307
Fiyat, \$ (İki Kişilik Standart Oda)	75 - 100
KDV	Dahil
Kahvaltı	50 TL
Özellikler	SPA merkezi bulunmaktadır. Altında halka açık çarşı alanı mevcuttur.



Tablo 5.9

İstanbul Gönen Hotel

Otel Adı	İstanbul Gönen Hotel
Yıldız	5
Konumu	Değirmen Bahçe Caddesi (Basın Eks. Doğu)
Oda Sayısı	305
Fiyat, \$ (İki Kişilik Standart Oda)	70-80
KDV	Dahil
Kahvaltı	50 TL
Özellikler	SPA merkezi bulunmaktadır.

Bölgede yapılan otel pazar araştırmasına göre;

- Bölgenin Atatürk Havalimanı ve CNR Fuar Merkezine yakın konumu ayrıca D-100 Karayolu ile E-80 Otoyolu arasında bağlantı yolu olma özelliği ile otel sektörünü canlandırdığı,
- Konaklamaların genellikle tatilden ziyade iş amaçlı olması sebebiyle, odaların yaz otellerine göre daha küçük kapalı alanlı olduğu,
- Konaklamaların genellikle iş amaçlı olmasından dolayı, otel bünyesinde toplantı salonu bulunmasının tercih sebebi olduğu,
- Şehir merkezine yakınlığı sebebiyle tatil amaçlı ziyaretlerde de İstanbul genelinde tercih gören bir bölge olduğu,
- Genel olarak bölge otellerinin yıllık bazda ~ % 65 - 75 aralığında doluluğa sahip oldukları,
- Çoğunlukla bölge otellerinin oda + kahvaltı konseptinde hizmet verdikleri,
- İş amaçlı ziyaretlerde öğle yemeği için genelde otel restoranlarının tercih edilmediği,
- Bölge otellerinde spa, toplantı salonu ve restoran gibi gelirlerin, (oda geliri haricindeki ek gelirlerin) yaklaşık %15-25 civarında olduğu,
- Bölgede son yıllarda otel yatırımlarının arttığı,
- Otel yatırımlarının özellikle kavşaklara yakın tercih edildiği,

Tespit edilmiştir.

Mülkün Fiziksel Özellikleri

İstanbul İli, Bağcılar İlçesi'nde konumlu olduğu kabul edilen konu mülk 5.000 m² yüzölçüme sahip arsa üzerinde yer almaktadır. 2 bodrum + zemin + 5 normal katlı, betonarme karkas tarzda inşa edilmiştir. 180 odalı ve toplamda 15.000 m² kapalı alanı bulunmaktadır. İnşası tamamlanmış ve hizmete başlamıştır. Bodrum katlarında otopark, sığınak, teknik hacimler ve spa (sanus per aquam) alanı yer almaktadır. Zemin katında lobi, toplantı salonları, restoran alanları bulunmaktadır. Üst katlarda ise odalar yer almaktadır.

Varsayım Ve Kabuller

Otel, iş oteli olarak tasarlandığından 365 gün açıktır. Oda + kahvaltı konseptinde hizmet vermektedir.

2018 yılı için oda başı konaklama ücretinin 80 \$, odabaşı konaklama ücretinin yıllık ~%3 oranında artacağı ve diğer gelirlerin (restoran, spa, toplantı salonu, transfer gibi) konaklama gelirinin %20'si olacağı kabul edilmiştir.

Yenileme fonunun brüt kar üzerinden %1 olacağı kabul edilmiştir.

2018 yılı bina sigorta bedelinin 30.000 \$, emlak vergisinin ise 10.000 \$ olacağı kabul edilmiştir.

Hesaplamalarda 16.03.2018 tarihli T.C. Merkez Bankası döviz kuru olarak; 1 ABD \$: 3,91 TL karşılığı ve 1 € : 4,82 TL karşılığında kullanılmıştır.

İndirgeme oranı; risksiz getiri oranı + risk primi şeklinde hesaplanmakta ve %10 olarak kabul edilmiştir. Kapitalizasyon oranının ise (mülkün kendini yaklaşık 15 yılda amorti edeceği kabulü üzerine) %7 olarak kabul edilmiştir.

Konu gayrimenkul işletme anlaşması modelinde çalıştırılmaktadır. Yatırımcı firma oteli anahtar teslim şeklinde inşa eder, işletmeci firma yatırımcı adına oteli işletir. İşletmeci; insan kaynakları, pazarlama, idari işler, satış, gider takibi gibi tüm operasyonel işlemleri yürütür. Yatırımcı firma, personel ve tüm bu operasyonel

faaliyetin dışında kalır. Bu modelde, işletmeci firma piyasada makul kabul edilebilecek bir seviyede karlılık ve otel doluluğunu yatırımcı firmaya taahhüt eder. Taahhüt edilen karlılık sağlanır ise işletmeci firmanın görevlendirdiği profesyonel ekip için maaş ve genel giderler sabit ücret olarak karşılanır iken; piyasa ortalamasının üzerinde bir karlılık sağlanır ise başarı ücreti almaya hak kazanır. Makul karlılığın altında kalır ise bu durumun yönetsel sorunlardan kaynaklanabileceği öngörüsü ile başarı ücreti ödenmez. Bu örnekteki sözleşmede, işletmeci firma ciro üzerinden % 2 sabit ücret ve brüt kar üzerinden % 5 başarı ücreti alacak şekilde anlaşma sağlanmıştır.

Yöntemde otelin gelir ve giderleri hesaplanır. 10 tam yıl boyunca nakit akışları işlenir. İndirgeme oranı ile net bugünkü değeri hesaplanır.

Tablo 5.10

Otel Nakit Akış Projeksiyonu

OTEL NAKİT AKIŞ PROJeksiYONU	16.3.2018	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028
YILLAR			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
YILLIK ODA KAPASİTESİ	65.700	65.700	65.700	65.700	65.700	65.700	65.700	65.700	65.700	65.700	65.700	65.700
DOLULUK ORANI (%)	0%	60%	65%	70%	70%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	80%
SATILAN ODA SAYISI	0	39.420	42.705	45.990	45.990	49.275	49.275	49.275	49.275	49.275	49.275	52.560
ODA FİYATLARI, USD	80	80	82	85	87	90	93	96	98	101	104	108
KONAKLAMA GELİRİ, USD	0	3.153.600	3.518.892	3.903.263	4.020.361	4.436.756	4.569.858	4.706.954	4.848.163	4.993.608	5.143.416	5.650.900
DİĞER GELİRLER, USD	0	630.720	703.778	780.653	804.072	887.351	913.972	941.391	969.633	998.722	1.028.683	1.130.180
TOPLAM GELİRLER, USD	0	2.838.240	4.222.670	4.683.916	4.824.433	5.324.107	5.483.830	5.648.345	5.817.795	5.992.329	6.172.099	6.781.080
GOP (%)	0%	32%	35%	35%	38%	38%	38%	38%	38%	38%	38%	38%
İŞLETME GENEL GİDERLERİ, USD	0	1.930.003	2.744.736	3.044.545	2.991.149	3.300.946	3.399.975	3.501.974	3.607.033	3.715.244	3.826.701	4.204.269
GOP, USD	0	908.237	1.477.935	1.639.371	1.833.285	2.023.161	2.083.855	2.146.371	2.210.762	2.277.085	2.345.398	2.576.810
YENİLEME FONU, USD	0	9.082	14.779	16.394	18.333	20.232	20.839	21.464	22.108	22.771	23.454	25.768
SABİT ÜCRET, USD	0	56.765	84.453	93.678	96.489	106.482	109.677	112.967	116.356	119.847	123.442	135.622
BAŞARI BEDELİ FARKI, USD	0	45.412	73.897	81.969	91.664	101.158	104.193	107.319	110.538	113.854	117.270	128.841
AGOP	0	824.793	1.304.805	1.447.330	1.626.799	1.795.289	1.849.148	1.904.622	1.961.761	2.020.613	2.081.232	2.286.580
BİNA SİGORTA BEDELİ, USD	0	30.000	30.900	31.827	32.782	33.765	34.778	35.822	36.896	38.003	39.143	40.317
EMLAK VERGİSİ, USD	0	10.000	10.300	10.609	10.927	11.255	11.593	11.941	12.299	12.668	13.048	13.439
NAKİT AKŞLARI, USD (EBITDA)	0	794.793	1.263.605	1.404.894	1.583.090	1.750.268	1.802.777	1.856.860	1.912.566	1.969.943	2.029.041	2.232.823
DÖNEM SONU ARTIK DEĞER, USD												31.897.477
NET NAKİT AKIŞI, USD	0	794.793	1.263.605	1.404.894	1.583.090	1.750.268	1.802.777	1.856.860	1.912.566	1.969.943	2.029.041	34.130.300
İNDİRGEME ORANI	10,00%											
NET BUGÜNKÜ DEĞER, USD	21.844.679											
NET BUGÜNKÜ DEĞER, TL	85.412.693											

%10 indirgeme oranına göre konu mülkün net bugünkü değeri (21.844.679 USD) 85.412.693 TL ~85.413.000 TL olarak hesap ve kabul edilmiştir.

Konu mülkün ticari nitelikte olması sebebiyle değerleme yöntemlerinden gelirlerin kapitalizasyonu yöntemi tercih edilmiştir.

Yukarıdaki nakit akış projeksiyonunda öncelikle mülkün gelirleri değerleme tarihi itibariyle başlayarak 10 tam yıl boyunca işlenmiştir. Otel nitelikli mülkün doluluk oranı ve oda fiyatı yapılan pazar araştırması ve geçmiş dönem verileri dikkate alınarak tahmin edilmiştir. Yıllar itibariyle bu gelirler arttırılarak toplam konaklama gelirine ulaşılmıştır.

Otelin konaklama geliri dışındaki gelirleri de dikkate alınmıştır. Transfer, spa, restoran ve toplantı salonu gibi konaklama harici gelirlerin ise geçmiş dönem verileri dikkate alınarak konaklama gelirlerinin %20'si olacağı ngrlmştir. Böylece toplam gelirler 31.12.2018 itibariyle 2.838.240 USD olarak hesaplanmıştır.

Pazar araştırmasında elde edilen verilere göre işletme karlılığı; satılan ürün maliyeti, personel maliyeti, elektrik su telefon gibi bina giderleri vb giderler elde edilen cirodan arındırılarak elde edileceği dşnlmştir. Bu doğrultuda karlılık oranı otel için %32 olarak uygulanmıştır. Söz konusu bu karlılık işletme için (GOP) Gross Operating Profit – Brüt Operasyonel Karlılık olarak ifade edilmektedir.

Mülkün yıllar itibariyle ve kullanıma bağlı olarak fiziki eskimesi gerçekleşecektir. Mülkün aynı oda fiyatları ile hizmetine devam edebilmesi için yenilenmesi, tamir ve bakım işlemlerinin yapılması ve günün ihtiyaç ve beklentilerini karşılayabilmesi (demode olmaması) için her yıl yenileme fonu ayrılır. Konu mülk için brüt karın %1'i yenileme fonu olarak hesaplamalara dahil edilmiştir. Zincir markaların güncel işletme sözleşmelerinde bu oran genellikle ciro veya brüt karlılık üzerinden hesaplanmakta olup yaklaşık %1 ile %3 aralığında uygulanmaktadır.

Konu mülkün sözleşme Şartlarına göre, sabit ücret ve başarı bedeli farkı hesaplamalara dahil edilmiştir. Anlaşmaya göre işletmeci firma ciro üzerinden %2 sabit ücret ve brüt kar üzerinden %5 başarı bedeli farkı alacaktır. Bu oranlarda dahil edilerek emlak vergisi ve bina sigortası öncesi brüt kara ulaşılmıştıık.

Emlak vergisi ve bina sigortası da düşülerek nakit akıslara ulaşılmıştır. Taşınmaz olarak otel gelir getiren bir mülk olduğu için, bir işletme olarak ele alındığında nakit akısları toplam gelirler, brüt karlılık, vergi (emlak vergisi ve bina sigortası) öncesi brüt karlılık ve net kar olarak dört ayrı madde de incelemek mümkündür. Bu maddelerden toplam gelirler nakit akış tablosunda ciroyu, brüt karlılık GOP'i, vergi (emlak vergisi ve bina sigortası) öncesi brüt karlılık AGOP'i ve net kar EBITDA'yı ifade etmektedir. Ebitda (Earning before interest, taxes, depreciation and amortization) faiz amortisman vergi öncesi kar olarak ifade edilen FAVÖK'tür. Bu bir şirketin operasyonel verimliliğini ölçen kriterdir.

Tüm bu kalemler genel kabul olarak 10 tam yıl boyunca artış oranları dikkate alınarak ilerletilmiştir. Mülkün ömrünün sonsuz olduğu kabul edilir. Yapı yıpransa ve kullanılamaz hale gelse dahi arsa hiçbir zaman yok olmayacağından mülkün sonsuz yaşayacağı ve gelir üretmeye devam edeceği kabul edilir. Ancak uzun yıllar boyunca gelirleri tahmin edilemeyeceğinden ve hesaplanamayacağından 10.yılın sonunda mülk satılmış gibi düşünülerek son yılın ebitda değerine eklenir. Bu değer ise artık değer olarak ifade edilir. Artık değer; 10. yılın sonunda ebitda değeri kapitalizasyon oranına bölünerek hesaplanır. (Temel değer formülü kullanılır. Değer = Net Faliyet Geliri / Kapitalizasyon Oranı) Böylece net nakit akıslara ulaşılmış olunur. Net nakit akısları indirgeme oranı ile bugüne çekilir. Konu mülk için net bugünkü değer 21.844.679 USD, değerlendirme günü döviz kuru ile 85.412.693 TL ~85.413.000 TL olarak hesap ve takdir edilmiştir.

(Örnek uygulama 2018 Mart ayında yapılmıştır. Piyasa ve ekonomik veriler de (döviz kuru, indirgeme oranı vb.) 2018 Mart dönemini yansıtmaktadır. Çalışmanın sonuçlandığı dönem olan 2018 sonunda ekonomik göstergelerde değişimler olmuştur. Bu değişimler örnek uygulamaya yansıtılmamıştır.)

6. SONUÇ

Gayrimenkul sektörünün yıllar içinde profesyonellerce dikkate alınması üzerine sektörde hızlı gelişmeler yaşanmıştır. Sektörün oyuncuları netleşmiştir. Değerleme ile ilgili olarak 2000’li yılların başından itibaren düzenlemeler yapılmıştır. Uluslararası standartlar incelenmiş, ülkemize uygun hale getirilerek uygulamaya konmuştur. Meslek birlikleri oluşturulmuş, mesleğe yeterlilik için şartlar belirlenmiştir. Yayımlanan tebliğler ile değerlendirme raporları finansal hayata adil, dürüst ve standartlara bağlı şekilde hizmet etmeye başlamıştır. Tüm bu gelişmeler de yeni bir mesleğin doğuşunu sağlamıştır.

Gayrimenkul değerlendirme işlemine birçok alanda ihtiyaç duyulduğu fark edilmiştir. Mülkün değerinin doğru tespitinin birçok açıdan önem taşıdığı anlaşılmıştır. Miras paylaşımından yatırım kararlarına, kredili mülk ediniminden satışa çıkan mülkün doğru değerinin tespitine kadar çokça durumda gerekliliği kabul edilmiştir.

Bu çalışmada gayrimenkul değerlendirme yöntemleri (emsal karşılaştırma, maliyet ve gelirlerin kapitalizasyonu) incelenmiştir. Geleneksel yöntemlerin zorlukları, kullanım alanları, temel formülleri ve örneklerine yer verilmiştir. Örnek uygulama da ise gelirlerin kapitalizasyonu yöntemi kullanılmıştır.

Gayrimenkul, günümüzde barınma ihtiyacı ile özdeşmekten çıkmıştır. Artık barınma ihtiyacı olarak konut, çalışma ortamı olarak ofis, yaşam alanı olarak alışveriş merkezleri, oteller şeklinde algılanmaktadır. Dolayısıyla bir yatırım aracı olarak görülmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde gayrimenkuller yatırım aracı olarak kazandıran ürünler olarak kabul edilmektedir. Bu sebeple gayrimenkul geliri ile düşünülmektedir. Geliri için alım satımı yapılır hale gelmiştir. Bu sebeple çalışmada gelir getiren bir mülk örnek olarak incelenmiştir. Uluslararası değerlendirme standartlarına göre de gelir getiren mülkler gelirlerin kapitalizasyonu yöntemi ile değerlendirilmelidir.

Gelir getiren mülklerin değerinin tespitinde birçok parametre etkili olmaktadır. Birebir aynısının bulunması zordur. Bu sebeple emsal karşılaştırma yönteminin kullanılması doğru sonuç vermeyecektir. Ayrıca mülkün aynısı inşa edilse bile işletmeden kaynaklı farklılardan ötürü maliyet yöntemini kullanmak da doğru

olmayacaktır. Gelir getiren bir mülk; kullanım şekline bağlı olarak gelir ve giderleri dikkate alınarak değerlendirilmelidir.

Sonuç olarak; gayrimenkul değerlendirme işi disiplinler arası bir alandır. Bir değerlendirme raporu hazırlanır iken; saha çalışması, resmi kurum incelemeleri ve raporlama adımları izlenir. Bu adımlarda; insan ilişkileri, iletişim becerisi, hukuk bilgisi, toplanan verileri analiz edebilme, sınıflandırabilme, gereksiz bilgiyi reddetme, finansal hesaplamalar ve rapora aktarım için sade, anlaşılır yazım dili ve müşteriye etkin sunum becerileri gerekmektedir. Hukuk, matematik, sosyal bilimlerin bir karışımı şeklinde yorumlanabilir. Bu çalışmada disiplinler arası sektörün temel kavramları, değerlendirme yöntemleri ve uygulamalı örneğine yer verilmiştir. Bu alanda yapılacak olan araştırmalar ve çalışmalar sektörün gelişmesine önemli katkılar sağlayacaktır.

KAYNAKÇA

Kitaplar

- Açlar, Ahmet ve Volkan Çağdaş. **Taşınmaz (Gayrimenkul) Değerlemesi.** Ankara: TMMOB Harita ve Kadastro Mühendisleri Odası Yayınları, 2002.
- Baum, Andrew. **Commercial Real Estate Investment - A Strategic Approach-**, (E-book), Second Edition, London: EG Books – A division of Reed Business Information, 2009.
- Blackledge, Michael. **Introducing Property Valuation.** (E-book), 1.Basım, London and New York: Routledge – Taylor & Francis Group, 2009.
- Berk, Cem. **Gayrimenkul Yatırımlarının Yönetimi.** 1.Basım. İstanbul: Beta Kitabevi, 2012.
- Bozan, Mehmet. **Türk Hukukunda Gayrimenkul Mevzuatı.** İstanbul: İ.Ü. Basım ve Yayınevi Müdürlüğü, 2004.
- Chambers, Nurgül. **Firma Değerlemesi.** 2.Basım, İstanbul: Beta Kitabevi, 2009.
- Alp, Ali ve Yılmaz Ufuk. **Gayrimenkul Finansmanı Ve Değerlemesi.** 2.Basım, İstanbul: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, 2004.
- Doğan, Mehmet. **Gayrimenkul Değerleme Esasları.** İstanbul: Karacan Akademi Yayınları.
- Dörtgöz, Gürsel Özcan. **Emlak Bilgisi.** Ankara: Birlik, 2008.
- Hançerlioğlu, Orhan. **Ekonomi Sözlüğü.** 6.Basım, İstanbul: Remzi Kitabevi, 1995.
- Hazar, Adalet. **Gayrimenkul Değerleme.** 1. Basım, Ankara: Seçkin, 2013.
- Hepşen, Ali. **Gayrimenkul Piyasaları Ve Finansmanı.** 1.Basım, İstanbul: Literatür, 2010.
- Hepşen, Ali. **Finansal Krizlerde Gayrimenkul Finansman Piyasalarının Rolü Ve Gayrimenkul Fiyat Endekslerinin Önemi.** 1.Basım, İstanbul: Literatür, 2011.

- Kahraman, Hacı. **Gayrimenkul Değerleme**. 1.Basım, İstanbul: İkinci Adam, 2014.
- Kızılot, Şükrü, Zühal Kızılot, Ekrem Sarısu, Sezgin Özcan. **Gayrimenkul Rehberi**. 2.Basım. Ankara: Yaklaşım, 2005.
- Köktürk, Erol ve Erdal Köktürk. **Taşınmaz Değerlemesi**. 3.Basım, Ankara: Seçkin, 2016.
- McKinley, Michael. **The Appraisal Of Real Estate**. Erbil Töre (çev). 12.Basım, Chicago: Appraisal Institute, 2001.
- Özçiçek, Aytaç. **Alışveriş Merkezi Yönetimi**. 1.Basım, İstanbul: Küçük Mucizeler Yayıncılık.
- Öztürk, Mustafa. **Gelir Getiren Emlağın Değerlemesi**. Ankara: Gazi Üniversitesi, İktisadi İdari Bilimler Fakültesi, 1987.
- Parlakkaya, Raif. **Proje Analizi Ve Değerlendirme**. Anadolu Üniversitesi Yayın No:1670.
- Rostron Jack (Edit.), Robert Hardy-Pickering, Laura Tatham ve Linda Wright. **Dictionary of Property and Construction Law**. 1.Basım, London and New York: Spon Press – Taylor & Francis Group, 2002.
- Ventolo, Williams. L. ve Martha R Williams, **Fundamentals of Real Estate Appraisal**. 8th Edition, Chicago, IL: Dearborn, 2001.

Sürelî Yayınlar

Atilla, İclal. “Gayrimenkul Geliştirme Projelerinde Risk Yönetimi”, **Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**. XXIX Cilt, II Sayı, 2010.

Hacıköylü, Canatay. “Gayrimenkul Değerlemesi”, Serpil Altınırnak(Ed.). **Emlak Finans ve Emlak Değerleme** kitabı içerisinde Ünite 4-, 1.Baskı, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi, Yayın No:2773, Ocak 2013.

Karadeniz, Erdiñ, Serkan Yılmaz Kandır ve Yıldırım Beyazıt Önal. “Konaklama İşletmelerinde Gayrimenkul Değerleme ve Bütünsel Değerin Hesaplanması: Hipotetik Bir Uygulama”, **Anatolia Turizm Araştırmaları Dergisi**. Cilt 20, Sayı 2, Bahar: 149-168, 2009.

Diğer Yayınlar

- Berna, A. Nuhoglu. “**Gayrimenkul Değerleme**”, Yüksek Lisans Tezi, 19 Mayıs Üniversitesi, Fen Bilimleri Enstitüsü, 2007.
- Cansel Turgut Yazıcı, Işıl Dinçer, Zuhâl Balsarı, “Gayrimenkul Değerleme Yöntemleri, Sınav Hazırlık Eğitimi Ders Notu” **Değerleme Uzmanları Derneği**, İstanbul, 22-23 Nisan 2006, I. Bölüm.
- Katipoğlu, Bilge Nur. “Gayrimenkul Değerlemesi”, **SPK Lisanslama Sınavlarına Hazırlık Kursu Ders Notları**. İstanbul: İstanbul Üniversitesi, 2010.
- Onurlu, Özlem. “**Uluslararası Değerleme Standartlarının Türkiye’de Uygulanması Sürecinde Gelir Kapitalizasyonu Yaklaşımının İrdelenmesi**”, İstanbul Teknik Üniversitesi, Yüksek Lisans Tezi, 2006.
- Özbay, Özge. “**Gayrimenkul Değerleme Projelerinde AHP Yöntemiyle Bir Yaklaşım**”, Marmara Üniversitesi Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2010.
- Uğur, Latif Onur. “İnşaat Sektöründe Riskler Ve Risk Yönetimi”, Seminer notları TMB, 2006.
- Yalçın, Serkan. “**Gayrimenkul Değerlemesinde Değerleme Uzmanlığı Üzerine Bir İnceleme**”, İstanbul Teknik Üniversitesi, Yüksek Lisans Tezi, 2004.

İnternet Kaynakları

Appraisal Institute. <https://www.appraisal institute.org/appraisal-profession/> (erişim tarihi 07.05.2013)

Alışveriş Merkezi Tüketici Algı Araştırması. 2013. http://www.ayd.org.tr/TR/PDFs/AlgiArsBasinOzeti_2013.pdf (erişim tarihi 12.09.2013)

BüyükTürkçeSözlük. http://www.tdk.gov.tr/index.php?option=com_bts&arama=kelime&guid=TDK.GTS.517fc2e976ba20.03944348 (erişim tarihi 30.04.2013)

BüyükTürkçeSözlük. http://www.tdk.gov.tr/index.php?option=com_bts&arama=kelime&guid=TDK.GTS.5c10c4a3dce876.19112271 (erişim tarihi 12.06.2018)

Ellerman, David. “The Matematics of Real Estate Appraisal”, University of California, May 2004, s.17, https://www.researchgate.net/publication/215990331_The_Mathematics_of_Real_Estate_Appraisal, (erişim tarihi 07.09.2014)

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliğ. 2017. <http://www.gyoder.org.tr/bulten/2017/134481-yeni.pdf> (erişim tarihi 17.02.2017)

İstanbul İmar Yönetmeliği, 15.06.2007 karar tarih ve 1512 karar no, http://www.ibb.gov.tr/trTR/kurumsal/Birimler/ImarMd/Documents/imar_yonet_melik.pdf, (erişim tarihi 24.05.2013)

International Valuation Standarts Council, International Valuation Glossary, http://www.ivsc.org/glossary#letter_r, (erişim tarihi 07.09.2014)

RICS. <http://www.rics.org/> (erişim tarihi 07.05.2013)

Sermaye Piyasasında Uluslararası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ Seri: vu, No:45. <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=591&fn> (erişim tarihi 06.05.2013)

Sermaye Piyasası Kurulu. <http://www.spk.gov.tr> (erişim tarihi 07.05.2013)

TUGEV. <http://tr.icvb.org.tr/icca-istatistiklerine-gore-turkiye-3/> (erişim tarihi 07.02.2018)

Türkiye Değerleme Standartları Çalışması 1.Versiyon, Eylül 2011. 2011
http://www.dud.org.tr/Custom/OdesisMc/tugdes_taslak_metni.pdf, (erişim tarihi 10.02.2013)

TheAppraisalFoundation.

https://www.appraisalfoundation.org/imis/TAF/Standards/Appraisal_Standards/TAF/Standards.aspx?hkey=5a640dda-464d-4683-b4e1-190201e0eda7
(16.02.2014)

UluslararasıDeğerlemeStandartları.

<http://www.tdub.org.tr/Images/Uploads/UDS%202017.pdf> (erişim tarihi 12.04.2017)

Uluslararası Değerleme Standartları Konseyi. <https://www.ivsc.org/news/article/ivsc-launches-new-global-standards-for-valuation-profession> (erişim tarihi 07.05.2013)

<http://www.globalturizm.com.tr/m-i-c-e> (erişim tarihi 05.09.2017)